

UNIwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny

Szkoła Doktorska Nauk Społecznych
Dyscyplina: Ekonomia i Finanse

ADRIAN GAWĘDA

**Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę
spółek publicznych**

Rozprawa doktorska napisana
pod kierunkiem naukowym
dr hab. Małgorzaty Janickiej, prof. UŁ oraz
dr. hab. Artura Sajnóga, prof. UŁ
w Katedrze Finansów i Inwestycji
Międzynarodowych

Łódź 2024

SPIS TREŚCI

WSTĘP	5
ROZDZIAŁ I Zrównoważone finanse w ujęciu globalnym	9
1.1. Geneza i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów.....	9
1.2. Definicja oraz istota zrównoważonych finansów	19
1.3. Globalne działania na rzecz zrównoważonych finansów	31
1.4. Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju	39
1.5. Podsumowanie.....	45
ROZDZIAŁ II Zrównoważone finanse przedsiębiorstw	50
2.1. Zrównoważone finanse a dotychczasowe teorie finansów	50
2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji.....	51
2.1.2. Finanse behawioralne – wybrane aspekty	54
2.1.3. Zrównoważone finanse – nowy paradygmat w finansach.....	57
2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów	59
2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów	64
2.4. Scoring i rating ESG jako ocena niefinansowej działalności przedsiębiorstw.....	75
2.4.1. Metodyka raportowania ESG przez przedsiębiorstwa.....	78
2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw	82
2.5. Podsumowanie.....	89
ROZDZIAŁ III Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw	91
3.1. Inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów	91
3.2. Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych	99
3.2.1. Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD)	99
3.2.2. Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD).....	105
3.3. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (ESRS).....	111
3.4. Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii	117
3.5. Podsumowanie.....	125
ROZDZIAŁ IV Wartość rynkowa przedsiębiorstw i jej determinanty	128
4.1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym	128

4.2. Istota i funkcje wyceny przedsiębiorstw	134
4.3. Metody wyceny przedsiębiorstw	141
4.4. Finansowe determinanty wartości rynkowej przedsiębiorstw	147
4.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu	156
4.6. Podsumowanie	161
ROZDZIAŁ V Metodyka badań empirycznych	164
5.1. Specyfika danych oraz procedura organizacji bazy danych	164
5.2. Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka	169
5.3. Standing finansowy badanych spółek	176
5.4. Wartość rynkowa badanych spółek.....	179
5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek	183
5.5.1. Scoringi i ratingi ESG	183
5.5.2. Scoringi i ratingi E, S oraz G	189
5.6. Podsumowanie	198
ROZDZIAŁ VI Badanie wpływu scoringów ESG na wartość rynkową spółek publicznych	201
6.1. Pytania i hipotezy badawcze	201
6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych	204
6.3. Wpływ kształtowania się scoringu ESG na wartość rynkową badanych spółek	218
6.4. Wpływ scoringów E, S i G na wartość rynkową badanych spółek.....	226
6.5. Podsumowanie	234
ZAKOŃCZENIE.....	239
BIBLIOGRAFIA.....	244
SPIS TABEL.....	262
SPIS RYSUNKÓW	264
SPIS WYKRESÓW	265
SPIS ZAŁĄCZNIKÓW	266

WSTĘP

Według tradycyjnego podejścia do teorii finansów, jednym z głównych celów działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, a ściśle wartości dla jego właścicieli. Przedsiębiorstwo nie powinno brać pod uwagę generowanych negatywnych efektów zewnętrznych swojej działalności, gdyż jedynym społecznym zobowiązaniem tego podmiotu jest działanie we własnym interesie (a dokładnie jego właścicieli), dopóki jest to zgodne z obowiązującymi regulacjami. Wysiłki podejmowane w realizacji innych celów wymagają alokacji zasobów na rzecz pozostałych interesariuszy, co nie jest zachowaniem racjonalnym z punktu widzenia właścicieli. Między innymi na skutek funkcjonowania przedsiębiorstw w myśl powyższych założeń, w ciągu ostatnich lat powstały lub pogłębieniu uległy globalne problemy w trzech obszarach – środowiskowym, społecznym i zarządczym (ESG – *Environmental, Social and Governance*). Sytuacja ta spowodowała potrzebę zmiany paradygmatu w zakresie celu i sposobu działalności przedsiębiorstw, a także powstanie nowej koncepcji – zrównoważonych finansów. Obejmuje ona nie tylko sferę mikro-, ale także makroekonomiczną, której wdrożenie ma umożliwić funkcjonowanie zrównoważonej gospodarki światowej w taki sposób, aby potrzeby pokoleń teraźniejszych były zaspokojone bez narażania zdolności przyszłych pokoleń do zaspokajania ich własnych potrzeb. W ciągu ostatnich lat, zwłaszcza wśród inwestorów, nastąpił wzrost zainteresowania niefinansowymi wynikami przedsiębiorstw (tj. wynikami ESG), które obrazują wpływ, jaki te podmioty wywierają na wszystkich uczestników otoczenia gospodarczego. Z uwagi na zawartość informacyjną, wyniki ESG są uwzględniane w decyzjach inwestycyjnych, przez co w coraz większym stopniu mogą kształtować wartość rynkową spółek publicznych¹.

Sformułowany w pracy problem badawczy dotyczy występowania zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową. Kształtowanie się wyników ESG sprzyjać ma nie tylko pełniejszemu rozpoznaniu kierunków oraz sposobów kształtowania wartości spółek giełdowych, ale także szerszemu uzasadnieniu ich roli w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów. Problem ten wpisuje się w nurt ważnych badań naukowych o charakterze teoretyczno-empirycznym dotyczących procesów, warunków i sposobów kreacji wartości przedsiębiorstw z punktu widzenia ich wyników ESG.

¹ Przez spółkę publiczną rozumie się przedsiębiorstwo, którego akcje dopuszczone są do obrotu na giełdowym rynku regulowanym. Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.U. L 184 z 6.7.2001, s. 1), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02001L0034-20070120>, (dostęp 15.11.2023 r.).

Za **cel rozprawy** przyjęto ocenę siły oraz kierunku oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową spółek publicznych sektorów niefinansowych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych w państwach członkowskich Unii Europejskiej (UE) oraz w Wielkiej Brytanii (K-28)² w latach 2010–2022. Cel ten znajduje odzwierciedlenie w dwóch zasadniczych aspektach analiz teoretyczno-empirycznych prezentowanych w rozprawie. Po pierwsze, zmierzają one do wykazania roli i znaczenia wyników ESG w kreowaniu wartości rynkowej badanych spółek. Po drugie, skupiają się wokół porównawczej oceny istotności komponentów ESG (tj. wyników w obszarach E, S i G) w kontekście uzyskiwanej przez analizowane spółki giełdowe wyceny rynkowej. Zróżnicowane czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze, będące jednocześnie komponentami ESG, mogą w różny sposób determinować zmienność i niepewność kształtowania bieżących i przyszłych wycen rynkowych spółek. W efekcie inwestorzy mogą wskazywać na przewagi bądź słabości tych wyników w porównaniu do miar finansowych. Na tym tle istotnego znaczenia nabiera ocena wyników ESG i ich komponentów, jako względnie mało rozpoznanych w ekonomii i finansach kategorii, w szczególności pod kątem ich przydatności dla uczestników rynku giełdowego.

Wyniki ESG obejmują gros działań przedsiębiorstw na rzecz jego interesariuszy oraz otoczenia, a także skutki tych aktywności. W rozprawie zastosowano podejście uproszczone, polegające na przyjęciu scoringów i ratingów ESG jako syntetycznych i kompleksowych miar działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG. Oceny te w różny sposób mogą wpływać na bieżące i przyszłe decyzje inwestycyjne. Aby zrealizować cel badawczy, 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?

Pierwsze pytanie badawcze dotyczy znaczenia scoringów ESG w pomnażaniu wartości rynkowej spółek, a drugie traktuje o roli ich komponentów w tym procesie. W odniesieniu do pytań badawczych, sformułowano dwie korespondujące **hipotezy badawcze**:

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

² Ponieważ Wielka Brytania przystąpiła do Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej w 1973 roku i wystąpiła z Unii Europejskiej względnie niedawno (w 2020 roku), więc uwzględniono ją w badaniach. Dla uproszczenia, grupę krajów objętych analizą oznaczono zapisem „K-28”.

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

Główną motywacją podjęcia badań jest rosnące znaczenia wyników ESG dla inwestorów w wycenach spółek publicznych. Mimo badań prowadzonych w tym obszarze od lat przez różnych autorów, problematyka ta pozostaje nadal aktualna. Rezultaty tych badań prowadzą do niejednorodnych wniosków w zakresie wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstw. Jedni dowodzą istnienia pozytywnej zależności, drudzy dokumentują negatywny kierunek oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową, a jeszcze inni wskazują na związek o niejednoznacznym charakterze lub brak korelacji między tymi zmiennymi. Badacze w swoich analizach skupiają się często na spółkach wybranego kraju i sektora oraz wykorzystują jedynie scoring ESG lub tylko jego komponenty. Powyższe wskazuje również na istnienie luki badawczej w tym obszarze oraz skłania do podjęcia tematyki badań. Wkład przeprowadzonych w rozprawie badań w dyscyplinę nauki ekonomia i finanse stanowią (i) ocena wpływu na wartość rynkową zarówno scoringu łącznego (tj. ESG), jak i jego komponentów (tj. scoringów E, S i G) oraz (ii) uwzględnienie w analizach przedsiębiorstw nie tylko wybranego kraju i/lub sektora, lecz grupy krajów o zbliżonej charakterystyce, co umożliwia wnioskowanie w sposób bardziej zgeneralizowany niż na podstawie dotychczasowych wyników badań. Przedsiębiorstwa to podmioty gospodarcze o największym potencjale wpływu na otoczenie i wzrost gospodarczy krajów gospodarki światowej. Zrozumienie oddziaływania wyników ESG na wycenę przedsiębiorstw stanowi zatem dodatkową motywację podjęcia problemu badawczego. Wiedza ta, z jednej strony, umożliwi inwestorom bardziej efektywne formułowanie strategii i realizowanie celów inwestycyjnych, a z drugiej strony, pomoże kadrze zarządczej spółek publicznych podejmować działania maksymalizujące wartość przedsiębiorstwa w sposób bardziej precyzyjny.

Struktura rozprawy, którą tworzy sześć rozdziałów wraz z załącznikami, została podporządkowana realizacji przyjętego celu badawczego.

W rozdziale pierwszym, przedstawiono genezę i rozwój zrównoważonych finansów od 1972 roku. Opisano istotę tej koncepcji oraz na podstawie pogłębionych badań literatury przedmiotu sformułowano jej autorską definicję. Scharakteryzowano również rolę zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju oraz dokonano przeglądu i charakterystyki wybranych najważniejszych globalnych działań na ich rzecz.

Rozdział drugi zawiera przede wszystkim komparatywną analizę koncepcji zrównoważonych finansów i dotychczasowych teorii finansów w odniesieniu do przedsiębiorstw oraz charakterystykę pojęć związanych z ESG. Zaprezentowano w nim także

klasyfikację zrównoważonych finansów oraz przedstawiono scoring i rating ESG jako miarę niefinansowej działalności przedsiębiorstw.

W kolejnym rozdziale scharakteryzowano najważniejsze inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw w K-28. Omówiono także politykę sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich UE oraz w Wielkiej Brytanii, która opuściła UE w 2020 roku.

W czwartym rozdziale przedstawiono pojęcie wartości przedsiębiorstwa, a także istotę, funkcje i metody jej pomiaru. Skupiono się na czynnikach oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa, z rozróżnieniem na determinanty o charakterze finansowym oraz niefinansowym.

Rozdział piąty stanowi pierwszy rozdział empiryczny pracy. W jego ramach scharakteryzowano specyfikę danych oraz przedstawiono autorską procedurę organizacji bazy danych na potrzeby badań empirycznych. W dalszym kroku dokonano charakterystyki próby badawczej i okresu badawczego oraz podano uzasadnienie ich wyboru. Zbadano także kondycję finansową, wartość rynkową oraz scoringi i ratingi ESG badanych spółek.

Zwieńczenie badań prowadzonych w rozprawie zawiera rozdział szósty. W pierwszej kolejności, sprecyzowano metody i narzędzia badawcze, które umożliwiły realizację wytyczonego celu i weryfikację przyjętych hipotez badawczych. W pracy wykorzystano:

- 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.

Finalnie dokonano oceny wpływu kształtowania się scoringów ESG na wartość rynkową badanych przedsiębiorstw oraz oszacowano, który z komponentów scoringów ESG – scoring E, S, czy G – ma w tym największy udział.

Dla zobrazowania wyników zarówno analiz teoretycznych, jak i badań empirycznych, w pracy posłużono się licznymi tabelami, rysunkami i wykresami. Rozprawa została napisana w oparciu o liczne materiały źródłowe, stanowiące bogatą literaturę przedmiotu z zakresu ekonomii i finansów. Posiłkowano się także aktami prawnymi, materiałami statystycznymi i źródłami internetowymi. W opracowaniu wykorzystano dane pochodzące z baz Refinitiv Eikon, Banku Światowego, Eurostatu, Emissions Database for Global Atmospheric Research i National Aeronautics and Space Administration.

ROZDZIAŁ I

Zrównoważone finanse w ujęciu globalnym

1.1. Geneza i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów

Rozpoczęcie badań dotyczących określonej tematyki wymaga przede wszystkim sprecyzowania podstawowych pojęć mieszczących się w zakresie danego obszaru badawczego³. Pozwala to uporządkować oraz dostarczyć odbiorcom zunifikowaną wiedzę ułatwiającą zrozumienie omawianego pojęcia.

Od drugiej połowy XVIII wieku zauważalny jest wzrost wpływu działalności człowieka na jego otoczenie⁴. Zjawisko to określa się mianem antropocenu, czyli epoki, w której człowiek stanowi nową siłę sprawczą zmian zachodzących na Ziemi⁵. Ewolucja wywołana działaniami człowieka odnoszą się przede wszystkim do środowiska naturalnego i mają głównie charakter negatywny. Jak wskazał P.J. Crutzen, ich intensyfikacja trwa od początku lat 50. XX wieku⁶. Dwie dekady później, po raz pierwszy zwrócono uwagę, iż przy utrzymaniu ówczesnych wzorców zachowań podmiotów gospodarczych⁷ (np. krajów, przedsiębiorstw⁸, konsumentów i gospodarstw domowych) ekosystem Ziemi zostanie bezpowrotnie rozchwiejany do końca kolejnego wieku⁹. Powyższa obawa stanowiła przyczynek powstania w 1987 roku koncepcji zrównoważonego rozwoju (*Sustainable Development*), mającej stanowić początkowo swego rodzaju „panaceum” na problemy w obszarze środowiskowym (np. wzrost temperatury globalnej i topnienie lodowców), a później również na problemy w obszarach społecznym (np. nierówność płci oraz nierówny dostęp do nauki dla wszystkich ludzi na świecie) i zarządczym (np. brak transparentności podmiotów gospodarczych i wzrost korupcji)¹⁰.

³ A. Osterwalder, Y. Pigneur Y., *Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley, New York 2010, s. 20.

⁴ W.M. Huang, G.W.M. Lee, C.C. Wub, *GHG emissions, GDP growth and the Kyoto Protocol: A revisit of Environmental Kuznets Curve hypothesis*, *Energy Policy*, vol. 36, 2008, s. 239–247.

⁵ P.J. Crutzen, *The Anthropocene: geology of mankind*, *Nature*, vol. 415, no. 1, 2002, s. 23.

⁶ Tamże, s. 23.

⁷ W pracy, za synonim „podmiotu gospodarczego” przyjmuje się „uczestnik otoczenia gospodarczego”, przy czym otoczenie gospodarcze definiuje się jako przestrzeń, w której ludzie dokonują działań zmierzających do produkcji oraz świadczenia dóbr i usług w celu osiągnięcia określonego efektu, czyli miejsca odbywania się procesów gospodarczych. M. Giannetti, A. Simonov, *On the determinants of entrepreneurial activity: Social norms, economic environment and individual characteristics*, *Swedish Economic Policy Review*, vol. 11, 2004, s. 269–313.

⁸ Przedmiotem rozprawy doktorskiej są przede wszystkim przedsiębiorstwa notowane na regulowanych rynkach kapitałowych, zatem w pracy za synonim „przedsiębiorstwa” przyjmuje się „spółkę”.

⁹ D. Meadows, J. Randers, W. Behrens III, *Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*, Universe Books, New York 1972, s. 79.

¹⁰ Pojęcie ESG i powiązane z nim omówiono w dalszej części pracy w punkcie 2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów.

Obecnie trzy obszary, tj. środowiskowy, społeczny i zarządczy (ESG, *Environmental, Social and Governance*) tworzą fundamenty zrównoważonego rozwoju¹¹. Jednym z głównych celów tej koncepcji jest zapewnienie warunków do stworzenia zrównoważonej gospodarki globalnej, czyli takiej, w której podejmowane działania skutkują wzrostem gospodarczym nieprowadzącym do tworzenia lub pogłębiania się problemów w obszarach ESG, wręcz dążącym do ich niwelowania lub minimalizacji¹². Według D.S. Armeanu i in., wyżej opisany wzrost gospodarczy jest określany mianem zrównoważonego, natomiast jego osiągnięcie umożliwia realizacja przez podmioty gospodarcze działań ukierunkowanych na tworzenie korzyści dla otoczenia w obszarach ESG przy zachowaniu optymalnej stopy zwrotu¹³, tj. zrównoważonych przedsięwzięć, rozwiązań lub działań (*Sustainable Undertakings*)¹⁴. Tym samym, podmioty dokonujące zrównoważonych przedsięwzięć należy postrzegać jako zrównoważone (przede wszystkim zrównoważone przedsiębiorstwa), jednakże pod warunkiem, iż oferują one również produkty i usługi wpisujące się w założenia zrównoważonego rozwoju (zrównoważone produkty i usługi)¹⁵. Ponadto, ogół aktywności związany z przejściem ze stanu „jak dotychczas” do „zrównoważonego” określa się pojęciem „zrównoważenia” (*Sustainability*), lecz wszystko to wymaga odpowiedniego finansowania, określanego mianem zrównoważonych finansów (*Sustainable Finance*)¹⁶.

Zrównoważone finanse¹⁷ to koncepcja, według której w obliczu pogłębiających się negatywnych zmian klimatu, rosnących różnic społecznych oraz nadmiernej eksploatacji zasobów naturalnych możliwe jest zaspokojenie potrzeb finansowych podmiotów gospodarczych w celu osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Co więcej, zrównoważone finanse od przełomu XX oraz XXI wieku nieustannie zyskują na popularności i znaczeniu, o czym świadczą wyniki badań bibliograficznych w obszarze zrównoważonych finansów prowadzonych przez m.in. C.-M. Apostaie’a, F. Cunhy i in., a także S. Kumara i in.¹⁸.

¹¹ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019, s. 19.

¹² S. Smulders, *Environmental policy and sustainable economic growth: an endogenous growth perspective*, *De Economist*, vol. 143, no. 2, 1995, s. 163–195.

¹³ Szersze rozważania na temat ESG i optymalnej stopy zwrotu zawarto w dalszej części pracy w punkcie 2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów

¹⁴ D.S. Armeanu, G. Vintila, S.C. Gherghina, *Empirical Study towards the Drivers of Sustainable Economic Growth in EU-28 Countries*, *Sustainability*, vol. 10, 2018, s. 4–26.

¹⁵ E. Kim, Y. Ha, S. Kim, *Public Debt, Corruption and Sustainable Economic Growth*, *Sustainability*, vol. 9, 2017, s. 433–462.

¹⁶ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 79.

¹⁷ Zapis „zrównoważone finanse” jest wprawdzie tożsamy z zapisem „finanse zrównoważone”, lecz z uwagi, iż częścię stosowanym zapisem jest „zrównoważony rozwój”, a nie „rozwój zrównoważony”, w celu zachowania spójności z tym zapisem, w pracy będzie stosowany przede wszystkim zapis „zrównoważone finanse”.

¹⁸ C.M. Apostaie, *Sustainable Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Literature*, *International Journal of Management and Applied Science*, vol. 6, no. 6, 2020, s. 21–27; F.A.F. de S. Cunha, E. Meira, R.J. Orsato,

Aktualności tematyki zrównoważonych finansów dowodzi również przyznanie w 2018 roku nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii W.D. Nordhausowi za wprowadzenie problematyki środowiska naturalnego do długoterminowej analizy finansowej i makroekonomicznej, a dokładniej, za badania nad wpływem rozwoju gospodarczego na klimat i klimatu na gospodarkę¹⁹.

Poszukując genezy zrównoważonych finansów, niektórzy autorzy wskazują na ich powiązanie z etyką Platona, Sokratesa i Arystotelesa oraz z cnotami dianeotycznymi (intelektualnymi), a w szczególności sprawiedliwością²⁰. Inni badacze podkreślają zaś, że zrównoważone finanse mają silne korzenie w chrześcijaństwie²¹, judaizmie²² i islamie²³ oraz wywodzą się z bankowości XVI wieku²⁴. Dodatkowo, wskazuje się, że mogą one wynikać z intensyfikacji negatywnego wpływu na środowisko naturalne aktywności człowieka rozpoczętej w okresie Rewolucji Przemysłowej w 1760 roku²⁵. Badacze wskazują również, iż zrównoważone finanse są zbieżne z ideą społecznej odpowiedzialności (*Social Responsibility*)²⁶ i rozwijaną od 1950 roku koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu (*CSR, Corporate Social Responsibility*)²⁷. Podkreśla się także, że zrównoważone finanse

Sustainable finance and investment: Review and research agenda, Business Strategy and the Environment, vol. 30, no. 8, 2021, s. 3821–3838; S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, present and the future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research*, Annals of Operation Research, vol. 309, no. 2, 2022, s. 1–44.

¹⁹ Nagroda Nobla w dziedzinie ekonomii w 2018 roku została przyznana również P.M. Romerowi za rozważania na temat wpływu innowacji na gospodarkę oraz za matematyczne przedstawienie gospodarek, w których zmiany technologiczne wynikają z celowych działań ludzi, takich jak badania i rozwój. W.D. Nordhaus, *An optimal transition path for controlling greenhouse gases*, Science, vol. 258, no. 11, 1992, s. 1315–1319; P.M. Romer, *Endogenous Technological Change*, Journal of Political Economy, vol. 98, no. 5–2, 1990, s. 71–102.

²⁰ J. Dobson, *Defending the Stockholder Model: A Comment on Hasnas and on Dunfee's Mom*, Business Ethics Quarterly, vol. 9, no. 2, 1999, s. 337–345; E.W. Johnson, *Corporate Soulcraft in the Age of Brutal Markets*, Business Ethics Quarterly, vol. 7, no. 4, 1997, s. 109–124; S. Klein, *Don Quixote and the Problem of Idealism and Realism in Business Ethics*, Business Ethics Quarterly, vol. 8, no. 1, 1994, s. 43–64.

²¹ J.M. Puauschunder, *Big Data Ethics*, Journal of Applied Research in Digital Economy, vol. 1, 2019, s. 55–75.

²² R.M. Green, *Guiding Principles of Jewish Business Ethics*, Business Ethics Quarterly, vol. 7, no. 2, 1997, s. 21–30; de la G.M. Cuesta, C. Valor, *Fostering corporate social responsibility through public initiative: From the EU to the Spanish case*, Journal of Business Ethics, vol. 55, no. 3, 2007, s. 275–293.

²³ K.M. Islam, K.R.M. Miajee, *Business Ethics: An Islamic Perspective*, International Journal of Islamic Business & Management, vol. 1, no. 1, 2017, s. 7–9.

²⁴ R. Milano, *Social banking: a brief history*, [in:] O. Weber, S. Remer (eds.), *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*, Routledge, Oxfordshire 2011, s. 15–47.

²⁵ G. Malhotra, K.S. Thakur, *Evolution of Green Finance: A Bibliometric Approach*, Gedrag & Organisatie Review, vol. 33, no. 2, 2020, s. 583–594.

²⁶ Koncepcja społecznej odpowiedzialności powstała na początku XIX wieku oraz uważana jest za połączenie humanitaryzmu, filantropii i przedsiębiorczości. Przykładem takich działań było utworzenie przez Sir G. Williamsa inicjatywy YMCA (*Young Men's Christian Associations*) lub działalność charytatywna A. Carnegie'go i J.D. Rockefellera. M. Heald, *Management's Responsibility to Society: The Growth of an Idea*, Business History Review, vol. 31, no. 4, 1957, s. 375–84; D.A. Wren, *The History of Management Thought*, Wiley, New York 2005, s. 269–270; E.C. Chaffee, *The origins of corporate social responsibility*, University of Cincinnati Law Review, vol. 85, 2017, s. 347–373.

²⁷ T.M. Jones, *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*, California Management Review, vol. 22, no. 2, 1980, s. 59–67; B.J. Richardson, *Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for*

zapoczątkowała popularyzacja praktyki społecznie odpowiedzialnych inwestycji (*Socially Responsible Investment*) w latach 60. XX wieku²⁸.

W literaturze finansów jako pierwsze odniesienie do tematyki zrównoważonych finansów S. Kumar i in. wskazują publikację S.P. Ferrisa i K.P. Rykaczewskiego z 1986 roku o atutach i przypadłościach uwzględniania społecznych inwestycji (*Social Investing*) w portfelu inwestycyjnym²⁹. Co więcej, C.-M. Apostaie przytacza, jako pierwsze opracowanie w tym obszarze z perspektywy makroekonomicznej, pracę M.A. Qureshiego z 1991 roku poświęconą problematyce krótkoterminowych pożyczek Banku Światowego udzielanych krajom rozwijającym się na zrównoważone przedsięwzięcia³⁰.

Powyższe poglądy można wprawdzie uznać za względnie słuszne, ponieważ przytoczone zdarzenia i koncepcje przyczyniły się do ewolucji zrównoważonych finansów w latach późniejszych (tj. dopiero w XXI wieku), jednakże zrównoważone finanse przede wszystkim wywodzą się ze zrównoważonego rozwoju. Jako niepoprawne należy zatem traktować powiązanie ich początków ze zdarzeniami mającymi miejsce przed podjęciem działań na rzecz powstania koncepcji zrównoważonego rozwoju. Genezy zrównoważonych finansów należy bowiem upatrywać dopiero w zdarzeniach zaszłych od początku lat 70. XX wieku, kiedy to na forum międzynarodowym zaczęto podnosić obawy na temat zależności między negatywnymi zmianami klimatu i wzrostem gospodarczym oraz potrzeb finansowania działań na rzecz zrównoważonego rozwoju (zob. rysunek 1).

D. Schoenmaker oraz W. Schramade wskazują, iż koncepcja zrównoważonych finansów ma swoje początki w 1972 roku, kiedy opublikowano raport *Limits to Growth* przez powstały cztery lata wcześniej Klub Rzymski³¹. Jako jedna z pierwszych organizacji międzynarodowych na świecie, Klub Rzymski podniósł wówczas obawę, że jeżeli ludzkość nie zmieni dotychczasowych wzorców produkcji i konsumpcji dóbr materialnych oraz nie osiągnie stanu globalnej równowagi klimatycznej, to przy ówczesnym tempie wzrostu gospodarczego, ekosystem Ziemi zostanie nieodwracalnie zaburzony do 2100 roku³². Równolegle do publikacji

sustainability, Journal of Business Ethics, vol. 87, no. 4, 2009, s. 555–572; K.P. Nielsen, R.W. Noergaard, *CSR and mainstream investing: A new match? An analysis of the existing ESG integration methods in theory and practice and the way forward*, Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 1, no. 4, 2011, s. 209–221.

²⁸ B. Trelstad, *Impact Investing: A Brief History*, Capitalism and Society, vol. 11, no. 2, 2016, s. 1–14.

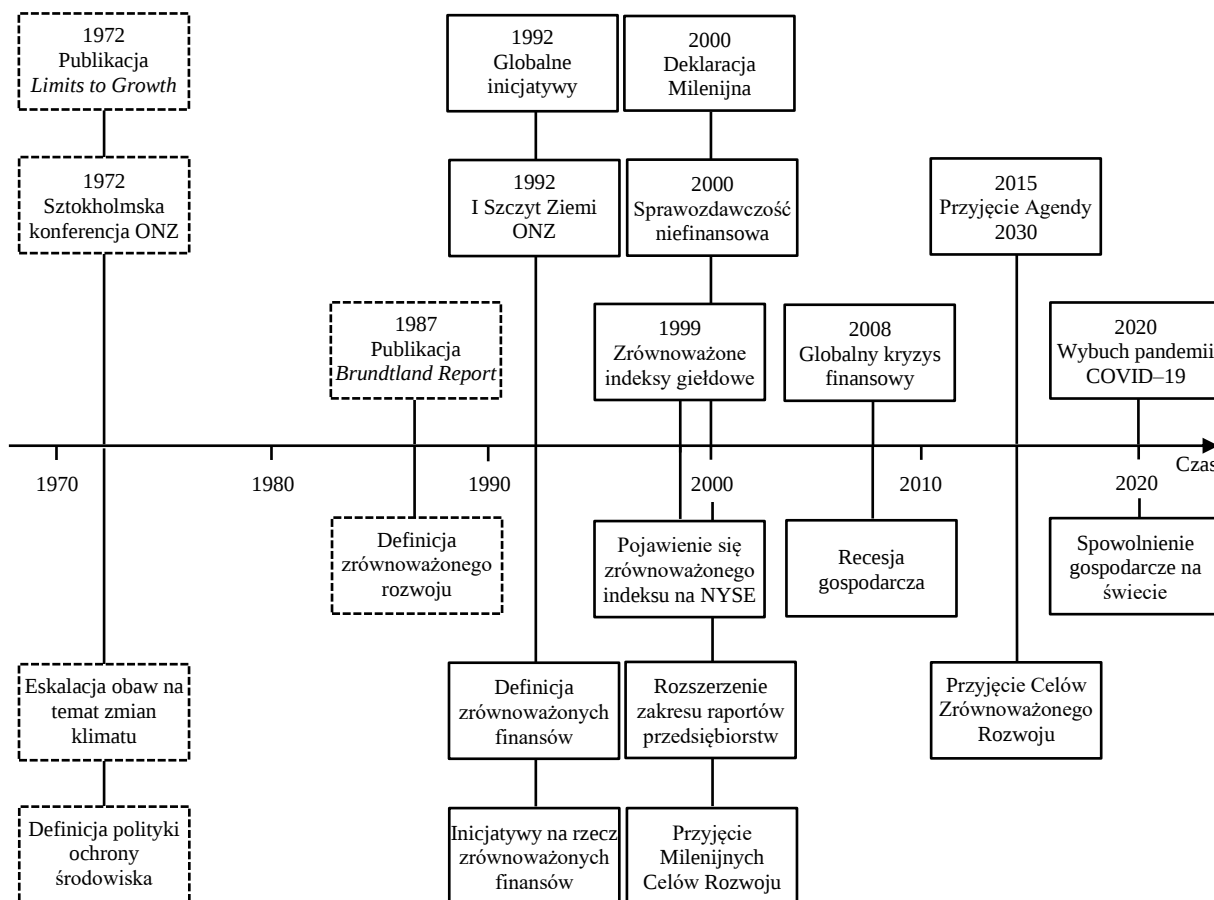
²⁹ S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, present...*, op. cit., s. 1–44; S.P. Ferris, K.P. Rykaczewski, *Social investing and portfolio management*, Business & Society, vol. 25, no. 1, 1986, s. 1–7.

³⁰ C.M. Apostaie, *Sustainable ...*, op. cit., s. 21–27; M.A. Qureshi, *Policy-based lending by the world bank*, Journal of International Development, vol. 3, no. 2, 1991, s. 101–113.

³¹ Klub Rzymski (*Club of Rome*) to międzynarodowa organizacja zrzeszająca naukowców, przedsiębiorców oraz polityków w celu odnalezienia rozwiązań na globalne środowiskowe oraz społeczne problemy. D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 11.

³² D. Meadows, J. Randers, W. Behrens III, *Limits to...*, op. cit., s. 79.

Rysunek 1. Kluczowe globalne wydarzenia z perspektywy powstania i rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów w latach 1972–2020



Objaśnienia: linią przerywaną zaznaczono wydarzenia, które w sposób pośredni przyczyniły się do powstania zrównoważonych finansów, z kolei linią ciągłą oznaczono wydarzenia, dzięki którym zrównoważone finanse były rozwijane od 1992 roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Schoemaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 11; United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The evolution of sustainable finance*, <https://www.unepfi.org/news/25th-anniversary/timeline/>, (dostęp 15.02.2022 r.).

Limits to Growth miała miejsce pierwsza na świecie konferencja poświęcona środowisku naturalnemu, tj. Konferencja Sztokholmska Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ). Jej rezultatem było zdefiniowanie pojęcia polityki ochrony środowiska oraz zapoczątkowanie międzynarodowego dialogu na temat związków między wzrostem gospodarczym a zanieczyszczeniem środowiska³³. Piętnaście lat później ONZ powołała Komisję Brundtland, formalnie znaną jako Światową Komisję ds. Środowiska i Rozwoju (*The World Commission on Environment and Development*). Jej celem było zjednoczenie wszystkich krajów w dążeniu

³³ United Nations, *Report of the Conference A/CONF.48/14/Rev.1*, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UN-DOC/GEN/NL7/300/05/IMG/NL730005.pdf?OpenElement>, (dostęp 29.08.2022 r.).

do osiągnięcia zrównoważonego rozwoju rozumianego jako rozwój „(...) który spełnia potrzeby pokoleń teraźniejszych bez narażania zdolności przyszłych pokoleń do zaspokajania ich własnych potrzeb”³⁴. Choć powyższe zdarzenia dotyczyły tylko zrównoważonego rozwoju, to w sposób pośredni przyczyniły się do powstania obszaru zrównoważonych finansów w 1992 roku. Z tego powodu zostały uznane za wartę omówienia.

Formalny początek zrównoważonym finansom dały dwa wydarzenia – założona w 1992 roku pierwsza inicjatywa na rzecz zrównoważonych finansów, tj. Program Banków na rzecz Środowiska i Zrównoważonego Rozwoju (*Statement by Banks on the Environment and Sustainable Development, Banking Initiative*)³⁵ oraz odbywający się w czerwcu tego samego roku I Szczyt Ziemi ONZ w Rio de Janeiro³⁶. Dostrzeżono wówczas potrzebę zmiany dotychczasowych sposobów finansowania działalności podmiotów gospodarczych (w szczególności przedsiębiorstw) na rzecz zrównoważonego rozwoju, gdyż finanse tradycyjne (*Traditional Finance*)³⁷ wobec złożoności oraz specyfiki tej koncepcji były zawodne³⁸. Finanse tradycyjne bazują bowiem na założeniach odnoszących się do zysku i korzyści ekonomicznych, które dla zrównoważonego rozwoju nie miały fundamentalnego znaczenia³⁹. Realizacja przedsięwzięć w ramach zrównoważonego rozwoju wymagała natomiast odejścia od maksymalizacji korzyści ekonomicznych na rzecz długoterminowego tworzenia wartości wspólnej (*Shared Value*). Według M.E. Portera i M.R. Kramera wartość wspólna początkowo oznaczała „(...) strategiczny proces, dzięki któremu korporacje mogą przekształcić problemy społeczne w możliwości biznesowe”⁴⁰, natomiast później została przez autorów rozszerzona do „(...) strategii i praktyki operacyjnej, która podnosi konkurencyjność przedsiębiorstwa, poprawiając jednocześnie warunki bytowe społeczności lokalnych, w otoczeniu których

³⁴ Brundtland Report, *Our Common Future*, The United Nations World Commission on Environment and Development, United Nations, New York 1987, s. 41.

³⁵ Program Banków zmienił nazwę w 2003 roku na znaną dziś Inicjatywę Finansową Programu Środowiskowego ONZ (UNEP FI, *United Nations Environment Programme Financial Initiative*), która stanowiła wsparcie dla Programu Środowiskowego ONZ (UNEP, *United Nations Environment Programme*).

³⁶ United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The evolution...*, op. cit., (dostęp 15.02.2022 r.).

³⁷ Finanse tradycyjne opierają się na założeniach ekonomii neoklasycznej, według której wszystkie podmioty gospodarcze funkcjonują w sposób racjonalny i egoistyczny. Przedmiotem badań finansów tradycyjnych są tylko te zjawiska, które mogą zostać wycenione przez rynek. Szersze rozważania na temat tradycyjnych finansów w odniesieniu do przedsiębiorstw zawarto w dalszej części pracy w punkcie 2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji.

³⁸ United Nations Environment Programme, *Report of the United Nations Conference on Environment and Development A/CONF.151/26/Rev.1*, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf, (dostęp 12.03.2023 r.).

³⁹ W. Sun, C. Louche, R. Perez, *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A post-crisis Agenda*, Emerald Group Publishing, Bingley 2011, s. 29–33.

⁴⁰ M.E. Porter, M.R. Kramer, *Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility*, Harvard Business Review, vol. 85, no. 1, 2006, s. 78–85.

prowodzi ono swoją działalność”⁴¹. D. Schoenmaker i W. Schramade pod tym pojęciem identyfikują z kolei „(...) ogół działań podmiotów gospodarczych priorytetyzujących korzyści dla środowiska naturalnego i społeczeństwa ponad perspektywę osiągania korzyści finansowych”⁴². Wobec zakresu zrównoważonych finansów wymienione definicje są jednak niekompletne, gdyż żadna z nich nie oddaje pełnego celu tej koncepcji, jakim jest maksymalizacja korzyści w obszarach ESG przy równoległym osiąganiu korzyści ekonomicznych i/lub finansowych⁴³. Biorąc pod uwagę powyższe, w pracy przyjmuje się rozumienie wartości wspólnej jako syntezę wymienionych definicji i konstytuującej wartość wspólną jako ogół działań podmiotów gospodarczych mających na celu co najmniej nietworzenie szkód w żadnym z obszarów ESG, a docelowo generowanie korzyści w jednym z nich lub we wszystkich jednocześnie, przy zachowaniu perspektywy osiągnięcia korzyści finansowych w długim okresie.

Rozwój zrównoważonych finansów od przełomu XX i XXI wieku został zdynamizowany dzięki wprowadzeniu na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (NYSE, *New York Stock Exchange*) zrównoważonego indeksu giełdowego DJSI (*Dow Jones Sustainability Index*⁴⁴), a także pojawienie się standardów i wytycznych sprawozdawczości informacji niefinansowych⁴⁵ dla przedsiębiorstw. Pierwsze z wymienionych zdarzeń spowodowało zainteresowanie inwestorów niefinansowymi wynikami działalności spółek oraz ich oddziaływaniem na otoczenie, w którym podmioty te funkcjonują⁴⁶. Celem drugiego było natomiast zaspokojenie rosnącego zapotrzebowania kapitałodawców, ubezpieczycieli oraz

⁴¹ M.E. Porter, M.R. Kramer, *Creating Shared Value*, Harvard Business Review, vol. 89, no. 1, 2011, s. 62–77.

⁴² Szersze rozważania na temat wartości wspólnej w rozumieniu D. Schoenmakera i W. Schramade’a zawarto w punkcie pracy 2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów. D. Schoenmaker, *A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2019, s. 14.

⁴³ Należy rozróżnić pojęcie korzyści ekonomicznych od korzyści finansowych. Korzyści finansowe wyrażone są jedynie ilościowo – w pieniądzu oraz dotyczą sytuacji, w wyniku której dany podmiot gospodarczy osiąga wyższe zyski/dochody poprzez zwiększenie przychodów/wpływów lub zmniejszenie kosztów/wydatków. Korzyści ekonomiczne są natomiast pojęciem szerszym, gdyż obejmują korzyści finansowe, a także pożytki o charakterze jakościowym w innych obszarach (np. zdobycie zaufania klientów, zwiększenie reputacji lub zwiększenie jakości oferowanych produktów i usług), które prowadzą do zwiększenia wartości dla określonej grupy odbiorców oraz mogą wpływać na korzyści finansowe (np. kary pieniężne za emisję zanieczyszczeń).

⁴⁴ W wyniku połączenia S&P Indices oraz Dow Jones Indexes w 2012 roku, DJSI zmienił nazwę na Dow Jones Sustainability World Index. B. Schmutz, M. Tehrani, L. Fulton, A.W. Rathgeber, *Dow Jones Sustainability Indices, Do They Make a Difference? The U.S. and the European Union Companies*, Sustainability, vol. 12, no. 1, 2020, s. 17–32.

⁴⁵ Pojęcie „informacje niefinansowe” oznacza informacje o wpływie działalności podmiotów gospodarczych na ich otoczenie, a w szczególności ich oddziaływanie na obszary ESG (np. ilość emitowanych zanieczyszczeń, prowadzone polityki społeczne i ich wyniki oraz działania na rzecz niwelowania nierówności płci). Ponadto, w pracy, za synonim „informacji niefinansowych” przyjmuje się „informacje na temat zrównoważonego rozwoju” oraz „informacje ESG”.

⁴⁶ C. Searcy, D. Elkhawas, *Corporate sustainability ratings: An investigation into how corporations use the Dow Jones Sustainability Index*, Journal of Cleaner Production, 2012, vol. 35, s. 79–92.

pozostałych interesariuszy sprawozdań spółek na rzetelne, transparentne, materialne i porównywalne informacje o wpływie działalności przedsiębiorstw na ich otoczenie. Istotne było również przyjęcie w 2000 roku Deklaracji Milenijnej przez ONZ. Deklaracja ta wprowadziła osiem Milenijnych Celów Rozwoju (MDGs, *Millennium Development Goals*) mających zapewnić poprawę warunków życia ludzi na świecie poprzez liczne partnerstwa i umowy międzynarodowe⁴⁷. Ważne z punktu widzenia rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów było także obnażenie wielu niedoskonałości systemów finansowych podczas globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku. Unaocznilo to wrażliwość większości gospodarek na świecie na działania, u podstaw których leżała głównie przesłanka realizacji określonych korzyści ekonomicznych w krótkim okresie, z pominięciem potencjalnych skutków tych działań w dłuższej perspektywie dla szerszego grona interesariuszy. Następnie, podczas Szczytu ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju (*UN Summit on Sustainable Development*) w 2015 roku w Nowym Jorku, w ramach Agendy 2030 przyjęto 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju (SDGs, *Sustainable Development Goals*), zastępujących MDGs, których termin realizacji wyznaczono na 2030 rok. W porównaniu do MDGs, SDGs w znacznie szerszym stopniu traktowały o konieczności zachowania warunków do osiągnięcia wzrostu gospodarczego przez wszystkie kraje na świecie przy jednoczesnym uwzględnieniu interesu społeczeństwa oraz środowiska naturalnego⁴⁸. Ponadto, tak jak globalny kryzys finansowy z 2008 roku, tak spowolnienie gospodarcze wywołane pandemią COVID-19 w 2020 roku pokazało, iż większość gospodarek na świecie nadal pozostaje wrażliwa na tego rodzaju sytuacje oraz nie ma wypracowanych odpowiednich narzędzi przeciwdziałania im.

Wymienione zdarzenia oraz ich następstwa podkreśliły znaczenie zrównoważonych finansów oraz zapotrzebowanie gospodarek na włączanie zrównoważonych wzorców zachowań w działania o charakterze strategicznym na poziomie mikro- i makroekonomicznym, a także w odniesieniu do wszystkich sfer funkcjonowania podmiotów gospodarczych. Szczególną rolę należy przypisać przedsiębiorstwom, gdyż stanowią one podmioty gospodarcze o największym potencjale wpływu na otoczenie i wzrost gospodarczy krajów na świecie⁴⁹.

⁴⁷ United Nations, *Millenium Declaration A/RES/55/2*, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N0-0/559/51/PDF/N0055951.pdf?OpenElement>, (dostęp 28.08.2022 r.).

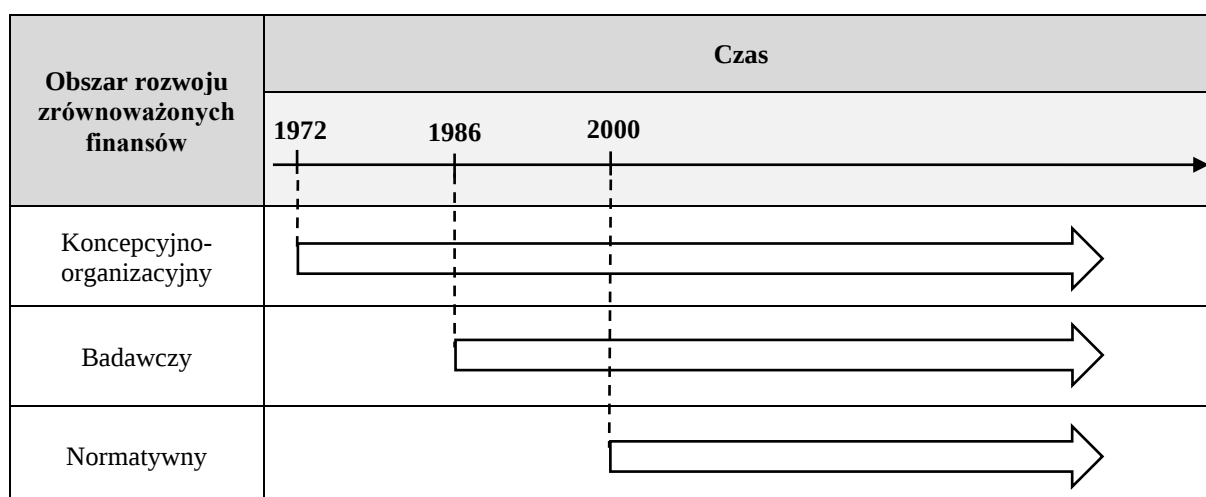
⁴⁸ United Nations, *Resolution A/RES/70/1*, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N15/291/89/PDF/N1529189.pdf?OpenElement>, (dostęp 28.08.2022 r.).

⁴⁹ P. Hawken, *The ecology of commerce*, Harper Business, New York 1993, s. 92; E. Richard, *Multinational enterprise and economic analysis*, University Press, Cambridge 1996, s. 190–221.

Analizując rozwój pojęcia zrównoważonych finansów, można wyszczególnić trzy obszary, w których koncepcja ta się rozwijała (zob. rysunek 2), tj. obszary:

- koncepcyjno-organizacyjny – dotyczy inicjatyw o zasięgu międzynarodowym oraz lokalnym, których następstwem było uformowanie, definicja, skorygowanie lub rozszerzenie koncepcji zrównoważonych finansów;
- badawczy – obejmuje rozważania badaczy nad pojęciem zrównoważonych finansów, ich istotą i klasyfikacją, a także badania dotyczące wpływu koncepcji zrównoważonych finansów na różne sfery otoczenia gospodarczego;
- normatywny – uwzględnia prawne uwarunkowania zrównoważonych finansów.

Rysunek 2. Obszary rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów od 1972 roku



Źródło: opracowanie własne.

Rozwój zrównoważonych finansów w obszarze koncepcyjno-organizacyjnym miał miejsce jako pierwszy i zapoczątkowały go wydarzenia z 1972 roku (Konferencja Sztokholmska ONZ oraz publikacja *Limits to Growth*). Choć zdarzenia z tego okresu do 1992 roku nie dotyczyły wprost ukonstytuowania zrównoważonych finansów, to w sposób pośredni przyczyniły się do uwarunkowania ich koncepcyjnych podstaw funkcjonowania, poprzez zwrócenie uwagi na konieczność przeciwdziałania zmianom klimatu i ich finansowanie, a także prowadzenie działań w tym obszarze w kolejnych latach. Co więcej, kształt zrównoważonych finansów na przestrzeni lat był także formowany poprzez przyjęcie definicji zrównoważonego rozwoju, organizację kolejnych konferencji ONZ na rzecz klimatu, środowiska lub zrównoważonego rozwoju, stworzenie zrównoważonych indeksów giełdowych, tworzenie globalnych inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów, wprowadzenie sprawozdawczości

niefinansowej, a także globalne kryzysy gospodarcze. Przyjmując za S. Kumarem i in., jako początek rozwoju zrównoważonych finansów w obszarze badawczym wskazać należy 1986 rok⁵⁰. W dalszych latach idea zrównoważonych finansów rozwijana była m.in. przez G. Dowella, S. Harta i B. Yeunga⁵¹, L. Dama i B. Scholtensa⁵², a także innych naukowców badających istotność poszczególnych obszarów zrównoważonych finansów⁵³ oraz zależności między wpływem działalności przedsiębiorstw na otoczenie a ich wynikami finansowymi⁵⁴ i inwestycyjnymi⁵⁵. Rozwój w obszarze normatywnym zapoczątkowało zawarcie Deklaracji Milenijnej i przyjęcie ośmiu MDGs w 2000 roku, natomiast w kolejnych latach, poza chociażby Agendą 2030, większe znaczenie miały działania o charakterze regionalnym i lokalnym aniżeli globalnym. Ponadto, za prekursora i globalnego lidera we wdrażaniu działań na rzecz zrównoważonych finansów w skali regionalnej uznaje się Unię Europejską (UE)⁵⁶.

W 2023 roku minęło ponad pół wieku od pierwszej międzynarodowej inicjatywy poświęconej środowisku naturalnemu, w której wiele problemów związanych z koniecznością optymalnego wykorzystania zasobów naturalnych, degradacją ekosystemu i zmianą klimatu zostało wskazanych na forum międzynarodowym. Od tamtej pory na znaczeniu zyskały również idee zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów, których założenia należy uznać za słuszne oraz odpowiadające na większość problemów współczesnego świata.

⁵⁰ S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, present..., op. cit.*, s. 1–44.

⁵¹ G. Dowell, S. Hart, B. Yeung, *Do corporate global environmental standards create or destroy market value?*, *Management Science*, vol. 46, no. 8, 2000, s. 1059–1074.

⁵² L. Dam, B. Scholtens, *Toward a theory of responsible investing: On the economic foundations of corporate social responsibility*, *Resource and Energy Economics*, vol. 41, no. 8, s. 103–121.

⁵³ R. Sparkes, C.J. Cowton, *The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility*, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004, s. 45–57; G. Capelle-Blancard, S. Monjon, *Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost*, *Journal of Business Ethics*, vol. 21, no. 3, 2012, s. 239–250; G. Talan, G.D. Sharma, *Doing well by doing good: A systematic review and research agenda for sustainable investment*, *Sustainability*, vol. 11, no. 2, 2019, s. 2–16; F.A.F. de S. Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable finance...*, *op. cit.*, s. 3821–3838.

⁵⁴ G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, vol. 5, no. 4, 2015 s. 210–233; R. Cerqueti, R. Ciciretti, A. Dalò, M. Nicolosi, *ESG investing: A chance to reduce systemic risk*, *Journal of Financial Stability*, vol. 54, no. 6, 2021, s. 1–13.

⁵⁵ G. Michelson, N. Wailes, S. Van Der Laan, G. Frost, *Ethical Investment Processes and Outcomes*, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004, s. 1–10; M. Van Dijk-de Groot, A.H.J. Nijhof, *Socially Responsible Investment Funds: a review of research priorities and strategic options*, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 5, no. 3, 2015, s. 178–204; K. Chatzitheodorou, A. Skouloudis, K. Evangelinos, I. Nikolaou, *Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification*, *Sustainable Production and Consumption*, vol. 19, no. 7, 2019, s. 117–129; L. Widyawati, *A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics*, *Business Strategy and the Environment*, vol. 29, no. 2, 2020, s. 619–637.

⁵⁶ Kluczowe działania na rzecz zrównoważonych finansów na przykładzie Unii Europejskiej omówiono w dalszej części pracy w rozdziale 3. Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw. H. Ahlström, *Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance*, *Sustainability*, vol. 11, no. 499, 2019, s. 1–22; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance. Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, *Journal of Business Ethics*, vol. 177, 2021, s. 193–212.

Zrównoważone finanse są oraz pozostaną ważnym aspektem gospodarki światowej, chociażby z uwagi na kluczowe znaczenie tej koncepcji w procesie finansowania działań na rzecz realizacji SDGs i zrównoważonego rozwoju, a także zważywszy na rosnącą powszechność stosowania wytycznych zrównoważonych finansów w decyzjach o charakterze inwestycyjnym oraz finansowym⁵⁷. Według F. Taghizadeh-Hesarego oraz N. Yoshiny, istotność zrównoważonych finansów w nadchodzących latach będzie rosła wraz z rozwojem rynków kapitałowych na świecie⁵⁸, z kolei G. Giese i in. przewidują, że w przyszłości informacje niefinansowe spółek giełdowych będą odzwierciedlone w wartości rynkowej tych podmiotów w takim samym stopniu, jak informacje finansowe⁵⁹. Taki scenariusz, choć zasadny, jest jednak mało prawdopodobny. Uwzględniając wzrost istotności informacji tego rodzaju w ciągu ostatnich dekad, należy stwierdzić, że rola informacji niefinansowych w wycenie rynkowej przedsiębiorstwa bez wątpienia wzrośnie w przyszłości, m.in. z uwagi na potencjał oddziaływania przedsiębiorstw na otoczenie, rosnące zainteresowanie inwestorów tymi informacjami oraz coraz częściej pojawiające się regulacje prawne w tym obszarze. Jednakże, informacje niefinansowe prawdopodobnie nigdy nie dorównają wagą informacjom finansowym, które świadczą o zdolnościach tych podmiotów do przetrwania, rozwoju i prosperowania w turbulentnym otoczeniu gospodarczym, zatem kwestii fundamentalnych dla każdego przedsiębiorstwa.

1.2. Definicja oraz istota zrównoważonych finansów

Światowa gospodarka w XXI wieku mierzy się z licznymi wyzwaniami społecznymi, środowiskowymi i gospodarczymi. Eliminacja ubóstwa, walka ze zmianami klimatu, zmniejszanie nierówności ekonomicznych, a także łagodzenie skutków pandemii COVID-19, wymagają, po pierwsze, stworzenia odpowiednich rozwiązań, a po drugie, ich finansowania⁶⁰. Wsparciem powyższych wyzwań są zrównoważone finanse, które zmierzają do umożliwienia niwelowania negatywnych efektów zewnętrznych (*externalities*)⁶¹ działalności przedsiębiorstw

⁵⁷ S. Dikau, U. Volz, *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance*, *Ecological Economics*, vol. 184, no. 6, 2021, s. 1–13.

⁵⁸ F. Taghizadeh-Hesary, N. Yoshino, *The way to induce private participation in green finance and investment*, *Finance Research Letters*, vol. 31, no. 12, 2019, s. 98–103.

⁵⁹ G. Giese, L. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa, *Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting*, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 47, no. 3, 2021, s. 1–20.

⁶⁰ S. Pizzi, F. Rosati, A. Venturelli, *The determinants of business contribution to the 2030 agenda: Introducing the SDG reporting score*, *Business Strategy and the Environment*, vol. 30, no. 1, 2021, s. 404–421.

⁶¹ Przez pojęcie efektów zewnętrznych rozumie się niezrekompensowane koszty i utracone możliwości dla otoczenia na skutek realizacji korzyści własnych przez podmiot prowadzący działalność gospodarczą lub „koszty ponoszone przez inne jednostki lub korzyści przyznane innym, które nie są brane pod uwagę przez osobę

lub, szerzej, działalności człowieka. Zrównoważone finanse stanowią uzupełnienie w obszarach, w których dotychczasowy system finansowy jest zawodny, gdyż w decyzjach o charakterze finansowym uwzględniają elementy dotyczące łagodzenia zmian klimatycznych, trwałego i inkluzywnego wzrostu gospodarczego, a także stabilności finansowej⁶². Ponadto, wymiar ekonomiczny w zrównoważonych finansach nie jest uważany za „cel” sam w sobie, lecz za „sposób” osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego⁶³.

Choć pojęcie zrównoważonych finansów w literaturze jest obecne od blisko czterech dekad, to nadal nie posiada spójnej definicji, przez co różni autorzy interpretują zrównoważone finanse w niejednorodny sposób. Jak zaznaczają F. Cunha i in., brak definicyjnego konsensusu zrównoważonych finansów jest rezultatem „nadmiernego rozproszenia” literatury⁶⁴. Z kolei L. Fabregat-Aibar i in. dodają, iż badania nad materią tego pojęcia rozwijają się w sposób fragmentaryczny⁶⁵. Autorzy reprezentujący różne dyscypliny naukowe (np. ekonomia i finanse, nauki o zarządzaniu i jakości, nauki socjologiczne oraz nauki prawne) w swoich badaniach często (świadomie lub nie oraz poprawnie lub nie) odwołują się wprawdzie do zrównoważonych finansów, lecz jedynie z perspektywy dyscyplin, w ramach których prowadzą badania. Prowadzi to do sytuacji, w której zrównoważone finanse – podobnie jak pojęcie „wartość” – posiadają odmienne interpretacje odzwierciedlające osobliwe podejścia poszczególnych autorów wynikające z ich konkretnej wiedzy, specyficznych umiejętności lub ogólnie rozumianych kompetencji. O ile w wypadku wartości taka sytuacja jest uzasadniona merytorycznie z uwagi na charakterystykę tego pojęcia⁶⁶, o tyle w odniesieniu do zrównoważonych finansów jest to niepoprawne, gdyż nie są one zależne od percepcji poszczególnych podmiotów gospodarczych i posiadają chociażby odgórnie zdefiniowany konkretny cel, jakim jest finansowanie przedsięwzięć na rzecz zrównoważonego rozwoju. Dodatkowo, choć wielu naukowców dostrzega zapotrzebowanie na przejrzyste zdefiniowanie zrównoważonych finansów, wyniki ich badań pozostają niejednoznaczne i utrudniają

podejmując działanie”. A. Marshall, *Principles of Economics*, MacMillan, London 1890, s. 17–20; A. Hołuj, *Ekonomiczne i ekologiczne efekty zewnętrzne w planowaniu przestrzennym*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, tom 4, nr 336, 2018, s. 137–155; A.C. Pigou, *The Economics of Welfare*, MacMillan, London 1920, s. 144–149.

⁶² High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf, (dostęp 13.02.2023 r.).

⁶³ R. Shiller, *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton 2012, s. 17–22.

⁶⁴ F.A.F. de S. Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable...*, op. cit., s. 3821–3838.

⁶⁵ L. Fabregat-Aibar, M.G. Barberà-Marine, A. Terceño, L. Pié, *A bibliometric and visualization analysis of socially responsible funds*, *Sustainability*, vol. 11, no. 9, 2019, s. 2526–2539.

⁶⁶ Szersze rozważania na temat pojęcia „wartość” zawarto w punkcie pracy 4.1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym.

określenie, co składa się na zrównoważone finanse i odróżnia je od finansów tradycyjnych⁶⁷. Z jednej strony, A.K. Höchstädter i B. Scheck twierdzą, że ujednolicenie i zdefiniowanie terminów związanych ze zrównoważonymi finansami jest ważne dla utrzymania ich wiarygodności⁶⁸. Z drugiej zaś strony, A. O'Rourke oraz J. Sandberg i in. uważają, iż poszukiwanie jednorodnej definicji tej koncepcji może być niepraktyczne z uwagi na złożoność zagadnień z nią związanych⁶⁹.

Z uwagi na fakt, iż zrównoważone finanse odnoszą się do różnych uczestników otoczenia gospodarczego, przy przeglądzie definicji zrównoważonych finansów zasadna jest segmentacja ich interpretacji (zob. tabela 1). Zaproponowana klasyfikacja zakłada podział na interpretacje o charakterze mikro- i makroekonomicznym, mieszanym, ogólnym oraz „pozostałe”. Przedmiotem interpretacji o charakterze mikroekonomicznym są głównie przedsiębiorstwa i podmioty gospodarcze występujące w ich otoczeniu bliższym (mikrootoczeniu lub inaczej otoczeniem bezpośrednim/I stopnia), na które przedsiębiorstwo ma bezpośredni wpływ (np. kapitałodawcy, klienci oraz partnerzy handlowi) oraz pod którego wzajemnym oddziaływaniem pozostaje. Interpretacje o charakterze makroekonomicznym uwzględniają przede wszystkim rozważania na temat funkcjonowania gospodarek oraz odnoszą się do podmiotów obecnych w dalszym otoczeniu przedsiębiorstwa (makrootoczeniu zwanym również otoczeniem pośrednim/II stopnia), czyli tej części otoczenia, na które pojedyncze przedsiębiorstwo nie ma wpływu (np. czynniki demograficzne, polityczno-prawne i społeczno-kulturowe)⁷⁰. Interpretacje o charakterze mieszanym traktują zarówno o podmiotach funkcjonujących w dalszym i bliższym otoczeniu przedsiębiorstwa, a także o przedsiębiorstwie samym w sobie. Interpretacje ogólne zawierają jedynie zgeneralizowane zasady postępowania w ramach zrównoważonych finansów, z kolei interpretacje „pozostałe” zawierają treści, których nie można zaklasyfikować do żadnej z grup interpretacji według ustanowionych kryteriów.

⁶⁷ I. Ari, M. Koc, *Philanthropic – crowdfunding – partnership: A proof-of-concept study for sustainable financing in low-carbon energy transitions*, Energy, vol. 222, no. 5, 2021, s. 119925–119938; A. Sinha, S. Mishra, A. Sharif, L. Yarovaya, *Does green financing help to improve environmental & social responsibility? Designing SDG framework through advanced quantile modelling*, Journal of Environmental Management, vol. 292, no. 8, 2021, s. 112751–112762.

⁶⁸ A.K. Höchstädter, B. Scheck, *What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners*, Journal of Business Ethics, vol. 132, no. 2, 2015, s. 449–475.

⁶⁹ A. O'Rourke, *The message and methods of ethical investment*, Journal of Cleaner Production, vol. 11, no. 6, 2003, s. 683–693; J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedesström, I. Hamilton, *The heterogeneity of socially responsible investment*, Journal of Business Ethics, vol. 87, no. 4, 2009, s. 519–533.

⁷⁰ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 72.

Tabela 1. Interpretacje pojęcia zrównoważonych finansów przez wybranych autorów

Charakter interpretacji	Autor/zy interpretacji (rok)	Definicja pojęcia zrównoważonych finansów
Makro-ekonomiczny	B. Scholtens (2006)	Sposób w jaki finanse (inwestowanie i udzielanie pożyczek) współdziałają z gospodarką, społeczeństwem i kwestiami ochrony środowiska naturalnego.
	L. Dziawgo (2014)	Inicjatywy wspierające transformację rynków finansowych w kierunku tworzenia korzyści dla środowiska, społeczeństwa oraz gospodarki jednocześnie.
	UNEP FI (2015)	System finansowy tworzący wartość i alokujący kapitał w sposób zapewniający dobrobyt ludzkości poprzez wsparcie inkluzywnej i zrównoważonej gospodarki światowej pozytywnie oddziałującej na środowisko naturalne.
	J. Sandberg (2018)	Przepisy prawne monitorujące oraz regulujące działalność uczestników rynku dążących do osiągnięcia SDGs.
	A. Rizzello i A. Kabli (2020)	Międzynarodowe partnerstwo wypracowane w celu zaspokojenia potrzeb finansowych niezbędnych dla osiągnięcia SDGs.
Mikro-ekonomiczny	A. Soppe (2004)	Sposób finansowania działalności przedsiębiorstw maksymalizujący funkcję użyteczności interesariuszy otoczenia gospodarczego w ramach <i>triple bottom line*</i> , tj. ludzie, planeta, korzyść (<i>people, planet, profit</i>).
	Y.A. Danilov (2021)	Koncepcja, w której wiodącym celem przedsiębiorstwa jest długoterminowe kreowanie wartości wspólnej.
Mieszany	A. Alińska i in. (2018)	Potrzeba dostosowania finansowej obsługi uczestników rynku w takim zakresie, który nie tylko zaspokoi ich podstawowe potrzeby finansowe, ale również będzie stymulował, umożliwiał oraz przyczyniał się do zrównoważonego rozwoju całej gospodarki.
	Swiss Sustainable Finance (2023)	Wszystkie usługi finansowe, których celem jest wspieranie przejścia na zrównoważoną gospodarkę poprzez uwzględnienie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w decyzjach biznesowych i inwestycyjnych, a także kreowanie korzyści dla klientów przedsiębiorstw, całego społeczeństwa i planety.
Ogólny	UNEP (1992)	Finansowanie wspierające zrównoważony rozwój w wymiarze gospodarczym, środowiskowym oraz społecznym.
	A. Soppe (2009)	Sposób analizowania i podejmowania decyzji ukierunkowanych na maksymalizację efektów środowiskowych, społecznych i gospodarczych w sposób zintegrowany oraz w długim okresie.
	F. Geels (2011)	Złożony i długotrwały proces angażujący różne obszary i wielu interesariuszy otoczenia gospodarczego w celu osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego.
	G. Friede i in. (2015)	Orientacja na długoterminowe i odpowiedzialne inwestowanie poprzez włączenie perspektywy społecznej, środowiskowej i zarządczej w decyzje inwestycyjne w celu wykorzystania pełni potencjału czynników pozafinansowych w procesie tworzenia wartości wspólnej.
	T. Busch i in. (2016)	Inwestycje zgodne z założeniami zrównoważonego rozwoju w przedsięwzięcia maksymalizujące wartość dla społeczeństwa o długim horyzoncie czasowym.
	M. Ferreira i in. (2016)	Inwestowanie włączające ekonomiczne, środowiskowe oraz społeczne wartości do modeli oraz produktów finansowych, uznawanych za zrównoważone w długim okresie.

	R. Niemczyk (2017)	Proces alokacji szeroko rozumianego kapitału w przedsięwzięcia etyczne i pozostające w zgodzie z interesem społecznym.
	European Commission (2018)	Proces uwzględniania czynników środowiskowych i społecznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, który prowadzi do zwiększenia inwestycji w działania o charakterze długoterminowym pozostające w zgodzie z założeniami zrównoważonego rozwoju.
	O. Jaeggi i in. (2018)	Strategia inwestowania minimalizująca ryzyko środowiskowe i społeczne oraz maksymalizująca korzyści dla otoczenia.
	High-Level Expert Group on sustainable finance (2018)	Zobowiązanie do działania w długiej perspektywie oraz wykazywanie cierpliwości i zaufania do kształtowania się wartości inwestycji, które potrzebują czasu do materializacji.
	M.A. Urban i D. Wójcik (2019)	Finanse chroniące fundamentalne prawa człowieka do życia i zapewniające dostęp do kapitału obecnym oraz przyszłym pokoleniom.
	D. Schoenmaker i W. Schramade (2019)	Orientacja na kreowanie długoterminowych korzyści środowiskowych, społecznych oraz gospodarczych w decyzjach finansowych dostrzegających przede wszystkim szanse, a nie ryzyka.
	C.-M. Apostaie (2020)	Zbiór działań i narzędzi oddziaływania na otoczenie gospodarcze w celu realizacji postulatów zrównoważonego rozwoju oraz osiągnięcia SDGs.
	European Commission (2021)	Koncepcja uwzględniania czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w decyzjach o charakterze inwestycyjnym i finansowym.
	ONZ (2021)	Proces systematycznego włączania czynników o charakterze środowiskowym, społecznym oraz zarządczym w procesy zarządzania ryzykiem, inwestycjami i pożyczkami w celu wsparcia przedsięwzięć, które są ekonomicznie, społecznie oraz środowiskowo zrównoważone – nie tworzą negatywnych efektów zewnętrznych w tych obszarach, lecz korzyści.
	F. Cunha i in. (2021)	Pojęcie reprezentujące wszystkie praktyki związane ze stosowaniem zrównoważonych wzorców zachowań w czynnościach finansowych i strategiach inwestycyjnych, a także sposób zarządzania zasobami finansowymi promujący długotrwały, pozytywny i wymierny wpływ na otoczenie.
Pozostałe	S. Kumar i in. (2022)	Wszystkie aktywności sprawiające, że finanse są zrównoważone oraz że finanse przyczyniają się do realizacji założeń zrównoważonego rozwoju.
	M. Haigh (2012)	„To”, czym niezrównoważone lub nieodpowiedzialne finansowanie i inwestycje nie są.
	T. Clarke i in. (2016)	Ryzyko finansowe wynikające z wpływu działalności gospodarczej na społeczeństwo oraz środowisko naturalne.
	S. Rebai i in. (2016)	Dobro publiczne samo w sobie.
	M. Ziolo (2020)	Subdyscyplina finansów integrująca wszystkie pozostałe subdyscypliny (m.in. finanse przedsiębiorstw, finanse ubezpieczeń oraz finanse publiczne).

Objaśnienia: * – pojęcie *triple bottom line* nie jest tłumaczone na język polski, lecz można je interpretować jako „potrójną dolną granicę”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: United Nations Environment Programme, *Report of the United Nations Conference on Environment and Development A/CONF.151/26/Rev.1...*, op. cit., (dostęp 12.03.2023 r.); A. Soppe, *Sustainable Corporate Finance*, Journal of Business Ethics, vol. 53, no. 1–2, 2004, s. 213–224; B. Scholtens, *Finance as a driver of corporate social responsibility*, Journal of Business Ethics, vol. 68, no. 1, 2006, s. 19–33; A. Soppe, *Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing*, Indian School of Business WP Indian Management Research Journal, vol. 1, no. 3, 2009, s. 13–23; F. Geels, *The impact of the financial-economic crisis on sustainability transitions: Financial investment*

governance and public discourse, Environmental Innovation and Societal Transitions, vol. 6, no. 39, 2011, s. 67–95; M. Haigh, *Publishing and defining sustainable finance and investment*, Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 2, no. 2, 2012, s. 88–94; L. Dziawgo, *Greening financial market*, Copernican Journal of Finance & Accounting, vol. 3, no. 2014, s. 9–23; United Nations Environment Programme Finance Initiative, *The Financial System We Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development*, United Nations, New York 2015, s. 13; G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., 2015, s. 210–233; T. Clarke, M. Boersma, *Sustainable Finance? A Critical Analysis of the Regulation, Policies, Strategies, Implementation and Reporting on Sustainability in International Finance*, Inquiry: Design of a Sustainable Financial System, United Nations Environment Programme Inquiry: Design of a Sustainable Financial System, New York 2016, s. 15–16; T. Busch, R. Bauer, M. Orlitzky, *Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*, Business & Society, vol. 5, no. 33, 2016, s. 303–329; M.C.R. de C. Ferreira, V.A. Sobreiro, H. Kimura, F.L. de M. Barboza, *A systematic review of literature about finance and sustainability*, Journal of Sustainable Finance and Investment, vol. 6, no. 2, 2016, s. 112–147; S. Rebai, M.N. Azaiez, D. Saidane, *A multi-attribute utility model for generating a sustainability index in the banking sector*, Journal of Cleaner Production, vol. 113, no. 1, 2016, s. 835–849; R. Niemczyk, *Koncepcja „zrównoważenia” z perspektywy finansów*, [w:] K. Raczkowski, M. Ziolo, (red.), *Sfera finansowa wobec wyzwań zrównoważonego rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 11–38; European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final)*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>, (dostęp 30.06.2023 r.); A. Alińska, S. Frydrych, E. Klein, *Finanse w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego: Studia i Prace, vol. 1, 2018, s. 27–44; O. Jaeggi, G.W. Ziero, J. Tobin-de la Puente, J.F. Kölbl, *Understanding Sustainable Finance*, [in:] K. Wendt (eds.), *Positive Impact Investing: A Sustainable Bridge between Strategy, Innovation, Change and Learning*, Springer, Berlin 2018, s. 39–63; J. Sandberg, *Toward a Theory of Sustainable Finance*, [in:] T. Walker, S.D. Kibsey, R. Crichton (eds.), *Designing a Sustainable Financial System. Development Goals and Socio-Ecological Responsibility*, Pallgrave Macmillan, Cham 2018, s. 329–346; High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf, (dostęp 13.02.2022 r.); M.A. Urban, D. Wójcik, *Dirty Banking: Probing the Gap in Sustainable Finance*, Sustainability, vol. 11, no. 6, 2019, s. 1–23; D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 4; C.M. Apostaie, *Sustainable...*, op. cit., s. 21–27; A. Rizzello, A. Kabli, *Sustainable financial partnerships for the SDGs: The case of social impact bonds*, Sustainability, vol. 12, no. 13, 2020, s. 1–22; M. Ziolo, *Finanse Zrównoważone: Rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020, s. 5–6; European Commission, *Questions and Answers: CSRD proposal*, https://ec.europa.eu/commission/press-corner/detail/en/qanda_21_1806, (dostęp 17.02.2023 r.); Y.A. Danilov, *Sustainable Finance: A new theoretical paradigm*, World Economy and International Relations, vol. 65, no. 9, 2021, s. 5–13; F.A.F. de S. Cunha, W. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable finance...*, op. cit., s. 3821–3838; S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, present...*, op. cit., s. 1–44; Swiss Sustainable Finance, *Glossary*, https://www.sustainable-finance.ch/en/resources/what-sustainable-finance/glossary.html#anchor_PQWWKP, (dostęp 13.03.2023 r.); A. Dev, *Global Reporting Initiative: Sustainability Reporting*, Proceedings of the 6th International Conference on Technology and Operation of Offshore Support Vessels, Singapore 2016, https://www.researchgate.net/profile/Arun-Dev-6/publication/318362775_Global_Reporting_Initiative_Sustainability_Reporting/links/59703aa20f7e9b44173676bf/Global-Reporting-Initiative-Sustainability-Reportin-g.pdf, (dostęp 31.03.2023 r.).

Choć postrzeganie zrównoważonych finansów przez różnych autorów jest wysoce zróżnicowane, przeważają interpretacje o charakterze ogólnym, czyli poglądy identyfikujące zrównoważone finanse jako zbiór ogólnych wytycznych postępowania przez różne podmioty gospodarcze w celu realizacji założeń zrównoważonych finansów. Znacząca część interpretacji odnosi się również do podmiotów funkcjonujących w dalszym otoczeniu przedsiębiorstwa, z kolei znacznie mniej jest interpretacji traktujących o samym przedsiębiorstwie oraz jego interesariuszach funkcjonujących w jego bliższym otoczeniu. Co więcej, mimo iż tzw. „pozostałe” interpretacje stanowią interesujące opinie autorów na temat zrównoważonych finansów, to najczęściej mają one charakter enigmatyczny i nie stwarzają podstaw do

określenia, czym zrównoważone finanse faktycznie są. Ponadto, badacze w swoich rozważaniach wskazują na podobieństwo zrównoważonych finansów do koncepcji CSR, identyfikując je z procesem finansowania działalności maksymalizującej dobrobyt ekonomiczny i społeczny przy jednoczesnym nieszkodzeniu środowisku naturalnemu⁷¹. Zwraca się również uwagę na istotę moralności w procesie finansowania działalności gospodarczej, twierdząc, że zrównoważone finanse to proces alokacji szeroko rozumianego kapitału w przedsięwzięcia etyczne oraz pozostające w zgodzie z interesem społecznym⁷². Pojawiają się także poglądy, iż zrównoważone finanse to dobro publiczne samo w sobie⁷³ oraz wskazuje się na behawioralne determinanty perspektywy ekonomicznej⁷⁴. Ponadto, koncepcja zrównoważonych finansów bywa porównywana do kombinacji zrównoważonego rozwoju społeczno-gospodarczego oraz systemu finansowego uwzględniającego zarówno finanse publiczne, jak i finanse sektora prywatnego⁷⁵.

W obliczu impasu definicyjnego dotyczącego zrównoważonych finansów, zasadne jest ich określenie na podstawie rozumowania indukcyjnego oraz wcześniej dokonanej charakterystyki (zob. rysunek 3).

Choć zrównoważone finanse stanowią część finansów⁷⁶ – czyli dyscypliny naukowej, której przedmiotem jest opis i ocena zdarzeń powodujących przepływ pieniądza między podmiotami gospodarczymi⁷⁷, a także analiza motywacji i skutków decyzji finansowych podejmowanych w warunkach ryzyka przez różne grupy interesu⁷⁸ – to koncepcja ta – jak już wcześniej wspomniano – wywodzi się przede wszystkim ze zrównoważonego rozwoju oraz stanowi wielowymiarowe narzędzie realizacji jego fundamentalnych postulatów⁷⁹. Tym samym, w zrównoważonych finansach podmioty gospodarcze przedkładają osiągnięcie korzyści

⁷¹ M.C.R. de C. Ferreira, V.A. Sobreiro, H. Kimura, F.L. de M. Barboza, *A systematic...*, op. cit., s. 112–147.

⁷² N.M.P. Bocken, *Sustainable venture capital – Catalyst for sustainable start-up success?* Journal of Cleaner Production, vol. 108, no. A., 2015, s. 647–658.

⁷³ S. Rebai, M.N. Azaiez, D. Saidane, *A multi-attribute...*, op. cit., s. 835–849.

⁷⁴ I. Arribas, M.D. Espinós-Vañó, F. García, R. Tamošiunienė, *Negative screening and sustainable portfolio diversification*, Entrepreneurship and Sustainability Issues, vol. 6, no. 4, 2019, s. 1566–1586.

⁷⁵ C. Strandberg, *Best Practices in Sustainable finance*, Strandberg Consulting, Burnaby 2005, s. 37.

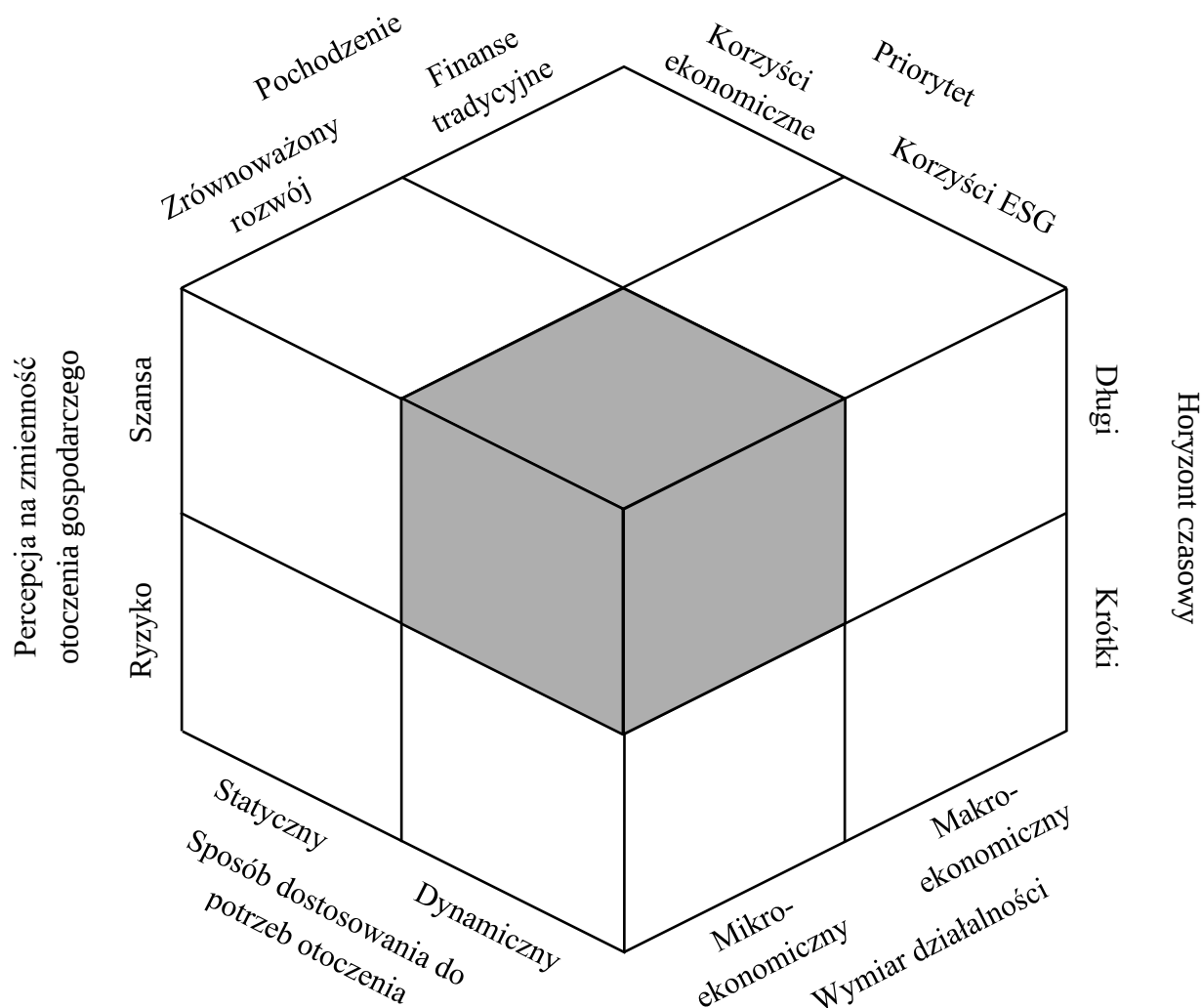
⁷⁶ B. Fiodor, S. Czaja, A. Graczyk, Z. Jakubczyk, *Podstawy ekonomii środowiska i zasobów naturalnych*, C.H. Beck, Warszawa 2002, s. 27.

⁷⁷ S. Flejterski, *Współczesne nauki o finansach – status metodologiczny, struktura, otoczenie, paradygmaty*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, https://www.pte.pl/pliki/2/1/Konferencja_ENE_referat_S_Flejterski.pdf, (dostęp 26.04.2022).

⁷⁸ I. Friend, *Methodology in Finance*, The Journal of Finance, vol. 28, no. 2, 1973, s. 257–272; S.C. Myers, *Finance Theory and Financial Strategy*, Journal of Applied Analytics, vol. 14, no. 1, 1984, s. 126–137; R.A. Haugen, *Finance from a New Perspective*, Financial Management, vol. 25, no. 1, 1996, s. 86–97; K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 21; S. Owsiak, *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2015, s. 17.

⁷⁹ R. Gerster, *Sustainable Finance: Achievements, Challenges, Outlook*, Gerster Consulting, Richterswill 2011, s. 50–51.

Rysunek 3. Charakterystyka zrównoważonych finansów



Objaśnienia: szarym kolorem oznaczono obszar wyznaczający zrównoważone finanse.

Źródło: opracowanie własne na podstawie F.A.F. de S. Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable finance...*, op. cit., s. 3821–3838.

ekonomicznych na rzecz korzyści o charakterze ESG, jednakże aspekt ekonomiczny nie jest pominięty, lecz optymalizowany w długim horyzoncie czasowym. Zrównoważone finanse mają charakter bardziej mikro- niż makroekonomiczny, gdyż mieszczą się w obszarze działalności przedsiębiorstw. Ponadto, zrównoważone finanse są dostosowywane do potrzeb uczestników otoczenia gospodarczego w sposób dynamiczny m.in. poprzez tworzenie nowych i aktualizację obecnych inicjatyw oraz regulacji prawnych w tym zakresie. Warto również dodać, iż w zrównoważonych finansach zmienność otoczenia gospodarczego postrzegana jest jako

szansa, a nie ryzyko⁸⁰, ponieważ taka percepcja tworzy więcej możliwości formułowania nowych rozwiązań mających na celu niwelowanie efektów zewnętrznych działalności człowieka. Biorąc pod uwagę powyższe, w dysertacji przyjęto **autorską interpretację zrównoważonych finansów, konstituującą to pojęcie jako proces reagowania na potrzeby uczestników otoczenia gospodarczego w zakresie zrównoważonego rozwoju, który prowadzi do tworzenia przez przedsiębiorstwa wartości wspólnej w długim okresie.**

W zrównoważonych finansach dostrzegalny jest pewien wzorzec, który wynika z ich istoty, czyli realizacji aktywności zmierzających do maksymalizacji korzyści w obszarach ESG. Implementacja wytycznych zrównoważonych finansów ma skutkować realizacją procesu efektywnego wytwarzania dóbr i usług przy zachowaniu optymalnego wykorzystania zasobów, dbałości o środowisko naturalne oraz zaspokojeniu oczekiwań społecznych. Zasadniczym celem zrównoważonych finansów jest zapewnienie warunków dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w którym kreowana będzie wartość wspólna.

W literaturze wskazuje się także cele pośrednie zrównoważonych finansów, jak np.⁸¹:

- optymalizacja sposobu eksploatacji nieodnawialnych zasobów naturalnych;
- wsparcie podmiotów w procesie przechodzenia do niskoemisyjnej gospodarki;
- uniemożliwienie pracy dzieci;
- zapewnienie godnych warunków pracy;
- niwelowanie nierówności społecznych;
- stworzenie zrównoważonego systemu finansowego;
- utworzenie optymalnych wzorców produkcji i konsumpcji;
- zwiększenie transparentności działalności podmiotów gospodarczych;
- odejście od maksymalizacji korzyści w krótkim okresie (*short-termism*⁸²) na rzecz tworzenia wartości długoterminowej (*Long-Term Value Creation*).

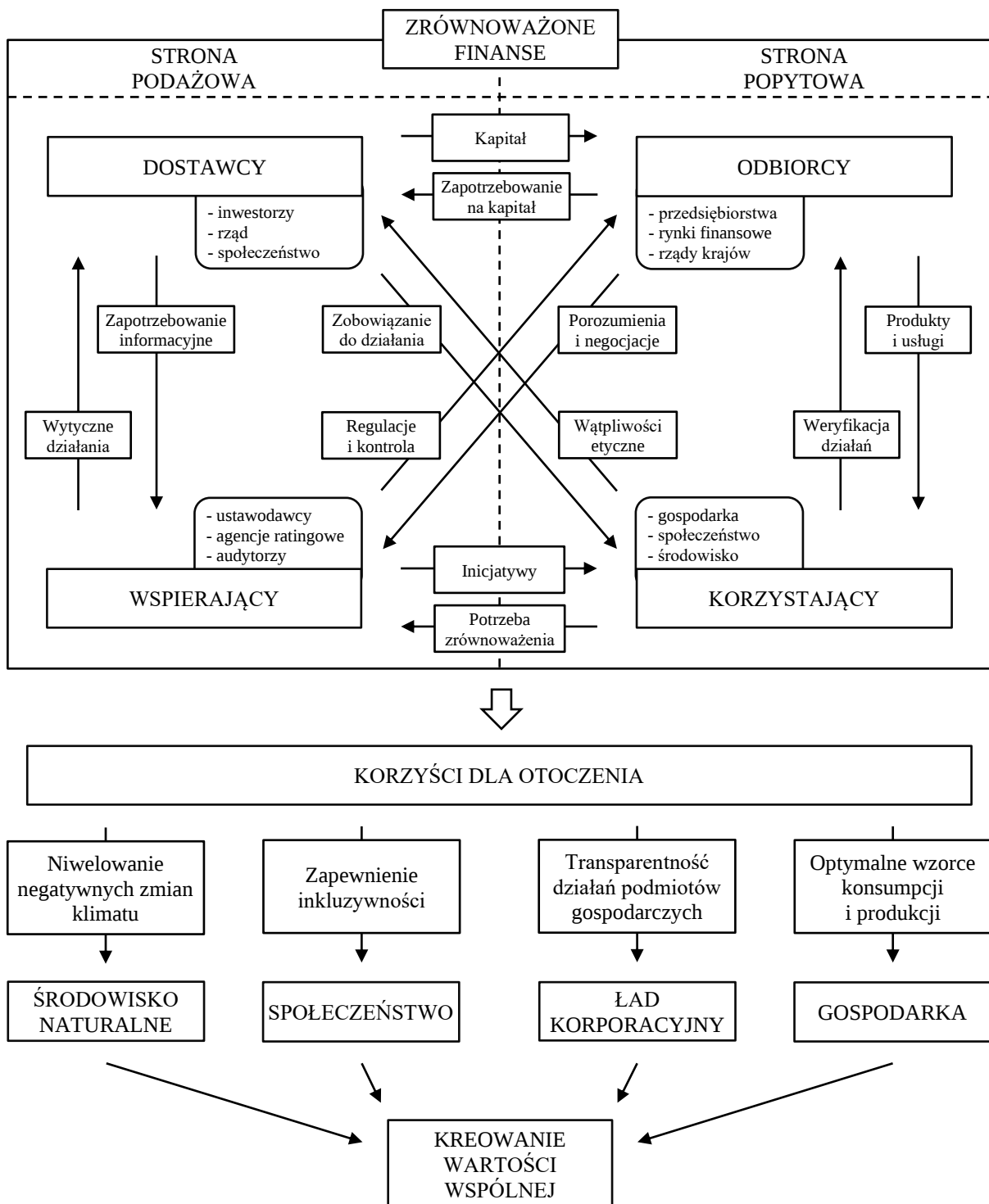
Zrównoważone finanse charakteryzuje szeroka skala oddziaływania na uczestników otoczenia gospodarczego i obecność sprzężenia zwrotnego pomiędzy nimi a koncepcja (zob. rysunek 4).

⁸⁰ D. Schoenmaker, *From Risk to Opportunity*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2017, s. 26–28.

⁸¹ D. Schoenmaker, *Working paper: A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2019, s. 5–8.

⁸² *Short-termism* to koncentracja spółek publicznych na realizacji krótkoterminowych celów, w szczególności wyników finansowych regularnie prezentowanych w raportach kwartalnych, a także przedkładanie zwrotu dla akcjonariuszy w krótkim terminie nad wzrost wartości spółki w długim okresie. M. Janicka, A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Does Short-Termism Influence the Market Value of Companies? Evidence from EU Countries*, Journal of Risk and Financial Management, vol. 13, no. 11, 2020, s. 1 – 22; G. Reilly, D. Souder, R. Ranucci, *Time horizon of investments in the resource allocation process: Review and framework for next steps*, Journal of Management, vol. 42, 2016, s. 1169–1194.

Rysunek 4. Relacje między uczestnikami otoczenia gospodarczego w koncepcji zrównoważonych finansów



Źródło: opracowanie własne.

Z uwagi na złożoność zrównoważonych finansów oraz uczestnictwo różnych grup podmiotów, dla skutecznej realizacji założeń tej koncepcji, niezbędne są spójne i skoordynowane działania wszystkich z nich jednocześnie⁸³. Uczestników otoczenia gospodarczego w odniesieniu do zrównoważonych finansów można zaklasyfikować do czterech grup, tj.⁸⁴:

- wspierających (*supporters*) – w skład tej grupy uczestników wchodzi m.in. UE, ustawodawcy lokalni, audytorzy, organizacje pozarządowe, agencje ratingowe, instytucje standaryzujące sprawozdawczość spółek oraz inne podmioty definiujące wytyczne i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów;
- dostawców (*providers*) – do tej zbiorowości zalicza się przede wszystkim kapitałodawców (inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych);
- odbiorców (*receivers*) – wskazać tu należy między innymi rynki finansowe oraz przedsiębiorstwa publiczne i prywatne;
- korzystających (*beneficiaries*) – zbiór ten stanowią środowisko naturalne, społeczeństwo, gospodarki krajów oraz konsumenci dóbr i usług, czyli interesariusze bezpośrednio doświadczający skutków działalności pozostałych grup.

Dostawcy i wspierający stanowią stronę podażową (dostarczają rozwiązania/kapitał) zrównoważonych finansów, odbiorcy i korzystający reprezentują stronę popytu (zgłaszają zapotrzebowanie), natomiast wspierających i korzystających uznaje się jednocześnie za pośredników między dostawcami i odbiorcami. Dodatkowo, wszystkie grupy interesu pozostają we wzajemnym oddziaływaniu, a uczestnicy mogą występować w różnych grupach jednocześnie. Dostawcy, w odpowiedzi na zapotrzebowanie finansowe, zapewniają odbiorcom kapitał, jednakże sposób finansowania jest uzależniony, po pierwsze, od wspierających i kształtowanych przez nich polityk i wytycznych dla zrównoważonych finansów oraz po drugie, od oddziaływania korzystających na zasady etyczne dostawców. Odbiorcy dostarczają korzystającym zrównoważonych produktów i usług – będących przedmiotem kontroli wspierających – które z kolei stanowią odpowiedź na zapotrzebowanie na zrównoważone rozwiązania korzystających powstałych w wyniku skutków aktywności odbiorców. Odbiorcy funkcjonują także w zgodzie z porozumieniami wypracowanymi ze wspierającymi, natomiast wspierający, oprócz tworzenia fundamentów dla efektywnego funkcjonowania

⁸³ P. Cox, S. Brammer, A. Millington, *An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance*, Journal of Business Ethics, vol. 52, no. 1, 2004, s. 27–43; E.I.-P. Castellas, J. Ormiston, S. Findlay, *Financing social entrepreneurship*, Social Enterprise Journal, vol. 14, no. 2, 2018, s. 130–155.

⁸⁴ D. Schoenmaker, *Working paper...*, op. cit., s. 33–37.

zrównoważonych finansów w przyszłości, wprowadzają w życie liczne inicjatywy odpowiadające na zapotrzebowanie korzystających. Fundamentalnym warunkiem sukcesu zrównoważonych finansów jest zatem osiągnięcie sytuacji, w której działania poszczególnych grup interesu przyczynią się do osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego poprzez maksymalizację wartości wspólnej.

Jedną z głównych niedoskonałości tradycyjnie pojmowanych rynków finansowych był, i nadal jest, nie tyle brak kapitału, co brak jego optymalnej alokacji. Kluczowym wnioskiem z poczynionych rozważań jest fakt, iż zrównoważenie – bez względu na to, czy w odniesieniu do działalności gospodarczej, sposobu finansowania czy zyskowności działalności gospodarczej – nie może być interpretowane w sposób wyizolowany od kwestii środowiskowych, społecznych, zarządczych oraz ekonomicznych. Nie należy brać pod uwagę tylko wpływu poszczególnych podmiotów gospodarczych na ich otoczenie, lecz niezbędne jest uwzględnienie łącznego ich oddziaływania na środowisko, w którym funkcjonują na poziomie systemowym.

Według R. Clarka i in., zrównoważone finanse to tematyka aktualna i rozwijająca się, jednak pozostająca w pewnych sferach enigmatyczna, tym samym wymagająca prowadzenia dalszych badań teoretycznych i empirycznych⁸⁵. Choć założenia zrównoważonych finansów są słuszne, to nie zawsze możliwe jest wdrożenia tej koncepcji w życie. Mimo iż w okresie rozwijania zrównoważonych finansów zrealizowano wiele inicjatyw oraz wprowadzano liczne regulacje zmierzające do osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego, wiele problemów obecnych w latach 70. XX wieku pozostaje aktualnych do dziś, a niektóre z nich uległy nawet pogłębieniu. Na podkreślenie zasługuje fakt, iż dla realizacji koncepcji niezbędne jest podejmowanie działań ukierunkowanych na generowanie długoterminowych korzyści w przyszłości. Kluczowe jest również ciągle monitorowanie realizacji postanowień wynikających z krajowych polityk oraz porozumień międzynarodowych na rzecz zrównoważonych finansów i nakładanie na podmioty łamiące przyjęte zasady adekwatnych sankcji (np. grzywny finansowe równowartości działań niezbędnych do poprawy stanu środowiska naturalnego nakładane na emitentów przekraczających dopuszczalne normy emisji zanieczyszczeń).

⁸⁵ R. Clark, J. Reed, T. Sunderland, *Bridging funding gaps for climate and sustainable development: Pitfalls, progress and potential of private finance*, Land Use Policy, vol. 71, no. 2, 2018, s. 335–346.

1.3. Globalne działania na rzecz zrównoważonych finansów

Pozostawienie obszarów działalności podmiotów gospodarczych, które mają potencjał negatywnego oddziaływania na otoczenie, bez jasnych wytycznych odnośnie do sposobu postępowania w określonych sytuacjach, w ciągu ostatniego półwiecza doprowadziło do powstania i pogłębienia się licznych problemów w obszarach ESG. T. Lagoarde-Segot za główną przesłankę powyższego wskazuje koncentrację podmiotów rynków finansowych na osiąganiu zysku w krótkim terminie⁸⁶, podczas gdy R. Fletcher podkreśla ich rosnącą rolę w światowej gospodarce⁸⁷ – określanej przez G.A. Epsteina mianem finansjalizacji światowej gospodarki⁸⁸. R. Foroohar oraz M. Mazzucato zwracają uwagę na negatywne konsekwencje dla gospodarki coraz bardziej zdominowanej przez działalność spekulacyjną niż produkcyjną⁸⁹, z kolei J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedesström oraz I. Hamilton podnoszą kwestię finansowania przez kapitałodawców przedsiębiorstw o działalności moralnie wątpliwej (np. związanej z produkcją broni, wyrobów tytoniowych i alkoholowych), lecz o wysokiej rentowności⁹⁰. Według F. Dixona, główną przyczyną problemów w obszarach ESG są natomiast nieodpowiednie wzorce produkcji i konsumpcji, które skłaniają do niepożądanych działań zarówno dostawcy produktów i usług (np. wytwarzanie produktów w sytuacji ograniczonej zasobów naturalnych), jak i konsumentów (np. nabywanie produktów w ilościach przekraczających zapotrzebowanie), a także dążenie większości gospodarek na świecie do osiągnięcia jak najwyższego poziomu PKB za wszelką cenę⁹¹.

Choć rozważania powyższych autorów bez wątpienia są słuszne, to niebagatelne znaczenie ma również celowość funkcjonowania przedsiębiorstw, uważanych za podmioty o największym potencjale wpływu na wzrost gospodarczy krajów gospodarki światowej⁹². Jednym z głównych celów funkcjonowania przedsiębiorstw – przyjętym od lat, nadal aktualnym oraz najbardziej rozpowszechnionym – jest kreowanie wartości dla właścicieli (*Shareholders Value Approach*)⁹³. Podejście to należy uznać za racjonalne, gdyż w warunkach

⁸⁶ T. Lagoarde-Segot, *Sustainable finance. A critical realist perspective*, Research in International Business and Finance, vol. 47, 2019, s. 1–9.

⁸⁷ R. Fletcher, *Capitalizing on chaos: Climate change and disaster capitalism*, Ephemera: Theory & Politics in Organization, vol. 12, no. 1, 2012, s. 97–112.

⁸⁸ G.A. Epstein, *Financialization and the world economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2005, s. 13–17.

⁸⁹ R. Foroohar, *Makers and takers: How wall street destroyed main street*, Crown Business, New York 2016, s. 15; M. Mazzucato, *The value of everything*, Hachette, New York 2018, s. 12.

⁹⁰ J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedesström, I. Hamilton, *The heterogeneity...*, op. cit., s. 519–533.

⁹¹ F. Dixon, *Sustainable Finance*, CADMUS, vol. 4, no. 1, 2019, s. 47–64.

⁹² P. Hawken, *The ecology...*, op. cit., s. 92; E. Richard, *Multinational enterprise...*, op. cit., s. 190–221.

⁹³ Koncepcję *Shareholders Value Approach* omówiono szerzej w punkcie pracy 2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji. M. Friedman, *Capitalism & Freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962, s. 23–25; M. Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, The New York Times Magazine, 13th September, 1970, s. 1–11; J. Green, *The Cynic's Lexicon: A Dictionary Of Amoral Advice*, Routledge, Oxfordshire

ekspozycji na ryzyko, związanej chociażby z możliwością utraty majątku, słuszne jest oczekiwanie realizacji określonych korzyści ekonomicznych oraz uznanie działalności przedsiębiorstwa na rzecz jego interesariuszy (oprócz właścicieli) jako pewnego rodzaju straty dla właścicieli. Choć takie podejście jest racjonalne, to z perspektywy czasu należy je uznać za nieodpowiednie. Ukierunkowanie działań przedsiębiorstwa przede wszystkim na tworzenie wartości dla jego właścicieli doprowadziło do powstania licznych szkód dla otoczenia, z którego zasobów przedsiębiorstwo korzysta, w którym funkcjonuje oraz pod którego bezpośrednim oddziaływaniem pozostaje⁹⁴. Ponadto, powyższy cel przedsiębiorstwa po raz pierwszy został przedstawiony przez M. Friedmana w 1962 roku⁹⁵, czyli w czasach, gdy problemy środowiskowe, społeczne oraz zarządcze były już obecne, jednakże ich skala i świadomość były znacznie mniejsze niż współcześnie. Możliwość negatywnego oddziaływania przedsiębiorstwa na otoczenie była wówczas bagatelizowana, a wszelkie powstałe efekty zewnętrzne, będące rezultatem jego działalności, nie były traktowane jako koszt lub obowiązek do zapewnienia rekompensaty. Należy podkreślić, iż negatywnie oddziałująca na otoczenie działalność przedsiębiorstwa (bez względu na to, czy przypadkowa, czy celowa), finalnie staje się jednym z jego czynników kosztotwórczych w przyszłości. W wyniku np. reakcji na zmiany klimatu spowodowanej wzrostem emisji zanieczyszczeń przez podmioty przemysłu wytwórczego, ustawodawcy nakładają na te przedsiębiorstwa określone regulacje obligujące je do zmiany procesów produkcji w celu redukcji emisji zanieczyszczeń. Przedsiębiorstwa te muszą tym samym ponieść dodatkowe nakłady finansowe na dostosowanie swojej działalności do przyjętych regulacji prawnych, co nie przyczynia się bezpośrednio do tworzenia wartości dla właścicieli/akcjonariuszy. Z perspektywy właścicieli, optymalny byłby zatem cel uwzględniający również potrzeby otoczenia i konstytuujący, iż przedsiębiorstwa powinny dążyć do kreacji wartości dla swoich właścicieli, jednakże pod warunkiem co najmniej niewywierania negatywnego wpływu na otoczenie lub przy zobowiązaniu do rekompensaty powstałych negatywnych efektów zewnętrznych. Jest to zdecydowanie zasadne, gdyż przedsiębiorstwo, korzystając z zasobów otoczenia, powinno uwzględniać również jego interes.

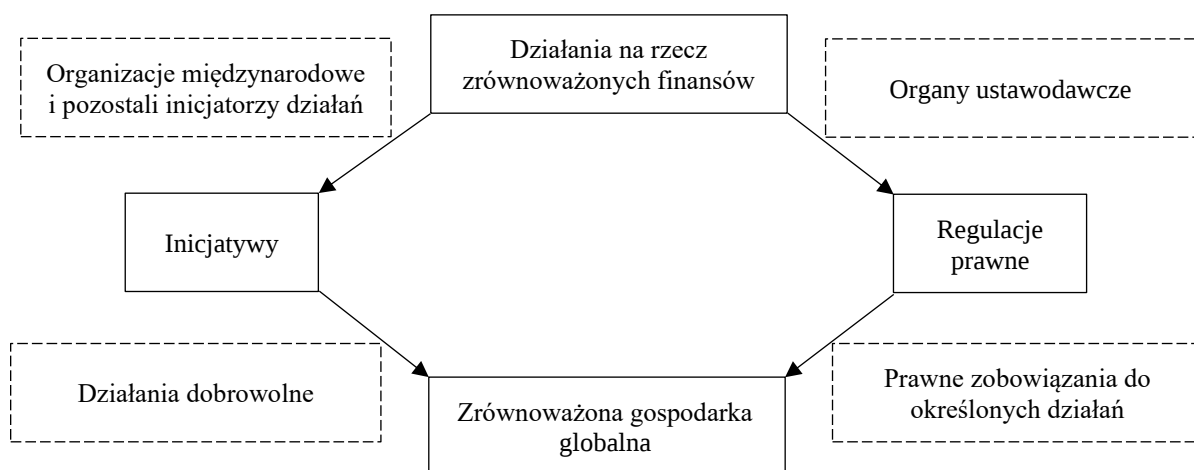
1984, s. 77; A.M. Quazi, D. O'Brien, *An Empirical Test of a Cross-National Model of Corporate Social Responsibility*, Journal of Business Ethics, vol. 25, 2000, s. 33–52; Damodaran A., *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*, Columbia Business School Publishing, New York 2017, s. 22.

⁹⁴ G. Ferrarini, *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grunewald (eds.), *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 85–150.

⁹⁵ A. Ferrel wskazuje, iż tak sformułowany cel przedsiębiorstwa został zdefiniowany co najmniej 30 lat wcześniej – w 1932 roku – lecz nie zostało tak powszechnie zidentyfikowane, jak za czasów M. Friedmana. A. Ferrel, H. Liang, L. Renneboog, *Socially Responsible Firms*, Journal of Financial Economics, 2016, s. 585–606; A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York 1932, s. 3–6.

Na skutek pogłębienia się problemów w obszarach ESG⁹⁶, powstała konieczność zmiany sposobu prowadzenia działalności przez podmioty gospodarcze w celu ograniczenia i prewencji ich dalszego negatywnego wpływu na otoczenie. Konieczność ta jest realizowana poprzez implementację różnych działań na rzecz zrównoważonych finansów (zob. rysunek 5).

Rysunek 5. Klasyfikacja działań na rzecz zrównoważonych finansów w procesie budowy zrównoważonej gospodarki globalnej



Źródło: opracowanie własne.

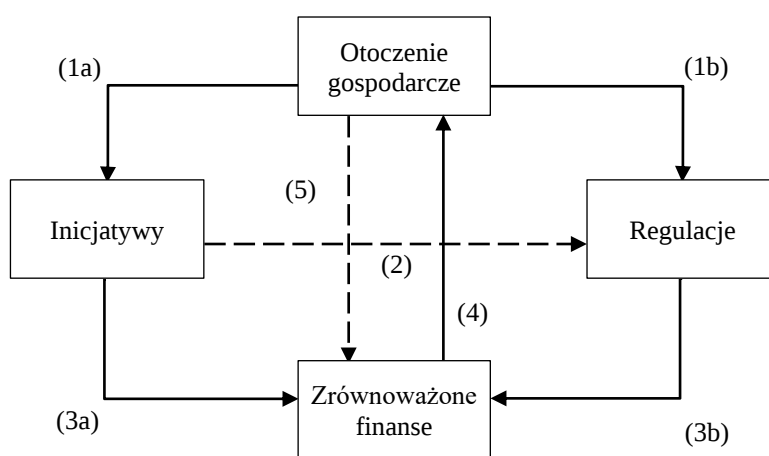
Działania na rzecz zrównoważonych finansów stanowią zbiór wytycznych wyznaczanych głównie przez organizacje międzynarodowe oraz organy ustawodawcze, których realizacja ma umożliwić osiągnięcie neutralności klimatycznej, niwelowanie nierówności społecznych, przeciwdziałanie niepożądanym praktykom biznesowym, a także zapewnić możliwości rozwoju społeczeństwom w przyszłości. Celem tych działań jest osiągnięcie zrównoważonej gospodarki globalnej, w której zachowania wszystkich podmiotów gospodarczych są optymalne względem ograniczeń środowiska naturalnego wynikających z jego potencjału do odnowy. Istotą tych działań jest dążenie do rozwiązywania pojawiających się problemów ESG, których skutki dotyczą wszystkie podmioty gospodarcze.

Działania na rzecz zrównoważonych finansów można podzielić na dwie główne grupy: inicjatywy oraz regulacje. Inicjatywy uwzględniają wszystkie działania organizacji międzynarodowych oraz pozostałych inicjatorów (np. inwestorów i banków), do których uczestnicy przystępują dobrowolnie, a niewywiązanie się przez uczestników inicjatyw

⁹⁶ Szersze rozważania na temat pojęcia ESG oraz problemach w tych obszarach zawarto w dalszej części pracy w punkcie 2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów.

z zobowiązań nie niesie ze sobą dla nich konsekwencji prawnych ani ekonomicznych⁹⁷. W przeciwieństwie do inicjatyw, regulacje stanowią przepisy prawa, których nieprzestrzeganie związane jest z określonymi następstwami oraz mają one zasięg maksymalnie regionalny (np. regulacje na rzecz zrównoważonych finansów w UE)⁹⁸. Inicjatywy oraz regulacje tworzą ramę normatywną dla zrównoważonych finansów, która pozostaje we wzajemnym oddziaływaniu z otoczeniem gospodarczym (zob. rysunek 6).

Rysunek 6. Model funkcjonowania zrównoważonych finansów w gospodarce



Objaśnienia: linia przerywana oznacza wpływ pośredni, z kolei linia ciągła wpływ bezpośredni.
Źródło: opracowanie własne.

W reakcji na powstające w otoczeniu gospodarczym potrzeby (np. zapotrzebowanie kapitałodawców na informacje dotyczące niefinansowej działalności przedsiębiorstw), formułowane są inicjatywy oraz regulacje (1a oraz 1b), których zadaniem jest dostosowanie sposobu funkcjonowania poszczególnych podmiotów gospodarczych. Poprzez zaangażowanie różnych grup interesu, uczestnicy i sygnatariusze inicjatyw mają możliwość wpływania na treść i zakres wdrażanych regulacji (2). Następnie, inicjatywy oraz regulacje w sposób bezpośredni wpływają na zrównoważone finanse (3a oraz 3b) poprzez dostarczenie określonych uwarunkowań ich funkcjonowania, które zostały sformułowane we wzajemnym porozumieniu z poszczególnymi grupami interesariuszy. Na podstawie tak skonstruowanych oraz wdrożonych działań, zrównoważone finanse w sposób bezpośredni oddziałują na otoczenie

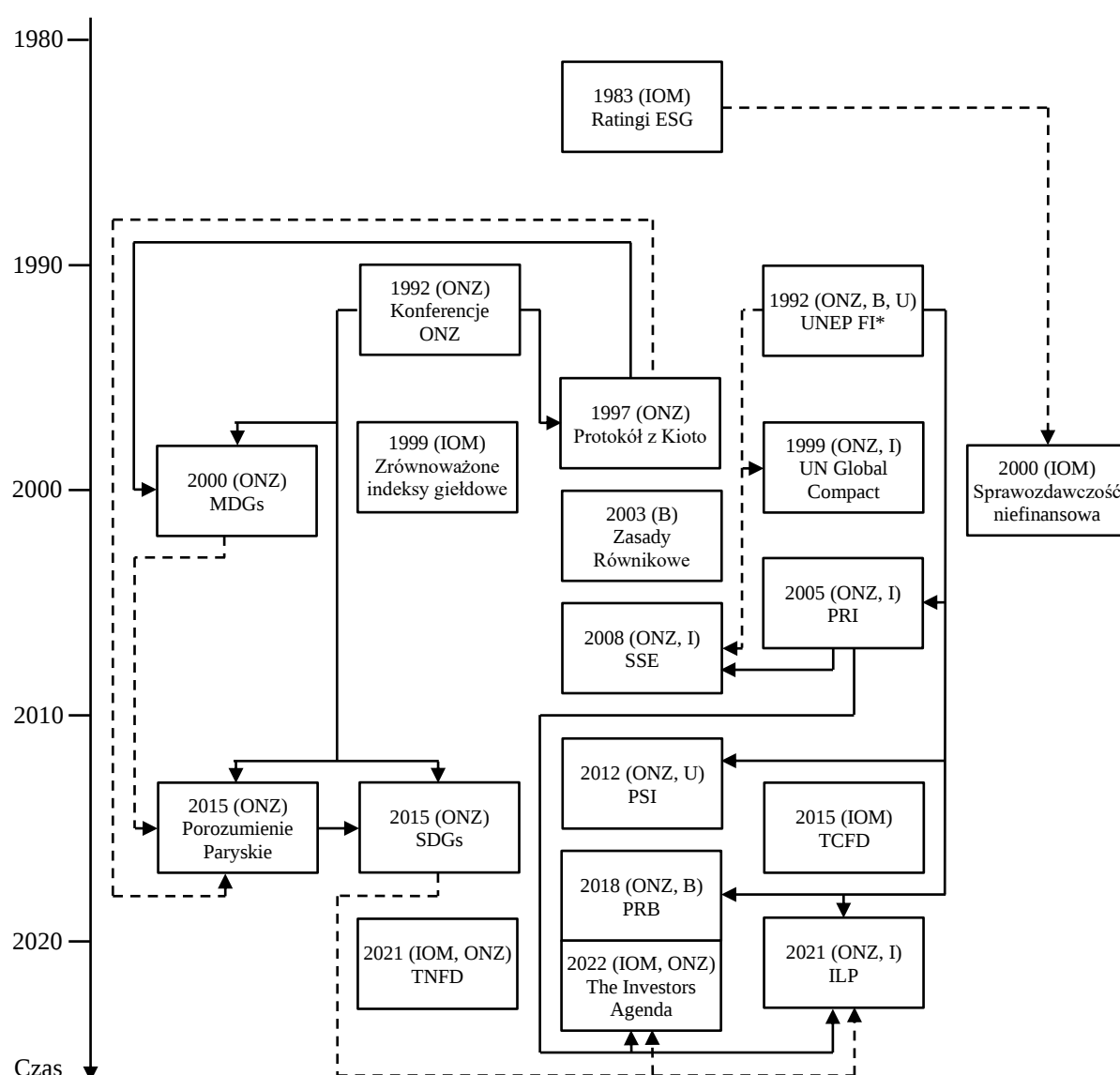
⁹⁷ Wyjątek stanowi ewentualność utraty przez uczestnika reputacji na skutek nieprzestrzegania zasad danej inicjatywy, lecz nie jest to efekt działań inicjatora, a weryfikacja działań danego uczestnika przez otoczenie.

⁹⁸ Regulacje na rzecz zrównoważonych finansów omówiono w rozdziale 3. Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw.

gospodarcze (4). Co więcej, dzięki prowadzonym konsultacjom przez inicjatorów oraz ustawodawców z grupami interesu, odbiorcy końcowi mają możliwość wpływu na rozwój zrównoważonych finansów w przyszłości poprzez zgłaszanie informacji zwrotnej na temat użyteczności oraz zasadności tych rozwiązań (5).

Inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów charakteryzuje mnogość oraz różnorodność (zob. rysunek 7 i tabela 2).

Rysunek 7. Wybrane inicjatywy globalne na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od 1983 do 2022 roku oraz występujące między nimi relacje



Objaśnienia: linią ciągłą zaznaczono bezpośredni wpływ jednej inicjatywy na drugą, z kolei linią przerywaną pośredni wpływ. * – Choć UNEP FI pod aktualną nazwą funkcjonuje dopiero od 2003 roku, to z uwagi na większą popularność tej nazwy oraz dla uproszczenia przyjęto jej obowiązywanie od 1992 roku. PRI (*Principles for Responsible Investment*) – Zasady Odpowiedzialnych Inwestycji; SSE (*Sustainable Stock Exchange*) – Inicjatywa

Zrównoważonych Giełd Papierów Wartościowych; PSI (*Principles for Sustainable Insurance*) – Zasady Zrównoważonych Ubezpieczeń; TCFD (*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*) – Grupa Zadaniowa ds. Ujawniania Informacji Finansowych Związanych z Klimatem; PRB (*Principles for Responsible Banking*) – Zasady Odpowiedzialnej Bankowości; TNFD (*Task Force on Nature-Related Financial Disclosure*) – Grupa Zadaniowa ds. Ujawniania Informacji Finansowych Związanych z Naturą; ILP (*Investment Leadership Programme*) – Program Przywództwa Inwestycyjnego.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The evolution...*, op. cit., (dostęp 15.02.2022 r.).

Tabela 2. Charakterystyka wybranych globalnych inicjatyw i podmiotów działających na rzecz zrównoważonych finansów

Nazwa inicjatywy (rok)	Charakterystyka inicjatywy
Ratingi ESG (1983)	System syntetycznych mierników klasyfikujących ewaluowane podmioty na negatywnie oraz pozytywnie oddziałujące na otoczenie na podstawie zarówno kwalitatywnych, jak i kwantytatywnych retrospektywnych informacji niefinansowych.
Konferencje ONZ (1992)	Zgromadzenia przywódców większości państw na świecie w celu dyskusji nad pojawiającymi się problemami gospodarczymi i w obszarach ESG, a także omówienie propozycji ich rozwiązania. Do najważniejszych konferencji i ich efektów zaliczyć należy: I Szczyt Ziemi (<i>First World Summit</i>) w Rio de Janeiro w 1992 roku (przedstawienie koncepcji zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów); Trzecia konferencja ONZ w sprawie zmian klimatu (COP3, <i>3rd United Nations Climate Change Conference of the Parties</i>) w 1997 roku w Kioto (przedstawienie Protokołu z Kioto (<i>Kyoto Protocol</i>)); Milenijny Szczyt ONZ (<i>UN Millenium Summit</i>) w 2000 roku w Nowym Jorku (przyjęcie deklaracji milenijnej (<i>Millenium Declaration</i>) oraz ośmiu MDGs); Szczyt ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju (<i>UN Summit on Sustainable Development</i>) w 2015 roku w Nowym Jorku (przyjęcie Agendy 2030 (<i>The 2030 Agenda for Sustainable Development</i>) oraz 17 SDGs); 21 Konferencję ONZ w sprawie zmian klimatu (COP21, <i>21st United Nations Climate Change Conference of the Parties</i>) w 2015 roku w Paryżu (zawarcie Porozumienia Paryskiego (<i>Paris Agreement</i>)).
UNEP FI (1992)	Międzynarodowa organizacja, której głównym celem jest zachęcenie podmiotów sektora finansowego do włączenia czynników ESG do oceny działalności swoich partnerów i klientów, aby uniknąć współpracy z podmiotami negatywnie oddziałującymi na otoczenie.
Protokół z Kioto (1997)	Zobowiązanie 37 rozwiniętych krajów na świecie do redukcji emisji GHG o średnio 5% do 2012 roku względem poziomu z 1990 roku.
UN Global Compact (1999)	Platforma wymiany wiedzy i doświadczeń pomiędzy inwestorami, przedsiębiorstwami, przedstawicielami wybranych grup społecznych oraz pozostałymi stronami interesu w zakresie zrównoważonych finansów.
Zrównoważone indeksy giełdowe (1999)	Statystyczne miary wyceny grupy spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych oraz o ponadprzeciętnych wynikach w obszarach ESG w danym czasie.
MDGs (2000)	Osiem globalnych celów odnoszących się do eliminacji skrajnego ubóstwa i głodu, równego dostępu do edukacji, równości płci, zapewnienia równowagi ekologicznej oraz utworzenia globalnego partnerstwa na rzecz zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów.
Sprawozdawczość niefinansowa (2000)	Zbiór zasad dostarczanych przez niezależne organizacje międzynarodowe (np. Global Reporting Initiative i International Standardization Organization) w zakresie raportowania informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa w sposób rzetelny i transparentny.

Zasady Równikowe (2003)	Dziesięć zasad oceny ryzyka ESG i zarządzania nim przez podmioty sektora finansowego ⁹⁹ .
PRI (2005)	Niezależna organizacja dostarczająca sześciu ogólnych wytycznych odpowiedzialnego i długoterminowego finansowania działalności podmiotów gospodarczych.
SSE (2008)	Program partnerski ONZ stanowiący globalną platformę współpracy i nauki w zakresie zrównoważonych finansów dla giełd papierów wartościowych i interesariuszy rynku finansowego.
PSI (2012)	Niezależna organizacja dostarczająca czterech zasad zrównoważonych ubezpieczeń w celu zrozumienia, zapobiegania i ograniczania ryzyka ESG w branży ubezpieczeń.
Porozumienie Paryskie (2015)	Prawnie wiążąca umowa w zakresie ograniczenia wzrostu średniej globalnej temperatury poniżej 2,0°C (docelowo 1,5°C) względem średniej temperatury w latach 1850–1900 oraz redukcji emisji GHG o 55% względem poziomu z 1990 roku.
SDGs (2015)	Globalne cele rozwoju, których realizacja ma zapewnić m.in. polepszenie jakości życia ludzi na świecie, ochronę środowiska naturalnego i bioróżnorodności, rzetelny wymiar sprawiedliwości oraz inkluzyny wzrost gospodarczy.
TCFD (2015)	Grupa zadaniowa mająca na celu wspomaganie przedsiębiorstw w zakresie raportowania informacji niefinansowych oraz wsparcie innych organizacji międzynarodowych (np. UE) w formułowaniu wytycznych dotyczących sprawozdawczości przedsiębiorstw.
PRB (2018)	Niezależna organizacja międzynarodowa dostarczająca sześciu ogólnych zasad bankowości, których przestrzeganie ma umożliwić przyczynienie się podmiotów sektora finansowego do realizacji wytycznych zrównoważonych finansów.
ILP (2021)	Wspólne działanie UNEP FI i PRI w celu przyspieszenia i pogłębienia współpracy pomiędzy inwestorami na rzecz realizacji SDGs.
TNFD (2021)	Grupa zadaniowa, której celem jest wsparcie zmiany kierunku przepływów kapitałowych od przedsięwzięć powodujących negatywny wpływ na naturę, do takich, które oddziałują na środowisko naturalne co najmniej w stopniu neutralnym.
The Investors Agenda (2022)	Zasady inwestowania uwzględniające działania na rzecz przeciwdziałania kryzysowi klimatycznemu w celu realizacji SDGs poprzez zwiększenie jakości i transparentności informacji ujawnianych przez inwestorów w związku z realizowanymi inwestycjami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Avetisyan, K. Hockerts, *The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression. Business Strategy and the Environment*, vol. 26, no. 3, 2017, s. 316–330; United Nations, *Report of the Conference A/CONF.151/26/Rev.1 (Vol. I)*..., op. cit., (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations, *Report of the Conference FCCC/CP/1997/7*, <https://unfccc.int/sites/default/files/resource/do-cs/cop3/07.pdf>, (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations, *Millennium Declaration A/RES/55/2*..., op. cit., (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations, *Resolution A/RES/70/1*..., op. cit., (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations, *Paris Agreement*, https://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/en-english_paris_agreement.pdf, (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Finance Initiative*, <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative>, (dostęp 21.09.2022 r.); UN Global Compact, *UN Global Compact Strategy 2021–2023*, https://ungc-communications-assets.s3.amazonaws.com/docs/about_the_gc/UN-GLOBAL-COMPACT-STRATEGY-2021-2023.pdf, (dostęp 02.10.2022 r.); E. Ortas, J.M. Moneva, *Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx*, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 40, no. 151, 2011, s. 395–416; Equator Principles, *About the Equator Principles*, <https://equator-principles.com/about-the-equator-principles/>, (dostęp 20.01.2023 r.); Principles for Responsible Investment, *Principles for Responsible Investment*, <https://www.unpri.org/download?ac=10948>, (dostęp 21.08.2022 r.); Sustainable Stock Exchange, *Results and Impact Report 2021*, <https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2022/06/2021-results-and-Impact.pdf>, (dostęp 28.08.2022 r.); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Sustainable Insurance: Insuring for sustainable development*, <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/09/EXTRANET-10-15-Butch-UNEP-FI-NA-members-meeting-PSI-Sep-2017-final.pdf>, (dostęp 14.11.2022 r.); Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *2022 Status Report*,

⁹⁹ Przez podmioty sektora finansowego rozumie się banki, przedsiębiorstwa mające na celu pozyskanie kapitału od inwestorów i ich dalsze inwestycje (tj. przedsiębiorstwa inwestycyjne) oraz ubezpieczycieli.

<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf>, (dostęp 27.01.2023 r.); United Nations, *The SDG Report 2022*, <https://unstats.un.org/sdgs/report/20-22/The-Sustainable-Development-Goals-Report-2022.pdf>, (dostęp 26.08.2022 r.); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Responsible Banking Released*, <https://www.unep-fi.org/industries/banking/pri-nciples-for-responsible-banking-released/>, (dostęp 19.11.2022 r.); Task Force on Nature-related Financial Disclosures, *Introducing the TNFD framework*, <https://framework.tnfd.global/introducing-the-tnfd-framework/>, (dostęp 27.01.2023 r.); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Investment Leadership Programme*, <https://www.unepfi.org/investm-ent/investment/>, (dostęp 27.01.2023 r.); The Investors Agenda, *The Agenda*, <https://theinvestoragenda.org/-focus-areas/>, (dostęp 27.01.2023 r.).

Z uwagi na powszechność oraz globalną rozpoznawalność inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów, na szczególną uwagę zasługują inicjatywy ONZ i innych organizacji międzynarodowych (IOM), w których tworzeniu i rozwijaniu uczestniczyły również inwestorzy (I), banki (B) i ubezpieczyciele (U). Zaprezentowane inicjatywy nie stanowią zbioru zamkniętego, a na rysunku 10 uwzględniono aktualnie najbardziej rozpoznawalne globalnie oraz te, które w minionych latach odegrały kluczową rolę w rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów na świecie¹⁰⁰. Pierwsza globalna inicjatywa na rzecz zrównoważonych finansów miała miejsce w 1983 roku, a ich intensyfikacja przypada na przełom XX i XXI wieku. W dodatku, pomiędzy poszczególnymi inicjatywami występują określone zależności, które w mniejszym lub większym stopniu przyczyniały się do powstawania kolejnych tego typu działań. Choć wskazane inicjatywy osobno odnoszą się tylko do pojedynczych podmiotów gospodarczych, to ich ogół wywiera wpływ na wszystkich uczestników otoczenia gospodarczego.

Spśród wymienionych inicjatyw globalnych na rzecz zrównoważonych finansów za kluczowe z perspektywy rozwoju tej koncepcji należy uznać dwie, a mianowicie: UNEP FI oraz konferencje ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów¹⁰¹. Od samego początku działalności UNEP FI, jej głównym celem było promowanie zrównoważonych finansów, a także zachęcanie różnych podmiotów gospodarczych do stosowania wzorców zachowań umożliwiających osiągnięcie globalnego zrównoważonego wzrostu gospodarczego. UNEP FI w ciągu 30 lat działalności stworzyła co najmniej cztery kolejne inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów (PRI w 2005 roku, PSI w 2012 roku, PRB w 2018 roku i ILP w 2021 roku) oraz współuczestniczyła w założeniu minimum dwóch kolejnych (UN Global Compact w 1999 roku i SSE w 2008 roku), a niektóre z tych inicjatyw przyczyniły się do założenia kolejnych. Podobnie było z konferencjami ONZ. Konferencja

¹⁰⁰ United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The evolution...*, op. cit., (dostęp 15.02.2022 r.).

¹⁰¹ Choć żadna konferencja ONZ wprost nie była zatytułowana „na rzecz zrównoważonych finansów”, to wiele konferencji na rzecz zrównoważonego rozwoju środowiska naturalnego oraz przyszłości społeczeństw poruszało kwestie związane ze zrównoważonymi finansami.

w 1992 roku w Rio de Janeiro (I Szczyt Ziemi) oficjalnie zapoczątkowała globalny dialog na temat potrzeby zmiany sposobu finansowania względem zrównoważonych przedsięwzięć. W efekcie tej konferencji, w następnych latach organizowane były kolejne zgromadzenia ONZ, które poruszały właśnie te kwestie i prowadziły do powstania kolejnych inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów (np. Protokół z Kioto w 1997 roku, MDGs w 2000 roku oraz Porozumienie Paryskie i SDGs w 2015 roku).

1.4. Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju

Obecnie wykorzystywane modele ekonomiczne zostały opracowane w czasach, gdy zasoby naturalne były swobodnie dostępne, a stopień zanieczyszczenia środowiska był relatywnie niski. Od tamtego czasu postęp technologiczny uzależniony m.in. od paliw kopalnianych przyczynił się do intensywnego wzrostu gospodarczego mierzonego poziomem PKB (produkt krajowy brutto)¹⁰². Jednakże zarówno postęp, jak i wzrost – od co najmniej 1970 roku – przyczyniły się także do ukształtowania błędnych wzorców konsumpcji stymulujących masową produkcję¹⁰³, a także symultaniczny wzrost emisji gazów cieplarnianych (GHG, *Greenhouse Gases*)¹⁰⁴ (zob. wykres 1). Stanowi to istotny problem, ponieważ GHG postrzegane są jako jedna z głównych przyczyn degradacji środowiska naturalnego oraz pośrednia determinanta problemów o charakterze społecznym (np. utrata miejsc pracy na skutek utraty bioróżnorodności) i zarządczym (np. wzrost korupcji na stanowiskach administracyjnych w celu akceptacji nieekologicznych przedsięwzięć)¹⁰⁵.

W ciągu 51 lat roczne stopy zmian nominalnego PKB osiągnęły ujemny poziom zaledwie siedem razy, natomiast średnia zmian globalnego PKB w tym okresie wyniosła 7,26%. W przypadku rocznych stóp zmian emisji GHG, wielkości poniżej zera odnotowano tylko w sześciu latach oraz przypadały one na lata ujemnych stóp zmian PKB na świecie, tj. 1982, 2009, 2015 i 2020. Podobnie, jak w przypadku zmian globalnego PKB, średnia stopa zmian emisji GHG w analizowanym okresie była dodatnia i wyniosła 1,53%. Oprócz tego, przyspieszenie wzrostu emisji GHG, w 16 przypadkach na 24 badanych pokrywało się z latami o intensywniejszym wzroście gospodarczym względem roku poprzedniego, z kolei

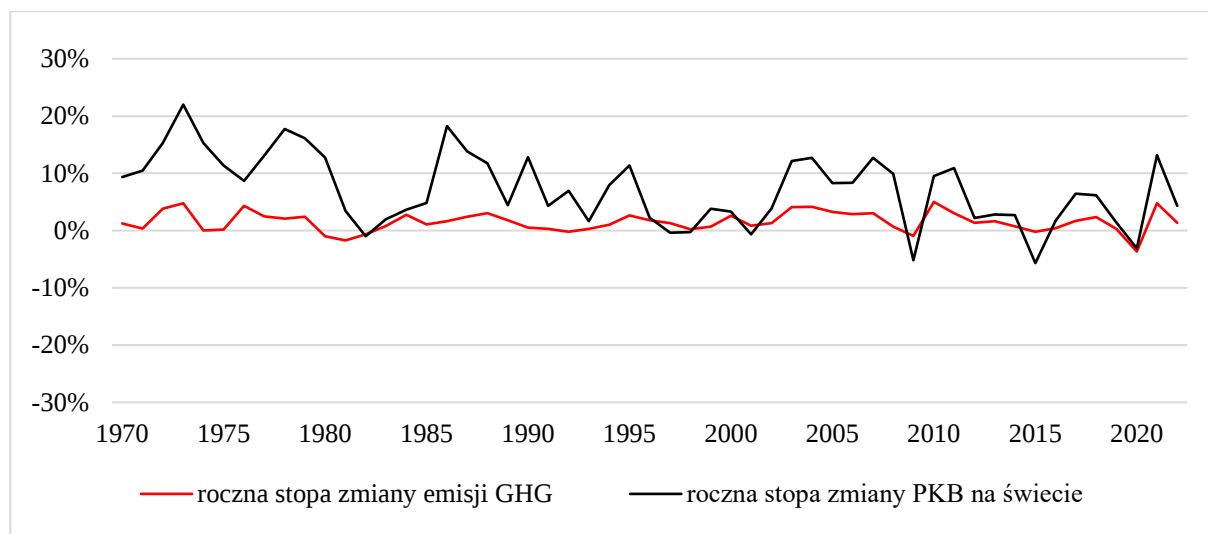
¹⁰² H. Daly, J. Farley, *Ecological Economics: Principles and Applications*, Island Press, Washington 2011, s. 27.

¹⁰³ F. Dixon, *Sustainable Finance...*, op. cit., s. 47–64.

¹⁰⁴ World Bank, *World Development Report 1992: development and the environment*, Oxford University Press, New York 1992, s. 1–4. W.M. Huang, G.M.W. Lee, C.C. Wu, *GHG emissions...*, op. cit., s. 239–247.

¹⁰⁵ World Meteorological Organization, *The State of Greenhouse Gases in the Atmosphere Based on Global Observations through 2021*, WMO Greenhouse Gas Bulletin, vol. 18, 2022, s. 1–10.

Wykres 1. Roczne stopy zmian globalnego nominalnego PKB i łącznej wielkości emisji GHG na świecie w latach 1970–2022 (rok/rok, %)



Objaśnienia: w celu kalkulacji rocznych stóp zmian emisji GHG wykorzystano ekwiwalent CO₂ dla poszczególnych grup gazów cieplarnianych (CO₂ – dwutlenek węgla, CH₄ – metan; tlenek azotu – N₂O; F-gazów – wodorofluorowęglowodórów, fluorków azotu i fluorków siarki) obliczony jako wielkość emisji danych GHG przemnożona przez ich potencjał globalnego ocieplenia (GWP, *Global Warming Potential*). PKB globalne oznacza z kolei sumę nominalnego PKB wszystkich państw na świecie przeliczonych według średniorocznych kursów walutowych na USD przez Bank Światowy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych M. Crippa, D. Guizzardi, F. Pagani, M. Banja, M. Muntean, E. Schaaf, W. Becker, F. Monforti-Ferrario, R. Quadrelli, A. Risquez Martin, P. Taghavi-Moharamli, J. Köykkä, G. Grassi, S. Rossi, J. Brandao De Melo, D. Oom, A. Branco, J. San-Miguel, E. Vignati, *GHG emissions of all world countries*, https://edgar.jrc.ec.europa.eu/report_2023, (dostęp 31.10.2023 r.); Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change 2014: Synthesis Report*, https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/SYR_AR5_FINAL_full.pdf, (dostęp 31.10.2023 r.); World Bank, *World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files*, <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#>, (dostęp 31.12.2023 r.).

spowolnienie zmiennych pokrywało się w 17 przypadkach na 27 możliwych. Powyższe obserwacje nasuwają wniosek zgodny z wynikami badań wskazujących na występowanie pozytywnej zależności między wzrostem gospodarczym a wzrostem emisji GHG na świecie¹⁰⁶.

Pomimo zmian w otoczeniu gospodarczym od powstania funkcji produkcji C. Cobba i P. Douglasa w 1928 roku¹⁰⁷, praca (*labour input*) i kapitał (*capital input*) pozostają jednymi z najpopularniejszych czynników używanych w modelach ekonomicznych, zaś problemy

¹⁰⁶ G. Lapinskienė, M. Tvaronavičienė, S. Vaitkus, *Greenhouse gases emissions and economic growth – evidence substantiating the presence of environmental Kuznets curve in the EU*, Technological and Economic Development of Economy, vol. 20, no. 1, 2014, s. 65–78; G. Cohen, J.T. Jalles, S. Loungani, R. Marto, G. Wang, *Decoupling of Emission on GDP: Evidence from Aggregate and Provincial Chinese Data (WP/18/85)*, International Monetary Fund, Washington 2018, s. 1–27; F. Cucchiella, I. D’Adamo, M. Gastaldi, S.C.L. Koh, E.D.R. Santibanez-Gonzalez, *Assessment of GHG Emission in Europe: Future Estimates and Policy Implications*, Environmental Engineering and Management Journal, vol. 19, no. 1, 2020, s. 131–142; M. González-Sánchez, J.L. Martín-Ortega, *Greenhouse Gas Emissions Growth in Europe: A Comparative Analysis of Determinants*, Sustainability, vol. 12, no. 3, 2020, s. 1012–1033.

¹⁰⁷ C. Cobb, P. Douglas, *A Theory of Production*, American Economic Review, vol. 18, no. 1, 1928, s. 139–165.

środowiskowe i społeczne, mimo iż istotne, nie są w nich uwzględniane¹⁰⁸. Oczywistą odpowiedzią na niedoskonałości dotychczasowych sposobów funkcjonowania zarówno gospodarek, jak i przedsiębiorstw jest zatem włączenie kwestii ESG do tych modeli¹⁰⁹, co rodzi zapotrzebowanie na rozwiązania wpisujące się w koncepcję zrównoważonego rozwoju¹¹⁰.

Zrównoważony rozwój to szerokie spektrum pojęć związanych z godzeniem kwestii środowiskowych, społecznych oraz zarządczych ze wzrostem gospodarczym¹¹¹. Na gruncie zrównoważonego rozwoju obecne i przyszłe pokolenia powinny mieć zapewnione niezbędne zasoby do życia oraz rozwoju (woda, żywność, energia, opieka zdrowotna, edukacja itp.) bez nadmiernego obciążenia systemu Ziemi¹¹², tj. stopnia, po którego przekroczeniu ekosystem utraci możliwość powrotu do stanu pierwotnego. Choć A.V. Norstrom i in. wskazują, że zrównoważony rozwój to koncepcja traktująca o problemach światowych gospodarek w sposób kompleksowy, to zwracają również uwagę na konieczność wypracowania kompromisów między ambitnymi założeniami zrównoważonego rozwoju a możliwościami ich realizacji przy uwzględnieniu społecznych, środowiskowych oraz politycznych ograniczeń¹¹³. T. Gladwin z kolei twierdzi, iż zrównoważony rozwój charakteryzuje się pięcioma głównymi cechami, wśród których są¹¹⁴:

- 1) kompletność – koncepcja zrównoważonego rozwoju w sposób holistyczny uwzględnia działania gospodarcze, społeczeństwa, systemów środowiskowych, a także motywacje zachowań ludzi zarówno w teraźniejszości, jak i przyszłości;
- 2) pośrednictwo – zrównoważony rozwój wymaga zrozumienia systemowo powiązanych ze sobą wyzwań stojących przed światem;
- 3) równość – dystrybucja zasobów pomiędzy obecnymi i przyszłymi pokoleniami odbywa się w sposób sprawiedliwy;

¹⁰⁸ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 79.

¹⁰⁹ A. Coulson, *KPMG's True Value methodology: A critique of economic reasoning on the value companies create and reduce for society*, Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, vol. 7, no. 4, 2016, s. 517–530.

¹¹⁰ F. Dixon, *Sustainable Finance...*, op. cit., s. 47–64.

¹¹¹ A. Niñerola, M.-V. Sánchez-Rebull, A.-B. Hernández-Lara, *Tourism Research on Sustainability: A Bibliometric Analysis*, Sustainability, vol. 11, no. 5, 2019, s. 1377–1394.

¹¹² K. Raworth, *Doughnut Economics: Seven Ways to Think Like a 21st-Century Economist*, Random House, London 2017, s. 27.

¹¹³ A.V. Norstrom, A. Dannenberg, G. McCarney, M. Milkoreit, F. Diekert, G. Engstrom, R. Fishman, J. Gars, E. Kyriakopoulou, V. Manoussi, K. Meng, M. Metian, M. Sanctuary, M. Schluter, M. Schoon, L. Schultz, M. Sjøstedt, *Three necessary conditions for establishing effective Sustainable Development Goals in the Anthropocene*, Ecology and Society, vol. 19, no. 3, 2014, s. 8–20.

¹¹⁴ T. Gladwin, J. Kennelly, T. Krause, *Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research*, Academy of Management Review, vol. 20, no. 4, 1995, s. 874–907.

- 4) odpowiedzialność – zrównoważony rozwój skupia się na tych obszarach, które pozostawione bez nadzoru mogą doprowadzić do globalnych problemów, natomiast wykorzystanie obszarów deficytowych odbywa się do stopnia nieprzekroczenia potencjału odnowy;
- 5) bezpieczeństwo – koncepcja zrównoważonego rozwoju ma zapewnić bezpieczeństwo oraz wysoką jakość życia teraźniejszym i przyszłym pokoleniom.

Według J.-S. Thomasa oraz J.-P. Birata zrównoważony rozwój powinien prowadzić do odejścia od gospodarki liniowej/linearnej (*linear economy*) na rzecz gospodarki o obiegu zamkniętym (*circular economy*)¹¹⁵, której celem jest minimalizacja powstawania odpadów i niepogarszanie stanu środowiska, przy jednoczesnym nieograniczaniu wzrostu gospodarczego¹¹⁶. W tym ujęciu, gospodarkę o obiegu zamkniętym postrzega się jako „regeneracyjny system, w którym nakłady zasobów oraz ilość odpadów, emisji i energii są minimalizowane dzięki zamykaniu obiegów produktów poprzez ich konserwację, naprawę, odnowę i recykling”¹¹⁷. W odróżnieniu od gospodarki linearnej, w której następuje jednorazowa konsumpcji wyprodukowanego dobra¹¹⁸ (zob. rysunek 8), w gospodarce o obiegu zamkniętym ekonomiczna i środowiskowa wartość materiałów jest teoretycznie zachowywana bez końca za pomocą chociażby procesu recyklingu¹¹⁹ (zob. rysunek 9).

Rysunek 8. Gospodarka o obiegu liniowym



Źródło: opracowanie własne na podstawie P.B. Sørensen, *From the...*, op. cit., s. 71–87.

¹¹⁵ J.-S. Thomas, J.-P. Birat, *Methodologies to measure the sustainability of materials – focus on recycling aspects*, Metallurgical Research and Methodology, vol. 110, no. 1, 2013, s. 3–16.

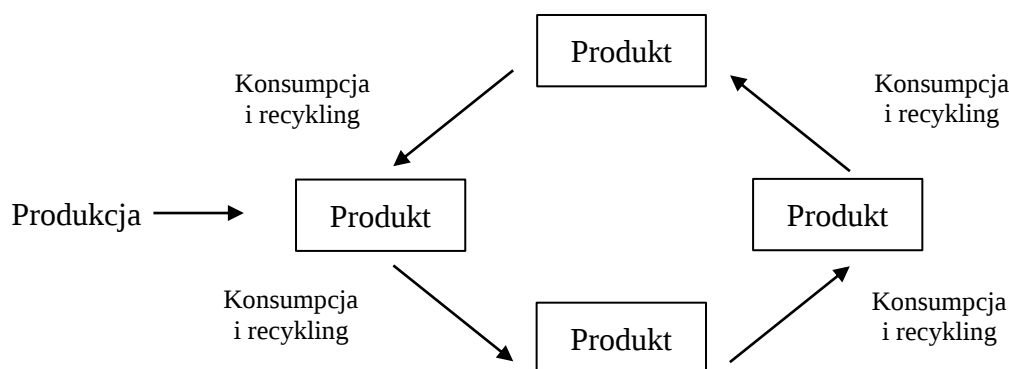
¹¹⁶ J. Kulczycka, E. Pędziwiatr, *Gospodarka o obiegu zamkniętym – definicje i ich interpretacje*, N. Iwaszczuk, E. Pietrzyk-Sokulska [w:], *Gospodarka o obiegu zamkniętym w polityce i badaniach naukowych*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauki, Kraków 2019, s. 9–21.

¹¹⁷ M. Geissdoerfer, P. Savaget, N.M.P. Bocken, E.J. Hultink, *The circular economy: A new sustainability paradigm?* Journal of Cleaner Production, vol. 143, 2017, s. 757–768.

¹¹⁸ P.B. Sørensen, *From the Linear Economy to the Circular Economy: A Basic Model*, Finanz-Archiv: Zeitschrift für das Gesamte Finanzwesen, vol. 74, no. 1, 2018, s. 71–87.

¹¹⁹ M.C. den Hollander, C.A. Bakker, E.J. Hultink, *Product Design in a Circular Economy: Development of a Typology of Key Concepts and Terms*, Journal of Industrial Ecology, vol. 21, no. 3, 2017, s. 517–525.

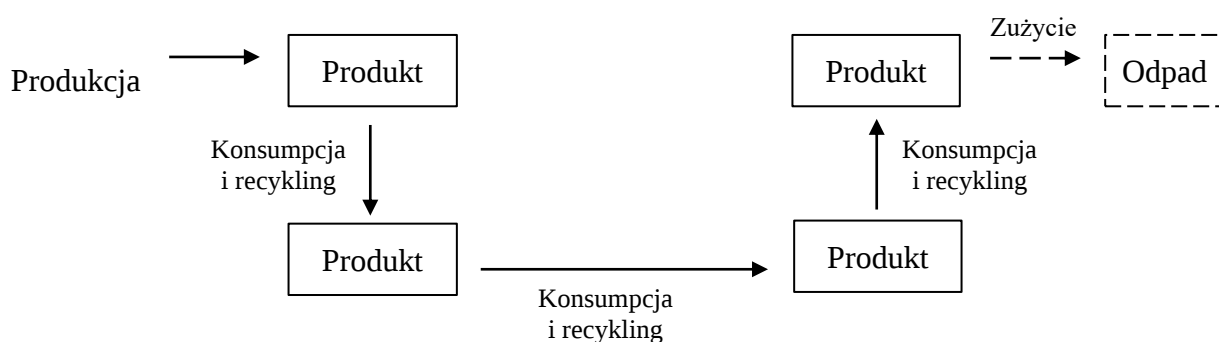
Rysunek 9. Gospodarka o obiegu zamkniętym



Źródło: opracowanie własne na podstawie W.R. Stahel, *The circular Economy*, Nature, vol. 531, 2018, s. 435–438.

Krytycy tych dwóch podejść podkreślają, iż gospodarka linearna jest rozwiązaniem niewystarczającym dla zrównoważonego rozwoju, natomiast gospodarka o obiegu zamkniętym jest koncepcją niemożliwą obecnie do wdrożenia¹²⁰. Konsensusem w tej sytuacji jest podejście pośrednie, eliminujące przypadłości oraz zawierające zalety dotychczasowych modeli, tj. gospodarka o obiegu półotwartym/półzamkniętym (zob. rysunek 10).

Rysunek 10. Gospodarka o obiegu półzamkniętym



Źródło: opracowanie własne na podstawie F. Sariatli, *Linear Economy Versus Circular Economy: A Comparative and Analyzer Study for Optimization of Economy for Sustainability*, Visegrad Journal on Bioeconomy and Sustainable Development, vol. 6, no. 1, 2017, s. 31–34.

¹²⁰ H. Corvellec, A.F. Stowell, N. Johansson, *Critiques of the circular economy*, Journal of Industrial Ecology, vol. 26, no. 2, 2022, s. 1–12.

Model gospodarki liniowej z uwagi na prostotę swych założeń (kup-użyj-wyrzuć) jest aktualnie najczęściej wykorzystywanym w większości krajów na świecie¹²¹. Duża produkcja odpadów w tym modelu prowadzi jednakże do potrzeby zastosowania zmian w obrębie funkcjonowania gospodarek. Odpowiedź na powyższe miał stanowić model gospodarki o obiegu zamkniętym, w którym pojęcie odpadów nie funkcjonuje. Choć cel tego modelu należy uznać za adekwatny do potrzeb, to – jak wskazano to wcześniej – jego pełna realizacja jest niemożliwa. Wynika to z faktu, iż większość wykorzystywanych w procesie produkcji materiałów podlega recyklingowi maksymalnie kilka razy (np. papier, butelki PET)¹²², a niektóre wyłącznie raz lub tylko w pewnym stopniu (np. magnez, lit, tytan, rtęć)¹²³. Ograniczenia modelu o obiegu zamkniętym, wynikające z potencjału recyklingu poszczególnych materiałów, w sposób realny są ujęte w modelu gospodarki o obiegu półotwartym. Poczynione jest w nim założenie, iż nie istnieją materiały o nieskończonej żywotności, co, po kolejnym etapie odnowy produktu, prowadzi do powstania odpadu.

Bez względu na model gospodarki (tj. gospodarka liniowa, o obiegu zamkniętym lub obiegu półotwartym), dla zrównoważonego rozwoju kluczowa jest zdolność adaptacji gospodarki do zmian zachodzących w otoczeniu, a także jej potencjał do wychodzenia z okresów stagnacji lub recesji¹²⁴. W koncepcji zrównoważonego rozwoju odporność systemów gospodarczych na kryzysy gospodarcze ma zapewniać chociażby perspektywa osiągania korzyści ekonomicznych w długim okresie między innymi poprzez stosowanie wytycznych zrównoważonych finansów. Optymalna (względem ograniczeń otoczenia) korzyść ekonomiczna pod postacią satysfakcjonującej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału¹²⁵ jest fundamentalnym warunkiem dla realizacji zrównoważonych przedsięwzięć. Podyktowane jest to faktem, iż w przypadku braku potencjału zyskowności zachodzi konieczność

¹²¹ L.A. Ilyina, Y.A. Panteleeva, V.S. Tikhonov, O.A. Babordina, *Criticism of the Linear Model of Economic Development and its Opposition to the Model of the Circular Economy*, [in:] E.G. Popkova and A.V. Bogoviz (eds.), *Circular Economy in Developed and Developing Countries: Perspective, Methods and Examples*, Emerald Publishing Limited, Bingley 2021, s. 3–10.

¹²² P.O. Awoyera, A. Adesina, *Plastic wastes to construction products: Status, limitations and future perspective*, *Case Studies in Construction Materials*, vol. 12, no. 6, 2020, s. 1–11; N. Singh, D. Hui, R. Singh, I.P.S. Ahuja, L. Feo, F. Fraternali, *Recycling of plastic solid waste: A state of art review and future applications*, *Composites Part B: Engineering*, vol. 115, 2017, s. 409–422.

¹²³ B.K. Reck, T.E. Graedel, *Challenges in Metal Recycling*, *Science*, vol. 337, no. 6095, 2012, s. 690–695; A. Tessin, N.D. Sheldon, I. Hendy, A. Chappaz, *Iron limitation in the Western Interior Seaway during the Late Cretaceous OAE 3 and its role in phosphorus recycling and enhanced organic matter preservation*, *Earth and Planetary Science Letters*, vol. 449, 2016, s. 135–144.

¹²⁴ C.S. Holling, *Understanding the Complexity of Economic, Ecological, and Social System*, *Ecosystems*, vol. 4, no. 5, 2001, s. 390–405.

¹²⁵ Przez pojęcie „zaangażowany kapitał” rozumie się wartość środków pieniężnych przeznaczonych na realizację określonego działania lub określonej inwestycji, dlatego za synonim tego pojęcia przyjmuje się „zainwestowany kapitał”.

przedwczesnego zakończenia projektów z powodu braku możliwości realizacji założeń inwestycji oraz wycofanie środków pieniężnych przez kapitałodawców. W zrównoważonych finansach rola finansów ulega zmianie z nadrzędnej na funkcję służebną¹²⁶. Zrównoważone finanse nie stanowią narzędzia osiągania jedynie korzyści ekonomicznych, albowiem ich nadrzędnym celem jest umożliwienie realizacji założeń zrównoważonego rozwoju. Tym samym, jeśli spojrzeć na zrównoważony rozwój jako cel sam w sobie, to zrównoważone finanse stanowią jedno z głównych narzędzi jego realizacji. Zważywszy na fakt, iż tylko w ramach zrównoważonych finansów pojawia się dążenie do zapewnienia kapitału na rzecz przedsięwzięć maksymalizujących przede wszystkim korzyści ESG, to ich cel jest zbieżny z założeniami zrównoważonego rozwoju, co czyni je narzędziem (finansowania działań) w ramach zrównoważonego rozwoju.

Oprócz zmiany systemowej, zrównoważony rozwój wymaga również zmiany sposobu myślenia¹²⁷. Konsumenci powinni zmodyfikować swoje nawyki oraz podejmować inne niż do tej pory decyzje zakupowe. Efekt realizacji założeń zrównoważonego rozwoju jest zatem uzależniony od stopnia kooperacji wszystkich podmiotów gospodarczych. Zrównoważony rozwój przypomina poniekąd wyścigi Formuły 1, w której żaden zespół nie będzie w stanie konkurować z pozostałymi tak długo, póki (a) wszystkie podzespoły bolidu (systemu gospodarczego) nie będą dopracowane, (b) kierowcy (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) nie będą zachowywać się zespołowo, (c) wszystkie możliwe strategie (plany rozwoju zrównoważonych finansów) nie zostaną rozpatrzone oraz (d) inżynierowie, mechanicy, dyrektorzy zespołu i sponsorzy (ustawodawcy, audytorzy, kapitałodawcy oraz pozostali uczestnicy rynku) nie zrozumieją swojej roli i nie będą jej sumiennie wykonywać.

1.5. Podsumowanie

Na forum międzynarodowym, poczynawszy od 1972 roku, wskazuje się, że przy braku wprowadzenia zmian do sposobów funkcjonowania podmiotów gospodarczych, ekosystem Ziemi wkrótce utraci możliwość do odnowy, a ludzkość dotrze do miejsca, w którym naprawa wyrządzonych szkód w obszarze środowiska naturalnego będzie niemożliwa. Zaproponowanym rozwiązaniem powyższego problemu jest koncepcja zrównoważonego rozwoju i stosowanie jego wytycznych przez uczestników otoczenia gospodarczego na świecie.

¹²⁶ D. Schoemaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 29.

¹²⁷ F. Valenzuela, S. Böhm, *Against wasted politics: A critique of the circular economy*, *Ephemera*, vol. 17, no. 1, 2017, s. 23–60.

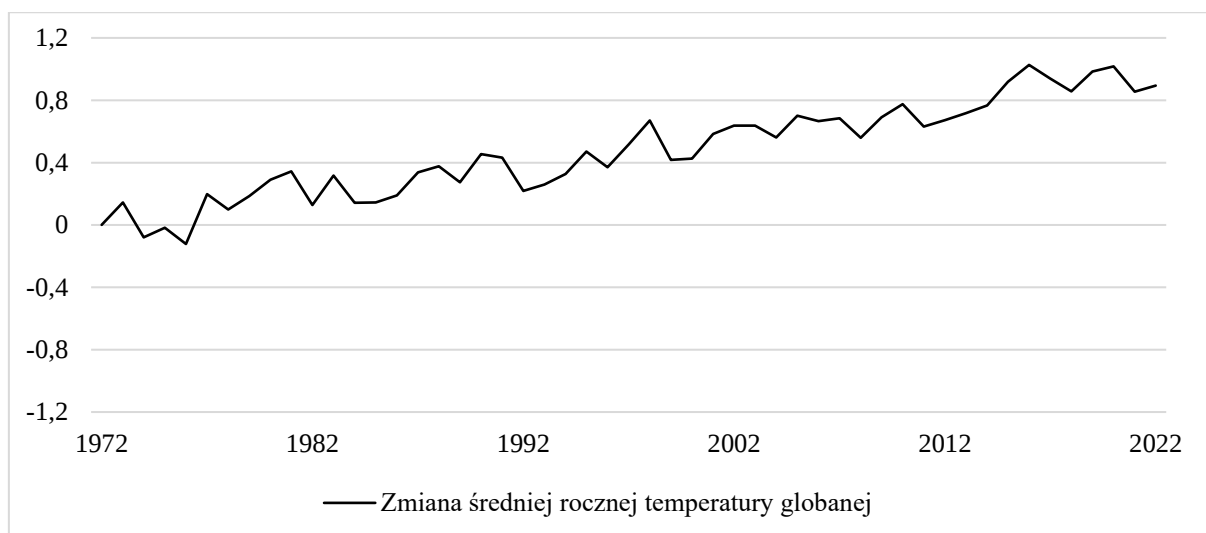
Nadrzędnym celem zrównoważonego rozwoju jest zapewnienie warunków do rozwoju obecnym pokoleniom w taki sposób, aby nie ograniczać zdolności do rozwoju pokoleniom przyszłym. Realizacja tej koncepcji jest utrudniona z uwagi na wiele problemów, a jednym z głównych jest zapewnienie finansowania zrównoważonych przedsięwzięć, gdyż założenia finansów tradycyjnych wobec koncepcji zrównoważonego rozwoju są nieodpowiednie. Rozwiązaniem jest wdrożenie nowej koncepcji – zrównoważonych finansów. Pomimo rozbieżności definicyjnych tego pojęcia w literaturze, zrównoważone finanse można interpretować jako proces reagowania na potrzeby uczestników otoczenia gospodarczego w zakresie zrównoważonego rozwoju, który prowadzi do tworzenia przez przedsiębiorstwa wartości wspólnej w długim okresie. Z uwagi na fakt, iż zrównoważone finanse charakteryzuje m.in. priorytetyzacja osiągania korzyści ESG ponad korzyści ekonomiczne, uznawane są one za rozwiązanie części problemów, jakie wynikają z wdrażania zasad zrównoważonego rozwoju do praktyki gospodarczej na całym świecie. Ponadto, na rzecz zrównoważonych finansów podejmowane są liczne inicjatywy w skali międzynarodowej, które mają umożliwić osiągnięcie zrównoważonej gospodarki w wymiarze globalnym. Pojedynczo, inicjatywy te odnoszą się do poszczególnych grup podmiotów gospodarczych (np. inwestorów, banków, ubezpieczycieli oraz przedsiębiorstw), jednakże w sposób holistyczny uwzględniają potrzeby wszystkich uczestników otoczenia gospodarczego.

Choć działania na rzecz zrównoważonego rozwoju realizowane są od około pięćdziesięciu lat, a na rzecz zrównoważonych finansów od ponad trzydziestu lat, problemy w obszarach ESG, poruszane od 1972 roku, są obecne również dziś, przy czym niektóre uległy wręcz nasileniu. Podczas Konferencji Sztokholmskiej ONZ w 1972 roku zarówno ze strony przedstawicieli krajów rozwijających się, jak i krajów rozwiniętych, wybrzmiało stwierdzenie, że „(...) bezwzględny pościg za wzrostem produktu narodowego brutto bez wcześniejszego zabezpieczenia interesów ludzi żyjących w tych krajach jest obrazą dla godności człowieka (...)”. Podobne opinie do przytoczonego stwierdzenia często wybrzmiewały również podczas kolejnych konferencji ONZ na temat środowiska naturalnego, praw człowieka lub zrównoważonego rozwoju, a reprezentanci państw uczestniczących zawsze wyrażali poparcie dla dobrowolnych zobowiązań oraz chęci ich wypełnienia bez względu na potencjalne koszty¹²⁸. Możliwe jednak, iż dla większości uczestników tych konferencji powyższe miało znaczenie jedynie podczas zgromadzeń ONZ, gdyż w rzeczywistości prezentowali oni postawę odmienną do deklarowanej i, mimo osiągnięcia znaczącego wzrostu gospodarczego w tym

¹²⁸ United Nations, *Report of the Conference A/CONF.48/14/Rev.1...*, op. cit., (dostęp 29.08.2022 r.); United Nations, *Resolution A/RES/70/1...*, op. cit., (dostęp 28.08.2022 r.)

okresie, przyczynili się również do wzrostu emitowanych zanieczyszczeń (zob. załącznik 1), a w efekcie do pogłębienia się głównego problemu w zakresie środowiska naturalnego, jakim jest globalne ocieplenie¹²⁹ (zob. wykres 2).

Wykres 2. Zmiana średniej rocznej temperatury globalnej w latach 1972–2022 w odniesieniu do temperatury z 1972 roku (°C)



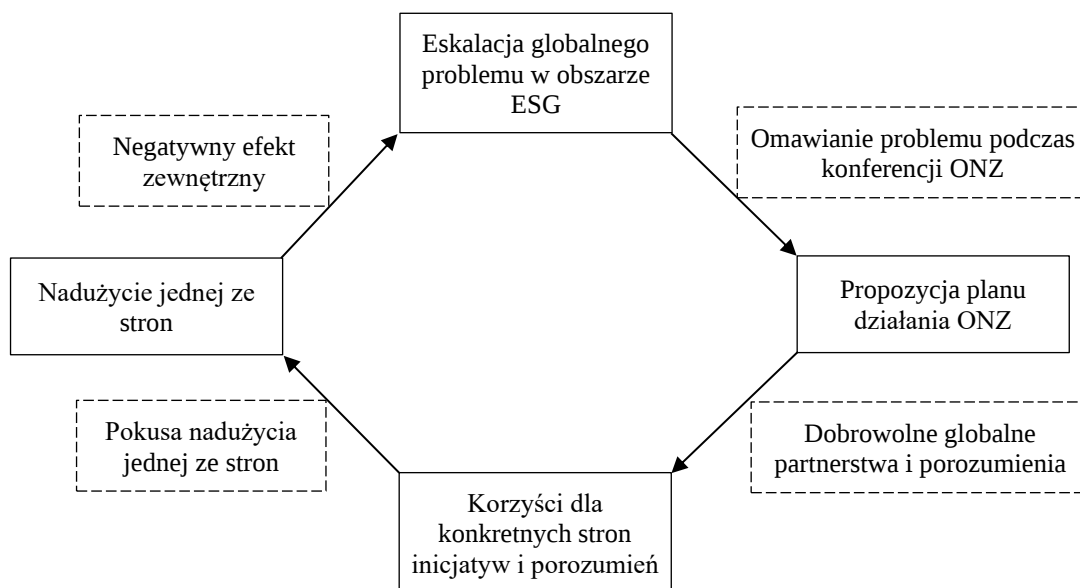
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Met Office Hadley Centre, *HadCRUT5*, <https://www.metoffice.gov.uk/hadobs/hadcrut5/data/current/download.html>, (dostęp 26.09.2022 r.); National Aeronautics and Space Administration, *Global Mean Estimates based on Land and Ocean Data*, https://data.giss.nasa.gov/gistemp/graphs/graph_data/Global_Mean_Estimates_based_on_Land_and_Ocean_Data/graph.txt, (dostęp 26.09.2022 r.).

W ciągu ostatniego półwiecza średnia roczna temperatura globalna wzrosła o 0,89 °C w 2022 roku względem 1972 roku. Jedynym okresem, w którym odnotowano spadek w porównaniu do roku bazowego, były lata 1974–1976. Pomimo kilku spowolnień globalnego ocieplenia (np. w latach 1982, 1999, 2011 oraz 2021), zmiana średniej temperatury globalnej wykazywała trend wzrostowy. Jak wskazano w podrozdziale 1.3., globalne ocieplenie oraz jego determinanty stanowią niezwykle istotny problem, gdyż warunkują występowanie innych trudności w obszarach ESG¹³⁰. Dodatkowo, od czasu Konferencji Sztokholmskiej można dostrzec regularnie pojawiające się „błędne koło” działań ONZ na rzecz rozwiązania globalnych problemów w obszarach ESG (zob. rysunek 11).

¹²⁹ European Commission, *The European Green Deal COM(2019) 640 final*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1576150542719&uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>, (dostęp 02.02.2023 r.).

¹³⁰ H.K. Mohajan, *Greenhouse Gas Emissions Increase Global Warming*, *International Journal of Economic and Political Integration*, vol. 1, no. 2, 2016, s. 21–34.

Rysunek 11. „Błędne koło” działań ONZ wobec globalnych problemów w obszarach ESG



Źródło: opracowanie własne.

W pierwszej kolejności ONZ zwraca uwagę na konieczność podjęcia konkretnych działań w celu rozwiązania narastającego problemu globalnego. Najczęstszymi proponowanymi metodami są: pogłębianie partnerstwa globalnego, ścisła współpraca między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się oraz zawieranie porozumień międzynarodowych. Działania tego rodzaju z jednej strony prowadzą do przyspieszenia wzrostu gospodarczego krajów rozwijających się, lecz z drugiej tworzą liczne możliwości do nadużyć dla krajów rozwiniętych (np. nielegalny import odpadów, tania siła robocza lub wykorzystanie pracy dzieci), podobnie jak w przypadku teorii agencji i relacji między agentem oraz pryncypałem przy istnieniu pokusy nadużycia (*moral hazard*)¹³¹. Następnie kraje rozwinięte dopuszczają się nadużyć, w wyniku czego przedstawiciele państw rozwijających się na kolejnych konferencjach ONZ podnoszą głos w sprawie wykorzystywania ich sytuacji gospodarczej przez kraje rozwinięte, a także wybrane przedsiębiorstwa¹³², które tak samo jak kraje rozwinięte, wykorzystują pojawiające się możliwości dla realizacji określonych własnych korzyści ekonomicznych (np. minimalizacja kosztów produkcji lub optymalizacja łańcucha dostaw).

¹³¹ Pokusa nadużycia odnosi się do teorii agencji, wedle której agent (kierownik przedsiębiorstwa) oraz pryncypał (właściciel przedsiębiorstwa) mają rozbieżne interesy, tj. krótkoterminowe korzyści oraz prosperowanie przedsiębiorstwa w przyszłości. Szerzej: M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4, 1976, s. 305–360; E. Fama, *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, no. 2, 1980, s. 288–307.

¹³² Konkretnych krajów oraz przedsiębiorstw w raportach z konferencji i zgromadzeń nigdy nie wskazano bezpośrednio.

Mimo licznych korzyści płynących z partnerstw globalnych, które kraje rozwijające się osiągają pod postacią np. wyższych wpływów do budżetu państwa z tytułu opodatkowania przedsiębiorstw zagranicznych, nowych miejsc pracy oraz łatwiejszego dostępu do edukacji i leków, kraje te doświadczają szeregu negatywnych efektów zewnętrznych (m.in. degradacji środowiska naturalnego, wzrostu zanieczyszczenia powietrza i wzrostu korupcji na stanowiskach administracji państwowej)¹³³. Finalnie propozycja rozwiązania jednej kwestii przyczynia się często do powstawania i eskalacji innych, co domyka „błędne koło” działań ONZ wobec globalnych problemów w obszarach ESG.

Powyższe nie oznacza jednak, iż wszelkie wysiłki ONZ lub innych organizacji międzynarodowych na rzecz zrównoważonych finansów są zbędne lub błędne, wręcz przeciwnie. Problem stanowi podejście wielu podmiotów gospodarczych do proponowanych rozwiązań. W ramach zrównoważonych finansów podejmowane są próby realizacji założeń zrównoważonego rozwoju, które skutkować mają osiągnięciem gospodarki globalnej zapewniającej możliwości rozwoju ludzkości przy jednoczesnym nieszkodzeniu otoczeniu. Oczywisty jest również scenariusz, w którym wdrożenie części z inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów nie zakończy się sukcesem lub zostanie on osiągnięty tylko w pewnym stopniu. Niemniej, kluczowe dla powodzenia tej inicjatywy w przyszłości są m.in. zmiana dotychczasowego paradygmatu funkcjonowania przedsiębiorstwa, wdrożenie regulacji prawnych stanowiących odpowiednią motywację do tworzenia wartości wspólnej, a także kontrola stopnia realizacji złożonych przez wybrane podmioty gospodarcze zobowiązań oraz ich egzekwowanie.

¹³³ United Nations, *Resolution A/RES/69/313*, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_69_313.pdf, (dostęp 28.08.2022 r.).

ROZDZIAŁ II

Zrównoważone finanse przedsiębiorstw

2.1. Zrównoważone finanse a dotychczasowe teorie finansów

W ciągu ostatnich dekad jednym z głównych celów funkcjonowania przedsiębiorstwa był ten wskazany przez M. Friedmana w ramach *Shareholders Value Approach*, czyli koncepcji wywodzącej się z finansów tradycyjnych¹³⁴. Zgodnie z nią, głównym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości¹³⁵, a dokładniej – wartości dla akcjonariuszy, czyli jego właścicieli¹³⁶. Zmiany zachodzące w zewnętrznym otoczeniu przedsiębiorstwa wymuszają jednak ich adaptację do nowych warunków funkcjonowania¹³⁷, a także powodują redefinicję dotąd obowiązujących paradygmatów¹³⁸.

Włączenie zrównoważenia do finansów jest o tyle zasadne, o ile finanse służą realizacji potrzeb zarówno teraźniejszych, jak i przyszłych pokoleń, a procesy finansowe wspomagają rzeczywiste procesy gospodarcze, a nie są celem samym w sobie. Według A. Soppe, zgodnie z założeniami finansów tradycyjnych – w czasach recesji oraz kryzysów gospodarczych – główny nacisk kładzie się na osiągnięcie krótkoterminowych zysków, jednakże w dłuższej perspektywie *short-termism* okazuje się zawodny. Głównym problemem jest zatem brak adekwatności zachowań poszczególnych podmiotów gospodarczych do potrzeb pozostałych uczestników otoczenia gospodarczego w długim okresie. O ile zachowania uczestników rynku kapitałowego mogą być postrzegane jako oparte o racjonalne przesłanki zachowań podmiotów

¹³⁴ A. Rappaport, *Creating shareholder value: The new standard for business performance*, Wiley, New York 1986, s. 24; H.C. Kang, R.M. Anderson, K.S. Eom, S.K. Kang, *Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance*, Journal of Corporate Finance, vol. 43, no. 4, 2017, s. 340–353; D. Radoiu, C.M. Batusaru, *Sustainable Value of Companies*, Management of Sustainable Development Journal, vol. 14, no. 1, 2022, s. 10–15.

¹³⁵ F.D. Arditti, *Risk and the Required Return on Equity*, The Journal of Finance, vol. 22, no. 1, 1967, s. 19–36; Damodaran A., *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, Wiley, New York 2011, s. 18.

¹³⁶ T. Copeland, T. Koller, J. Murring, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York 1990, s. 86–89.

¹³⁷ J. Agyeman, R.D. Bullard, B. Evans, *Just Sustainabilities: Development in an Unequal World*, MIT Press, Cambridge 2003, s. 25; P. North, *The Business of the Anthropocene? Substantivist and Diverse Economies Perspectives on SME Engagement in Local low Carbon Transitions*, Progress in Human Geography, vol. 40, no. 4, 2016, s. 437–454.

¹³⁸ I. Bailey, F. Caprotti, *The Green Economy: Functional Domains and Theoretical Directions of Enquiry*, Environment and Planning A: Economy and Space, vol. 46, no. 8, 2014, s. 1797–1813; O. Bina, *The Green Economy and Sustainable Development: an Uneasy Balance?*, Environment and Planning C: Government and Policy, vol. 31, no. 6, 2013, s. 1023–1047; D. Gibbs, K. O'Neill, *Future Green Economies and Regional Development: A Research Agenda*, Regional Studies, vol. 51, no. 1, 2017, s. 161–173; R. Krueger, C. Schulz, D. Gibbs, *Institutionalizing alternative economic spaces? An interpretivist perspective on diverse economies*, Progress in Human Geography, vol. 42, no. 4, 2017, s. 569–598.

gospodarczych, o tyle sposób zarządzania finansami nigdy nie będzie wolny od subiektywizmu i braku pełnej racjonalności¹³⁹.

2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji

W finansach tradycyjnych podstawą są informacje księgowe¹⁴⁰, z kolei analiza wskaźnikowa stanowi główne narzędzie oceny efektywności przedsiębiorstw oraz atrakcyjności papierów wartościowych¹⁴¹. Finanse tradycyjne opierają się na założeniach ekonomii neoklasycznej¹⁴² oraz były rozwijane m.in. przez:

- hipotezę błędzenia losowego (*Random Walk Hypothesis*) wstępnie opracowaną przez L. Bacheliergo, według której przyszłe ceny akcji spółek na giełdach papierów wartościowych są niemożliwe do przewidzenia¹⁴³;
- model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM, *Capital Assets Pricing Model*) H. Markowitza, stanowiącego narzędzie kalkulacji kosztu kapitału własnego oraz oceny stopnia efektywności rynku giełdowego¹⁴⁴;

¹³⁹ Przez sformułowanie „brak pełnej racjonalności” rozumie się m.in. decyzje inwestorów bazujące głównie na heurystykach (emocjach oraz intuicji), a nie racjonalnych przesłankach. Przykładem heurystyki jest chociażby efekt kosztów utopionych, według którego inwestor nie dokonuje sprzedaży posiadanych akcji spółki w momencie ich drastycznego spadku wartości, gdyż poniósł na ich rzecz określone koszty (czas i pieniądze). Jednocześnie odrzuca się rozumienie powyższego sformułowania, jako kompletny brak racjonalności (kierowania się rozumem i logiką) i podejmowanie decyzji np. tylko pod wpływem emocji. A. Soppe, *Sustainable Corporate...*, op. cit., s. 213–224; D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, vol. 47, no. 2, 1979, s. 263–292.

¹⁴⁰ A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern...*, op. cit., s. 87.

¹⁴¹ B. Graham, D.L. Dodd, *Securities Analysis*, McGraw-Hill, New York 1934, s. 14.

¹⁴² U podstaw teorii ekonomii neoklasycznej leżą indywidualistyczne i hedonistyczne założenia podmiotów gospodarczych o racjonalności podejmowanych decyzji opartych na własnym interesie. W świetle tej teorii przedsiębiorstwo powinno zatem dążyć przede wszystkim do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności/własnych korzyści, tj. maksymalizować zyski lub inaczej kreować wartość dla właścicieli – jest to bowiem warunek konieczny, który przedsiębiorstwo musi spełnić, aby mogło przetrwać w konkurencyjnym otoczeniu gospodarczym. R. Goodland, G. Ledec, *Neoclassical economics and principles of sustainable development*, *Ecological Modelling*, vol. 38, no. 1–2, 1987, s. 19–46; A. Midttun, *Perspectives on Commercial Positioning in the Deregulated European Electricity Markets*, [in:] A. Midttun (eds.), *Elsevier Global Energy Policy and Economics Series: European Energy Industry Business Strategies*, Elsevier Science Ltd., Oxford 2001,

s. 1–22; S.M. Amadae, *Neoclassical Economics*, [in:] M.T. Gibbons, D. Coole, E. Ellis, K. Ferguson (eds.), *The Encyclopedia of Political Thought*, Wiley-Blackwell, Hoboken 2014, s. 2545–2549.

¹⁴³ D.C.A. Meine, D.D. Vvedensky, *Emergence of speculation in a hierarchical agent-based model*, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 619, 2023, s. 1–16.

¹⁴⁴ H. Markowitz, *Portfolio Selection*, *Journal of Finance*, vol. 7, 1952, s. 77–91; W. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, vol. 19, no. 9, 1964, s. 425–442; J. Lintner, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, no. 2, 1965, s. 13–37.

- twierdzenia F. Modiglianiego i M.H. Millera o istnieniu kombinacji kapitału własnego i obcego przedsiębiorstwa, przy którym jego wartość (w gospodarce, w której zysk spółki podlega opodatkowaniu) jest maksymalizowana¹⁴⁵;
- teorię rynku efektywnego (EMH, *Efficient Market Hypothesis*) E. Fama zakładającej uwzględnienie wszystkich informacji w cenach rynkowych oraz nieomylność rynków finansowych w procesie wyceny instrumentów finansowych¹⁴⁶;
- koncepcję wartości dla akcjonariuszy (SVA, *Shareholders Value Approach*), wedle której jedynym obowiązkiem społecznym przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla jego właścicieli¹⁴⁷;
- model wyceny opcji (OPM, *Option Pricing Model*) F. Blacka i M. Scholesa stanowiący matematyczne ujęcie rynku w celu wyceny kontraktów opcyjnych¹⁴⁸;
- teorię agencji (*Agency Theory*) M.C. Jensena oraz W.H. Mecklinga o istnieniu konfliktu interesu między agentem (menedżerem) a pryncypałem (właścicielem)¹⁴⁹;
- teorię arbitrażu cenowego (APT, *Arbitrage Pricing Theory*) S.A. Rossa, objaśniającej wymaganą stopę zwrotu jako funkcję więcej niż jednej zmiennej oraz tłumaczącej zjawisko osiągnięcia równowagi cen akcji na rynkach kapitałowych¹⁵⁰.

W perspektywie finansów tradycyjnych przedsiębiorstwo jest postrzegane jako technokratyczna jednostka kreująca wartość dla jej właścicieli oraz działająca w racjonalny i egoistyczny sposób, natomiast wartość podmiotu i jego struktura kapitałowa są jednoznacznie zależne od mechanizmu rynkowego i specyfiki funkcjonowania rynków kapitałowych¹⁵¹. Celem nadrzędnym w finansach tradycyjnych jest optymalizacja oczekiwanej stopy zwrotu względem ryzyka (tj. maksymalizacja stopy zwrotu przy danym ryzyku lub minimalizacja ryzyka przy wymaganej stopie zwrotu)¹⁵². Zważywszy, iż operacje finansowe dotyczą

¹⁴⁵ F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, vol. 48, no. 3, 1958, s. 261–297; F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, American Economic Review, vol. 53, 1963, s. 433–443.

¹⁴⁶ E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol. 25, no. 2, 1970, s. 383–417.

¹⁴⁷ M. Friedman, *Capitalism &...*, op. cit., s. 23–25; Friedman M., *The Social...*, op. cit., s. 1–11..

¹⁴⁸ F. Black, M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, Journal of Political Economy, vol. 81, no. 3, 1973, s. 637–654.

¹⁴⁹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature of Man*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 3, no. 2, 1994, s. 4–19.

¹⁵⁰ S.A. Ross, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, Journal of Economic Theory, vol. 13, no. 3, 1976, s. 341–360.

¹⁵¹ M.G. Danielson, J.L. Heck, D. Shaffer, *Shareholder Theory – How Opponents and Proponents Both Get it Wrong*, Journal of Applied Finance, vol. 18, no. 2, 2008, s. 1–5.

¹⁵² H. Markowitz, *Risk adjustment*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, vol. 5, no. 2, 1990, s. 213–225.

wyłącznie konsekwencji ponoszonych przez podmioty gospodarcze będące stronami umowy, wpływ tych działań na pozostałych interesariuszy (pracowników, środowisko itp.) lub na dobrobyt całego społeczeństwa, uważa się za przedmiot analizy pozostałych dyscyplin nauki¹⁵³. W perspektywie tradycyjnej podkreśla się również, iż w finansach nie ma tzw. „darmowego lunchu”, oznaczającego brak przestrzeni dla zachowań bezinteresownych z uwagi na występowanie kosztów podejmowanych decyzji (np. czas poświęcony na podjęcie określonych działań)¹⁵⁴. W tradycyjnym ujęciu finansów zakłada się także, że zachowania podmiotów gospodarczych są zgodne z teorią racjonalnych oczekiwań (*Rational Expectations*)¹⁵⁵ J. Mutha i perspektywą *Homo Oeconomicus*¹⁵⁶, natomiast przedmiotem badań tego obszaru są tylko te zjawiska, które mogą zostać wycenione przez rynek¹⁵⁷.

W finansach tradycyjnych najważniejszą grupą interesariuszy są właściciele przedsiębiorstwa, gdyż, w przeciwieństwie do pozostałych uczestników otoczenia gospodarczego, z jednej strony ponoszą ryzyko rezydualne¹⁵⁸ (*residual risk*), z drugiej zaś posiadają prawo do rezydualnych zysków¹⁵⁹ (*residual income*). W opozycji do tego stanowiska stoi J.R. Boatright twierdząc, że akcjonariusze poprzez dywersyfikację portfela akcji mogą wyeliminować ryzyko idiosynkratyczne, czyli ryzyko spadku cen akcji tylko dla konkretnego przedsiębiorstwa. Tym samym, na ryzyko rezydualne bardziej narażeni są menedżerowie aniżeli rynek finansowy, gdyż rynek pracy jest znacznie mniej płynny i elastyczny¹⁶⁰. Co więcej, według finansów tradycyjnych akcjonariusze są optymalnie przystosowani do

¹⁵³ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature...*, op. cit., s. 4–19.

¹⁵⁴ M. Friedman, *There's No Such Thing As a Free Lunch*, Open Court, Chicago 1975, s. 13–17.

¹⁵⁵ Według teorii racjonalnych oczekiwań, uczestnicy rynku podejmują decyzje bazujące w oparciu o wszelkie dostępne informacje dotyczące bieżących uwarunkowań gospodarczych, z kolei w swoim działaniu uwzględniają potencjalne skutki tych decyzji. J. Muth, *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, *Econometrica*, vol. 29, no. 3, 1961, s. 315–335.

¹⁵⁶ *Homo Oeconomicus* to modelowe ujęcie zachowań ludzkich, w których człowiek podejmuje racjonalne wybory. J.S. Mill, *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, J.W. Parker, London 1844, s. 66–86; K. Dopfer, *The economic agent as rule maker and rule user: Homo Sapiens Oeconomicus*, *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 14, no. 2, 2004, s. 177–195.

¹⁵⁷ H.M. Markowitz, *Normative Portfolio Analysis: Past, Present, and Future*, *Journal of Economics and Business*, vol. 42, no. 2, 1990, s. 99–103.

¹⁵⁸ Ryzyko rezydualne to ewentualność zajścia zjawiska innego od oczekiwanego, mimo zastosowania możliwych i dostępnych środków przeciwdziałania ryzyku. B.I. Jacobs, K.N. Levy, *Residual Risk: How Much is Too Much? Artificial limits on a portfolio's residual risk can lead to a suboptimal behavior on the part of investors and managers*, *Journal of Portfolio Management*, vol. 22, no. 3, 1996, s. 10–16.

¹⁵⁹ Zysk rezydualny to nadwyżka zrealizowanej stopy zwrotu ponad minimalną zakładaną stopę zwrotu inwestora (tj. nad kosztem zainwestowanego kapitału). A. Marshall, *Principles of...*, op. cit. s. 142–145; A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, *Polska Akademia Rachunkowości*, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 220–230; M.T. Bosch-Badia, J. Montllor-Serrats, M.A. Tarrazon, *Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer*, *Theoretical Economics Letters*, vol. 3, 2013, s. 11–15.

¹⁶⁰ J.R. Boatright, *Ethics in Finance*, Blackwell, London 1999, s. 177–183.

maksymalizacji bogactwa społeczeństwa poprzez maksymalizację własnego dobrobytu¹⁶¹. M. Friedman tłumaczy powyższe przez fakt, iż interes pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa jest pochodną wartości akcjonariuszy, gdyż tylko poprzez własny wzrost i rozwój, przedsiębiorstwo jest w stanie dostarczać lepsze produkty i usługi¹⁶².

Tradycyjne podejście do finansów uznaje się za racjonalne i intuicyjnie atrakcyjne, jednakże wymaganie od uczestników rynku działań zgodnych z jednolitymi oczekiwaniami racjonalności, skutkuje powstawaniem szeregu alternatywnych ludzkich zachowań w procesach gospodarczych. Problem jednowymiarowości finansów tradycyjnych polega na tym, że uznają one finanse za naukę czysto pozytywną, w której racjonalne zachowania automatycznie maksymalizują ich efektywność. Decyzje gospodarcze w swej istocie stanowią jednak wypadkową zachowań uczestników rynku, w których naturze leży podejmowanie decyzji często błędnych i nieracjonalnych, tj. częściowo opartych na emocjach. Ograniczenia finansów tradycyjnych wynikają zarówno z ich definicji, jak i założeń, dlatego tak długo, jak cel przedsiębiorstwa będzie się sprowadzał do mechanicznego generowania wartości, tradycyjne ujęcie finansów będzie zbyt wąskie, aby mogło stanowić odpowiedź na najważniejsze problemy zarządzania finansami. Tradycyjne finanse, oparte na racjonalnym i atomistycznym zachowaniu *Homo Oeconomicus*, dowiodły istnienia wielu anomalii na rynkach kapitałowych, przez co można je uznać za jeden z głównych powodów powstania finansów behawioralnych¹⁶³.

2.1.2. Finanse behawioralne – wybrane aspekty

W przeciwieństwie do finansów tradycyjnych, finanse behawioralne (*Behavioural Finance*) badają motywy zachowań poszczególnych grup interesów oraz związki między ich decyzjami a zdarzeniami na rynkach finansowych. Początek finansów behawioralnych datuje się na lata 70. ubiegłego wieku¹⁶⁴, jednakże pierwsze badania w tym zakresie miały miejsce już od połowy XX wieku. Dla nurtu finansów behawioralnych istotne znaczenie miały:

- koncepcja ograniczonej racjonalności (*Bounded Rationality*) H.A. Simona, w której racjonalność decydentów jest ograniczona przez trudność problemu wymagającego

¹⁶¹ D.J. Morrissey, *The Riddle of Shareholder Rights and Corporate Social Responsibility*, Brooklyn Law Review, vol. 80, no. 2, 2015, s. 353–395.

¹⁶² M. Friedman, *The Social...*, op. cit., s. 1–11.

¹⁶³ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory...*, op. cit., s. 263–292.

¹⁶⁴ A. Soppe, *Sustainable Corporate...*, op. cit., s. 213–224.

podjęcia decyzji oraz czas dostępny na podjęcie decyzji, a decydenci dążą do rozwiązania satysfakcjonującego, lecz nieoptymalnego¹⁶⁵;

- koncepcja pokusy nadużycia (*Moral Hazard*) K.J. Arrowa w ramach teorii agencji, czyli skłonności jednej ze stron transakcji do poniesienia większego ryzyka, które negatywnie wpłynie tylko na drugą stronę, a pierwszej umożliwi osiągnięcie własnych korzyści¹⁶⁶;
- zjawisko asymetrii informacji (*Information Asymmetry*) zdefiniowane przez G.A. Akerlofa, według którego jedni uczestnicy rynku posiadają więcej informacji niż inni, co prowadzi do błędnej wyceny instrumentów finansowych przez rynek¹⁶⁷;
- teoria gier (*Game Theory*) J.F. Nasha, dowodząca, iż optymalne zachowanie uczestników gry (np. inwestorów na rynku finansowym) to takie, w której żaden z graczy nie ma motywacji do odejścia od wybranej strategii po uwzględnieniu wyboru innych graczy¹⁶⁸;
- innowacyjne badania D. Kanhemana oraz A. Tversky'ego włączające aspekty psychologii do badań nad zachowaniami i preferencjami uczestników rynków finansowych¹⁶⁹;
- hipoteza rynków adaptacyjnych (*Adaptive Market Hypothesis*) A.W. Lo'a, według której ceny akcji spółek odzwierciedlają tylko część dostępnych informacji, lecz ulegają zmianom, gdy inwestorzy wchodzi w posiadanie dotąd niedostępnych lub nieznanych informacji na temat przedsiębiorstwa oraz jego działalności¹⁷⁰.

Finanse behawioralne charakteryzuje instytucjonalne podejście do rynków finansowych oraz włączenie takich dyscyplin nauki jak socjologia i psychologia do badań nad zjawiskami związanymi z finansami. Finanse behawioralne, podobnie jak finanse tradycyjne, skupiają się na badaniach optymalizacji stopy zwrotu względem danego ryzyka, jednakże główna różnica tkwi w założeniach dotyczących zachowań ludzkich oraz stosunku do efektywności

¹⁶⁵ H.A. Simon, *A Behavioral Model of Rational Choice*, Quarterly Journal of Economics, vol. 69, 1995, s. 99–118.

¹⁶⁶ K.J. Arrow, *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, The American Economic Review, vol. 58, no. 3–1, 1963, s. 537–539.

¹⁶⁷ G.A. Akerlof, *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, vol. 84, 1970, s. 488–500.

¹⁶⁸ J. von Neumann, O. Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton, 1944, s. 47–50; J.F. Nash, *Equilibrium points in n-person games*, Proceedings of the National Academy of Sciences, vol. 36, no. 1, 1950, s. 48–49.

¹⁶⁹ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory...*, op. cit., s. 263–291.

¹⁷⁰ A.W. Lo, *The Adaptive Market Hypothesis*, The Journal of Portfolio Management, vol. 30, no. 5, 2004, s. 15–48.

informacyjnej rynku¹⁷¹. W finansach behawioralnych hipoteza rynków efektywnych E. Fama jest podważana przez zjawisko asymetrii informacji oraz hipotezę rynków adaptacyjnych. Doskonałe zobrazowanie względnych niedoskonałości hipotezy rynków efektywnych stanowi akademicki dowcip, w którym: „ekonomista oraz jego towarzysz idą ulicą, a gdy towarzysz zauważy leżący na chodniku studencki banknot i chce go sięgnąć, ekonomista mówi: Daj spokój – gdyby wartość tego banknotu naprawdę wynosiła 100 dolarów, to ktoś już by go podniósł”¹⁷². Anegdota ta ma na celu podkreślenie, iż ekonomista (inwestor) zakładając, że zna realną wartość banknotu (cenę akcji/wartość rynkową spółki) uwzględniającą np. inflację (informacje niedostępne dla pozostałych podmiotów gospodarczych), wie, ile faktycznie banknot jest wart (przewartościowanie spółki przez rynek), więc się po niego nie schyla (nie dokonuje transakcji kupna akcji tej spółki).

Obok asymetrii informacji i hipotezy rynków adaptacyjnych, jedną z pierwszych hipotez będących w opozycji wobec teorii rynku efektywnego, była hipoteza nadmiernej reakcji (*Overreaction Hypothesis*) W. De Bondta i R. Thaler¹⁷³, według której inwestorzy przesadnie reagują na bodźce informacyjne, w efekcie czego ceny akcji są zawyżane, a chwilę później korygowane¹⁷⁴. Badania te ugruntowały rolę teorii asymetrii informacji na rynkach finansowych, a ich wyniki dowiodły zjawiska anomalii w finansach, zgodnie z którym rynki nie są tak efektywne informacyjnie, jak do tej pory powszechnie uważano¹⁷⁵. Co więcej, M.C. Jensen i W.H. Meckling wyróżniają cztery wzajemnie powiązane ze sobą obszary w finansach behawioralnych, w skład których wchodzi¹⁷⁶: natura człowieka i jego zachowania, koszty przekazywania informacji między uczestnikami rynku, koszty agencji oraz reguły gry. Tym samym, teoria finansów została rozszerzona – z jednowymiarowego podejścia opartego na wartości – do teorii złożonej i multidyscyplinarnej¹⁷⁷. W finansach behawioralnych analizowane są zachowania uczestników rynku¹⁷⁸. Poprzez wprowadzenie psychologii wyboru

¹⁷¹ G. Luo, *Natural Selection and Market Efficiency in a Futures Market with Random Shocks*, Journal of Futures Markets, vol. 21, 2001, s. 489–516.

¹⁷² Anegdota w oryginale brzmi następująco: „Economist is strolling down the street with a companion. They come upon a \$100 bill lying on the ground, and as the companion reaches down to pick it up, the economist says – Don't bother if it were a genuine \$100 bill, someone would have already picked it up”. A.W. Lo, *The Adaptive...*, op. cit., s. 15–48.

¹⁷³ *Overreacting Hypothesis* w swych założeniach jest zbliżona do hipotezy przestrzelenia kursu walutowego (*Exchange Rate Overshoot Hypothesis*) R. Dornbuscha, jednakże ta zakładała, iż kurs walutowy nadmiernie reaguje na zmiany w polityce pieniężnej, aby skompensować zmiany cen dóbr w gospodarce. R. Dornbusch, *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, vol. 84, no. 6, 1976, s. 1161–1176.

¹⁷⁴ W.F.M. De Bondt, R. Thaler, *Does the Stock Market Overreact?*, The Journal of Finance, vol. 40, no. 3, 1985, s. 793–805.

¹⁷⁵ R.A. Haugen, *The New Finance: the Case against Efficient Markets*, Prentice Hall, London 1995, s. 70.

¹⁷⁶ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature...*, op. cit., s. 4–19.

¹⁷⁷ Tamże, s. 4–19.

¹⁷⁸ R.H. Thaler, *Quasi Rational Economics*, Russel Sage Foundation, New York 1991, s. 137–167.

do analizy zdarzeń związanych z finansami, rozwinięta została quasi-racjonalna ekonomia, przedstawiająca mocne dowody przeciwko tradycyjnym finansom¹⁷⁹ oraz perspektywie *Homo Oeconomicus*, w wyniku czego finanse tradycyjne zostały wzbogacone o behawioralne heurystyki¹⁸⁰.

Behawioralne podejście do finansów niweluje pewne niedoskonałości finansów tradycyjnych poprzez włączenie do badań związków między zachowaniami podmiotów gospodarczych a zdarzeniami na rynkach finansowych. Włączenie do analiz m.in. teorii gier jest uznawane za słuszne, lecz jednocześnie komplikujące modelowanie finansowe z uwagi na liczne alternatywy zachowań uczestników rynku. Choć finanse behawioralne zawierają elementy oportunistu i ograniczonej racjonalności w decyzjach inwestorów, to nie uwzględniają aspektów moralności oraz efektów zewnętrznych.

2.1.3. Zrównoważone finanse – nowy paradygmat w finansach

Zrównoważone finanse – tak jak finanse tradycyjne – uwzględniają perspektywę finansową oraz – tak jak w finansach behawioralnych – biorą pod uwagę zachowania uczestników rynku. W swej istocie, zrównoważone finanse są zbliżone do koncepcji wartości dla interesariuszy (*Stakeholders Value Approach*), która stoi w opozycji do stanowiska M. Friedmana i koncepcji wartości dla akcjonariuszy. W *Stakeholders Value Approach* zwraca się uwagę na wzajemne relacje między przedsiębiorstwem a jego pracownikami, klientami, dostawcami, społecznościami, inwestorami i innymi grupami interesu/interesariuszami, czyli „każdym podmiotem, który może wpływać lub jest pod wpływem działalności przedsiębiorstwa”¹⁸¹. W koncepcji tej uważa się zatem, że przedsiębiorstwo, aby funkcjonować i prosperować, powinno służyć wszystkim swoim interesariuszom, a nie tylko właścicielom. Podobne przeświadczenie obowiązuje w zrównoważonych finansach, które znacząco wykraczają poza granice wyznaczone w finansach tradycyjnych i behawioralnych. Sprawia to, że choć względnie podobne, to finalnie zrównoważone finanse znacząco różnią się od tradycyjnego i behawioralnego ujęcia finansów, a co za tym idzie, postrzegania roli przedsiębiorstwa w procesach gospodarczych (zob. tabela 3).

¹⁷⁹ A. Tversky, D. Kahneman, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, Science, vol. 211, 1981, s. 453–458.

¹⁸⁰ L. Tvede, *The Psychology of Finance*, Norwegian University Press, Oslo 1990, s. 17; H. Sheffrin, *Beyond Greed and Fear; Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press, Brighton 2000, s. 48.

¹⁸¹ E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, Cambridge 2010, s. 31–51.

Tabela 3. Komparatywna analiza wybranych teorii finansów

Wyszczególnienie	Finanse tradycyjne	Finanse behawioralne	Zrównoważone finanse
Rola przedsiębiorstwa	Generator wartości dla właścicieli		Pośrednik na drodze do zrównoważenia
Właściciel przedsiębiorstwa	Akcjonariusze		Nieistotny
Etyczne ramy działalności	W obrębie norm prawnych	Utylitaryzm	Poczucie moralności decydentów
Działanie racjonalne	Maksymalizacja wartości dla właścicieli		Maksymalizacja wartości wspólnej
Charakterystyka uczestników rynku	Egocentryczni	Egocentryczni i/lub kooperatywni	Kooperatywni
Podmiot ponoszący ryzyko rezydualne	Menedżer/Właściciel	Właściciel	Otoczenie przedsiębiorstwa
Podmiot osiągający zyski rezydualne	Właściciel		Otoczenie
Horyzont czasowy	Krótki		Długi

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Soppe, *Sustainable Corporate...*, op. cit., s. 213–224.

Poprzez włączenie efektów zewnętrznych do analiz, w zrównoważonych finansach cel funkcjonowania przedsiębiorstwa stanowi pochodną wpływu jego działalności na otoczenie gospodarcze. Kwestia własności w zrównoważonych finansach, podobnie jak w finansach behawioralnych, nie ma znaczenia, z kolei samo przedsiębiorstwo w zrównoważonych finansach postrzegane jest jako jeden z kooperatywnych interesariuszy otoczenia gospodarczego umożliwiający realizację założeń zrównoważonego rozwoju. W przeciwieństwie do finansów tradycyjnych i behawioralnych, zrównoważone finanse umożliwiają funkcjonowanie przedsiębiorstwa w zgodzie nie tylko z obowiązującym ustawodawstwem, ale również z poczuciem moralności decydentów¹⁸². Według R. Sparkesa oraz C.J. Cowtona, inwestorzy dokonują tylko takich inwestycji, których realizacja nie narusza ich zasad etyki, jest zgodna z ich moralnością¹⁸³. Wynika z tego, że to nie kapitałodawcy powinni dostosowywać swe oczekiwania względem przedsiębiorstw, lecz spółki powinny dostosowywać swoją działalność oraz jej zamierzone efekty do oczekiwań kapitałodawców¹⁸⁴. Wielu autorów również twierdzi, iż odpowiedzialność przedsiębiorstw wobec społeczeństwa

¹⁸² B. Doppelt, *Leading Change Toward Sustainability: A Change-Management Guide for Business Government and Civil Society*, Routledge, Abingdon 2017, s. 170–179.

¹⁸³ R. Sparkes, C.J. Cowton, *The maturing...*, op. cit., s. 45–57.

¹⁸⁴ M. Baldini, L. Dal Maso, G. Liberatore, F. Mazzi, S. Terzani, *Role of country and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure*, Journal of Business Ethics, vol. 150, no. 1, 2018, s. 79–98; A. O'Rourke, *The message...*, op. cit., s. 683–693.

znacząco wykracza poza kreowanie korzyści właścicielskich¹⁸⁵, a redukowanie przedsiębiorstwa do roli jedynie generatora wartości dla akcjonariuszy znacząco ogranicza jego potencjał do działania¹⁸⁶.

W zrównoważonych finansach przedsiębiorstwo nie jest postrzegane wyłącznie przez pryzmat korzyści ekonomicznych, jego definicja jest rozszerzona do wielowymiarowej perspektywy podmiotu, dla którego kryterium racjonalności ulega zmianie. W sytuacji, gdy dany podmiot, mimo posiadania możliwości przeciwdziałania problemom w obszarach ESG, przedkłada osiąganie własnych korzyści ekonomicznych/finansowych nad korzyści dla otoczenia, to takiego działania nie można uznać za w pełni racjonalne. Wynika to z przyjęcia założenia, że wskazany podmiot funkcjonuje w otoczeniu, zatem na jego korzyść powinien działać. Takie podejście sprawia również, iż w zrównoważonych finansach ponoszenie ryzyka rezydującego oraz osiąganie zysków dotyczy wszystkich grup interesu. W perspektywie, w której mniejszość podmiotów gospodarczych kontroluje większość światowych zasobów pieniężnych¹⁸⁷, wytyczne zrównoważonych finansów nabierają niemożliwego do spełnienia charakteru, jednakże – w obliczu pesymistycznych i możliwych do spełnienia prognoz w obszarze środowiskowym i społecznym – wydają się być jedynym słusznym, choć teoretycznym, wyborem.

2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów

Pojęciem immanentnie związanym ze zrównoważonymi finansami jest ESG. ESG jest skrótem anglojęzycznym, który powszechnie występuje w literaturze przedmiotu, lecz nie jest tłumaczony na język polski i na żaden inny język urzędowy¹⁸⁸. Rozwinięciem akronimu ESG, jak zaznaczono wcześniej, są słowa *Environmental, Social and Governance*, co można

¹⁸⁵ E. Erragragui, T. Lagoarde-Segot, *Solving the SRI puzzle? A note on the mainstreaming of ethical investment*, Finance Research Letters, vol. 18, 2016, s. 32–42; C. Revelli, *Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?*, Research in International Business and Finance, vol. 39, 2017, s. 711–717; J. Cui, H. Jo, H. Na, *Does corporate social responsibility affect information asymmetry?* Journal of Business Ethics, vol. 148, no. 3, 2018, s. 1–24; S.Y. Cho, C. Lee, R.J. Pfeffer, *Corporate social responsibility performance and information asymmetry*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 32, no. 1, 2013, s. 71–83; J. Choi, H. Wang, *Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance*, Strategic Management Journal, vol. 30, no. 8, 2009, s. 895–907.

¹⁸⁶ L. Zsolnai, *The morality of economic man*, European Business Review, vol. 16, no. 4, 2004, s. 81–203.

¹⁸⁷ F.T. Pfeffer, N. Waddock, *The Wealth Inequality of Nations*, American Sociological Review, vol. 86, no. 4, 2021, s. 567–602; T.J. Sargent, N. Wang, J. Yang, *Earnings growth and the wealth distribution*, Proceedings of the National Academy of Sciences, vol. 118, no. 15, 2021, s. 1–9; Y. Achdou, J. Han, P.-L. Lions, B. Moll, *Income and Wealth Distribution in Macroeconomics: A Continuous-Time Approach*, Review of Economic Studies, vol. 89, 2022, s. 45–86.

¹⁸⁸ M. Janicka, *Wprowadzenie do problematyki finansów zrównoważonych*, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 17–42

interpretować jako działalność przedsiębiorstw w obszarach środowiska naturalnego (E), społeczeństwa (S) oraz ładu korporacyjnego lub ogólnie zarządzania (G)¹⁸⁹. ESG jest pojęciem nieostrym i nie posiada jasnych granic wytyczających czym jest, a czym nie jest¹⁹⁰. Ponadto, samo pojęcie „ESG” nie odnosi się do niczego konkretnego i nie posiada większego potencjału interpretacyjnego. Dopiero w połączeniu z innymi pojęciami, „ESG” nabiera sensu i wyrazu¹⁹¹ (zob. tabela 4).

Tabela 4. Interpretacja pojęć związanych z ESG

Pojęcie związane z ESG (pol./ang.)	Interpretacja pojęcia
ESG <i>ESG</i>	Tzw. pojęcie parasol (<i>Umbrella Concept</i>) dla ogółu pojęć związanych z przyczynami wywołującymi określone efekty w obszarach ESG.
Obszary/aspekty ESG <i>ESG areas/aspects</i>	Miejsca, w których występują czynniki ESG, czyli środowisko naturalne (E), społeczeństwo (S) oraz ład korporacyjny (G).
Czynniki ESG <i>ESG factors</i>	Przyczyny wywołujące zarówno pozytywne, jak i negatywne zjawiska w obszarach ESG. Pojęciem stosowanym synonimicznie jest pojęcie „kwestie ESG”.
Problemy ESG <i>ESG issues</i>	Ogół określonych negatywnych zjawisk powstałych w obszarach ESG na skutek występowania czynników ESG. Pojęcia „problemy ESG” stosuje się również w odniesieniu do tych problemów, które występują tylko w jednym z obszarów ESG, np. tylko w obszarze środowiskowym, społecznym lub zarządczym.
Korzyści ESG <i>ESG benefits</i>	Wszystkie pozytywne zjawiska powstałe w obszarach ESG na skutek występowania czynników ESG. Podobnie jak w przypadku problemów ESG, pojęcie to stosuje się również w odniesieniu do korzyści powstałych tylko w jednym z obszarów ESG.
Wyniki/działalność ESG <i>ESG performance</i>	Jakościowe oraz ilościowe rezultaty działań przedsiębiorstw w obszarach ESG.
Dane ESG <i>ESG data</i>	Zbiór kwantytatywnych oraz kwalitatywnych wartości i wielkości charakteryzujących działalność podmiotów gospodarczych w obszarach ESG. Pojęcie „dane ESG”, w określonych sytuacjach stanowi synonim pojęć „informacje niefinansowe” oraz „informacje na temat zrównoważonego rozwoju”.
Informacje ESG <i>ESG information</i>	Wnioski i obserwacje na temat działalności podmiotów gospodarczych formułowanych na podstawie danych ESG. Pojęcie informacje ESG stosuje się także zamiennie z pojęciem „informacje niefinansowe” oraz „informacje na temat zrównoważonego rozwoju”.
Raportowanie ESG <i>ESG reporting</i>	Działania i wysiłki podejmowane przez podmioty gospodarcze na rzecz publikowania danych i informacji ESG zgodnie z obowiązującymi standardami lub normami sprawozdawczości niefinansowej. Za synonim raportowania ESG uważa się „ujawnianie informacji ESG” (<i>ESG Disclosure</i>).

¹⁸⁹ Tamże, s. 17–42.

¹⁹⁰ R.T. Trahan, B. Jantz, *What is ESG? Rethinking the “E” pillar*, Business Strategy and Environment, vol. 32, no. 1, 2023, s. 1–10.

¹⁹¹ P. Tettamanzi, G. Venturini, M. Murgolo, *Sustainability and Financial Accounting: a Critical Review on the ESG Dynamics*, Environmental Science and Pollution Research, vol. 29, 2022, s. 16758–16761; H.J. Carlsson, J. Nilsson, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*, Business Strategy and the Environment, vol. 31, no. 3, 2022, s. 1–14.

Scoring ESG <i>ESG scoring/score</i>	Punktowa oraz najczęściej znormalizowana miara działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG stanowiąca aproksymatę wpływu tych podmiotów na otoczenie. Synonimem pojęcia „scoring ESG” jest „scoring zrównoważenia” (<i>Sustainability Scoring/Score</i>).
Rating/ocena ESG <i>ESG rating/grades</i>	Odpowiednik określonego przedziału scoringu ESG nadawanego przez poszczególne agencje ratingowe ESG. Synonim pojęcia „rating ESG” stanowi „rating zrównoważenia” (<i>Sustainability Rating</i>).
Wskaźniki ESG <i>ESG ratios</i>	Pojęcie parasol dla takich pojęć jak wynik, scoring oraz rating ESG. Pojęciami używanymi zamiennie są: „miernik ESG” (<i>ESG measure</i>), „miernik zrównoważenia” (<i>Sustainability Measures</i>) oraz „wskaźniki zrównoważenia” (<i>Sustainability Ratios</i>).
Przedsiębiorstwa ESG <i>ESG companies</i>	Przedsiębiorstwa, których działalność przyczynia się do powstawania korzyści ESG i/lub dąży do niwelowania problemów ESG. Przez pojęcie „przedsiębiorstwa ESG” określa się również te podmioty, które uzyskują ponadprzeciętne wskaźniki ESG.
Przedsiębiorstwa non-ESG <i>Non-ESG companies</i>	Przedsiębiorstwa, których działalność przyczynia się do powstawania problemów ESG. Pod pojęciem tym identyfikuje się również przedsiębiorstwa o niższych od przeciętnych wskaźnikach ESG, których działalność negatywnie wpływa na otoczenie.
Ryzyko ESG <i>ESG risks</i>	Czynniki ESG, które posiadają potencjał wpływu na finansowe oraz inwestycyjne wyniki przedsiębiorstwa.
Inwestycje ESG <i>ESG investment</i>	Strategie i praktyki inwestowania, a także produkty finansowe, które uwzględniają czynniki ESG w celu optymalizacji stopy zwrotu względem danego poziomu ryzyka. Przykładowymi „inwestycjami ESG” są np. zielone i niebieskie obligacje (<i>Green and Blue Bonds</i>), zrównoważone kredyty i pożyczki (<i>Sustainable Credits and Loans</i>) oraz społecznie odpowiedzialne inwestycje.
Indeksy ESG <i>ESG indices</i>	Statystyczne miary wyceny grupy spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych z uwzględnieniem ich wyników ESG.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Janicka, *Wprowadzenie do...*, op. cit., s. 17–42; M. Złoty, *Znaczenie scoringów ESG na międzynarodowym rynku finansowym*, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 72–98; A. Sajnog, *Jakość raportowania informacji niefinansowych z obszaru ESG*, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 101–133; R. Boffo, R. Patalano, *ESG Investing: Practices, progress and challenges*, <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>, (dostęp 03.04.2023 r.); International Capital Market Association, *Sustainable Finance*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Re-gulatory/Green-Bonds/Sustainable-Finance-High-Level-Definitions-May-2020-051020.pdf>, (dostęp 03.04.2023 r.); Swiss Sustainable Finance, *Glossary...*, op. cit., (dostęp 13.03.2023 r.).

Największe interpretacyjne niespójności występują w odniesieniu do określeń „obszar”, „czynnik” i „problem”/„korzyść” ESG oraz „wynik”, „dane”, „informacje” ESG, a także „wynik”, „scoring”, „rating” i „wskaźnik” ESG. Choć pojęcia te są często stosowane synonimicznie, wymagają jednak rozróżnienia. Obszary ESG wskazują na miejsce (środowisko naturalne, społeczeństwo oraz przedsiębiorstwo) występowania czynników ESG. Czynniki stanowią z kolei przyczynę skutku¹⁹², podczas gdy problemy oraz korzyści ESG są skutkiem tych przyczyn. Traktowanie tych pojęć jako synonimów jest zatem błędem. Wyniki ESG stanowią efekty działań przedsiębiorstw, które mogą zostać przedstawione za pomocą danych

¹⁹² Polskie Wydawnictwo Naukowe, *Słownik języka polskiego – czynnik*, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/czynnik.html>, (dostęp 08.04.2023 r.).

oraz informacji ESG, dlatego stosowanie wymiennie tych trzech pojęć nie jest poprawne merytorycznie. Pomiędzy wynikami, scoringami, ratingami i wskaźnikami ESG zachodzi podobny błąd interpretacyjny do tego, który występuje między danymi oraz informacjami. Scoringi ESG formułowane są na podstawie danych i informacji o wynikach ESG przedsiębiorstwa, ale nie wynikach ESG samych w sobie. Z uwagi na proces kalkulacji, scoring wymaga wkładu danych i informacji, czego wyniki ESG nie mogą bezpośrednio zapewnić. Poza tym, scoring ESG stanowi podstawę nadania ratingu ESG¹⁹³. Finalnie, pojęciem wskaźnik ESG można określić zarówno scoring, jaki i rating ESG oraz wynik ESG, gdyż wskaźnik jest pojęciem znacznie szerszym od scoringu, czy ratingu i oznacza „to, co ukazuje, ujawnia coś”. Wskaźniki ESG przedstawiają wyniki działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG, podobnie jak scoring i rating ESG¹⁹⁴. Interpretacja pozostałych pojęć ESG nie tworzy większych niejasności.

Należy również podkreślić, iż występowanie większości czynników ESG jeszcze nie rodzi ani problemów ani korzyści ESG, bowiem kluczowy jest ich charakter oraz kierunek zmian i oddziaływanie na obszary ESG (zob. rysunek 12).

Samo istnienie większości czynników ESG nie wywołuje określonego wpływu na otoczenie, gdyż kluczowe są zmiany zachodzące w ich ramach. Przykładowo, na Ziemi występują liczne naturalne źródła emisji GHG¹⁹⁵ (z wyjątkiem F-gazów¹⁹⁶), lecz czynnik ten tworzy problemy ESG dopiero w momencie, gdy emitowana ilość tych gazów do atmosfery ulega znaczącemu zwiększeniu. Analogicznie, korzyść ESG w obszarze emisji GHG można osiągnąć poprzez zmniejszenie ich emisji. W przypadku braku zmian w zakresie ilości emisji należałoby natomiast stwierdzić występowanie statusu quo. Wyjątek stanowią takie czynniki ESG, których samo występowanie oznacza z założenia jednoznaczne tworzenie

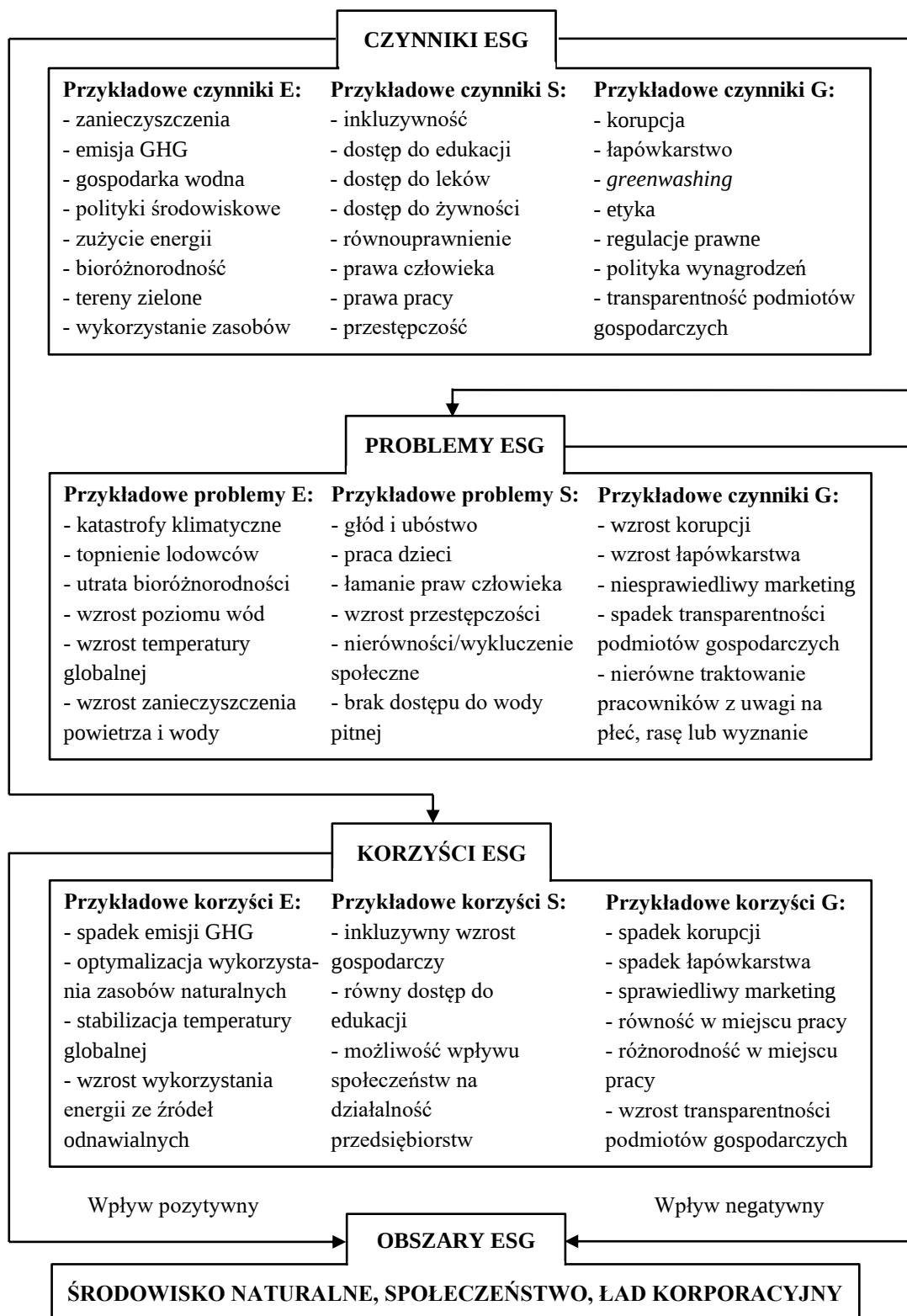
¹⁹³ Szersze rozważania na ten temat zawarto w punkcie pracy 2.4. Scoring i rating ESG jako ocena niefinansowej działalności przedsiębiorstw.

¹⁹⁴ Polskie Wydawnictwo Naukowe, *Słownik języka polskiego – wskaźnik*, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/wska%C5%BAnik.html>, (dostęp 08.04.2023 r.).

¹⁹⁵ W.C. Troglér, *Physical properties and mechanisms of formation of nitrous oxide*, Coordination Chemistry Reviews, vol. 187, 1999, s. 303–327; J. Pérez-Ramírez, F. Kapteijn, K. Schöffel, J.A. Moulijn, *Formation and control of N₂O in nitric acid production. Where do we stay today?*, Applied Catalysis B: Environment, vol. 44, 2003, s. 117–151; G. Etiope, T. Fridriksson, F. Italiano, W. Winiwarter, J. Theloke, *Natural emissions of methane from geothermal and volcanic sources in Europe*, Journal of Volcanology and Geothermal Research, vol. 165, 2007, s. 76–86; G. Etiope, *Natural emissions of methane from geological seepage in Europe*, Atmospheric Environment, vol. 43, no. 7, 2009, s. 1430–1443.

¹⁹⁶ Zapis F-gazy oznacza fluoryzowane gazy cieplarniane powstałe w wyniku procesów wytwórczych. B.K. Sovacool, S. Griffiths, J. Kim, M. Bazilian, *Climate change and industrial F-gases: A critical and systematic review of developments, sociotechnical systems and policy options for reducing synthetic greenhouse gas emissions*, Renewable and Sustainable Energy Reviews, vol. 141, 2021, s. 1–55.

Rysunek 12. Wpływ czynników ESG na obszary ESG z uwzględnieniem potencjalnych problemów i korzyści ESG



Źródło: opracowanie własne na podstawie United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Global state of sustainable insurance*, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/global-state-of-sustainable-insurance_01.pdf, (dostęp 08.04.2023 r.).

korzyści (np. segregacja odpadów) lub problemów ESG (np. wycinka drzew i *greenwashing*¹⁹⁷).

Obszary ESG stanowią fundamenty zrównoważonego rozwoju oraz leżą u podstaw funkcjonowania zrównoważonych finansów. Wszystkie pojęcia związane z ESG w ramach zrównoważonych finansów są inkorporowane w różnego rodzaju badania zachowań podmiotów gospodarczych, procesy oceny opłacalności planowanych inwestycji, a także analizę finansową, a szerzej fundamentalną przedsiębiorstw, chociażby w celu bardziej precyzyjnego szacowania długoterminowych zwrotów z zainwestowanego kapitału przez kapitałodawców. Włączenie ESG ma również na celu bardziej efektywne niż dotychczas wywieranie wpływu na przedsiębiorstwa, których prowadzona działalność ma potencjał oddziaływania na otoczenie¹⁹⁸. Można zatem stwierdzić, iż pojęcie ESG w zrównoważonych finansach służy jako wyznacznik zgodności realizowanych działań z założeniami zrównoważonego rozwoju.

2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów

Zrównoważone finanse stanowią niejednorodne pojęcie, które w ciągu ostatnich dziesięcioleci ewoluowało jako część zrównoważonego rozwoju¹⁹⁹. Jednym z podejść stosowanych w ramach klasyfikacji zrównoważonych finansów jest ich ujęcie przez pryzmat oddziaływania na efekty zewnętrzne, do których niwelowania mają doprowadzić (zob. tabela 5).

Tabela 5. Klasyfikacja zrównoważonych finansów z uwagi na priorytet obszaru ESG oraz niwelowane efekty zewnętrzne

Rodzaj zrównoważonych finansów (pol./ang.)	Autor/zy (rok)	Charakterystyka	Priorytet	Niwelowane efekty zewnętrzne
Finanse środowiskowe <i>Environmental finance</i>	J. Anderson (2016)	Finansowanie przedsięwzięć, których realizacja ma zapewnić ochronę oraz poprawę środowiska naturalnego	E	Degradacja środowiska naturalnego

¹⁹⁷ *Greenwashing* stanowi sytuację, w której przedsiębiorstwa przedstawiają swoją działalność jako zrównoważoną, podczas gdy w rzeczywistości ich operacje negatywnie oddziałują na otoczenie.

¹⁹⁸ Eurosif, *European SRI study*, <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>, (dostęp 09.04.2023 r.).

¹⁹⁹ D. Hitchcock, M. Willard, *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations* (2nd ed.), Earthscan, London 2009, s. 19–22; M. Haigh, *Connecting sustainability goals to financing activity*, *The Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 2, no. 2, 2012, s. 85–87; M. Alda, *ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream*, *Finance Research Letters*, vol. 36, 2020, s. 101313–101328.

Zielone finanse <i>Green finance</i>	Y. Wang i Q. Zhi (2016)	Inwestycje i pożyczki realizujące korzyści dla przedsiębiorstw oraz środowiska naturalnego jednocześnie	E	
Karbofinanse <i>Carbon finance</i>	S. Zeng i S. Zhang (2011)	Finansowanie przedsięwzięć niwelujących efekty zewnętrzne emisji CO ₂	E	Zanieczyszczenie powietrza
Finanse na rzecz energii <i>Energy finance</i>	D. Zhang (2018)	Finansowanie sektora energetycznego oraz badanie powiązań między rynkiem energii a rynkami finansowymi	E	Wyczerpywanie się zasobów naturalnych
Finanse na rzecz wód <i>Blue finance</i>	C. Wabnitz i R. Blasiak (2019)	Finanse skupiające się na ochronie oceanów	E	Zanieczyszczenie oceanów
Finanse społeczne <i>Social finance</i>	M.-J. Moore (2012)	Finanse ukierunkowane na łagodzenie problemów społecznych	S	Wykluczenie społeczne
Mikrofinanse <i>Microfinance</i>	J. Morduch (1999), M.S. Emran (2021)	Sposób finansowania zapewniający inkluzywny wzrost gospodarczy przy zachowaniu pozytywnego wpływu na środowisko naturalne	E, S, G	Nierówności dochodowe
Finanse mieszane <i>Blended finance</i>	J. Hongjoo (2020)	Prywatne i publiczne źródła finansowania pełniące rolę katalizatora w procesie osiągania zrównoważonego rozwoju w krajach rozwijających się	E, S, G	Zmiany klimatyczne i wykluczenie społeczne
Odpowiedzialne finanse <i>Responsible finance</i>	G.A. Panos i J.O.S. Wilson (2020)	Finanse, których celem jest promowanie zrównoważonego rozwoju i kontrola kapitałodawców oraz finansowanie przedsiębiorstw	E, S, G	
Finanse rozwoju <i>Development finance</i>	M.J. Tierney i in. (2011)	Finansowanie przedsięwzięć promujących zrównoważony rozwój w obszarze środowiskowym, społecznym i zarządczym	E, S, G	

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Anderson *Environmental Finance*, [in:] V. Ramiah and G.N. Gregoriou (eds.), *Handbook of Environmental and Sustainable Finance*, Elsevier, London 2016, s. 307–334; Y. Wang, Q. Zhi, *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, Energy Procedia, vol. 104, 2016, s. 311–316; S. Zeng, S. Zhang, *Literature Review of Carbon Finance and Low Carbon Economy for Constructing Low Carbon Society in China*, Low Carbon Economy, vol. 2, 2011, s. 15–19; D. Zhang, *Energy Finance: Background, Concept, and Recent Developments*, Emerging Markets Finance and Trade, vol. 54, no. 8, 2011, s. 1687–1692; C.C.C. Wabnitz, R. Blasiak, *The rapidly changing world of ocean finance*, Marine Policy, vol. 107, 2019, s. 103526–103540; M.-J. Moore, *The Social Finance and Social Innovation Nexus*, Journal of Social Entrepreneurship, vol. 32, 2012, s. 115–132; J. Morduch, *The Microfinance Promise*, Journal of Economic Literature, vol. 37, 1999, s. 1569–1614; M.S. Emran, *Microfinance and missing markets*, Canadian Journal of Economics, vol. 541, 2021, s. 34–67; J. Hongjoo, *Development finance, blended finance and insurance*, International Trade Politics and Development, vol. 4, no. 1, 2020, s. 47–60; G.A. Panos, J.O.S. Wilson, *Financial literacy and responsible finance in the FinTech era: capabilities and challenges*, The European Journal of Finance, vol. 26, no. 4–5, 2020, s. 297–301; M.J. Tierney, D.L. Nielson, D.G. Hawkins, J.T. Roberts, M.G. Finley, R.M. Powers, B. Parks, S.E. Wilson, R.L. Hicks, *More Dollars than*

W klasyfikacji zrównoważonych finansów, z uwagi na efekty zewnętrzne, najczęstszym obszarem priorytetowym jest E, czyli obszar środowiskowy. Rodzajem zrównoważonych finansów skupiającym się jedynie na obszarze społecznym (S) są finanse społeczne, natomiast na obszarze zarządczym (G) w sposób indywidualny w tej klasyfikacji nie koncentruje się żaden rodzaj zrównoważonych finansów, co należy uznać za niedoskonałość takiego podejścia do segmentacji pojęcia. Dodatkowym mankamentem takiej klasyfikacji zrównoważonych finansów jest brak zaakcentowania aspektu finansowego²⁰⁰. Choć zrównoważone finanse skupiają się na obszarach ESG, to aspekt korzyści finansowych w długim terminie jest dla tej koncepcji jednym z kluczowych na drodze do pomyślnej realizacji wytycznych zrównoważonego rozwoju²⁰¹.

Inną propozycją segmentacji zrównoważonych finansów jest klasyfikacja D. Schoenmakera. Klasyfikacja ta uwzględnia cztery kryteria, tj. kreowaną wartość dla otoczenia, priorytet, obszar optymalizacji i horyzont czasowy oraz zakłada istnienie czterech rodzajów koncepcji zrównoważonych finansów, przy czym każdy kolejny stanowi rozwinięcie poprzedniego pod względem tworzonej wartości dla otoczenia (zob. tabela 6)²⁰².

Tabela 6. Klasyfikacja zrównoważonych finansów według D. Schoenmakera

Rodzaj zrównoważonych finansów	Kreowana wartość dla otoczenia	Priorytet	Obszar optymalizacji	Horyzont czasowy
Finanse tradycyjne	wartość dla właścicieli	F	maksymalizacja F	krótki
Zrównoważone finanse 1.0	ulepszona wartość dla właścicieli	F>E, S	maksymalizacja F z zastrzeżeniem E i S	krótki
Zrównoważone finanse 2.0	wartość dla interesariuszy (wartość zintegrowana)	I=E+S+F	optymalizacja T	średni

²⁰⁰ A.W. Ng, *From sustainability accounting to a green financing system: institutional legitimacy and market heterogeneity in a global financial center*, Journal of Cleaner Production, vol. 195, 2018, s. 585–592; A. MacDonald, A. Clarke, L. Huang, *Multi-stakeholder partnerships for sustainability: Designing decision-making processes for partnership capacity*, Journal of Business Ethics, vol. 160, no. 2, 2019, s. 409–426; Y.A. Danilov, *Sustainable Finance...*, op. cit., s. 5–13.

²⁰¹ R. Joliet, Y. Titova, *Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions*, Journal of Banking & Finance, vol. 97, 2018, s. 70–86; W. Li, M. Zheng, Y. Zhang, G. Cui, *Green governance structure, ownership characteristics, and corporate financing constraints*, Journal of Cleaner Production, vol. 260, 2020, s. 121008–121022.

²⁰² D. Schoenmaker, *A Framework...*, op. cit., s. 14.

Zrównoważone finanse 3.0	wartość wspólna	E, S>F	maksymalizacja E i S z zastrzeżeniem F	długi
--------------------------	-----------------	--------	--	-------

Objaśnienia: E – perspektywa środowiskowa; S – perspektywa społeczna; F – perspektywa finansowa; I – perspektywa zintegrowana.

Źródło: D. Schoenmaker, *A Framework...*, op. cit., s. 14.

W finansach tradycyjnych, w odniesieniu do przedsiębiorstw, priorytetyzowana jest wartość dla właścicieli stanowiąca optymalną kombinację korzyści finansowych i ryzyka (zob. równanie 1).

$$\max SV = F_{(profit, risk)} \quad (1)$$

$$\text{Zastrzeżenie: } F'_{profit} > 0, F'_{risk} < 0$$

gdzie:

SV, *Shareholder Value* – wartość dla akcjonariuszy;

F, *Financial* – perspektywa finansowa (możliwość osiągania korzyści finansowych pod postacią większych zysków lub wyższej wyceny akcji spółki na giełdzie papierów wartościowych);

F'_{profit} – pochodna aspektu finansowego po zyskach;

F'_{risk} – pochodna aspektu finansowego po ryzyku.

Ten rodzaj określany jest przez D. Schoenmakera i W. Schramade’a mianem „finansów jak zwykle”²⁰³. Są one zgodne z tezą M. Friedmana, iż „business of business is business”, przez co można rozumieć, że jedynym celem przedsiębiorstwa powinna być kreacja korzyści dla jego właścicieli, co z kolei jest zgodne z koncepcją wartości dla akcjonariuszy²⁰⁴. Jak twierdził M. Friedman, jedynym obowiązkiem przedsiębiorstwa wobec jego otoczenia jest wykorzystywanie zasobów i realizacja działań mających na celu zwiększenie swoich zysków, o ile pozostaje to zgodne z panującym prawem²⁰⁵. W opozycji do stanowiska M. Friedmana należy podkreślić fakt, iż popyt na produkty jest pochodną, między innymi, potrzeb społecznych oraz środowiskowych. Oznacza to zatem, że w interesie przedsiębiorstw leży postępowanie w sposób odpowiedzialny wobec otoczenia oraz dostarczanie zrównoważonych rozwiązań, gdyż w obliczu wysokiej konkurencyjności rynków, przedsiębiorstwa kierujące się jedynie kryterium kreowania wartości dla właścicieli finalnie mogą zostać odrzucone przez

²⁰³ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit. s. 32.

²⁰⁴ M. Friedman, *The Social...*, op. cit., s. 1–11.

²⁰⁵ Tamże, s. 1–11.

rynek oraz zastąpione przez podmioty uwzględniające czynniki pozafinansowe w swoich działaniach i dostarczanych produktach.

W zrównoważonych finansach 1.0, w porównaniu do finansów tradycyjnych, przedsiębiorstwa tworzą ulepszoną wartość dla akcjonariuszy. Kluczowe dla tego rodzaju zrównoważonych finansów jest zaangażowanie dawców kapitału w zrównoważone działania oraz niefinansowanie przedsiębiorstw negatywnie oddziałujących na otoczenie²⁰⁶, tj. „*sin companies*”²⁰⁷. W tym ujęciu krótkookresowa perspektywa finansowa pozostaje wiodąca, jednakże poczynione jest zastrzeżenie odnośnie do realizacji korzyści dla otoczenia w wymiarze społecznym oraz środowiskowym (zob. równanie 2).

$$SEV = SV + EV \quad (2)$$

$$SV' = FV + SEV$$

$$\max SV' = F_{(profit, risk)}$$

$$\text{Zastrzeżenie: } F'_{profit} > 0, F'_{risk} < 0, SEV \geq SEV^{min}$$

gdzie:

SV, *Social Value* – wartość dla społeczeństwa;

EV, *Environmental Value* – wartość dla środowiska;

SEV, *Social and Environmental Value* – wartość dla społeczeństwa i środowiska;

SEV^{min}, *Minimum Social and Environmental Value* – minimalna (pozytywna) wartość dla społeczeństwa i środowiska;

SV', *Improved Shareholder Value* – ulepszona wartość dla akcjonariuszy.

W zrównoważonych finansach 1.0, wartość podmiotu będzie maksymalizowana wtedy i tylko wtedy, gdy (a) wartość dla właścicieli będzie maksymalizowana, (b) przy danym poziomie ryzyka wynikającym z wpływu działalności podmiotu na jego otoczenie, a (c) korzyści dla środowiska i społeczeństwa zostaną zrealizowane przynajmniej na minimalnym pozytywnym poziomie²⁰⁸.

Zrównoważone finanse 2.0 w klasyfikacji D. Schoenmakera jako pierwsze odchodzą od *short-termismu* na rzecz średniego okresu. W wersji 2.0 kreowana jest wartość dla

²⁰⁶ T. Dyllick, K. Muff, *Clarifying the...*, op. cit., s. 1–19.

²⁰⁷ Za tzw. *sin companies* uznaje się podmioty zajmujące się wielorybnictwem, dystrybucją i produkcją broni, a także sprzedażą wyrobów tytoniowych i alkoholowych. H. Hong, M. Kacperczyk, *The price of sin: The effects of social norms on markets*, *Journal of Financial Economics*, vol. 93, no. 1, 2009, s. 15–36.

²⁰⁸ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 24.

interesariuszy, poprzez ustanowienie za priorytet optymalizacji korzyści w wymiarze środowiskowym, społecznym oraz finansowym jednocześnie (zob. równanie 3)²⁰⁹.

$$IV = FV + SEV \quad (3)$$

$$\max IV = F_{(integrated\ profit, integrated\ risk)}$$

$$\text{Zastrzeżenie: } F'_{int\ profit} > 0, F'_{int\ risk} < 0, SEV_{t+1} \geq SEV_t$$

gdzie:

IV, *Integrated Value* – wartość dla interesariuszy/wartość zintegrowana;

$F'_{int\ profit}$ – pochodna aspektu finansowego po zintegrowanych korzyściach;

$F'_{int\ risk}$ – pochodna aspektu finansowego po zintegrowanym ryzyku;

t – okres.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

W zrównoważonych finansach 2.0 istota wpływu działalności przedsiębiorstw na otoczenie jest internalizowana do decyzji finansowych. Wartość dla interesariuszy może zostać osiągnięta poprzez maksymalizację poszczególnych aspektów w ramach *triple bottom line*, tj. ludzie (S), planeta (E), korzyść (F) na różne sposoby, jednakże w żadnym wariancie całościowy wpływ na otoczenie nie powinien być negatywny²¹⁰. Podejście to ma jednak zdecydowaną wadę, wynikającą z faktu, iż zastrzeżenie odnośnie do SEV będzie spełnione nawet wtedy, gdy $EV > 0$, $SV < 0$ oraz $EV > (-SV)$, co finalnie, mimo realizacji korzyści w obszarze środowiska, oznaczać może straty w obszarze społecznym.

W koncepcji Zrównoważone finanse 3.0 ryzyko postrzegane jest jako możliwość. W tym rodzaju zrównoważonych finansów dawcy kapitału unikają przedsiębiorstw niezrównoważonych pod względem ich wpływu na otoczenie i inwestują tylko w zrównoważone przedsięwzięcia oraz podmioty. Finanse są tutaj środkiem wspierania zrównoważonego rozwoju, a nie wspierania działalności gospodarczej jako takiej. Punktem wyjścia zrównoważonych finansów 3.0 jest pozytywny *screening* (dokonywanie tylko takich inwestycji, które spełniają określone kryteria, np. potencjał generowania korzyści dla społeczeństwa i środowiska), a nie negatywny *screening* polegający na wykluczeniu podmiotów niebędących zrównoważonymi, jak miało to miejsce w wersji 1.0. Takie działania

²⁰⁹ D. Schoemaker, *A Framework...*, op. cit., s. 17.

²¹⁰ D. Schoemaker, W. Schramade, *Principles of...*, op. cit., s. 30.

ma umożliwić kreowanie wartości wspólnej przez maksymalizację korzyści dla otoczenia z zastrzeżeniem korzyści finansowych (zob. równanie 4)²¹¹.

$$CV = SEV \quad (4)$$

$$FV_{t+1}^{min} = (1 + r^{fair})FV_t^{min}$$

$$maxCV = F_{(impact,risk)}$$

$$\text{Zastrzeżenie: } F'_{impact} > 0, F'_{int risk} < 0, FV_{t+1} \geq FV_{t+1}^{min}, r^{fair} \geq r^{market} \geq 0$$

gdzie:

CV, *Common Value* – wartość wspólna;

F'_{impact} – pochodna aspektu finansowego po wpływie na otoczenie;

F'_{risk} – pochodna aspektu finansowego po ryzyku;

r^{fair} – godziwa stopa zwrotu;

r^{market} – rynkowa stopa zwrotu.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

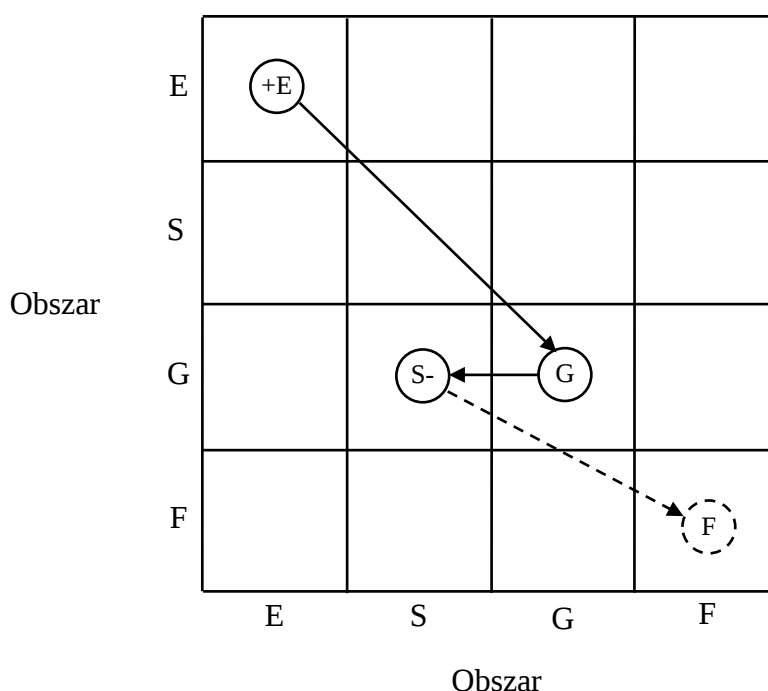
W zrównoważonych finansach 3.0 główny nacisk kładzie się na maksymalizację korzyści ESG, jednakże zważywszy na długi horyzont czasowy, kluczowy jest również aspekt finansowy działalności gospodarczej. Zastrzeżenie to jest o tyle zasadne, iż finanse są niezbędne dla realizacji zrównoważonego rozwoju, natomiast brak perspektywy osiągnięcia pozytywnych stóp zwrotu mogłby się przyczynić w długim horyzoncie do braku zainteresowania ze strony potencjalnych dawców kapitału, bez względu na pozytywny wpływ zrównoważonych przedsięwzięć na otoczenie. Tym samym, przynajmniej minimalny pozytywny poziom rentowności działalności jest konieczny. W dodatku, dla zrównoważonych finansów 3.0 istotne jest odejście przedsiębiorstw od perspektywy *inside-out* (minimalizacja negatywnych efektów zewnętrznych) na rzecz *outside-in* (maksymalizacja pozytywnego wpływu na otoczenie).

W zrównoważonych finansach kluczowe jest zrozumienie, iż pojęcie to nie występuje rozłącznie w odniesieniu do perspektywy finansowej. Choć perspektywa osiągania korzyści finansowych nie jest dominująca, to nadal ma ona istotne znaczenie. Ponadto, zrównoważone finanse nie zakładają każdorazowo realizowania korzyści dla otoczenia we wszystkich obszarach ESG oraz finansowym jednocześnie – kluczowe jest niedziałanie na szkodę żadnego z nich lub realizacja szkód w możliwie jak najmniejszym wymiarze. Klasyfikację

²¹¹ D. Schoenmaker, *A Framework...*, op. cit., s. 20.

zrównoważonych finansów z uwzględnieniem korzyści i szkód w obszarach środowiskowym, społecznym, zarządczym oraz finansowym przedstawia macierz ESGF (*Environmental, Social, Governance and Financial*) (zob. rysunek 13).

Rysunek 13. Macierz klasyfikacyjna zrównoważonych finansów ESGF



Objaśnienia: E – obszar środowiskowy; S – obszar społeczny; G – obszar zarządczy; F – obszar finansowy; „+” – korzyści w obszarze; „-” – straty w obszarze. Linia przerywana wskazuje na występowanie zastrzeżenia. Kierunek strzałek wyznacza priorytety.
Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowany na rysunku 13 przykład oznacza zrównoważone finanse EGS, czyli koncepcję, w której priorytet nad S ma G, a nad nimi dwoma jednocześnie E. E wyznaczone jest poziomo i pionowo przez odpowiednio obszary E i E, G przez G i G, a S wyznaczają G oraz S. Kolejność wyznaczanych obszarów nadaje priorytet jednego obszaru nad drugim. Tym samym, według EGS, obszar środowiskowy (E) ma priorytet nad obszarem zarządczym (G), z kolei ten traktowany jest priorytetowo względem obszaru społecznego (S). Tylko w obszarze E tworzone są korzyści (oznaczone przez „+”), podczas gdy w G nie powstają ani korzyści ani straty dla otoczenia, a w obszarze S realizowane są tylko straty (oznaczone przez „-”). Istotne jest również usytuowanie priorytetów w polach wyznaczanych przez dane obszary. Przykładowo, priorytety E i G określane są przez te same obszary (tj. E i E, G i G oraz F i F), dlatego E, G znajdują się w środku danych pól. Strata S natomiast jest osiągnięta w polach

G i S, co oznacza, iż straty realizowane w obszarze S powstały na skutek działań podjętych w obszarach G i S. Dodatkowo, każdy rodzaj zrównoważonych finansów według macierzy ESGF powinien zawierać zastrzeżenie o oddziaływaniu na obszary nieuwzględnione (w wypadku rodzaju EGS mowa o obszarze F) według sprawiedliwej stopy wpływu (i^{fair} , *fair impact rate*). Stopa i^{fair} może natomiast przyjmować zarówno pozytywne, jak i negatywne wielkości, lecz w wypadku wielkości ujemnych, i^{fair} powinna być zbliżona do zera, co oznaczałoby, iż w obszarze F generowane są straty, w stopniu jaki był niezbędny do zrealizowania efektów w pozostałych obszarach. Taka charakterystyka i^{fair} znajduje uzasadnienie w tym, że w zrównoważonych finansach podmioty powinny dążyć do pozytywnego wpływu na otoczenie gospodarcze, natomiast negatywny wymiar i^{fair} wynika z sytuacji skrajnych oraz ponoszenia strat w jednym obszarze, gdy działania na rzecz innego obszaru są niezbędne. W macierzy klasyfikacyjnej ESGF wyróżnić należy środowiskowy, społeczny, zarządczy i finansowy rodzaj zrównoważonych finansów oraz dowolną ich kombinację z priorytetyzacją jednego wymiaru nad pozostałymi, z wyjątkiem finansowego (zob. tabela 7).

Tabela 7. Klasyfikacja zrównoważonych finansów ESGF

Rodzaj zrównoważonych finansów	Priorytet maksymalizacji	Równanie maksymalizacji	Zastrzeżenie
Środowiskowy	E	$maxESGF = maxE_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > 0$ $E_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{fair})S_t$ $G_{t+1} = (1 + i^{fair})G_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Środowiskowo-społeczny	E>S	$maxESGF = ES_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > 0$ $E_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$G_{t+1} = (1 + i^{fair})G_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Środowiskowo-zarządczy	E>G	$maxESGF = EG_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > 0$ $E_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{fair})S_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Środowiskowo-społeczno-zarządczy	E>S>G	$maxESGF = ESG_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > G_{benefit} > 0$ $E_{impact} \geq S_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Środowiskowo-zarządczo-społeczny	E>G>S	$maxESGF = EGS_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > G_{benefit} > S_{benefit} > 0$ $E_{impact} \geq G_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$

Społeczny	S	$maxESGF = S_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > 0$ $S_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{fair})E_t$ $G_{t+1} = (1 + i^{fair})G_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Społeczno- środowiskowy	S>E	$maxESGF = SE_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > E_{benefit} > 0$ $S_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$G_{t+1} = (1 + i^{fair})G_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Społeczno- zarządczy	S>G	$maxESGF = SG_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > G_{benefit} > 0$ $S_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$E_{opt} = (1 + i^{fair})E$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Społeczno- środowiskowo- zarządczy	S>E>G	$maxESGF = SEG_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > E_{benefit} > G_{benefit} > 0$ $S_{impact} \geq E_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Społeczno- zarządczo- środowiskowy	S>G>E	$maxESGF = SGE_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > G_{benefit} > E_{benefit} > 0$ $S_{impact} \geq G_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Zarządczy	G	$maxESGF = G_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > 0$ $G_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{fair})E_t$ $G_{t+1} = (1 + i^{fair})G_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Zarządczo- środowiskowy	G>E	$maxESGF = GE_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > E_{benefit} > 0$ $G_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{fair})S_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Zarządczo- społeczny	G>S	$maxESGF = GS_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > S_{benefit} > 0$ $G_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{fair})E_t$ $F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Zarządczo- społeczno- środowiskowy	G>S>E	$maxESGF = GSE_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > S_{benefit} > E_{benefit} > 0$ $G_{impact} \geq S_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Zarządczo- środowiskowo- społeczny	G>E>S	$maxESGF = GES_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > E_{benefit} > S_{benefit} > 0$ $G_{impact} \geq E_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair})F_t$
Finansowy	F	$maxESGF = F_{(benefit, impact)}$ $F_{benefit} > 0$ $F_{impact} > 0$	$E_{benefit} \vee E_{impact} \geq 0$ $S_{benefit} \vee S_{impact} \geq 0$ $G_{benefit} \vee G_{impact} \geq 0$
Błędny	F>ESG	$maxF = F_{(benefit, impact)}$ $F_{benefit} > 0$ $F_{impact} > 0$	brak

Objaśnienia: ESGF, *Environmental, Social, Governance and Financial* – wartość dla otoczenia; i^{fair} , *fair impact rate* – sprawiedliwa stopa wpływu; *benefit* – korzyść obszaru realizowana w ramach rodzaju zrównoważonych finansów; *impact* – wpływ na obszar wywołany realizacją korzyści danego rodzaju zrównoważonych finansów. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.
Źródło: opracowanie własne.

W klasyfikacji zrównoważonych finansów ESGF rozróżnione są zarówno korzyści obszarów priorytetowych, jak i oddziaływanie na nie. Poza tym, w poszczególnych rodzajach wartość dla otoczenia jest maksymalizowana poprzez działania (co do zasady) zwiększające korzyści dla obszarów priorytetowych oraz pozytywny wpływ na te obszary z zastrzeżeniem oddziaływania na pozostałe sfery zrównoważonych finansów według stopy i^{fair} . Tym samym, w środowiskowych zrównoważonych finansach wartość dla otoczenia ESGF maksymalizowana jest poprzez realizację korzyści o nienegatywnym wpływie na środowisko naturalne tylko wtedy, gdy działania w ramach tego rodzaju oddziałują na pozostałe obszary (w tym przypadku S, G, i F) według sprawiedliwej stopy wpływu, i^{fair} . W rodzaju środowiskowo-społecznym zawarta jest hierarchizacja, przedkładająca osiąganie korzyści środowiskowych nad korzyści społeczne, natomiast oddziaływanie na środowisko naturalne może być większe lub równe jak na społeczeństwo, lecz w obu wypadkach nienegatywne. Klasyfikacja ESGF zakłada identyczną logikę w każdym kolejnym rodzaju, stanowiącym połączenie co najmniej dwóch różnych wymiarów zrównoważonych finansów, w których kolejność informuje o hierarchii osiągania korzyści w danym obszarze. Wyjątki stanowią dwa rodzaje: finansowy oraz błędny zrównoważonych finansów. W pierwszym wypadku, aby uniknąć nadużyć w obszarze finansowym, może on podlegać maksymalizacji jedynie pod warunkiem zapewnienia nienegatywnego wpływu na obszary E, S i G osobno lub jednocześnie oraz tworzenia korzyści (lub nietworzenia szkód) w tych obszarach. Błędny rodzaj zrównoważonych finansów stanowi odpowiednik finansów tradycyjnych według D. Schoenmakera, w których korzyści finansowe są realizowane nawet kosztem strat w obszarach E, S i G, co podważa podstawowe założenie zrównoważonych finansów o nieoddziaływaniu na te obszary w sposób negatywny.

W zrównoważonych finansach główny nacisk kładzie się na maksymalizację korzyści ESG, jednakże, aby nie stanowiły one jedynie utopijnej koncepcji oraz nie powielały niedoskonałości dotychczasowych podejść, w długim okresie kluczowe jest zachowanie perspektywy osiągania korzyści finansowych. Wynika to z faktu, iż choć kwestia zrównoważenia jest istotna, to aspekty finansowe są niezbędne dla funkcjonowania każdego podmiotu gospodarczego na świecie.

2.4. Scoring i rating ESG jako ocena niefinansowej działalności przedsiębiorstw

W ciągu kilku ostatnich dekad – między innymi na skutek degradacji środowiska naturalnego, pogłębiających się problemów społecznych oraz licznych przykładów nieetycznych praktyk biznesowych – zauważalny jest wzrost zainteresowania inwestorów oraz pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa jego wynikami ESG²¹². Przyczynił się on przede wszystkim do ulepszenia sposobów, w jaki przedsiębiorstwa ujawniają informacje niefinansowe²¹³, a także symultanicznego rozwoju scoringów i ratingów ESG²¹⁴, które po raz pierwszy pojawiły się na początku lat 80. XX wieku. Pierwszym podmiotem dostarczającym scoringi i ratingi ESG przedsiębiorstw (tj. pierwszą agencją ratingową ESG), była fundacja EIRIS (*Ethical Investment Research Services*) założona w Wielkiej Brytanii w 1983 roku²¹⁵. Choć początkowo agencje ratingowe ESG (*ESG rating agencies*) oferowały swoje produkty i usługi jedynie wybranym grupom inwestorów (np. inwestorom uwzględniającym wartości oraz przekonania religijne w decyzjach inwestycyjnych), to wraz z upływem czasu były kierowane do coraz szerszej grupy odbiorców²¹⁶. Jak podkreśla G. Ferri i L. Liu, znaczenie scoringów i ratingów ESG rosło przede wszystkim na skutek rozwoju giełd papierów wartościowych oraz regulacji w zakresie raportowania ESG na świecie²¹⁷. Co więcej, w miarę jak scoringi i ratingi ESG przekształcały się z niszy w masowy nurt, wiele agencji ratingowych ESG było przedmiotem przejść

²¹² R. B. Hutton, L. D'Antonio L., *Socially responsible investing*, Business & Society, vol. 37, 1998, s. 281–305; S. Schueth, *Socially responsible investing in the United States*, Journal of Business Ethics, vol. 43, no. 3, 2003, s. 189–194; D.B. Johnsen, *Socially responsible investing: a critical appraisal*, Journal of Business Ethics, vol. 43, no. 3, 2003, s. 219–222; R.P. Hill, T. Ainscough, T. Shank, D. Manullang, *Corporate social responsibility and socially responsible investing: a global perspective*, Journal of Business Ethics, vol. 70, no. 2, 2007, s. 165–174; C. Fieseler, *On the corporate social responsibility perceptions of equity analysts*, Business Ethics: A European Review, vol. 20, no. 2, 2011, s. 131–147.

²¹³ K. Hockerts, L. Moir, *Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function*, Journal of Business Ethics, vol. 52, no. 1, 2004, 85–98; W. Vandekerckhove, J. Leys, D. Van Braeckel, *A speech-act model for talking to management. Building a framework for evaluating communication within the SRI engagement process*, Journal of Business Ethics, vol. 82, no. 1, 2008, s. 77–91; H.Y. Chen, S.S. Yang, *Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market*, Pacific-Basin Finance Journal, vol. 63, 2020, s. 101407–101421.

²¹⁴ T. Koellner, O. Weber, M. Fenchel, R. Scholz, *Principles for sustainability rating of investment funds*, Business Strategy and the Environment, vol. 14, no. 1, 2005, s. 54–70; D. Collison, G. Cobb, D. Power, L. Stevenson, *FTSE4Good: Exploring its implications for corporate conduct*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, vol. 22, no. 1, 2009, s. 35–58; S. Scalet, T.F. Kelly, *CSR rating agencies: what is their global impact?*, Journal of Business Ethics, vol. 94, no. 1, 2010, s. 69–88; M. Delmas, V.D. Blass, *Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings*, Business Strategy and the Environment, vol. 19, no. 4, 2010, s. 245–260.

²¹⁵ E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent ESG Ratings*, The Journal of Portfolio Management, vol. 47, no. 1, 2020, s. 75–87.

²¹⁶ F. Berg, J.F. Kölbl, R. Rigobon, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, Review of Finance, vol. 26, no. 6, 2022, s. 1315–1344.

²¹⁷ G. Ferri, L. Liu, *Assessing the effort of rating agencies in emerging economies: Some empirical evidence*, European Journal of Finance, vol. 11, no. 3, 2005, s. 283–295.

większych agencji ratingowych ESG lub dostawców informacji finansowych i niefinansowych o bardziej ugruntowanej pozycji na rynku²¹⁸.

Jak zostało to omówione w jednym z poprzednich podrozdziałów²¹⁹, scoring oraz rating ESG są pojęciami tożsamymi w swej istocie. Scoring ESG bazuje na danych przetworzonych przez system oceny działalności przedsiębiorstwa na podstawie założeń sformułowanych przez konkretną agencję ratingową ESG. Przedstawiając definicję scoringu ESG w sposób bardziej techniczny, należałoby stwierdzić, iż jest to wynik zastosowania algorytmu stworzonego przez grupę (lub jednostkę) specjalistów, stanowiący syntetyczną aproksymatę wyników ESG przedsiębiorstwa, przedstawioną w formie punktowej. Ponadto, podstawą scoringu ESG są dane jakościowe przekształcane na dane liczbowe oraz dane ilościowe jako takie. Scoring ESG wykorzystuje dane historyczne dotyczące działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG, które są ogólnodostępne oraz takie, które są względnie wystandaryzowane i aktualizowane w określonych odstępach czasowych. Dane te finalnie tworzą pojedynczy wskaźnik dotyczący działalności przedsiębiorstwa w danym obszarze ESG (tj. scoring E, scoring S oraz scoring G) lub we wszystkich obszarach zbiorczo (tj. scoring ESG). 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 subiektywizmu²²⁰. Nawet dane publikowane przez przedsiębiorstwa, które podlegają licznym kontrolom wewnętrznym oraz audytowi zewnętrznemu, noszą potencjał błędu ludzkiego poczynionego na etapie wprowadzania danych do systemu, a następnie te dane (obarczone błędem) wykorzystywane są przez agencje ratingowe. Mimo iż wykorzystanie danych niepodlegających ingerencji ludzi należałoby określić obiektywnym, to obiektywny nie jest sam sposób, w jaki dane te zostaną wykorzystane. Największym subiektywizmem obarczone są założenia konstrukcji scoringu ESG formułowane przez ludzi, a to z kolei stwarza brak porównywalności scoringów ESG oferowanych przez różne agencje ratingowe ESG. Oczywiście występowanie takiego zjawiska jest logiczne, gdyż gdyby scoringi ESG wszystkich

²¹⁸ Przykładowo, MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) kupiło KLD (*Kinder Lydenberg Domini*) w 2010 roku, dostawca informacji finansowych i niefinansowych Vigeo przejął EIRIS w 2015 roku, następnie Vigeo-EIRIS zostało kupione przez Moody's w 2019 roku, z kolei S&P Global kupiło agencję RobecoSAM w 2019 roku, która powstała z połączenia szwajcarskiej agencji ratingowej SAM z holenderską spółką zarządzającą aktywami Robeco (*Rotterdamsch Beleggings Consortium*) w 2010 roku. F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, *Aggregate Confusion...*, op. cit., s. 1315–1344.

²¹⁹ Dokładnie w punkcie pracy 2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów.

²²⁰ J. Entine, *The myth of social investing*, Organization & Environment, vol. 16, no. 3, 2003, s. 352–368; E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent ESG...*, op. cit., s. 75–87; F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, *Aggregate Confusion...*, op. cit., s. 1315–1344; G. Serafeim, A. Yoon, *Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement*, Review of Accounting Studies, vol. 28, 2023, s. 1500–1530.

agencji ratingowych opierały się na tych samych założeniach i danych, to nie byłoby potrzeby, aby na rynku funkcjonowała więcej niż jedna agencja ratingowa ESG, ponieważ wszystkie dostarczałyby dokładnie te same wskaźniki. Z jednej strony tworzy to warunki do występowania konkurencji między agencjami ratingowymi ESG, która z kolei stanowi motywację dla tych podmiotów do rozwijania oferowanych rozwiązań oraz ich ciągłego udoskonalania. Z drugiej zaś strony – w scenariuszu skrajnym – prowadzi to do sytuacji, w której konkretne przedsiębiorstwo od jednej agencji ratingowej może dostać wskaźnik uznany za najlepszy, a od drugiej za najgorszy, przez co scoringi różnych agencji ratingowych wykazują brak jakiegokolwiek zbieżności i brak bezpośredniej porównywalności.

Podobnie jak scoring ESG, rating ESG to kompleksowa ocena działalności przedsiębiorstwa w obszarach ESG²²¹ włączająca informacje niefinansowane do analiz ilościowych. Zarówno scoring, jak i rating ESG jest przyznawany przez różne agencje ratingowe ESG na podstawie unikalnej metodyki stanowiącej każdorazowo kompleksowy system oceny niefinansowej działalności przedsiębiorstw. Rating ESG jest formułowany na podstawie scoringu ESG według metodyk przyjętych przez poszczególne agencje ratingowe ESG, które zakładają przypisanie poszczególnych ratingów do określonych przedziałów scoringu. Jedyną różnicą między scoringiem a ratingiem ESG jest fakt, iż scoring jest wyrażany liczbowo/punktowo (np. w skali od 0 do 100, gdzie 0 oznacza wynik najgorszy, a 100 wynik najlepszy), natomiast rating reprezentują określone litery/symbole (np. od „D-” do „A+”, gdzie „D-” oznacza wynik najgorszy, a „A+” wynik najlepszy). Tym samym, wszystkie atuty oraz przypadłości przypisywane scoringowi ESG są właściwe również dla ratingu ESG²²².

W literaturze przedmiotu można odnaleźć opinie autorów, iż ratingi ESG wywodzą się z ratingów kredytowych (*Credit Ratings*) oraz że obie te miary są zbieżne w swej istocie²²³. Stwierdzenie to można uznać poniekąd za słuszne, gdyż oba rodzaje wskaźników pełnią podobne funkcje, mianowicie²²⁴:

- funkcję pomiaru – umożliwiają oszacowanie ryzyka inwestycyjnego danego przedsiębiorstwa, czyli niepewności realizacji zakładanej stopy zwrotu z inwestycji, charakterystycznej dla jego działalności;

²²¹ E. Escrig-Olmedo, M.J. Muñoz-Torres, M.A. Fernandez-Izquierdo, *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, International Journal of Sustainable Economy, vol. 2, no. 4, 2010, s. 442–461; E. Avetisyan, K. Hockerts, *Consolidation...*, op. cit., s. 316–330.

²²² E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent ESG...*, op. cit., s. 75–87; L. Gyönyörová, M. Stachoň, D. Stašek, *ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200*, Journal of Sustainable Finance and Investment, vol. 11, 2021, s. 1–35.

²²³ M. Złoty, *Znaczenie scoringów...*, op. cit., s. 72–98.

²²⁴ B. Lepczyński, *Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na polskim rynku obligacji*, Journal of Management and Finance, vol. 15, no. 2-2, 2017, s. 61–76.

- funkcję informacyjną – poprzez dostarczenie konkretnych informacji w syntetycznej formie, których przetworzenie dla pojedynczego interesariusza byłoby trudne, w pewnym stopniu niwelują asymetrię informacji występującą między przedsiębiorstwem oraz potencjalnymi kapitałodawcami i innymi stronami interesu;
- funkcję porównawczą – dostarczają podstaw do porównywania wybranych przedsiębiorstw w określonych obszarach, jednakże tylko w obrębie wyników dostarczanych przez konkretną agencję ratingową.

Nadrzędnym celem scoringu/ratingu ESG jest dostarczenie zainteresowanym stronom przejrzystej oraz syntetycznej informacji na temat wpływu działalności danego przedsiębiorstwa na jego otoczenie w obszarach ESG, podczas gdy głównym zamierzeniem ratingu kredytowego jest ocena przedsiębiorstwa jedynie pod kątem ryzyka jego niewypłacalności²²⁵. Choć ratingi te różnią się znacząco w swej budowie oraz swej naturze, to obie te miary odzwierciedlają określone obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz mają na celu oszacowanie związanego z tym ryzyka w celach informacyjnych dla szerszego grona odbiorców. Kluczową różnicą między nimi jest to, iż wskaźniki ESG uwzględniają znacznie szersze spektrum czynników, podczas gdy ratingi kredytowe skupiają się jedynie na aspektach związanych ze standingiem finansowym przedsiębiorstwa.

2.4.1. Metodyka raportowania ESG przez przedsiębiorstwa

Istotność poszczególnych informacji ESG różni się w zależności od przedsiębiorstwa oraz jego interesariuszy. W literaturze przedmiotu odnaleźć można stwierdzenie, iż raporty dotyczące działalności spółek powinny być sporządzane na podstawie określonych oraz zidentyfikowanych potrzeb informacyjnych, gdyż ich zakres merytoryczny jest powiązany z gromadzonymi przez ten podmiot danymi, jak również z jego polityką informacyjną²²⁶. Określenie zakresu raportowania ESG jest czynnością trudną, z uwagi na brak sztywnego znaczenia samego pojęcia ESG, a także jego kompleksowość oraz złożoność²²⁷. Mimo występowania licznych podmiotów dostarczających zaleceń w zakresie ujawniania informacji ESG, sytuację utrudnia brak spójnych standardów raportowania ESG, które zapewniłyby porównywalność wyników przedsiębiorstw w tych obszarach. Dodatkowych niejasności

²²⁵ B. Lepczyński, *Rating jako...*, op. cit., s. 61–76.

²²⁶ P. Rumniak, *Kierunki zmian raportowania w przedsiębiorstwach*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 59, 2013, s. 249–260.

²²⁷ A. Sajnog, *Jakość raportowania...*, op. cit., s. 101–133.

dostarcza błędne stosowanie zamiennie dwóch podstawowych pojęć związanych ze sprawozdawczością niefinansową przedsiębiorstw, jakimi są standardy (*Reporting Standards*) i wytyczne/ramy raportowania (*Reporting Guidelines/Frameworks*).

Standardy raportowania informacji niefinansowych to określony zakres informacji publikowanych przez przedsiębiorstwa. Można je interpretować również jako konkretne i szczegółowe kryteria oraz mierniki tego, co powinno być raportowane w obszarach ESG przez wybrane podmioty. Cechą charakterystyczną standardów jest przede wszystkim skupienie się na interesie publicznym oraz niezależność²²⁸. Wytyczne wyznaczają ramy konceptualizujące informacje ESG i należy je definiować jako zbiór zasad i wskazówek określających postępowanie w sytuacji braku standardów²²⁹. W przeciwieństwie do standardów, wytyczne dopuszczają elastyczność w zakresie ich interpretacji i stosowania, jednakże w przypadku braku odpowiednich regulacji raportowania ESG, nieprzestrzeganie którychkolwiek z wymienionych wyżej nie powoduje żadnych konsekwencji dla przedsiębiorstwa.

W związku z istnieniem różnic pomiędzy standardami i wytycznymi raportowania ESG, w praktyce występują podmioty dostarczające tylko standardów ujawniania informacji ESG, podmioty tworzące jedynie wytyczne w tym zakresie, a także podmioty, które formułują zarówno standardy, jak i wytyczne raportowania informacji w obszarach ESG przez przedsiębiorstwa (zob. rysunek 14).

Standardy oraz wytyczne zyskują na znaczeniu poprzez wdrażanie regulacji obligujących przedsiębiorstwa do raportowania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem²³⁰. Istotna jest również rosnąca presja inwestorów i pozostałych interesariuszy przedsiębiorstw, aby działania spółek były bardziej transparentne oraz wpływały na otoczenie w sposób pozytywny. Spośród wymienionych na rysunku dostarczycieli standardów i wytycznych, najbardziej popularne i uznane, a także najczęściej stosowane przez przedsiębiorstwa, są standardy sprawozdawczości niefinansowej GRI (*Global Reporting Initiative*)²³¹.

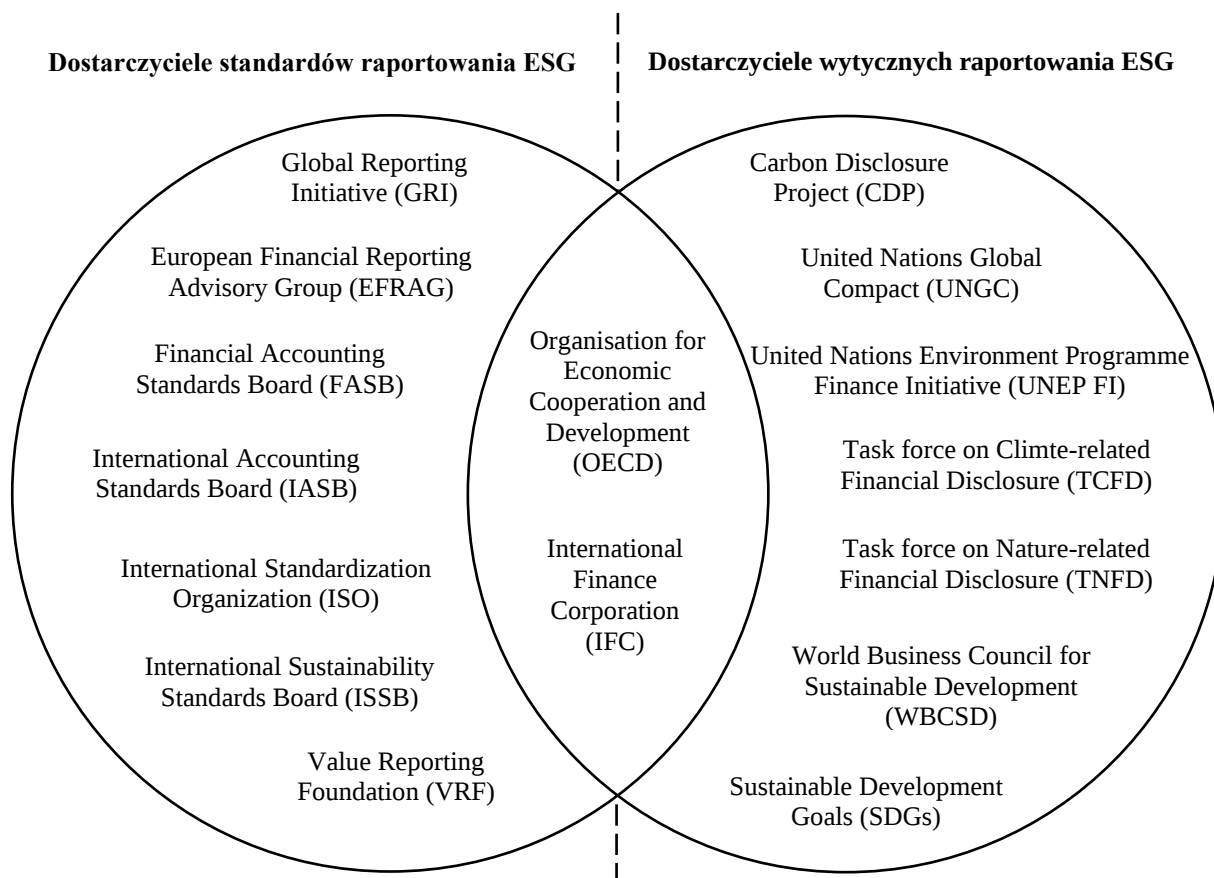
²²⁸ Global Reporting Initiative, *ESG standards, frameworks and everything in between*, <https://www.globalreporting.org/media/jxkgggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf>, (dostęp 07.04.2023 r.).

²²⁹ Global Reporting Initiative, *ESG standards...*, op. cit., (dostęp 07.04.2023 r.).

²³⁰ Regulacje obligujące przedsiębiorstwa do raportowania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem na przykładzie Unii Europejskiej omówiono w dalszej części pracy w punkcie 3.2. Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych.

²³¹ S. Bose, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, [in:] D.C. Esty, T. Cort (eds.), *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 13–33; KPMG, *Big shifts, small steps*, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf>, (dostęp 06.04.2023 r.); Deloitte, *Globally consistent ESG reporting*, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-globally-consistent-esg-reporting.pdf>, (dostęp 05.04.2023 r.).

Rysunek 14. Wybrani dostawcy standardów i wytycznych raportowania ESG



Źródło: Global Reporting Initiative, *ESG standards...*, op. cit., (dostęp 07.04.2023 r.).

GRI to niezależna międzynarodowa organizacja założona w 1997 roku, która jako pierwsza na świecie zdefiniowała standardy kompleksowego raportowania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem przedsiębiorstw w 2000 roku. Nadrzędnym celem tego podmiotu jest zwiększenie odpowiedzialności przedsiębiorstw za negatywny wpływ ich działalności na otoczenie. Środkiem realizacji celu GRI są przede wszystkim definiowane przez organizację standardy raportowania ESG wywierające na poszczególne spółki presję zwiększania przejrzystości swoich działań²³². Standardy GRI wspomagają raportowanie przez przedsiębiorstwa czynników ESG na poziomie podstawowym (profilowym) oraz szczegółowym (specyficznym). Czynniki profilowe uwzględniają chociażby²³³:

- stosowane strategie działań w obszarach ESG;
- profil organizacyjny;

²³² Global Reporting Initiative, *Our mission and history*, <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>, (dostęp 07.04.2023 r.).

²³³ A. Sajnog, *Jakość raportowania...*, op. cit., s. 101–133.

- obszary działalności wyróżniające się potencjałem generowania efektów zewnętrznych;
- zaangażowanie interesariuszy;
- etykę.

Do czynników specyficznych GRI zalicza informacje dotyczące podejścia przedsiębiorstwa do kwestii zarządczych, a także informacje na temat wyników jego działalności w obszarach środowiskowym, społecznym i ekonomicznym (zob. tabela 8).

Tabela 8. Kategorie oraz podkategorie czynników ESG stosowanych w standardach GRI

Kategoria czynników ESG	Podkategoria czynników ESG	Przykładowe czynniki ESG
Społeczne (Social/People)	Praktyki zatrudnienia i godnej pracy	Zatrudnienie, stosunki pracowników z kierownictwem, bezpieczeństwo w pracy, higiena pracy, równość płciowa, różnorodność, szkolenia i edukacja, ocena dostawców pod kątem praktyk zatrudnienia, mechanizmy skargowe związane z praktyką zatrudnienia
	Prawa człowieka	Brak dyskryminacji, praca dzieci, system okresowej oceny pracownika, praca przymusowa, ocena dostawców pod kątem poszanowania praw człowieka, mechanizmy skargowe związane z nieposzanowaniem praw człowieka
	Społeczeństwo	Zapobieganie korupcji, zgodność z obowiązującymi regulacjami, społeczności lokalne, ocena dostawcy pod kątem kwestii społecznych, mechanizmy skargowe dotyczące wpływu na społeczeństwo
	Odpowiedzialność za produkt	Zdrowie i bezpieczeństwo klientów, oznakowanie produktów i usług, działania marketingowe, zgodność z obowiązującymi regulacjami, prywatność klienta
Środowiskowe (Environment/Planet)	n.d.	Materiały i surowce, zgodność z regulacjami, transport, energia, gospodarka wodna, gospodarka odpadami, bioróżnorodność, emisja zanieczyszczeń, ocena środowiskowa dostawców, mechanizmy skargowe związane ze środowiskiem
Ekonomiczne (Economic/Profit)	n.d.	Wyniki ekonomiczne, praktyki zakupowe, pośredni wpływ ekonomiczny, obecność na rynku

Objaśnienia: zapis „n.d.” oznacza „nie dotyczy”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Global Reporting Initiative, *The GRI standards: A guide for policy makers*, <https://www.globalreporting.org/media/nmmnwfsn/gri-policy-makers-guide.pdf>, (dostęp 26.04.2023r.).

Formułowane przez GRI standardy sprawozdawczości niefinansowej skupiają się na zwiększeniu przejrzystości działalności przedsiębiorstw w trzech obszarach wyznaczających *triple bottom line*. Ponadto, w ramach kategorii „Społeczeństwo”, GRI dodatkowo wyszczególnia cztery podkategorie czynników ESG w celu uzyskania bardziej precyzyjnego

obrazu o wynikach przedsiębiorstw w tym obszarze, gdyż, według GRI, jest on kluczowy²³⁴. GRI takie podejście argumentuje przez fakt, iż przedsiębiorstwo będąc efektem wysiłków ludzi powinno przede wszystkim dostarczać im, czyli społeczeństwu, korzyści.

2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw

Podczas gdy S. Bullock, J. Cockfield podają, iż na koniec 2022 roku funkcjonowało w gospodarce światowej około 140 agencji ratingowych ESG²³⁵, jedna z czterech najbardziej znanych spółek konsultingowych na świecie – Deloitte – doniosła, że takich podmiotów było ponad 600²³⁶. Bez względu na to, która informacja jest poprawna oraz zważywszy, iż nie ma jednej spójnej metodyki nadawania ratingów ESG i jakakolwiek metodyka nie jest lepsza od innej, nasuwa się wniosek, że występowanie rozbieżności w zakresie wskaźników ESG nadawanych przez różne agencje konkretnemu przedsiębiorstwu jest czymś naturalnym. Ponadto, w literaturze przedmiotu istnieje wyraźne rozróżnienie między podmiotami, które specjalizują się w dostarczaniu danych i informacji ESG (*ESG data providers/vendors*), nadawaniu scoringu i ratingu ESG, a także pełniących obie z wymienionych funkcji jednocześnie (zob. tabela 9).

Tabela 9. Przykładowi dostawcy danych, informacji oraz scoringów i ratingów ESG na rynku globalnym na koniec 2022 roku

Nazwa podmiotu	Pełniona funkcja	
	Dostawca danych i informacji ESG	Agencja ratingowa ESG
Bloomberg	X	X
Carbon Delta	X	-
Carbone 4	X	-
Corporate Knights	-	X
CSR Hub	-	X
EthiFinance	X	-
Environmental Performance Index	-	X
Ethos	X	-
Fitch Ratings	-	X

²³⁴ Global Reporting Initiative, *GRI standards*, <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>, (dostęp 09.04.2023 r.).

²³⁵ S. Bullock, J. Cockfield, *ESG ratings: key considerations for stakeholders*, *Financier Worldwide Magazine*, <https://www.financierworldwide.com/esg-ratings-key-considerations-for-stakeholders#.ZCYvLH-ZByHg>, (dostęp 31.03.2023 r.).

²³⁶ Deloitte, *ESG Ratings: do they add value? How to get prepared? ESG in defining value*, <https://www2.deloitte.com/ce/en/pages/about-deloitte/articles/esg-ratings-do-they-add-value.html>, (dostęp 05.04.2023 r.).

FTSE Russel	X	-
Moody's	-	X
Morningstar	X	X
Mrate	X	-
MSCI	X	X
Oekom	X	-
Refinitiv	X	X
RepRisk	-	X
S&P Global	X	X
Solability	-	X
Solaron	X	-
Sustainalytics	-	X

Objaśnienia: „X” wskazuje na pełnienie danej funkcji przez podmiot.

Źródło: opracowanie własne na podstawie B.M. Huber, M. Comstock, D. Polk, L. Wardwell, *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>, (dostęp 05.04.2023 r.); Sia Partners, *ESG data market: changes and challenges for financial players*, <https://www.sia-partners.com/en/insights/publications/esg-data-market-changes-and-challenges-financial-players>, (dostęp 05.04.2023 r.).

Najbardziej rozpoznawane na świecie są przede wszystkim te podmioty, które pełnią zarówno funkcję dostawcy danych i informacji ESG, jak i agencji ratingowej ESG. Są to Bloomberg, Morningstar, MSCI, Refinitiv²³⁷ oraz S&P Global, natomiast Refinitiv spośród nich wszystkich analizuje działalność przedsiębiorstwa w sposób najbardziej kompleksowy²³⁸.

Refinitiv to globalny dostawca danych i informacji w zakresie standingu finansowego przedsiębiorstw, ich wyników inwestycyjnych oraz ESG. Refinitiv jest względnie młodym podmiotem, gdyż został założony w 2018 roku. Spółka ta została utworzona na skutek sprzedaży przez Thomson Reuters 55% posiadanej własności intelektualnej w zakresie produktów związanych z oceną finansową i ryzyka przedsiębiorstw funduszu *private*

²³⁷ Od 1 grudnia 2023 roku, nazwa Refinitiv została zmieniona na LSEG na skutek zawarcia 10-letniego partnerstwa z Microsoft oraz ogólnego *rebrandingu* (zmiany wizerunku) London Stock Exchange Group. Niemniej, z uwagi na większą rozpoznawalność Refinitiv niż LSEG, jako dostawcy danych finansowych oraz ESG, w pracy wykorzystywana będzie właśnie ta nazwa, tj. Refinitiv. S. Hunt, M. Hunter, *Refinitiv name to be scrapped in fresh LSEG rebrand*, The Standard, <https://www.standard.co.uk/business/refinitiv-to-be-scrapped-in-fresh-lseg-rebrand-london-stock-exchange-b1103471.html>, (dostęp dnia: 17.12.2023 r.).

²³⁸ A.S. Garcia, M.C. Wesley, R.J. Orsato, *Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets*, Journal of Cleaner Production, vol. 150, 2017, s. 135–147; A. Sajnóg, *Jakość raportowania...*, op. cit., s. 101–133; B.M. Huber, M. Comstock, D. Polk, L. Wardwell, *ESG Reports...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.);

*equity*²³⁹ należącemu do Blackstone Group LP²⁴⁰. Rok później, Londyńska Giełda Papierów Wartościowych (LSE, *London Stock Exchange*) nabyła 100% udziałów w spółce (tj. Blackstone Group LP) i od tamtej pory Refinitiv jest jednym z podmiotów zależnych grupy kapitałowej LSE (*London Stock Exchange Group*)²⁴¹. Refinitiv dostarcza również wskaźniki ESG przedsiębiorstw nadane według autorskiej metodyki (*Refinitiv ESG scores methodology*)²⁴² od 2002 roku (pod warunkiem dostępności danych). Wskaźniki ESG Refinitiv podlegają cotygodniowemu odświeżeniu i okresowej aktualizacji do sześciu lat wstecz. Wskaźniki ESG są nadawane przez tę agencję ratingową ponad 15 000 spółkom prywatnym i giełdowym funkcjonującym w 76 krajach na świecie, które stanowią ponad 88% globalnej kapitalizacji rynkowej (dotyczy spółek giełdowych)²⁴³. Wszystkie składowe scoringów i ratingów ESG Refinitiv, a także dane finansowe i rynkowe przedsiębiorstw, są dostępne za pośrednictwem bazy danych Refinitiv Eikon²⁴⁴ (*Refinitiv Eikon database*)²⁴⁵. Refinitiv nie predefiniuje „dobrych i złych wyników/wskaźników ESG”, publikowane scoringi i ratingi ESG odzwierciedlają wyniki poszczególnych przedsiębiorstw na tle innych podmiotów z danego sektora lub kraju (zob. rysunek 15).

Proces tworzenia wskaźników ESG Refinitiv rozpoczyna się od zbierania danych. W czynności tej uczestniczą pracownicy przedsiębiorstwa oraz wykorzystywane są w tym celu zautomatyzowane algorytmy kolekcji danych z dostępnych źródeł internetowych. Dane są zbierane z okresowych raportów i sprawozdań CSR ewaluowanych spółek, ich stron internetowych, danych dostępnych na stronach organizacji pozarządowych (NGOs, *Non-Government Organizations*), dokumentów giełdowych oraz innych źródeł internetowych zawierających istotne dane i informacje. Zebrane dane są następnie organizowane do bazy

²³⁹ *Private equity* to średnio- oraz długoterminowe inwestycje zaliczane do zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw, których udziały nie zostały jeszcze dopuszczone do obrotu publicznego.

²⁴⁰ Thomson Reuters, *Thomson Reuters and Blackstone close Financial & Risk transaction*, <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/october/thomson-reuters-and-blackstone-close-financial-and-risk-transaction.html>, (dostęp 05.04.2023 r.).

²⁴¹ Refinitiv, *About us*, <https://www.refinitiv.com/en/about-us>, (dostęp 05.04.2023 r.).

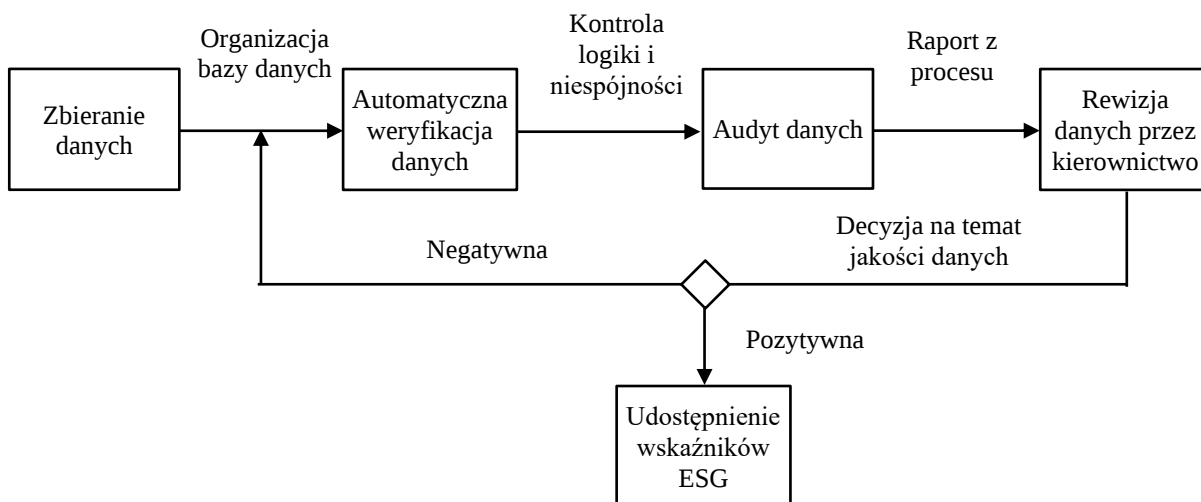
²⁴² Refinitiv, *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf, (dostęp 05.04.2023 r.).

²⁴³ Refinitiv, *ESG data in Eikon. Quick start guide*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/esg-data-in-eikon-march-2021.pdf, (dostęp 05.04.2023 r.); Refinitiv, *Environmental, Social...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.).

²⁴⁴ Od 1 grudnia 2023 roku zmianie uległy nazwy produktów przedsiębiorstwa (np. zmiana z Refinitiv Eikon na LSEG Eikon), lecz z uwagi na większą rozpoznawalność produktów Refinitiv, w pracy posługiwano się dotychczasową nazwą bazy danych, Refinitiv Eikon.

²⁴⁵ Refinitiv, *Refinitiv Eikon – your trusted source of financial data, news and analysis*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/brochures/eikon-overview-brochure.pdf, (dostęp 05.04.2023 r.).

Rysunek 15. Proces konstruowania wskaźników ESG przez Refinitiv



Źródło: opracowanie własne na podstawie Refinitiv, *Environmental, Social...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.).

danych, która w kolejnym etapie podlega weryfikacji poprawności pod kątem ewentualnych niespójności oraz potencjalnego braku logiki danych (np. czy dane wpisane przez pracowników są tożsame z tymi pobranymi przez algorytmy). W trzecim etapie procesu, tj. audycie danych, przeprowadzane są dodatkowe czynności (np. sprawdzenie poprawności losowo wybranej próbki danych) mające na celu weryfikację zasadności wykorzystanych danych. Etap trzeci finalizuje przekazanie raportu z wynikami z dotychczasowego procesu do autoryzacji kierownictwa. Jeśli kierownictwo stwierdzi, iż baza danych nie prezentuje odpowiednio wysokiej jakości (np. występują znaczące braki lub jakiegokolwiek niespójności danych), to wprowadzane są dodatkowe czynności kontrolne i cały proces jest powtarzany od etapu organizacji bazy danych. Jeśli baza danych zostanie zaakceptowana, to wraz ze scoringami i ratingami ESG jest udostępniana użytkownikom.

Scoringi i ratingi ESG Refinitiv są dostępne zarówno na poziomie poszczególnych obszarów (np. tylko w obszarze E), jak i na poziomie zbiorczym (np. ESG). Poza tym, wskaźniki te formułowane są na podstawie blisko 660 zmiennych dotyczących niefinansowej działalności przedsiębiorstwa, które tworzą 209 czynników klasyfikowanych do 11 kategorii należących do jednego z czterech obszarów ESG²⁴⁶ (zob. tabela 10)²⁴⁷.

²⁴⁶ Choć z założenia akronim ESG wskazuje na istnienie trzech obszarów, to pod tym skrótem identyfikuje się również wskaźnik ESGC, gdzie C oznacza kontrowersje (*Controversies*). Warto dodać, że nie wszystkie agencje ratingowe wyszczególniają komponent C i został on wprowadzony znacznie później od wskaźników ESG.

²⁴⁷ Refinitiv, *Refinitiv ESG scores*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf, (dostęp 05.04.2023 r.).

Tabela 10. Obszary oraz kategorie czynników ESG wykorzystywane przez Refinitiv

Obszar (liczba/waga) czynników uwzględnionych we wskaźniku zbiorczym ESG	Kategoria (liczba/waga) czynników uwzględnionych w ramach obszaru	Interpretacja kategorii czynników uwzględnionych w ramach obszaru	Przykładowe czynniki uwzględnione w ramach kategorii
E, <i>Environmental</i> – Środowiskowy (68/0,28)	Emisja (28/0,10)	Pomiar zaangażowania i skuteczności przedsiębiorstwa w zakresie wdrażania działań dążących do redukcji emisji zanieczyszczeń na skutek procesów produkcyjnych i operacyjnych	Emisja zanieczyszczeń
			Gospodarka odpadami
			Bioróżnorodność
	Innowacje (20/0,08)	Wyniki przedsiębiorstwa w zakresie działalności innowacyjnej zmniejszającej generowane efekty zewnętrzne poprzez wykorzystanie nowych technologii i procesów	Innowacje produktowe
			Przychody z „zielonych” inwestycji
			Nakłady na B+R
	Wykorzystanie zasobów (20/0,10)	Aproksymata wydajności i zdolności przedsiębiorstwa do zmniejszenia zużycia zasobów oraz do znalezienia bardziej ekologicznych rozwiązań poprzez udoskonalenie łańcucha dostaw	Gospodarka wodna
			Energia
			Zrównoważone opakowania
S, <i>Social</i> – Społeczny (62/0,40)	Społeczność (14/0,10)	Zaangażowanie przedsiębiorstwa w ochronę zdrowia publicznego i przestrzeganie etyki biznesowej	Społeczność
	Prawa człowieka (8/0,10)	Skuteczność przedsiębiorstwa w zakresie przestrzegania praw człowieka	Prawa człowieka
	Odpowiedzialność produktowa (10/0,09)	Zdolność przedsiębiorstwa do wytwarzania wysokiej jakości towarów i usług z uwzględnieniem zdrowia i bezpieczeństwa klientów, a także prywatności ich danych	Marketing
			Jakość produktu
			Dane klientów
	Siła robocza (30/0,11)	Możliwość przedsiębiorstwa do zapewnienia satysfakcji z pracy, zdrowego i bezpiecznego miejsca pracy, różnorodności i równych szans na rozwój pracownikom	Równość
			Różnorodność
G, <i>Governance</i> – Zarządczy (56/0,32)	Strategia CSR (9/0,05)	Praktyki przedsiębiorstwa, które zapewniają uwzględnienie czynników ESG w decyzjach o charakterze ekonomicznym (finansowym)	Strategia CSR
			Transparentność
	Zarządzanie (35/0,20)	Zaangażowanie przedsiębiorstwa w stosowanie najlepszych praktyk biznesowych	Struktura organizacyjna
			Polityka wynagrodzeń
	Akcjonariusze (12/0,07)	Efektywność przedsiębiorstwa w zakresie równego traktowania akcjonariuszy	Prawa akcjonariuszy
			Ochrona przed wrogim przejęciem
C, <i>Controversies</i> – Kontrowersji (23/mnożnik od 0,00 do 1,00)	Kontrowersje i skandale (23/–)	Liczba i powaga kontrowersji związanych z działalnością przedsiębiorstw m.in. w odniesieniu do społeczeństwa (przestępstwa podatkowe), praw człowieka	Podatki
			Prawa intelektualne
			Środowisko naturalne

		(wykorzystanie pracy dzieci), ładu korporacyjnego (zawyżanie wynagrodzeń kadry zarządczej), akcjonariuszy (wykorzystywanie tajnych informacji) oraz pracowników (strajki)	Rachunkowość
			Ład korporacyjny

Źródło: Opracowanie własne na Refinitiv, *Environmental, Social...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.).

Refinitiv przypisuje arbitralnie ustanowione wagi poszczególnym obszarom, co stanowi bazę obliczeniową dla zbiorczego wskaźnika ESG. Największy udział we wskaźniku zbiorczym ESG ma obszar S (0,40). Jako jedna z nielicznych agencji ratingowych na świecie, Refinitiv rozszerza zakres wskaźnika ESG o dodatkowy obszar traktujący o kontrowersjach i skandalach związanych z przedsiębiorstwem, czyli obszar C (*Controversies*). Wyniki w ramach tego obszaru są natomiast włączane do wskaźnika zbiorczego w sposób odmienny niż scoringi E, S i G. Scoring C zawiera się w przedziale od 0,00 do 1,00²⁴⁸, jednakże jest to indyktor, który po przemnożeniu przez scoring ESG tworzy dwa nowe wskaźniki zbiorcze, czyli scoring i rating ESGC (*Environmental, Social, Governance and Controversies*)²⁴⁹.

Wskaźniki ESG Refinitiv uchodzą za przejrzyste, oparte o wysokiej jakości dane oraz względnie obiektywne, a przez to wiarygodne. Ponadto, metodyka ESG Refinitiv bazuje na pięciu zasadach, tj.²⁵⁰:

- 1) uwzględnienie specyfiki działalności przedsiębiorstw – z uwagi na fakt, iż istotność poszczególnych czynników ESG jest zależna od rodzaju prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności, znaczenie tych czynników zostało odzwierciedlone we wskaźnikach ESG, poprzez nadanie każdej analizowanej zmiennej wagi istotności (w skali od 1 do 10);
- 2) nagradzanie transparentności – publikowane przez przedsiębiorstwa dane ESG stanowią fundament wskaźników ESG, dlatego, aby stymulować przejrzystość przedsiębiorstw, przyjęta metodyka sprzyja podmiotom wysoce transparentnym, poprzez przypisanie im niskiej „kary punktowej” za nieujawnianie nieistotnych informacji ESG oraz wysokiej za nieujawnianie tych istotnych;
- 3) sprawiedliwa ocena – wskaźniki ESG uwzględniają potencjał przedsiębiorstw do generowania korzyści ESG wynikający z ich rozmiaru aproksymowanego wartością aktywów całkowitych lub kapitalizacji rynkowej;

²⁴⁸ Wynik scoringu C równy 0,00 oznacza multum poważnych skandali, w które dane przedsiębiorstwo było zaangażowane, zatem jest to najgorszy możliwy wynik, podczas gdy scoring równy 1,00 oznacza, iż spółka nie była zaangażowana w żadne kontrowersje i skandale, więc jest to wynik najlepszy z możliwych.

²⁴⁹ Refinitiv, *Environmental, Social...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.).

²⁵⁰ Tamże, (dostęp 05.04.2023 r.).

- 4) stosowanie benchmarków – aby odzwierciedlić pozycję przedsiębiorstw na danym rynku, w procesie nadawania wskaźników ESG wyniki tych podmiotów są ujednolicane z wynikami charakterystycznymi dla sektora oraz kraju, w których podmioty te funkcjonują;
- 5) prostota przekazu – wskaźniki ESG są normalizowane do wartości procentowych oraz przedstawiane pod postacią korespondujących symboli w celu ułatwienia ich interpretacji (zob. tabela 11).

Tabela 11. Mapa scoringów do ratingów ESG przez Refinitiv

Przedział scoringu	Rating	Interpretacja ratingu	Określenie przedsiębiorstw
0,00 ≤ scoring ≤ 8,3(3)	D-	Rating D oznacza relatywnie złe wyniki ESG oraz niski stopień przejrzystości przedsiębiorstwa w zakresie ujawniania informacji niefinansowych	Zacofani w ESG <i>ESG laggards</i>
8,3(3) < scoring ≤ 16,6(6)	D		
16,6(6) < scoring ≤ 25,00	D+		
25,00 < scoring ≤ 33,3(3)	C-	Rating C oznacza relatywnie wystarczające wyniki ESG oraz umiarkowany stopień przejrzystości przedsiębiorstwa w zakresie ujawniania informacji niefinansowych	Opóźnieni w ESG <i>Loungers in ESG</i>
33,3(3) < scoring ≤ 41,6(6)	C		
41,6(6) < scoring ≤ 50,00	C+		
50,00 < scoring ≤ 58,3(3)	B-	Rating B oznacza relatywnie dobre wyniki ESG oraz ponadprzeciętny stopień przejrzystości przedsiębiorstwa w zakresie ujawniania informacji niefinansowych	Naśladowcy ESG <i>Followers in ESG</i>
58,3(3) < scoring ≤ 66,6(6)	B		
66,6(6) < scoring ≤ 75,00	B+		
75,00 < scoring ≤ 83,3(3)	A-	Rating A oznacza relatywnie doskonałe wyniki ESG oraz wysoki stopień przejrzystości przedsiębiorstwa w zakresie ujawniania informacji niefinansowych	Liderzy ESG <i>ESG leaders</i>
83,3(3) < scoring ≤ 91,6(6)	A		
91,6(6) < scoring ≤ 100,00	A+		

Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Naffa, M. Fain, *A factor approach to the performance of ESG leaders and laggards*, Finance Research Letters, vol. 44, 2022, s. 1–8; Refinitiv, *Environmental, Social...*, op. cit., (dostęp 05.04.2023 r.).

Przedsiębiorstwa, których rating ESG kształtuje się na poziomie „D”, uznawane są za „zacofane”, czyli te, które nie osiągają zadawalających wyników ESG i najprawdopodobniej ich działalność negatywnie wpływa na otoczenie. W przypadku przedsiębiorstw z ratingiem „C” jest nieco lepiej, jednakże podmioty te określane są mianem „opóźnionych w ESG”, gdyż prawdopodobnie one również przyczyniają się do tworzenia problemów ESG, lecz w stopniu mniejszym niż „zacofani w ESG”. „Naśladowcy ESG”, czyli przedsiębiorstwa z ratingiem ESG na poziomie „B”, prezentują dobre wyniki oraz ponadprzeciętną transparentność w zakresie informacji ESG. Podmiotami, które charakteryzuje wysoki stopień przejrzystości raportowanych informacji niefinansowych oraz które tworzą korzyści ESG są „liderzy ESG”, czyli przedsiębiorstwa z przyznanym ratingiem na poziomie co najmniej „A-”.

2.5. Podsumowanie

Zrównoważone finanse mogą stanowić część różnych obszarów otoczenia gospodarczego oraz różnych podmiotów gospodarczych. W przeciwieństwie do finansów tradycyjnych, w zrównoważonych finansach przedsiębiorstwo nie jest postrzegane jedynie przez pryzmat korzyści ekonomicznych, lecz perspektywa ta jest rozszerzana również o obszary ESG. Zmianie ulega tym samym paradygmat funkcjonowania przedsiębiorstw, który w najbardziej rozwiniętej wersji zrównoważonych finansów (np. Zrównoważone Finanse 3.0 według D. Schoenmakera lub klasyfikacji ESGF) za główny cel działania przedsiębiorstwa zakłada maksymalizację wartości wspólnej.

Pojęciem nierozzerwalnie połączonym ze zrównoważonymi finansami jest ESG. Podobnie jak zrównoważone finanse, ESG nie posiada zunifikowanej definicji, przez co niemożliwe jest określenie granic interpretacji tego pojęcia. W swej istocie ESG odnosi się do kwestii związanych ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem oraz ładem korporacyjnym, które wyznaczają z kolei fundament realizacji koncepcji zrównoważonego rozwoju. Ponadto, z uwagi na swą nieostrość i występowanie impasu definicyjnego, ESG łączy się z innymi pojęciami (np. obszar, czynnik, wynik, dane, informacja, wskaźnik i raportowanie), które mają zróżnicowaną interpretację w zależności od analizowanych obszarów/pojęć.

W ciągu ostatnich dekad zauważalny jest wzrost zainteresowania zarówno zrównoważonymi finansami, jak i informacjami ESG dotyczącymi działalności przedsiębiorstw, w szczególności ze strony konsumentów, partnerów handlowych, regulatorów oraz inwestorów i ogólnie kapitałodawców. W odpowiedzi na rosnący popyt na tego rodzaju informacje, stworzone zostały standardy sprawozdawczości niefinansowej oraz scoringi i ratingi ESG.

Standardy sprawozdawczości finansowej definiowane są przez organizacje międzynarodowe, których celem jest przede wszystkim zwiększenie transparentności podmiotów gospodarczych oraz ułatwienie podejmowania decyzji inwestycyjnych poprzez zapewnienie przedsiębiorstwom jasnych wytycznych raportowania porównywalnych danych i informacji ESG. Scoringi i ratingi ESG, określane również mianem wskaźników ESG, to z kolei syntetyczne miary działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG. Wskaźniki ESG formułowane są na podstawie ujawnianych przez poszczególne przedsiębiorstwa dane i informacje ESG, według określonych standardów sprawozdawczości niefinansowej.

Na rynku działa wiele agencji ratingowych ESG, lecz podmiotem, który bada działalność przedsiębiorstwa w obszarach ESG w sposób najbardziej kompleksowy jest

Refinitiv. Choć główną niedoskonałością, jaką przypisuje się wskaźnikom ESG, jest brak porównywalności pomiędzy wskaźnikami publikowanymi przez różne agencje ratingowe ESG, to jednak są one nadal istotne, a ich znaczenie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych oraz w formułowanych strategiach przedsiębiorstw rośnie.

Zmiany zachodzące w otoczeniu gospodarczym, związane z próbą odejścia od głównego celu działania przedsiębiorstwa (tj. kreowanie wartości dla właścicieli) na rzecz kreowania wartości wspólnej oraz wzrost zapotrzebowania na porównywalne informacje ESG, wskazują na konieczność powstania narzędzi, które zaspokoilyby ten narastający popyt. Liczne inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów w skali globalnej są bowiem niewystarczające, natomiast eksperci za rozwiązanie w tym zakresie uznają wprowadzenie regulacji prawnych nakładających na przedsiębiorstwa stosowne obowiązki sprawozdawcze w obszarach ESG²⁵¹. Choć aktualnie niemożliwe jest ustanowienie jednolitych przepisów prawnych we wszystkich krajach, to najbliższej osiągnięcia tego celu jest Unia Europejska w ramach prowadzonej polityki na rzecz zrównoważonych finansów.

²⁵¹ H. Ahlström, Policy..., op. cit., s. 1–22; R. G. Eccles, S. Klimenko, *The investor revolution*. *Harvard Business Review*, vol. 97, no. 3, 2019, s. 106–116, S. Zadek, *Financing a Just Transition*, *Organization & Environment*, vol. 32, no. 1, 2019, s. 18–25; A. Gawęda, *Sustainability Reporting: Case of European Stock Companies*, *European Journal of Sustainable Development*, vol. 10, no. 4, 2021, s. 41–53.

ROZDZIAŁ III

Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw

3.1. Inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów

Zrównoważone finanse mają stanowić część procesu efektywnego wytwarzania dóbr i usług przy zachowaniu racjonalnego wykorzystania zasobów, dbałości o środowisko naturalne oraz zaspokojenia oczekiwań społecznych. Oprócz poniesienia nakładów kapitałowych – niezbędne jest bowiem prowadzenie odpowiedniej polityki i implementacja określonych działań (tj. inicjatyw oraz regulacji prawnych), które stworzyłyby spójne ramy organizacyjne i normatywne dla zrównoważonych finansów. Podejmowane działania powinny z jednej strony motywować podmioty gospodarcze do funkcjonowania w zgodzie z nimi, a z drugiej zniechęcać do postępowania wbrew nim. Kluczową rolę odgrywają tu nie tylko działania na poziomie globalnym, lecz również te podejmowane na poziomie regionalnym (np. w Unii Europejskiej) i lokalnym (np. w poszczególnych krajach).

Rozważanie działań podejmowanych na rzecz zrównoważonych finansów wyłącznie przez Unię Europejską (UE)²⁵² jest ważne z dwóch powodów. Po pierwsze, UE uważana jest za podmiot, którego polityka w zakresie działania na rzecz zrównoważonego rozwoju, w tym zrównoważonych finansów, uznawana jest za najbardziej kompleksową oraz efektywną w skali globalnej²⁵³. Po drugie, z uwagi na specyficzny charakter partnerstwa i gospodarczo-politycznego związku między państwami członkowskimi UE, działania przyjmowane w UE (na poziomie regionalnym), w większości wypadków są włączane do ustawodawstwa państw członkowskich (na poziomie lokalnym). Można zatem przyjąć, iż każde działanie na poziomie UE jest z mocy prawa przyjmowane przez państwa członkowskie.

Od początku XXI wieku, UE przeszła drogę od braku jakiegokolwiek polityki w zakresie zrównoważonych finansów do przyjęcia kompleksowego i jasno określonego planu działania w tym obszarze²⁵⁴. Pojawienie się polityki dotyczącej zrównoważonych finansów w UE

²⁵² Z uwagi, iż Wielka Brytania była państwem członkowskim UE od momentu jej założenia (tj. 1993 roku) i odłączyła się od niej względnie niedawno, dlatego dla uproszczenia przyjęto, iż gdy mowa o państwach członkowskich Unii Europejskiej, to mowa również o Wielkiej Brytanii.

²⁵³ H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulator...*, op. cit., s. 193–212.

²⁵⁴ M.V. Stichele, *Sustainable finance in new EU legislation: focus on climate investment*, <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2018/06/Sustainable-finance-in-new-EU-legislation.pdf>, (dostęp 30.06.2023 r.); Komisja Europejska, *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego (COM(2018) 97 final)*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>, (dostęp 30.06.2023 r.).

stanowi interesujący fakt, bowiem odzwierciedla wyniki wielu lat debat i badań prowadzonych w UE na temat roli finansów w funkcjonowaniu środowiska naturalnego i społeczeństw, a także związku między wzrostem gospodarczym a zrównoważeniem gospodarki²⁵⁵. Działania UE na rzecz zrównoważonych finansów – podobnie jak miało to miejsce w przypadku działań na poziomie globalnym – charakteryzuje mnogość oraz różnorodność (zob. tabela 12).

Tabela 12. Najważniejsze inicjatywy i regulacje Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od początku XXI wieku

Nazwa działania	Opis działania
Europejska Grupa Doradcza do spraw Sprawozdawczości Finansowej (EFRAG, <i>European Financial Reporting Advisory Group</i>)	Prywatne stowarzyszenie założone w 2001 roku we współpracy z Komisją Europejską. Celem EFRAG jest pełnienie roli doradcy technicznego Komisji Europejskiej w zakresie opracowania wdrożenia międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej (IFRS, <i>International Financial Reporting Standards</i>) publikowanych przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB, <i>International Accounting Standards Board</i>) oraz wybranych działań UE dotyczących sprawozdawczości niefinansowej (np. dyrektywa 2022/2464/EU i europejskie standardy raportowania zrównoważenia).
Dyrektywa 2003/87/WE z dnia 13 października 2003 roku ustanawiająca system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie oraz zmieniająca dyrektywę Rady 96/61/WE. Rozporządzenia delegowane: 219/2009/WE, 421/2014/UE, 2017/2392/UE i 2021/1416/UE	Bazujące na zapisach Protokołu Kioto, przepisy prawne z 2003 roku wprowadzające w życie w 2005 roku Europejski System Handlu Emisjami (EU-ETS, <i>European Union Emission Trading System</i>). EU-ETS na mocy wprowadzonych regulacji umożliwia handel uprawnieniami do emisji (EUA, <i>European Union Allowance</i>) podmiotom gospodarczym państw członkowskich UE, Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (EFTA, <i>European Free Trade Association</i>) i częściowo z Wielkiej Brytanii, których działalność w znaczącym stopniu przyczynia się do emisji CO ₂ , N ₂ O oraz F-gazów.
Dyrektywa 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 roku zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (NFRD, <i>Non-Financial Reporting Directive</i>)	Regulacja, która weszła w życie w 2014 roku i miała zastosowanie po raz pierwszy od 2018 roku, za 2017 rok. NFRD obowiązuje spółki z sektora finansowego oraz wybrane spółki pozostałych sektorów do ujawniania informacji niefinansowych dotyczących prowadzonej działalności. Celem NFRD jest zobowiązanie wybranych przedsiębiorstw notowanych na rynkach finansowych państw członkowskich UE do ujawniania informacji ESG co najmniej w stopniu umożliwiającym zrozumienie wpływu działalności tych podmiotów, ich wyników oraz rozwoju na obszary ESG.
Unia Rynków Kapitałowych (CMU, <i>Capital Markets Union</i>)	Inicjatywa Komisji Europejskiej z 2015 roku stanowiąca plan przebudowy systemu finansowego w celu stworzenia jednolitego rynku kapitałowego i zapewnienia swobodnego przepływu kapitału w całej UE. Z uwagi na brak realizacji zakładanego celu w ciągu pierwszych pięciu lat, w 2020 roku Komisja Europejska dokonała aktualizacji planu,

²⁵⁵ T. Dyllick, K. Muff, *Clarifying the meaning of sustain able business. Introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability*, Organization & Environment, vol. 29, no. 2, 2016, s. 156–174; G.G. Howard-Grenville, J.A. Joshi, L. Tihanyi, *Understanding and tackling societal grand challenges through management research*, Academy of Management Journal, vol. 59, no. 6, 2016, s. 1880–1895; F.W. Geels, B.K. Sovacool, T. Schwanen, S. Sorrell, *Sociotechnical transitions for deep decarbonization*, Science, vol. 357, no. 6357, 2017, s. 1242–1244.

	przyjmując plan CMU 2.0, który ma umożliwić realizację początkowego celu inicjatywy oraz dodatkowo budowę zrównoważonej gospodarki UE.
Grupa ekspertów wysokiego szczebla do spraw zrównoważonych finansów (HLEG, <i>High-Level Expert Group on sustainable finance</i>)	Powołana w 2016 roku przez Komisję Europejską grupa doradcza w celu aktywnego doradztwa Komisji w zakresie ukierunkowania kapitału na zrównoważone inwestycje oraz ochronę stabilności systemu finansowego przed ryzykiem związanym ze środowiskiem naturalnym. Na podstawie dwóch raportów HLEG z 2017 (<i>Interim Report</i>) oraz 2018 roku (<i>Final Report</i>) opracowano kompleksowy plan działania UE w zakresie finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego (<i>EU Action Plan for Financing Sustainable Growth</i>), a także wdrożono regulacje wspierające rozwój zrównoważonych finansów na rynkach kapitałowych UE (m.in. rozporządzenia 2019/2088 i 2020/852).
Dyrektywa 2017/828 z dnia 17 maja 2017 roku zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania	Przepisy odnoszące się do praw akcjonariuszy spółek z siedzibą statutową w państwie członkowskim UE i których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w tych państwach. Dyrektywa weszła w życie w 2019 roku i ustanawia zasady wykonywania określonych praw akcjonariuszy w celu zachęcenia ich do długoterminowych inwestycji.
Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego (<i>EU Action Plan: Financing Sustainable Growth</i>)	Przedstawiony w 2018 roku plan działania dotyczący finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego UE. Plan zwiększa rolę finansów w zrównoważonym i inkluzywnym wzroście gospodarczym poprzez finansowanie potrzeb społeczeństwa oraz wzmocnienie stabilności finansowej. Celem planu jest m.in. zarządzanie ryzykiem finansowym wynikającym z problemów ESG oraz wspieranie transparentności i długoterminowego podejścia w działalności gospodarczej i finansowej z korzyścią dla ludzi i planety.
Rozporządzenie 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 roku w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR, <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>)	Jeden z aktów ustawodawczych, który wszedł w życie w 2021 roku w ramach realizacji <i>EU Action Plan: Financing Sustainable Growth</i> . Celem SFDR jest zwiększenie transparentności podmiotów sektora finansowego poprzez zobowiązanie ich do ujawnienia opisu sposobu, w jaki ryzyko ESG jest włączone do procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz do opisu generowanych efektów zewnętrznych wynikających ze sprzedaży oferowanych produktów i usług.
Europejski Zielony Ład (EUGD, <i>European Green Deal</i>)	Część strategii Komisji Europejskiej uwzględniająca działania konieczne do realizacji SDGs. EUGD został przedstawiony w 2019 roku jako plan budowy zrównoważonej gospodarki UE, którego celem jest realizacja celów klimatycznych do 2030 roku (redukcja emisji netto gazów cieplarnianych o co najmniej 55% względem 1990 roku) i uczynienie z Europy klimatycznie neutralnego kontynentu do 2050 roku. Powyższe ma być możliwe dzięki promowaniu zrównoważonych finansów oraz przekierowaniu prywatnego kapitału do przedsięwzięć zrównoważonych (aby osiągnąć cele do 2030 roku, UE w latach 2021–2030 musiałaby inwestować 350 mld EUR rocznie więcej niż dotychczas).
Rozporządzenie 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 roku w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie 2019/2088. Rozporządzenia delegowane: 2021/2139, 2021/2178 i 2022/1214 (<i>EU Taxonomy</i>)	Określane mianem taksonomii UE, rozporządzenie 2020/852 weszło w życie w 2020 roku i stanowi system klasyfikacji ustanawiający wykaz zrównoważonych środowiskowo działań gospodarczych. Taksonomia UE dostarcza przedsiębiorstwom, inwestorom i decydentom m.in. definicje dotyczące tego, które rodzaje działalności gospodarczej można uznać za zrównoważone pod względem środowiskowym, a które nie. Celem rozporządzenia jest m.in. zwiększenie skali zrównoważonych inwestycji i ochrona inwestorów przed pseudoekologicznym marketingiem produktów finansowych (tj. <i>greenwashingiem</i>).
Rozporządzenie 2021/1119 z dnia 30 czerwca 2021 roku w sprawie ustanowienia ram na potrzeby osiągnięcia neutralności klimatycznej i zmiany rozporządzeń	Akt ustawodawczy w ramach EUGD stanowiący europejskie prawo o klimacie. Rozporządzenie ma zastosowanie od 2021 roku, zaś jego celem jest wprowadzenie środków legislacyjnych wspierających ograniczenie emisji netto gazów cieplarnianych w UE do 2030 r. o co najmniej 55% (względem 1990 roku), osiągnięcie neutralności

(WE) nr 401/2009 i (UE) 2018/1999 (<i>European climate law</i>)	klimatycznej w UE do 2050 r. oraz okresowa rewizja postępów w zakresie przystosowania do zmiany klimatu na mocy Porozumienia Paryskiego oraz doprecyzowanie dotychczasowo niejednoznacznych interpretacji przepisów prawa.
Dyrektywa 2022/2464/EU w sprawie zmiany rozporządzenia 537/2014 oraz dyrektyw 2004/109/WE, 2006/43/WE i 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD, <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>)	Przepisy prawne obowiązujące od 2023 roku oraz mające zastosowanie po raz pierwszy w 2025 roku za 2024 rok. CSRD obliguje spółki z sektora usług finansowych oraz wybrane spółki pozostałych sektorów do sprawozdawczości informacji w zakresie zrównoważonego rozwoju według europejskich standardów raportowania zrównoważenia. Celem CSRD jest wzmocnienie dotychczasowych obowiązków sprawozdawczych wybranych przedsiębiorstw tak, aby zapewnić ich interesariuszom dostęp do porównywalnych informacji na temat wpływu działalności tych podmiotów na obszary ESG.
Europejskie standardy raportowania zrównoważenia* (ESRS, <i>European Sustainability Reporting Standards</i>)	Opublikowane w 2022 roku ESRS, których celem jest dostarczenie usystematyzowanych wytycznych raportowania przez wybrane podmioty gospodarcze informacji związanych z wpływem ich działalności na obszary ESG. ESRS zostały opracowane w ramach czterech grup, stanowiące ich podział na przekrojowe oraz związane ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem i ładem korporacyjnym.

Objaśnienia: * – ESRS nie otrzymały polskiego tłumaczenia, dlatego w pracy przyjęto ich bezpośrednie przełożenie na język polski, tj. „europejskich standardów sprawozdawczości zrównoważenia”.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie European Financial Reporting Advisory Group, *Facts*, <https://www.efrag.org/About/Facts>, (dostęp 03.07.2023 r.); European Commission, *Consolidated text: Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02003L0087-0210101&qid=1675929431390>, (dostęp 09.02.2023 r.); Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>, (dostęp 31.01.2023 r.); European Commission, *A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan*, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF, (dostęp 03.07.2023 r.); European Commission, *European Commission appoints members of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4502, (dostęp 03.07.2023 r.); Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>, (dostęp 31.01.2023 r.); European Commission, *Action Plan...*, op. cit., (dostęp 30.06.2023 r.); Komisja Europejska, *Plan działania...*, op. cit., (dostęp 01.07.2023 r.); Komisja Europejska, *Europejski Zielony Ład*, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0016.02/DOC_1&format=PDF, (dostęp 01.07.2023 r.); Komisja Europejska, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PL>, (dostęp 31.01.2023 r.); Komisja Europejska, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/1119*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1119>, (dostęp 01.02.2023 r.); Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>, (dostęp 01.02.2023 r.); European Financial Reporting Advisory Group, *First Set of draft ESRS*, <https://www.efrag.org/lab6>, (dostęp 11.07.2023 r.).

Zawarte w tabeli 12 działania UE na rzecz zrównoważonych finansów nie stanowią zbioru zamkniętego²⁵⁶. W ramach działań UE można wyszczególnić inicjatywy i regulacje,

²⁵⁶ W tabeli 12 zaprezentowano tylko te działania, które wyróżnia największy potencjał wpływu na podmioty gospodarcze w UE, a także te, które uznano za kluczowe z punktu widzenia prowadzonych badań w dalszej części rozprawy. Tym samym, nie omówiono takich działań UE jak: plan odbudowy dla Europy NextGenerationEU (*Recovery Plan for Europe NextGenerationEU*), europejski standard zielonych obligacji (*European Green Bond Standard*), mechanizm sprawiedliwej transformacji (*Just Transition Mechanism*), strategia przemysłowa (*Industrial Strategy*), plan działania na rzecz gospodarki cyrkularnej (*Circular Economy Action Plan*), zrównoważona niebieska gospodarka (*Sustainable Blue Economy*), strategia bioróżnorodności (*Biodiversity*

natomiast w skład regulacji wchodziły dyrektywy oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE), którym towarzyszyć mogły decyzje, zalecenia, jak i opinie tych organów²⁵⁷.

Począwszy od 2001 roku, UE wdraża działania sprzyjające rozwojowi zrównoważonych finansów. Jednym z pierwszych tego rodzaju przejawów było rozpoczęcie współpracy z EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) w zakresie implementacji standardów sprawozdawczości finansowej, a następnie przyjęcie dyrektywy 2003/87/WE, ustanawiającej podstawy funkcjonowania EU-ETS dwa lata później. Ukonstytuowanie EU-ETS miało umożliwić podmiotom, których działalność jest uznawana za jedną z najbardziej emisyjnych i w największym stopniu zagraża zanieczyszczeniem środowiska, handel uprawnieniami do emisji (tj. EUA) z podobnymi podmiotami niewykorzystującymi swoich EUA w pełni. Dzięki temu, przedsiębiorstwa najbardziej zanieczyszczające środowisko ponosiły dodatkowe koszty z tego tytułu (zakup EUA lub nakładane kary finansowe), z kolei podmioty, których działalność nie była aż tak emisyjna, generowały dodatkowe przychody z tytułu sprzedaży EUA. Choć pierwsze inicjatywy i regulacje w tym zakresie zaczęły pojawiać się w UE od początku XXI wieku, to znaczący wzrost ich liczebności można zaobserwować dopiero od 2014 roku²⁵⁸. Jak podkreśla H. Ahlström, zjawisko to jest rezultatem negatywnych efektów globalnego kryzysu finansowego mającego miejsce w 2008 roku oraz kryzysu w strefie euro rok później²⁵⁹. Paradoksalnie, choć zdarzenia te dowiodły niewystarczających regulacji dotyczących działalności głównie spółek z sektora usług finansowych (banków, przedsiębiorstw inwestycyjnych i ubezpieczycieli) oraz ograniczonej możliwości zaufania tym podmiotom²⁶⁰,

Strategy) oraz strategia „od pola do stołu” (*Farm to Fork strategy*), gdyż uznano, iż nie dotyczą wprost omawianego zagadnienia lub dotyczą go tylko fragmentarycznie.

²⁵⁷ Rozporządzenia są wiążącymi aktami ustawodawczymi, które muszą być bezpośrednio stosowane przez wszystkie państwa członkowskie UE. Dyrektywy to z kolei przepisy wyznaczające konkretny cel do osiągnięcia przez wszystkie państwa UE w określonym terminie, jednakże sposób jego osiągnięcia określany jest indywidualnie przez poszczególne kraje za pośrednictwem ich własnego ustawodawstwa. Decyzje stanowią odpowiedź na wnioski krajów oraz są wiążące i bezpośrednio stosowane tylko dla tych podmiotów, natomiast zalecenia i opinie są niewiążące i stanowią wyraz punktu widzenia organów UE na dane zagadnienie, jednak podmioty, do których są kierowane, muszą się do nich ustosunkować. Unia Europejska, *Rodzaje aktów prawnych*, https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pl, (dostęp 12.02.2023 r.).

²⁵⁸ D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald, *Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene*, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (eds.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 3–19.

²⁵⁹ J. Kraciuk, *Kryzys finansowy strefy euro*, Optimum. Studia Ekonomiczne, tom 4, nr 64, 2013, s. 125–132; H.D. Gibson, T. Palivos, G.S. Tavlvas, *The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview*, Journal of Macroeconomics, vol. 39, 2014, s. 233–239; H. Ahlström, *Policy...*, op. cit., s. 1–22.

²⁶⁰ European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52010DC0301>, (dostęp 15.05.2023 r.); European Commission, *Green paper – The EU corporate governance framework*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52011DC0164>, (dostęp 15.05.2023 r.).

to w połączeniu z narastającymi globalnymi problemami w obszarach ESG w tym okresie, wywarły wpływ na podejmowane przez UE działania odnośnie do funkcjonowania wszystkich rodzajów przedsiębiorstw w okresie późniejszym²⁶¹. W latach 2004–2013, oprócz przepisów uzupełniających do dyrektywy 2003/87/WE, nie nastąpiło wdrożenie żadnego istotnego z punktu widzenia funkcjonowania przedsiębiorstw działania UE bezpośrednio odnoszącego się do zrównoważonych finansów. Uległo to zmianie dopiero w 2014 roku, kiedy UE przyjęła dyrektywę 2014/95/UE (NFRD, *Non-Financial Reporting Directive*), w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie interesariuszy na informacje ESG oraz w celu zwiększenia przejrzystości działalności wybranych przedsiębiorstw. W kolejnym roku UE przedstawiła plan działania unii rynków kapitałowych (CMU, *Capital Markets Union*), który miał zapewnić stworzenie jednego wspólnego rynku kapitałowego w całej UE, jednak z uwagi na jego niepełne powodzenie, plan ten został zaktualizowany i poszerzony w 2020 roku (tj. CMU 2.0) tak, aby lepiej odpowiadał bieżącym potrzebom gospodarek (m.in. w obszarach ESG) w Europie i na świecie. W ramach CMU powołana została HLEG (grupa ekspertów wysokiego szczebla do spraw zrównoważonych finansów, *High-Level Expert Group on sustainable finance*), a na podstawie dwóch opublikowanych przez HLEG raportów, w 2018 roku, powstał plan działania na rzecz finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego (*EU Action Plan: Financing Sustainable Growth*). Równoległe do tych wydarzeń, w życie weszło rozporządzenie 2017/828, którego celem było zachęcanie akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania kapitału w przedsiębiorstwa funkcjonujące w zgodzie z założeniami zrównoważonego rozwoju. Wyraz dostrzeżenia przez UE istotności sektora finansowego dla wdrażania wymogów zrównoważonych finansów stanowiło przedstawienie w 2019 roku rozporządzenia 2019/2088 (SFDR, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*), którego głównym założeniem było uczynienie działań podmiotów sektora finansowego bardziej transparentnymi, nie pozostawiając tym samym miejsca dla *greenwashingu* produktów i usług finansowych. W tym samym roku zaprezentowany został również Europejski Zielony Ład (EUGD, *European Green Deal*), stanowiący m.in. zbiór działań niezbędnych do osiągnięcia celów klimatycznych UE do 2030 oraz 2050 roku. Od 2020 roku w działaniach UE dostrzegalna jest chęć usystematyzowania dotychczasowych pojęć związanych ze zrównoważonymi finansami (tj. poprzez wprowadzenie rozporządzenia 2020/852 – taksonomii UE – oraz rozporządzenia 2021/1119 – europejskiego prawa klimatu – odpowiednio w latach 2020 i 2021), a także zapewnienie większej niż dotychczas użyteczności informacji ESG publikowanych przez

²⁶¹ H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*, op. cit., s. 193–212.

zobligowane do tego podmioty (m.in. poprzez wprowadzenie do życia dyrektywy 2022/2464/EU oraz przedstawienie europejskich standardów raportowania zrównoważenia). Przyjmując za D. Buschem, G. Ferrarinim oraz A. van der Hurk, należy stwierdzić, że inicjatywy i regulacje w ramach prowadzonej przez UE polityki na rzecz zrównoważonych finansów można zaklasyfikować do jednej z pięciu grup działań skupiających się odpowiednio na²⁶²:

- zaangażowaniu społeczeństwa – zapewnienie technicznego oraz finansowego wsparcia obywatelom krajów członkowskich UE w celu ułatwienia im dokonywania inwestycji w zrównoważone przedsięwzięcia;
- standaryzacji – ustanowienie taksonomii zrównoważonych finansów, a także wprowadzenie spójnych standardów ujawniania informacji przez wybrane podmioty oraz wiarygodnego systemu oznakowań dla zrównoważonych produktów i usług oferowanych na terenie krajów członkowskich UE;
- ujawnianiu informacji – objęcie obowiązkiem ujawniania informacji ESG przez wybrane przedsiębiorstwa, ustanowienie benchmarku dla działalności zrównoważonej oraz zachęcenie agencji ratingowych (zarówno agencji credit ratingowych, jak i agencji ratingowych ESG) do rzetelnej implementacji informacji ESG do ich systemu ocen;
- ładzie korporacyjnym – zachęcenie przedsiębiorstw do formułowania strategii włączających kwestie ESG do działalności przedsiębiorstw w celu długoterminowego kreowania wartości wspólnej, powodujących odejście od *short-termismu*;
- regulacji działalności podmiotów sektora finansowego – wprowadzenie przejrzystych regulacji dotyczących banków, przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz ubezpieczycieli w celu zobowiązania ich do włączenia informacji ESG do oferowanych przez nich produktów i usług.

Choć dla wdrażania polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów kluczowa jest koordynacja działań w ramach wszystkich powyższych grup, za wiodące w tym kontekście należy uznać działania skupiające się na ujawnianiu informacji. Pogląd ten uzasadniony jest przez fakt, iż największy wpływ na otoczenie w obszarach ESG mają przedsiębiorstwa, a nie zaangażowanie społeczeństwa, standaryzacja, ład korporacyjny czy regulacje sektora

²⁶² D. Busch, G. Ferrarini, A. van der Hurk, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald (eds.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 19–61.

finansowego. Przedsiębiorstwa, poprzez prowadzoną działalność, bezpośrednio oddziałują negatywnie lub pozytywnie na otoczenie, lecz korekta tego wpływu (przede wszystkim w przypadku negatywnego oddziaływania) jest możliwa dopiero wtedy, gdy znana jest jego przyczyna, a tę z kolei można zidentyfikować dopiero w momencie dostępu do stosownych informacji (informacji ESG), co zapewnia NFRD oraz co ma zapewnić w większym stopniu dyrektywa 2022/2464/UE (CSRD, *Corporate Sustainability Reporting Directive*). Istotne w tym momencie jest również zastrzeżenie, iż informacje ESG (a zwłaszcza te o istotnym znaczeniu dla odbiorców sprawozdań niefinansowych) muszą być ujawniane w sposób zrozumiały, weryfikowalny, porównywalny i wiernie przedstawiający rzeczywistość²⁶³. Niezbędna jest standaryzacja wymogów raportowania przez poszczególne podmioty gospodarcze informacji ESG, dzięki czemu zapewniona będzie porównywalność tych informacji między różnymi przedsiębiorstwami, a także możliwość konstytuowania przez zainteresowane strony wniosków dotyczących działalności przedsiębiorstw na podstawie faktów i rzetelnych danych. Brakiem wartości wyróżniają się bowiem pojedyncze jednostki informacyjne na temat działań przedsiębiorstw w obszarach ESG (np. stosowanie polityki oszczędności energii) bez objaśnień dotyczących efektów tych aktywności (np. o ile mniej energii zużyto na skutek wdrożenia stosownej polityki). Rozwiązaniem UE w tym zakresie ma być powstanie europejskich standardów raportowania zrównoważenia (ESRS, *European Sustainability Reporting Standards*). Na szczególną uwagę zasługują regulacje UE wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji ESG (czyli NFRD i CSRD)²⁶⁴, ujednolicenie pojęcia zrównoważonej środowiskowo działalności (czyli taksonomia UE), a także spójne standardy raportowania tego rodzaju informacji (tj. ESRS)²⁶⁵. To głównie poprzez nie rozwijane będą polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów w przyszłości²⁶⁶, gdyż mają „(...) podstawowe znaczenie dla zarządzania przemianą w kierunku zrównoważonej gospodarki światowej za pomocą połączenia długoterminowej rentowności ze sprawiedliwością społeczną i ochroną środowiska”²⁶⁷.

²⁶³ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.)

²⁶⁴ Regulacje UE wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji ESG omówiono w dalszej części pracy w punkcie 3.2. Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych.

²⁶⁵ Standardy raportowania informacji ESG przez wybrane przedsiębiorstwa omówiono w dalszej części pracy w punkcie 3.3. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw.

²⁶⁶ T. Nakajima, *ESG Investment*, [in:] T. Nakajima, S. Hamori, X. He, G. Liu, W. Zhang, Y. Zhang, T. Liu (eds.), *ESG Investment in the Global Economy*, Springer Nature Singapore, Singapore 2021, s. 1–21.

²⁶⁷ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.).

3.2. Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych

Głównymi beneficjentami informacji ESG są inwestorzy, którzy chcą lepiej zrozumieć występujące rodzaje ryzyka i ich potencjalne konsekwencje finansowe, a także podmioty społeczeństwa obywatelskiego (m.in. organizacje pozarządowe oraz partnerzy społeczni), chcące pociągać przedsiębiorstwa do większej odpowiedzialności za ich wpływ na ludzi i środowisko²⁶⁸. Brak ogólnie przyjętych wskaźników, metod pomiaru i wyceny ryzyka ESG, a także brak zarządzania tą kategorią stanowią ważną przeszkodę dla wysiłków i starań, które przedsiębiorstwa podejmują na rzecz zrównoważenia swojej działalności. Dodatkowo, brak dostępu lub ograniczony dostęp zainteresowanych stron do informacji ESG istotnie zmniejsza ich zdolność do nawiązywania dialogu z wybranymi podmiotami w kwestiach związanych ze zrównoważonym rozwojem. Istotne są zatem regulacje, które zaspokoiliłyby popyt na rzetelne i porównywalne informacje na temat wpływu działalności przedsiębiorstw na ich otoczenie²⁶⁹.

3.2.1. Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD)

W UE informacje dotyczące wpływu na środowisko oraz sposobów jego ochrony, a także wybranych kwestii społecznych, mogły być publikowane m.in. na podstawie Czwartej Dyrektywy Rady z dnia 25 lipca 1978 roku wydanej na podstawie art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu, w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek. Na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylającej dyrektywę Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (zwaną również dyrektywą rachunkową – *Accounting Directive*) zakres sprawozdawczości został rozszerzony względem wspomnianej Czwartej Dyrektywy Rady, lecz w niewystarczającym stopniu. Praktyka raportowania informacji niefinansowych przez wybrane podmioty nadal pozostawała niska²⁷⁰. Odpowiedzią UE na zgłaszany przez uczestników otoczenia gospodarczego popyt na tego rodzaju informacje była dyrektywa 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 roku zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE

²⁶⁸ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁶⁹ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁷⁰ R. Kamiński, *Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego. Regulacje prawne i doświadczenia praktyczne w Unii Europejskiej i Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, s. 159.

w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, zwana potocznie dyrektywą raportowania informacji niefinansowych, tj. NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*). NFRD została wdrożona w 2014 roku, a transpozycja dyrektywy w państwach członkowskich miała miejsce do końca 2016 roku, zatem przedsiębiorstwa sprawozdawały według dyrektywy po raz pierwszy za 2017 rok, z kolei sprawozdania te były dostępne dopiero w 2018 roku²⁷¹. Postanowienia dyrektywy obowiązywały do końca 2023 roku.

Celem NFRD było zapewnienie łatwego dostępu do informacji na temat wpływu działalności przedsiębiorstw na otoczenie, zwiększenie spójności i porównywalności informacji niefinansowych ujawnianych na terytorium UE oraz zwiększenie transparentności wybranych podmiotów, a w szczególności wpływu ich działalności na środowisko naturalne i społeczeństwo do porównywalnego i wysokiego poziomu we wszystkich państwach członkowskich. Według tej dyrektywy, przedsiębiorstwa powinny sprawozdawać co najmniej na temat kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych, poszanowania praw człowieka²⁷² oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu²⁷³. Miało to umożliwić określenie potencjalnego zagrożenia dla realizacji wytycznych UE na rzecz zrównoważonego rozwoju oraz zwiększenie zaufania konsumentów i inwestorów wobec wybranych przedsiębiorstw. Równolegle istotną kwestią pozostawały (1) zapewnienie możliwości nagradzania (np. za pomocą dofinansowań, ulg podatkowych oraz preferencyjnych warunków kredytowych) tych przedsiębiorstw, które raportują zgodnie z wytycznymi oraz których działalność, choć w pewnym stopniu, przyczynia się do tworzenia zrównoważonej gospodarki UE, jak również (2) nakładania stosownych kar na podmioty generujące negatywne efekty zewnętrzne²⁷⁴.

²⁷¹ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.).

²⁷² W odniesieniu do kwestii środowiskowych, podmioty powinny zawierać informacje na temat „(...) obecnego i przewidywanego wpływu ich działalności na środowisko oraz, w stosownych przypadkach, na zdrowie i bezpieczeństwo, wykorzystywanie energii odnawialnej lub nieodnawialnej, emisję gazów cieplarnianych, zużycie wody i zanieczyszczenie powietrza”. Odnośnie do spraw społecznych, pracowniczych i poszanowania praw człowieka, ujawniane informacje mogą dotyczyć „(...) działań podejmowanych w celu zapewnienia równouprawnienia płci, wdrożenia podstawowych konwencji Międzynarodowej Organizacji Pracy, warunków pracy, dialogu społecznego, poszanowania prawa pracowników do informacji i do wyrażania opinii, poszanowania praw związków zawodowych, bezpieczeństwa i higieny pracy oraz dialogu ze społecznościami lokalnymi lub działań podejmowanych w celu zapewnienia ochrony i rozwoju tych społeczności”. Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych – metodyka sprawozdawczości niefinansowej* (2017/C 215/01), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)), (dostęp 12.07.2023 r.).

²⁷³ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.).

²⁷⁴ Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

Obowiązkiem sprawozdawania wskazanych w dyrektywie informacji niefinansowych objęte były duże przedsiębiorstwa²⁷⁵, będące jednostkami interesu publicznego²⁷⁶, które w ciągu poprzedniego roku obrotowego przekroczyły kryterium średniej liczby 500 zatrudnionych pełnoetatowych pracowników (FTE, *Full-Time Employee*). Tym samym, podmioty spełniające powyższe kryteria były zobligowane do ujęcia w stosownym sprawozdaniu (docelowo w sprawozdaniu z działalności) informacje odnoszące się do obszarów ESG w stopniu niezbędnym do zrozumienia wpływu sytuacji, wyników, rozwoju i ich działalności na otoczenie (zob. tabela 13).

Tabela 13. Elementy sprawozdań niefinansowych wybranych przedsiębiorstw według dyrektywy 2014/95/EU

Element sprawozdania według NFRD	Opis elementu	Przykłady ujawnianych informacji
Krótki opis modelu biznesowego jednostki	Model biznesowy to opis sposobu, w jaki przedsiębiorstwo tworzy i zachowuje wartości za pośrednictwem oferowanych produktów i usług w długim horyzoncie czasowym. Model biznesowy ma charakter praktyczny i powinien zapewniać odpowiedni kontekst sprawozdaniu z działalności jako całości. Ponadto, model ten przedstawia w ogólny sposób zarys sposobu operacji i działalności podmiotu, a także uzasadnienie jego struktury za pomocą opisu sposobu, w jaki przekształca ono nakłady w wyniki poprzez prowadzoną działalność gospodarczą. Model biznesowy wskazuje zatem, jaki jest profil działalności podmiotu, w jaki sposób on funkcjonuje oraz w jakim celu.	• Otoczenie biznesowe • Organizacja i struktury • Cele i strategia działalności • Tendencje i czynniki, które mogą wpłynąć na rozwój podmiotu • Oferowane produkty i usługi, • Sposób produkcji oferowanych produktów • Czynniki czyniące podmiot do produkcji jako konkurencyjne i zrównoważone • Rynki, na których podmiot działa • Cechy charakterystyczne rynków, na których podmiot funkcjonuje
Opis polityk stosowanych w odniesieniu do kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych,	Informacje dotyczące podejścia do kluczowych aspektów niefinansowych, planu realizacji strategii i głównych celów działania. W ramach opisu polityk podmiot powinien ujawnić sposób, w jaki planuje osiągnąć powyższe cele i zrealizować takie plany. Opis polityk	• Osoby odpowiedzialne za ustanawianie, wdrażanie i monitorowanie konkretnej polityki (np. w kwestiach związanych z klimatem)

²⁷⁵ Według dyrektywy 2013/34/UE (*Accounting Directive*), przez duże przedsiębiorstwa rozumie się podmioty zależne i dominujące w grupie kapitałowej oraz grupy kapitałowe, które na dzień bilansowy jednostki dominującej przekraczają co najmniej dwa z trzech następujących limitów: suma bilansowa – 20 mln EUR; przychody netto ze sprzedaży – 40 mln EUR; średnia liczba zatrudnionych wyrażona w ekwiwalencie pełnego zatrudnienia (FTE, *Full-Time Equivalent*) w roku obrotowym – 250 pracowników/pełnych etatów. Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0034>, (dostęp 12.07.2023 r.).

²⁷⁶ Przez jednostkę interesu publicznego (*Public Interest Entity*) rozumie się przedsiębiorstwa o „(...) szczególnym statusie w obszarze badania sprawozdań finansowych, których działalność jest doniosła z punktu widzenia interesu publicznego”, czyli podmioty sektora finansowego oraz spółki notowane na regulowanych rynkach w UE. Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu	powinien również wyjaśnić obowiązki zarządu i podejmowane przez niego decyzje, a także sposób, w jaki podmiot zarządza ryzykiem ESG. W przypadku braku stosowania polityk podmiot powinien wyjaśnić te decyzje.	• Rola i obowiązki zarządu i/lub rady nadzorczej odnośnie do prowadzonych polityk • Sposób, w jaki identyfikuje się i ocenia zagrożenia związane z ESG
Wynik tych polityk	Podmioty zobowiązane powinny przedstawić użyteczny i rzetelny obraz wyników swoich polityk. Ujawniane informacje w tym zakresie powinny pomóc inwestorom oraz innym interesariuszom zrozumieć i monitorować wyniki przedsiębiorstwa, a także powinny wyjaśniać związki zachodzące między wynikami finansowymi a niefinansowymi.	• Faktyczna emisja CO₂ • Wykorzystanie niebezpiecznych chemikaliów lub biocydów • Porównanie celów i ich zmian na przestrzeni czasu • Plany mające na celu zmniejszenie emisji CO₂
Główne ryzyka przedsiębiorstw związane z kwestiami ESG, powiązane z działalnością jednostki	Informacje dotyczące głównych rodzajów ryzyka charakterystycznych dla danego podmiotu, pozwalające uzyskać krótko-, średnio- i długoterminową perspektywę na rozwój przedsiębiorstwa. Te rodzaje ryzyka mogą wynikać ze specyfiki oferowanych produktów i/lub usług, łańcucha dostaw, a także stosunków gospodarczych z innymi podmiotami funkcjonującymi na rynku.	• Nieprawidłowo działające produkty, które mogą wpływać na bezpieczeństwo klientów • Polityki wdrożone w celu rozwiązania problemu produktu • Środki zaradcze mające na celu zaspokojenie potrzeb konsumentów, których dotknęły problemy na poziomie produktu
Niefinansowe kluczowe wskaźniki wyników związane z daną działalnością	Narzędzie umożliwiające połączenie informacji jakościowych i ilościowych oraz przedstawienie związków między nimi. Kluczowe wskaźniki wyników (zarówno na poziomie ogólnym, sektorowym, jak i przedsiębiorstwa) powinny być spójne z wskaźnikami faktycznie stosowanymi przez przedsiębiorstwo w ramach jego procesów wewnętrznego zarządzania i oceny ryzyka.	• Wskaźniki i cele wykorzystywane do oceny odpowiednich kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu
Różnorodność składu zarządu (dotyczy tylko dużych jednostek interesu publicznego notowanych na rynku regulowanym w UE)	Przyjęte kryteria różnorodności składu zarządu oraz wyjaśnienie ich wyboru. Różnorodność składu zarządu ma zapewnić różnorodność opinii i fachowej wiedzy niezbędnych do prawidłowego zrozumienia rodzajów ryzyka związanego z działalnością podmiotu, konstruktywne kwestionowanie przyjętych strategii i otwartość na innowacyjne pomysły, zapobiegając zjawisku ujednolicenia poglądów, tj. myśleniu grupowemu.	W odniesieniu do członków zarządu: • wiek • płeć • wykształcenie • doświadczenie zawodowe • pochodzenie geograficzne • status społeczno-ekonomiczny

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.); Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

Mimo ustalenia konkretnych wymogów sprawozdawczych, NFRD była elastyczna względem indywidualnych potrzeb przedsiębiorstw. W wyjątkowych sytuacjach, tj. w przypadku informacji dotyczących oczekiwanych wydarzeń i spraw będących przedmiotem toczących się negocjacji lub gdy ujawnienie informacji miałoby szkodliwy wpływ na sytuację przedsiębiorstwa, dopuszczalny był brak sprawozdawania przez przedsiębiorstwo

wymaganych informacji w sposób szczegółowy. Wymagane było jednak w tym wypadku, aby dany podmiot opublikował streszczenie wspomnianych informacji lub zgodnie z zasadą „zastosuj się lub wyjaśnij” (*comply or explain*) oraz przedstawił szczegółowe przesłanki takiej decyzji²⁷⁷. Zwolnienie z obowiązku sprawozdawczego mogło się odbyć jedynie za zgodą państwa członkowskiego UE, będącego siedzibą podmiotu. NFRD nie zobowiązywała podmiotów do raportowania według konkretnych standardów, lecz dopuszczała stosowanie dowolnych krajowych, unijnych lub międzynarodowych²⁷⁸ zasad ramowych raportowania z zastrzeżeniem wskazania, z jakich zasad podmiot korzysta²⁷⁹.

W celu ograniczenia obciążeń administracyjnych do minimum (w przypadku grup kapitałowych), NFRD zwalniała z obowiązku sprawozdawczego podmioty zależne w grupie kapitałowej pod warunkiem, że podmiot ten był objęty skonsolidowanym sprawozdaniem podmiotu dominującego lub odrębnym sprawozdaniem innego podmiotu w grupie²⁸⁰. W obu wypadkach terminem upublicznienia informacji było sześć miesięcy od dnia bilansowego roku, za który podmiot raportował, a informacje te musiały zostać zamieszczone na stronie internetowej jednostki dominującej. W celu niedopuszczenia do potencjalnej sytuacji, w której koszty związane ze sporządzeniem sprawozdawania informacji niefinansowych przekroczyłyby ewentualne korzyści dla przedsiębiorstwa, dyrektywa nie obejmowała małych i średnich przedsiębiorstw, których zasoby są znacznie mniejsze niż dużych spółek²⁸¹.

NFRD nakładała również określone prawa i obowiązki na państwa członkowskie UE. Miały one prawo zwolnienia z obowiązku sprawozdawczego wskazanych dyrektywą przedsiębiorstw, które wyemitowały jedynie papiery wartościowe inne niż akcje dopuszczone

²⁷⁷ R. Kamiński, *Zrównoważony rozwój...*, op. cit., s. 160–161.

²⁷⁸ NFRD dopuszcza sprawozdawanie informacji niefinansowych według jednych z następujących zasad ramowych: *Carbon Disclosure Project (CDP)*; *Climate Disclosure Standards Board*, *OECD Due Diligence Guidance for Responsible Supply Chains from Conflict-Affected and High-Risk areas*, *Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)*, *European Federation of Financial Analysts Societies' KPIs for Environmental, Social, Governance*, *Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Valuation*, *Global Reporting Initiative (GRI)*, *Guidance for Responsible Agricultural Supply Chains of FAO-OECD*, *Guidance on the Strategic Report of the UK Financial Reporting Council*, *Guidelines for Multinational Enterprises of the OECD*, *Guiding Principles Reporting Framework on Business and Human Rights*, *ISO 26000*, *Integrated Reporting (IR)*, *UN Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE)*, *Natural Capital Protocol*, *Product and Organisation Environmental Footprint Guides*, *Sustainability Accounting Standards Board*, *Sustainability Code of the German Council for Sustainable Development*, *Tripartite Declaration of principles concerning multinational enterprises and social policy of the International Labour Organisation*, *UN Global Compact*, *UN SDGs* oraz *UN Guiding Principles on Business and Human Rights*. Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

²⁷⁹ Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

²⁸⁰ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.).

²⁸¹ Tamże, (dostęp 31.01.2023 r.).

do obrotu na rynku regulowanym²⁸² (tj. który jest do pewnego stopnia nadzorowany albo kontrolowany przez rząd lub ustanowiony organ publiczny). Państwa członkowskie, z uzasadnionych przyczyn, mogły z kolei nałożyć obowiązki sprawozdawcze wskazane w NFRD na podmioty, które nie były objęte przepisami dyrektywy lub dla których NFRD stosowała wyjątki (np. podmioty zależne w ramach grupy kapitałowej). Państwa członkowskie były także zobowiązane do zapewnienia sprawdzenia przez biegłego rewidenta lub przedsiębiorstwo audytorskie, czy zobligowane do tego podmioty sprawozdawały wskazane dyrektywą informacje niefinansowe. Jedynym obowiązkiem biegłych rewidentów i przedsiębiorstw audytorskich było sprawdzenie, czy wybrane podmioty sporządziły sprawozdanie na temat informacji niefinansowych, bez konieczności weryfikacji zawartych treści. Państwa członkowskie za pośrednictwem niezależnego podmiotu świadczącego usługi atestacyjne mogły takiej weryfikacji dokonać, lecz musiało to się odbyć na wyraźnie uzasadniony wniosek tego państwa²⁸³.

Jak wskazała Komisja Europejska, po pięciu latach od wdrożenia NFRD okazało się, że dyrektywa ta posiadała liczne wady oraz wymaga wprowadzenia wielu poprawek. Było to jednak naturalne dla działań wprowadzanych po raz pierwszy. Do głównych niedociągnięć NFRD należy zaliczyć przede wszystkim²⁸⁴:

- ograniczenie obowiązków sprawozdawczych jedynie do największych podmiotów;
- dobrowolność wykorzystania zasad ramowych w zakresie sprawozdawania informacji niefinansowych;
- brak narzucenia obowiązku na państwa członkowskie zapewnienia weryfikacji informacji niefinansowych ujawnianych przez zobligowane do tego przedsiębiorstwa.

Po pierwsze, mimo iż podmioty zobligowane do sprawozdawczości informacji niefinansowych pod wieloma względami stanowiły większość rynku UE (np. według wartości kontrolowanych aktywów, udziału w rynku i wartości kapitalizacji rynkowej)²⁸⁵, to pod kątem liczebności

²⁸² Rynek regulowany to „działający w sposób stały, zorganizowany system obrotu instrumentami finansowymi, który: podlega nadzorowi właściwego organu; zapewnia inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie; przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych zapewnia jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów dopuszczonych do obrotu na tym rynku.” Ponadto, w ramach rynku regulowanego wyszczególnia się rynek giełdowy i pozagiełdowy (OTC *Over The Counter*) i towarowy rynek instrumentów pochodnych, przy czym rynek giełdowy (giełda) to „regularne, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonym zasadom spotkanie stron składających zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym”. K. Jajuga, *Rynek wtórny papierów wartościowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 5.

²⁸³ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE...*, op. cit., (dostęp 31.01.2023 r.).

²⁸⁴ Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.).

²⁸⁵ A. Gawęda, *Sustainability Reporting...*, op. cit., s. 41–53.

sytuacja ta wygląda inaczej. W latach 2017–2021 NFRD objętych było od 53,54% do 56,72% wszystkich spółek notowanych na rynkach regulowanych w UE. Rzetelne informacje w stopniu umożliwiającym nadanie wskaźników ESG (np. przez Refinitiv) ujawniało zaledwie od 13,79% do 29,89% tych podmiotów we wskazanym okresie²⁸⁶. Po drugie, dobrowolność zasad ramowych, mimo iż stwarzała względnie korzystną sytuację dla przedsiębiorstw raportujących – z uwagi na szerokie *spectrum* potencjalnych wytycznych raportowania – kompletnie zaprzeczała porównywalności oraz zwiększeniu transparentności podmiotów w UE, które dyrektywa miała zapewnić. Podyktowane było to przede wszystkim brakiem spójności pomiędzy dostępnymi zasadami ramowymi. Podmioty wykorzystujące np. zasady GRI, mogły generować sprawozdania z kompletnie różnymi informacjami od tych, które posługiwały się jedynie wytycznymi ISO 26000. Po trzecie, brak mechanizmów odgórnej weryfikacji i kontroli jakości, rzetelności oraz prawdziwości informacji niefinansowych uwzględnianych w sprawozdaniach, w połączeniu ze znikomymi obowiązkami biegłych rewidentów i przedsiębiorstw audytorskich w tym zakresie, w skrajnych sytuacjach mogłyby prowadzić do zatwierdzania sprawozdań, w których podmioty nie ujawniałyby żadnych informacji, a jedynie uzasadnienie takiego stanu rzeczy.

3.2.2. Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD)

Jak już wspomniano wcześniej, zgodnie z opinią Komisji Europejskiej, NFRD w wielu obszarach zawodziła oraz nie spełniała zamierzonej roli²⁸⁷. Choć wśród spółek raportujących zgodnie z NFRD odnotowano takie korzyści, jak: zwiększenie ich świadomości na temat ryzyka związanego z klimatem, zróżnicowanie bazy inwestorów, obniżenie kosztu kapitału oraz bardziej konstruktywny dialog z interesariuszami wewnętrznymi i zewnętrznymi, to jakość i popularność raportowania tego rodzaju informacji w UE była nadal względnie niewielka. Rozwiązaniem tej sytuacji ma być wprowadzenie obowiązku sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju²⁸⁸ pod postacią postanowień dyrektywy 2022/2464/EU w sprawie zmiany rozporządzenia 537/2014 oraz dyrektyw 2004/109/WE, 2006/43/WE i 2013/34/UE

²⁸⁶ Szerzej o praktyce sprawozdawczości informacji niefinansowych w punkcie 3.4. Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii.

²⁸⁷ European Commission, *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/qanda_21_1806/QANDA_21_1806_EN.pdf, (dostęp 12.06.2023 r.).

²⁸⁸ „Sprawozdawczość w zakresie zrównoważonego rozwoju” oznacza przedstawianie informacji dotyczących „kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem”, które to z kolei oznaczają czynniki środowiskowe, społeczne i z zakresu praw człowieka oraz zarządzanie nimi. Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, czyli CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), która wprowadza liczne zmiany oraz ulepszenia względem NFRD²⁸⁹.

Jedną z pierwszych i najbardziej zauważalnych zmian, jakie narzuca CSRD, jest przemianowanie „informacji niefinansowych” na „informacje na temat zrównoważonego rozwoju”. Powodem tej zmiany jest uznanie przez wiele zainteresowanych stron pierwszego pojęcia za niedokładne, gdyż może implikować, że tego rodzaju informacje nie mają wpływu na sytuację finansową podmiotów (mimo, iż wielokrotnie dowiedziono, że jest wręcz odwrotnie, nawet, gdy obowiązujący był zapis „informacje niefinansowe”)²⁹⁰.

Choć CSRD weszła w życie 2023 roku, to do ustawodawstwa państw członkowskich UE wprowadzana będzie w trzech fazach – w okresie od 2024 do 2026 roku – a każda kolejna będzie obejmować obowiązkiem sprawozdawczym coraz więcej przedsiębiorstw. Pierwsza faza (w odniesieniu do lat obrotowych rozpoczynających się 1 stycznia 2024 roku lub po tym dniu) dotyczy tych przedsiębiorstw, które do tej pory były podmiotem obowiązków sprawozdawczych w ramach NFRD. W kolejnej fazie (w odniesieniu do lat obrotowych rozpoczynających się 1 stycznia 2025 roku lub po tym dniu) do podmiotów podlegających CSRD dołączone zostaną wszystkie niebędące jednostkami interesu publicznego duże przedsiębiorstwa, które do tej pory nie musiały ujawniać informacji niefinansowych według NFRD. Ostatnia faza (w odniesieniu do lat obrotowych rozpoczynających się 1 stycznia 2026 roku lub po tym dniu) obejmie natomiast pozostałe (tj. małe i średnie) jednostki interesu publicznego, za wyjątkiem mikroprzedsiębiorstw²⁹¹. Oznacza to, że pierwsze sprawozdania raportowane zgodnie z CSRD w poszczególnych fazach będą się pojawiały odpowiednio w 2025 (faza pierwsza), 2026 (faza druga) oraz 2027 roku (faza trzecia). Należy również dodać, iż od 2024 roku obowiązkiem sprawozdawczym objęte będą te przedsiębiorstwa oraz ich podmioty zależne i oddziały z państw trzecich, których papiery wartościowe są dopuszczone

²⁸⁹ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁹⁰ Z uwagi, iż różnica między tymi dwoma pojęciami to kwestia semantyczna, w pracy pojęcia te nadal będą stosowane synonimicznie, włącznie z „informacjami ESG”. European Commission, *Executive summary of the impact assessment accompanying to the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council SWD(2021) 150 final*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021SC0150>, (dostęp 12.06.2023 r.).

²⁹¹ W rozumieniu dyrektywy 2013/34/UE, mikroprzedsiębiorstwami są te podmioty, które na dzień bilansowy nie przekraczają limitów w przypadku co najmniej dwóch z trzech następujących kryteriów: suma bilansowa – 350 tys. EUR; przychody netto ze sprzedaży – 700 tys. EUR; średnia liczba zatrudnionych (FTE) w roku obrotowym – 10 pracowników. Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE...*, op. cit., (dostęp 12.07.2023 r.); Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

do obrotu na rynku regulowanym oraz których grupy kapitałowe lub jednostki zależne za każdy z ostatnich dwóch kolejnych lat obrotowych wygenerowały w UE obrót netto przekraczający 150 mln EUR (40 mln EUR odnośnie do oddziału grupy). Dodatkowym warunkiem do objęcia tych podmiotów przez CSRD jest posiadanie podmiotu zależnego lub oddziału na terytorium UE (z zastrzeżeniem rozróżnienia wielkości przedsiębiorstw według kryteriów przyjętych w dyrektywie 2013/34/UE)²⁹². Niemniej jednak, podobnie jak w wypadku NFRD, podmioty zależne i dominujące podlegające sprawozdaniu innym podmiotom w grupie, są zwolnione z obowiązku sprawozdawczego, ale w swoich obowiązkowych sprawozdaniach muszą zawrzeć wszelkie informacje umożliwiające identyfikację skonsolidowanego sprawozdania, w których informacje na temat zrównoważonego rozwoju tych podmiotów zostały zawarte (np. umieszczając odnośniki do strony internetowej i sprawozdań obejmujących dany podmiot zależny odnośnie do informacji na temat zrównoważonego rozwoju)²⁹³.

Jak zapisano w CSRD, w niektórych przypadkach niemożliwe jest odróżnienie informacji na temat zasobów niematerialnych przedsiębiorstwa od informacji dotyczących kwestii zrównoważonego rozwoju, dlatego wybrane przedsiębiorstwa powinny mieć obowiązek przedstawiania informacji również w tym zakresie. Uzasadnieniem jest przykładowo fakt, iż „(...) informacje na temat umiejętności pracowników, ich kompetencji, doświadczenia i lojalności wobec jednostki oraz motywacji do ulepszania procesów, towarów i usług to informacje na temat zrównoważonego rozwoju dotyczące kwestii społecznych, które można również uznać za informacje na temat zasobów niematerialnych”. Inna interpretacja stanowi, że „(...) informacje na temat jakości stosunków między jednostką a jej zainteresowanymi stronami, w tym klientami, dostawcami i społecznościami, na które działalność jednostki ma wpływ, to informacje na temat zrównoważonego rozwoju istotne dla kwestii społecznych lub związanych z zarządzaniem, które można również uznać za informacje na temat zasobów niematerialnych”²⁹⁴. Jednocześnie poczynione zostało zastrzeżenie, że zamierzeniem takiego działania w ramach CSRD nie jest wymaganie od przedsiębiorstw ujawniania kapitału intelektualnego, *know-how* lub własności intelektualnej, które kwalifikowałyby się jako tajemnice przedsiębiorstwa. Włączenie obowiązku raportowania na temat zasobów niematerialnych miałoby umożliwić inwestorom lepsze zrozumienie rozbieżności między wartością księgową przedsiębiorstw (np. kapitału własnego) a ich

²⁹² Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁹³ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁹⁴ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

wartością rynkową (np. wartości kapitalizacji rynkowej), czyli częstej sytuacji niedowartościowania lub przewartościowania podmiotów przez rynek²⁹⁵.

Istotną zmianą jest także obecne w CSRD wyraźne zastrzeżenie, że ujawniane informacje ESG przez zobligowane do tego podmioty mają dotyczyć zarówno przeszłości, teraźniejszości, jak i przyszłości, a w stosownych wypadkach powinny opierać się na rozstrzygających dowodach naukowych. Z kolei informacje, o których mowa, mają obejmować dane zarówno jakościowe, jak i ilościowe²⁹⁶.

W porównaniu do NFRD, w dyrektywie CSRD z większą dokładnością zostały zdefiniowane wymagane informacje na temat zrównoważonego rozwoju, które powinny się znaleźć w sprawozdaniach wybranych przedsiębiorstw. Do informacji tych zalicza się²⁹⁷:

- a) zwięzły opis modelu biznesowego oraz strategii biznesowej, w tym:
 - i) odporność modelu i strategii na ryzyka związane ze zrównoważonym rozwojem;
 - ii) nowe możliwości w obszarach ESG związane ze zrównoważonym rozwojem;
 - iii) plany i działania o charakterze finansowym i inwestycyjnym, służące zapewnieniu, że model i strategia będą uwzględniać przejście na zrównoważoną gospodarkę, realizację celów porozumienia paryskiego, osiągnięcie celu osiągnięcia neutralności klimatycznej do 2050 roku w UE oraz narażenie na działalność związaną z węglem, ropą naftową i gazem;
 - iv) informacje na temat sposobu, w jaki uwzględniono interesy zainteresowanych stron danej jednostki oraz wpływu jednostki na kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem w modelu i strategii;
 - v) informacje na temat sposobu wdrożenia strategii w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
- b) opis określonych w czasie i przyjętych przez podmiot celów dotyczących kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem, a w szczególności celów redukcji emisji GHG na lata 2030 i 2050, opis postępów poczynionych przez podmiot na rzecz osiągnięcia tych celów oraz oświadczenie, czy cele podmiotu związane z czynnikami środowiskowymi opierają się na rozstrzygających dowodach naukowych;

²⁹⁵ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁹⁶ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

²⁹⁷ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

- c) opis roli kierownictwa, zarządu i rady nadzorczej w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem oraz ich fachowej wiedzy i umiejętności koniecznych do wypełniania tej roli lub opis ich dostępu do takiej wiedzy i umiejętności;
- d) opis polityk podmiotu odnośnie do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
- e) informacje o funkcjonowaniu systemów motywacji dotyczących kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem oferowanych kierownictwu, zarządowi oraz radzie nadzorczej;
- f) opis:
 - i) zastosowanego procesu zapewnienia należytej staranności w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
 - ii) najważniejszych rzeczywistych i/lub potencjalnych niekorzystnych skutków związanych z działalnością podmiotu i jego łańcuchem wartości, w szczególności z oferowanymi produktami i usługami, stosunkami z partnerami handlowymi, łańcuchem dostaw, działań identyfikujących i monitorujących ich skutki oraz innych negatywnych skutków, które podmiot jest zobowiązany określić na podstawie innych wymogów UE w celu przeprowadzenia procesu należytej staranności;
 - iii) działań podjętych przez podmiot w celu zapobiegania rzeczywistym lub potencjalnym negatywnym skutkom, a także łagodzenia ich, zaradzania im lub niwelowania ich oraz wyniku tych działań;
- g) opis podstawowych rodzajów ryzyka podmiotu w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem, jak również opis zależności podmiotu od tych kwestii i sposobu zarządzania tym ryzykiem;
- h) wskaźniki istotne w odniesieniu do ujawnionych informacji, o których mowa w powyższych punktach.

CSRD wprowadza również zmiany w zakresie czynności niezbędnych do wykonania przez biegłych rewidentów oraz przedsiębiorstwa audytorskie. Podmioty te – na wniosek danego państwa członkowskiego UE – dokonywać będą atestacji sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju²⁹⁸. Atestacja ma skutkować opinią stosownego podmiotu dającą

²⁹⁸ „Atestacja sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju” oznacza przeprowadzenie odpowiednich procedur w celu wydania opinii przez biegłego rewidenta lub przedsiębiorstwo audytorskie na temat zgodności sprawozdania ze stosownymi regulacjami. Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

wymaganą pewność na temat zgodności tych sprawozdań i zawartych informacji ESG z wymogami CSRD oraz z ESRS. Komisja Europejska szacuje, że wykonanie tych czynności przez podmioty dostarczające usługi atestacyjne będzie możliwe dopiero około 1 października 2026 roku – w przypadku atestacji dającej ograniczoną pewność – oraz 1 października 2028 roku – w przypadku atestacji dającej wystarczającą pewność – kiedy to odpowiednie standardy atestacji zostaną przyjęte przez UE w drodze aktów delegowanych²⁹⁹.

CSRD dokonała wielu zmian w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych w porównaniu do NFRD, a także wprowadziła kilka nowych obowiązków sprawozdawczych w tym zakresie. Bez zmian pozostała możliwość wydania przez państwa członkowskie zezwolenia na pominięcie ujawnienia wybranych informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju przez zobligowane do tego podmioty. Warunkiem wydania takiego zezwolenia jest zapewnienie, iż „(...) takie pominięcie nie uniemożliwia prawidłowego i obiektywnego zrozumienia rozwoju, wyników i sytuacji jednostki oraz wpływu jej działalności” na otoczenie³⁰⁰.

W preambule CSRD wielokrotnie zaznacza się, że na lepszej jakości sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju zyskają wszyscy interesariusze zarówno w UE, jak i poza jej granicami³⁰¹. Bez zmian tym samym pozostaje cel regulacji. Ponadto, informacje ESG nadal uważa się za kluczowe dla rozwoju zrównoważonych finansów i zbudowania zrównoważonej gospodarki UE w przyszłości. Głównym celem CSRD jest zatem spowodowanie większej transparentności podmiotów gospodarczych oraz uzyskanie podobnie wysokiego poziomu jakości i porównywalności informacji ESG we wszystkich państwach członkowskich UE.

Jednym z najważniejszych zapisów CSRD, mogącym stanowić o umożliwieniu realizacji celu dyrektywy, jest opracowanie i przyjęcie europejskich standardów raportowania zrównoważenia, tj. ESRS. Choć dyrektywa dopuszcza ewentualność niestosowania przez przedsiębiorstwa ESRS i żadnych innych wytycznych w tym zakresie, mimo wszystko standardy te są konieczne. Chodzi o to, aby poczynić postępy na drodze do sytuacji, w której informacje na temat zrównoważonego rozwoju będą miały status porównywalny do informacji finansowych, a także umożliwić zharmonizowanie sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju w UE.

²⁹⁹ Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

³⁰⁰ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

³⁰¹ Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

3.3. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (ESRS)

Opracowanie spójnych europejskich standardów raportowania zrównoważenia (tj. ESRS) przez EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) jest koniecznym krokiem ku zrównoważeniu gospodarki UE oraz realizacji polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów głównie z dwóch względów. Z jednej strony, nie należy nakładać nadmiernego obciążenia administracyjnego na zobligowane do sprawozdawczości podmioty, aby mogły w sposób produktywny wykorzystywać posiadane zasoby oraz aby nie przeznaczają ich na powtarzalne czynności niegenerujące większej korzyści dla otoczenia. Z drugiej zaś strony, istotne jest zapewnienie, że informacje przekazywane przez przedsiębiorstwa zgodnie z ESRS uwzględniają potrzeby ich użytkowników. W tym celu EFRAG ustanowiła, iż raportowane w ramach standardów informacje będą dotyczyć przeszłości, teraźniejszości i przyszłości przedsiębiorstw oraz będą mieć charakter zarówno kwantytatywny (ilościowy), jak i jakościowy (jakościowy)³⁰². Kluczowe dla podmiotów objętych przez CSRD obowiązkiem sprawozdawania informacji ESG według ESRS jest również, aby standardy te nie stanowiły nieproporcjonalnego obciążenia pod względem nakładów i kosztów dla tych podmiotów. W odpowiedzi na tę potencjalną niedogodność, europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważenia określają tylko najważniejsze informacje, które jednostki mają obowiązek ujawniać, z zachowaniem zasady podwójnej istotności (*Double Materiality Assessment*)³⁰³.

Zgodnie z procedurą i zasadami głosowania określonymi w przepisach wewnętrznych, EFRAG działa na zasadzie konsensusu. Oznacza to, że jeśli członkowie EFRAG nie mogą osiągnąć jednolitego stanowiska, stosowana jest większość kwalifikowana. Z kolei członkowie, którzy nie zgadzają się z poglądem większości kwalifikowanej, są zobowiązani do uzasadnienia swojej decyzji³⁰⁴. Pierwszy zestaw europejskich standardów raportowania zrównoważenia został przyjęty na zasadzie konsensusu³⁰⁵ oraz przedstawiony Komisji Europejskiej

³⁰² Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

³⁰³ Zasadą podwójnej istotności (*Double Materiality Assessment*) określa się sytuację, w której na przedsiębiorstwo nałożony jest zarówno wymóg przekazywania informacji na temat wpływu działalności danego podmiotu na otoczenie, jak i informacji na temat sposobu, w jaki kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem wpływają na daną jednostkę. Innymi słowy, zarówno ryzyko, na jakie narażona jest jednostka, jak i wywierany przez nią wpływ na otoczenie stanowią zasadę podwójnej istotności. Tamże, (dostęp 01.02.2023 r.).

³⁰⁴ European Financial Reporting Advisory Group, *Due process note*, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F02%2520Due%2520process%2520note%2520-%2520First%2520set%2520of%2520ESRS%2520-%252022%2520November%25202022.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.).

³⁰⁵ Jeden z dwudziestu dwóch członków EFRAG Sustainability Reporting Board wstrzymał się od głosu, przy czym reszta zaakceptowała przygotowany zestaw standardów. European Financial Reporting Advisory Group, *Due process...*, op. cit., (dostęp 23.10.2023 r.).

w listopadzie 2022 roku. Aby zapewnić wybranym podmiotom odpowiedni czas na przygotowanie się do pierwszego okresu sprawozdawczego za 2024 rok, Komisja Europejska, na mocy CSRD, przyjęła pierwszy zestaw ESRS w drodze aktów delegowanych 31 lipca 2023 roku³⁰⁶.

Pierwszy zestaw ESRS dostarcza łącznie 82 obowiązków ujawnień informacji (DRs, *Disclosure Requirements*), a standardy te zostały podzielone ze względu na cztery kategorie czynników, do których się odnoszą, tj. kwestii o charakterze ogólnym/przekrojowym, środowiskowym, społecznym oraz zarządczym (zob. tabela 14).

Tabela 14. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważenia – ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*)

Rodzaj standardu	Oznakowanie (liczba ujawnień w ramach standardu)	Cele standardu	Przykłady ujawnianych informacji
Przekrojowy (Cross-cutting)	ESRS 1 <i>General principles</i> (0)	Określenie ogólnych wymogów, które przedsiębiorstwa muszą spełnić przy przygotowywaniu oraz prezentowaniu informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju zgodnie z dyrektywami 2013/34/UE i 2022/2464/EU	Brak
	ESRS 2 <i>General disclosures</i> (12)	Określenie wymogów ujawniania informacji, które mają zastosowanie do wszystkich przedsiębiorstw, niezależnie od ich sektora	Pozycja rynkowa, strategia, opis procesu identyfikacji i pomiaru ryzyka ESG
Środowiskowy (Environmental)	ESRS E1 <i>Climate Change</i> (9)	Zrozumienie, jak przeszła, obecna i przyszła działalność przedsiębiorstwa wpływa na zmianę klimatu	Zużycie energii, emisja GHG, wewnętrzna wycena emisji CO ₂
	ESRS E2 <i>Pollution</i> (6)	Zrozumienie jak działalność podmiotów wpływa na zanieczyszczenie powietrza, wody i gleby	Wielkość generowanych zanieczyszczeń powietrza, wody i ziemi
	ESRS E3 <i>Water and marine resources</i> (5)	Określenie czy, jak i w jakim stopniu działalność przedsiębiorstw przyczynia się do realizacji celów EUGD w zakresie świeżego powietrza, czystej wody, zdrowej gleby i różnorodności biologicznej	Zużycie wody, polityka wykorzystania wody, potencjalne skutki finansowe związane z zużyciem zasobów
	ESRS E4 <i>Biodiversity and ecosystems</i> (6)	Zrozumienie, w jaki sposób działalność przedsiębiorstw wpływa na bioróżnorodność i ekosystemy	Desertyfikacja, gatunki zwierząt zagrożone działalnością podmiotu
	ESRS E5 <i>Resource use and circular economy</i> (6)	Poznanie charakteru, rodzajów i zakresu istotnego ryzyka związanego z występowaniem zależności między	Praktyki recyklingu odpadów, strategie minimalizacji generowania odpadów

³⁰⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/2772, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772, (dostęp 01.05.2024 r.).

		działalnością przedsiębiorstwa a wykorzystaniem zasobów naturalnych	
Społeczny (Social)	ESRS S1 <i>Own workforce</i> (17)	Określenie, jak przedsiębiorstwo oddziałuje na swoich pracowników	Wynagrodzenia pracowników, czas pracy, dialog społeczny i eliminacji dyskryminacji
	ESRS S2 <i>Workers in the value chain</i> (5)	Zrozumienie, jak przedsiębiorstwo traktuje swoich pracowników oraz jakie są tego przyczyny	„Work-life balance”, zasady BHP, nadużycia, różnorodność, wykształcenie
	ESRS S3 <i>Affected communities</i> (5)	Pomiar wpływu działalności przedsiębiorstwa na społeczności w obszarach, w których istnieje największe prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka wywarcia negatywnego wpływu	Wolność słowa, opis stosunków przedsiębiorstwa ze społecznościami lokalnymi
	ESRS S4 <i>Consumers end users</i> (5)	Umożliwienie użytkownikom sprawozdań zrozumienia wpływu przedsiębiorstwa na konsumentów i/lub użytkowników końcowych poprzez oferowane produkty i usługi, relacje z partnerami handlowymi, a także ryzyka z tym związanego	Bezpieczeństwo danych i prywatność klientów, włączenie społeczne, brak dyskryminacji, odpowiedzialny marketing
Zarządczy (Governance)	ESRS G1 <i>Business Conduct</i> (6)	Zrozumienie sposobu prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności gospodarczej, w tym: ładu korporacyjnego, relacji z dostawcami, stosunku do korupcji i przekupstwa oraz ochrony sygnalistów, polityki zobowiązań i należyłości	Ład korporacyjny, korupcja i łapówkarstwo, ochrona sygnalistów, zaangażowanie w aktywności lobbingsowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Financial Reporting Advisory Group, *Appendix I – Disclosure Requirements Index*, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F18%2520Appendix%2520I%2520ESRS%2520Index%2520.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.); European Financial Reporting Advisory Group, *First Set of draft ESRS & Basis for conclusions*, <https://www.efrag.org/lab6>, (dostęp 14.07.2023 r.).

Standardy przekrojowe stanowią wytyczne odnośnie do sprawozdawczości stosownych informacji oraz opisują sposób, w jaki proces ten powinien przebiegać. Standardy środowiskowe, społeczne i zarządcze odnoszą się z kolei odpowiednio do kwestii związanych ze zmianą klimatu, problemów społecznych oraz praktyk biznesowych stosowanych przez przedsiębiorstwa. Ponadto, za cechy charakterystyczne ESRS uznaje się³⁰⁷:

- istotność – informacje na temat zrównoważonego rozwoju są istotne, gdy mogą mieć wpływ na decyzje użytkowników, zgodnie z podejściem podwójnej istotności;
- wiarygodność – aby informacja była użyteczna, musi wiernie odzwierciedlać jego istotę oraz gwarantować kompletność, neutralność i bezbłądność;

³⁰⁷ European Financial Reporting Advisory Group, *ESRS 1 General requirements*, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F06%2520Draft%2520ESRS%2520I%2520General%2520requirements%2520November%25202022.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.).

- porównywalność – informacje są porównywalne, gdy można je odnieść do informacji dostarczonych przez przedsiębiorstwo w poprzednich okresach oraz do informacji innych podmiotów, w szczególności tych o podobnej charakterystyce działalności;
- weryfikowalność – weryfikowalne informacje umożliwiają kompetentnym i niezależnym obserwatorom osiągnięcie konsensusu (niekoniecznie pełnej zgody) co do tego, że informacja wiernie odzwierciedla rzeczywistość;
- zrozumiałość – informacje dotyczące zrównoważonego rozwoju są zrozumiałe, gdy są jasne oraz umożliwiają ich użytkownikom zrozumienie przekazu.

Aby dostosować ESRS w jak największym stopniu do użytkowników informacji ESG przedsiębiorstw, w trakcie przygotowania standardów członkowie EFRAG brali udział w licznych konsultacjach z interesariuszami z różnych środowisk oraz krajów. Na podstawie przekazanych uwag i opinii przez uczestników tych wydarzeń EFRAG całkowicie usunęła znaczną liczbę DRs, którą początkowo planowała przedstawić Komisji Europejskiej, aby ograniczyć obowiązki sprawozdawcze wybranych przedsiębiorstw³⁰⁸. Według wstępnych założeń EFRAG, ESRS miały obligować do 136 różnych DRs, jednakże finalnie liczba ta została zredukowana o blisko 40%, do 82 DRs. Niektóre z treści zostały wyeliminowane, ponieważ zostaną uwzględnione w drugim zestawie standardów sektorowych, z kolei inne odrzucono, gdyż uznano je za mniej priorytetowe lub w ogóle nieistotne³⁰⁹. Inne uwagi zainteresowanych stron stanowiły obawy odnośnie do kosztów generowania danych, niedostępności danych oraz zawiłości standardów. W odpowiedzi na ostatnią z uwag, każdy ESRS zawiera wprowadzenie do poruszanej tematyki, a także jasno określa, z którymi innymi standardami powinien być interpretowany (przykładowo *ESRS S1 Own workforce* należy odczytywać w nawiązaniu do *ESRS 1 General requirements*, *ESRS 2 General disclosures*, *ESRS S2 Workers in the value chain*, *ESRS S3 Affected communities* oraz *ESRS S4 Consumers end users*).

EFRAG otrzymała również wiele komentarzy na temat potrzeby dokładnego dostosowania ESRS do standardów proponowanych przez Radę Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości do spraw Sprawozdawczości Zrównoważenia (ISSB, *International Sustainability Standards Board*). Jako wyraz istotności opinii interesariuszy

³⁰⁸ European Financial Reporting Advisory Group, *Cover Letter*, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F01%2520EFRAG%2527s%2520Cover%2520Letter%2520to%2520the%2520first%2520set%2520of%2520ESRS%252022%2520November%252022.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.).

³⁰⁹ European Financial Reporting Advisory Group, *ESRS 2 General disclosures*, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F07.%2520Draft%2520ESRS%25202%2520General%2520disclosures%2520November%25202022.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.).

w procesie formułowania ESRS, standardy te zostały sformułowane w podobny sposób co standardy ISSB. Traktują bowiem o informacjach niefinansowych najpierw w kontekście „zarządzania przedsiębiorstwem” i „formułowania strategii”, następnie „zarządzania ryzykiem” oraz finalnie „metryk i celów”³¹⁰. Zastosowanie takiego zabiegu skutkuje osiągnięciem dwóch efektów. Po pierwsze, ESRS w sposób kompleksowy traktują o informacjach finansowych, początkowo identyfikując je jako zasób stanowiący fundament efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem i wyznaczania jego przyszłych kierunków rozwoju, a dalej jako aproksymata ryzyka ESG oraz metod jego pomiaru. Po drugie, sprawozdania przedsiębiorstw sporządzone według ESRS są również uznawane za spełniające standardy ISSB (i inne standardy raportowania o podobnym zakresie jak przykładowo *GRI Universal Standards*). Z podobnych powodów przygotowany przez EFRAG pierwszy zbiór zaproponowanych Komisji Europejskiej ESRS został opracowany z uwzględnieniem również wielu innych inicjatyw (zarówno globalnych, jak i na poziomie UE), a także regulacji UE (zob. tabela 15).

Tabela 15. Wykaz globalnych i Unii Europejskiej działań na rzecz zrównoważonych finansów uwzględnionych w europejskich standardach sprawozdawczości zrównoważenia

Działania na rzecz zrównoważenia	Rozwiązania wskazanych działań uwzględnione w ESRS	ESRS uwzględniające rozwiązania poszczególnych działań
Dyrektywa 2003/87/WE	Uprawnienia do emisji GHG	ESRS E1
Rozporządzenie nr 1221/2009	Ochrona środowiska i dostęp do informacji ESG	ESRS E1, ESRS E2, ESRS E3, ESRS E4, ESRS E5
Rozporządzenie nr 575/2013 wraz z rozporządzeniem uzupełniającym 2021/637	Wymogi ostrożnościowe dla podmiotów sektora finansowego	ESRS E1, ESRS S1, ESRS G1, ESRS 2 SBM, ESRS 2 GOV
Dyrektywa 2019/1937	Ochrona osób zgłaszających naruszenia prawa UE	ESRS G1, ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Rozporządzenie 2019/2088 (SFDR) wraz z rozporządzeniem delegowanym 2022/1288	Ujawnianie informacji na temat strategii, zarządzania ryzykiem oraz wskaźników i celów	ESRS E1
Rozporządzenie 2019/2089 wraz z rozporządzeniami delegowanymi 2020/1816, 2020/1817 i 2020/1818;	Transparentność podmiotów sektora finansowego w zakresie zrównoważonych produktów finansowych	ESRS 1
Rozporządzenie 2020/852 (taksonomia UE) wraz z rozporządzeniami delegowanymi 2021/2139, 2021/2178 i 2022/1214	System klasyfikacji zrównoważonych środowiskowo rodzajów działalności gospodarczej	ESRS 1

³¹⁰ European Financial Reporting Advisory Group, *Cover Letter...*, op. cit. (dostęp 23.10.2023 r.).

Rozporządzenie (UE) 2021/1119	Ramy dla osiągnięcia neutralności klimatycznej	ESRS E1
Zalecenie Komisji (UE) 2021/2279	Metody pomiaru i informowania o efektywności środowiskowej cyklu życia produktów i przedsiębiorstw	ESRS E2, ESRS E4
Cele Zrównoważonego Rozwoju (UN Sustainable Development Goals)	Globalne cele na rzecz zrównoważonego rozwoju	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka (UN Guiding Principles on Business and Human Rights)	Wytyczne odnośnie do obowiązków przedsiębiorstw wobec ludzi	ESRS 2, ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych (OECD Guidelines for Multinational Enterprises)	Zalecenia zrównoważonej działalności gospodarczej	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct and related sectoral guidelines*	Wytyczne dotyczące działania w zgodzie ze społeczną odpowiedzialnością biznesu	ESRS 2, ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
UN Global Compact*	Wytyczne odnośnie do stosowania najlepszych praktyk biznesowych	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Tripartite Declaration of Principles of the International Labour Organisation concerning Multinational Enterprises and Social Policy*	Wytyczne w zakresie stosowania polityki włączenia społecznego oraz odpowiedzialnych i zrównoważonych praktyk w miejscu pracy	ESRS S1, ESRS S2
ISO 26000 standard on social responsibility*	Wytyczne oceny i rozwiązywania problemów społecznych	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Zasady Odpowiedzialnego Inwestowania (UN Principles for Responsible Investment*)	Zalecenia długoterminowego zaangażowania kapitału	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Globalne inicjatywy ustanawiania standardów w zakresie sprawozdawczości dotyczącej zrównoważonego rozwoju oraz istniejące standardy i ramy w tym zakresie.	Rekomendacje TCFD oraz TNFD, GHG Protocol, Transparent Project and Natural Capital Protocol, GRI Standards, a także Exposure Drafts IFRS S1 and IFRS S2	ESRS 1, ESRS E1, ESRS S1, ESRS G1

Objaśnienia: * – działań na rzecz zrównoważenia nieposiadających polskiego tłumaczenia nie przekładano na język polski.

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Financial Reporting Advisory Group, *Explanatory note*, https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F03%2520Explanatory%2520note%2520Fist%2520set%2520of%2520ESRS%2520Article%252029%2520b_last.pdf, (dostęp 23.10.2023 r.); European Financial Reporting Advisory Group, *Annex to Explanatory Note* <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F04%2520Annex%2520to%2520the%2520Explanatory%2520Note%2520November%25202022.pdf>, (dostęp 23.10.2023 r.); Komisja Europejska, *Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU...*, op. cit., (dostęp 01.02.2023 r.).

Ujednolicenie ESRS z innymi działaniami na rzecz zrównoważenia miało na celu zapewnienie kompatybilności ESRS z istniejącymi standardami, ramami oraz regulacjami

sprawozdawczości i księgowości w zakresie zrównoważonego rozwoju. Powinno to skutkować minimalizacją nakładów na dostosowanie procesów sprawozdawczych do nowych obowiązujących standardów tych przedsiębiorstw, które już sprawozdawały te informacje według konkretnych wytycznych. Redukcja obciążeń administracyjnych podmiotów zobowiązanych do sprawozdawczości niefinansowej wynika również ze zdefiniowanego procesu oceny podwójnej istotności zastosowanego w standardach³¹¹. W praktyce oznacza to, że do znaczącej większości zobligowanych do tego podmiotów zastosowanie będzie miała tylko część dostępnych ESRS, gdyż tylko część kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem będzie istotna z punktu widzenia prowadzonej przez te podmioty działalności.

Dzięki określeniu jednego spójnego zestawu standardów sprawozdawczości zrównoważenia, koszty ponoszone przez przedsiębiorstwa powinny zostać znacząco zmniejszone. Podmioty te mogą wzorować się na innych przedsiębiorstwach funkcjonujących w tym samym sektorze, zatem outsourcing usług audytu wewnętrznego tych sprawozdań powinien być tańszy. Wynika to z gotowych rozwiązań dostarczycieli tego rodzaju usług, na podstawie wykorzystania wcześniejszych doświadczeń. W wypadku sukcesu na skalę lokalną lub regionalną, podobne rozwiązania mogą zostać wdrożone na skalę globalną. Stworzyłoby to jeszcze większe podstawy dla porównywalności tego rodzaju informacji między podmiotami na całym świecie. Jak podkreślają różni autorzy, przyjęcie jednego spójnego zestawu standardów o takim charakterze jest zgodne z realizacją globalnych strategii konkurencyjnych przez przedsiębiorstwa wielonarodowe³¹².

3.4. Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii

Wzrost liczby działań na rzecz zrównoważonych finansów w ostatnich latach dowodzi przede wszystkim trzech kwestii. Po pierwsze, podejmowanie tego typu działań pomaga w rozwiązywaniu problemów w obszarach ESG, z którymi zmagają się większość podmiotów gospodarczych na świecie. Po drugie, działania na rzecz zrównoważonych finansów są skuteczne – gdyby inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów nie przynosiły żadnych efektów, to bezcelowe byłoby ponoszenie kolejnych wysiłków na rzecz ich wdrażania. Oczywiście argument ten mógłby być interpretowany w drugą stronę, iż mnożenie działań na

³¹¹ European Financial Reporting Advisory Group, *Cover Letter...*, op. cit., (dostęp 23.10.2023 r.).

³¹² C.K. Prahalad, Y. Doz, *The multinational mission*, Free Press, New York 1987, s. 29; C. Bartlett, S. Ghoshal, *Managing across borders*, Harvard Business School Press, Boston 1989, s. 106; G. Grossman, A. Krueger, *Economic growth and the environment*, Quarterly Journal of Economics, vol. 110, no. 2, 1995, s. 353–377; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory ...*, op. cit., s. 193–212.

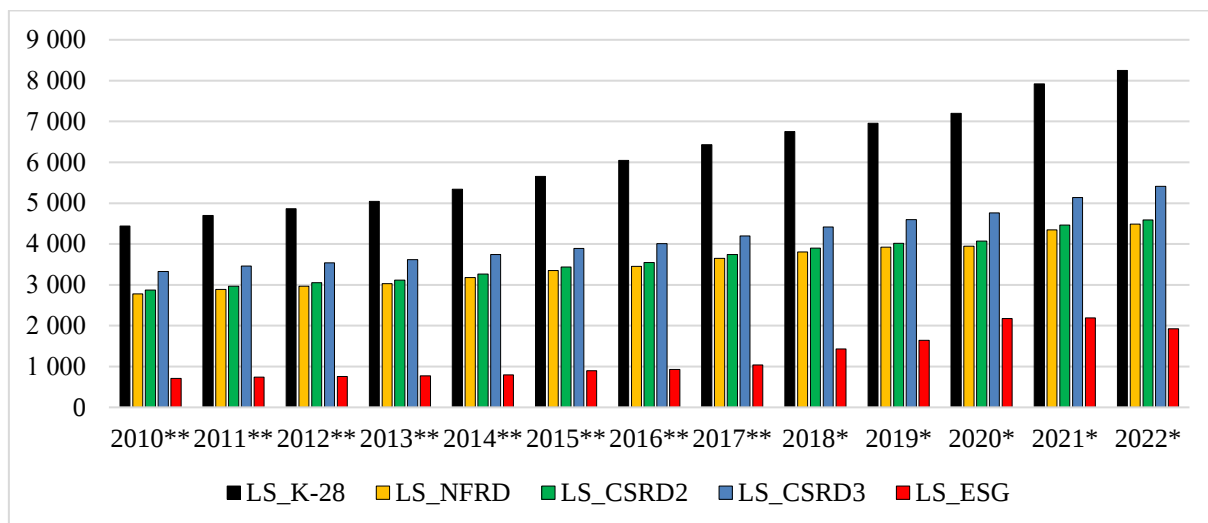
rzecz zrównoważonych finansów dowodzi tylko i wyłącznie ich nieskuteczności. Niemniej jednak, nie jest to trafne spostrzeżenie, gdyż nowe inicjatywy i regulacje wypełniają luki poprzednich. Nikt nie mógł mieć świadomości o istnieniu wspomnianych luk, ponieważ wiele działań podejmowanych było i jest po raz pierwszy. Logiczne jest zatem, iż pierwsze podejmowane inicjatywy i działania posiadają niedoskonałości oraz nie rozwiązują danego problemu w pełni, ponieważ bazują jedynie na koncepcjach inicjatorów będących wypadkową ich dotychczasowej wiedzy, umiejętności i założeń oraz ograniczonej ilości dostępnych danych. Wzrost liczby działań na rzecz zrównoważonych finansów odzwierciedla tym samym swoiste zjawisko „*learning by doing*”³¹³, co z założenia oznacza, że bardziej odpowiednie rozwiązania będą pojawiać się w miarę zdobywania przez ich twórców wiedzy i doświadczenia w danym obszarze. Trzecim czynnikiem, który powoduje wzrost liczby działań na rzecz zrównoważonych finansów w ostatnich latach, są oczekiwania inwestorów, konsumentów i pozostałych interesariuszy przedsiębiorstw na rzetelne i porównywalne informacje niefinansowe o wpływie operacji tych podmiotów na obszary ESG.

Jak zostało przedstawione dotychczas, rozwój zrównoważonych finansów jest zjawiskiem niekwestionowanym. Choć polityki na rzecz zrównoważonych finansów, realizowane np. przez UE, odgrywają istotną rolę w tym procesie, to działania te często są weryfikowane przez podjęcie objętych nimi podmiotów oraz ich stosowanie się, lub nie, do przyjętych wytycznych. Mimo, iż polityka UE jest uznawana za najbardziej efektywną oraz najlepiej dostosowaną m.in. do potrzeb użytkowników sprawozdań informacji niefinansowych przedsiębiorstw względem podobnych polityk na świecie, to działania UE na rzecz zrównoważonych finansów nie są tak skuteczne, jak mogłyby się wydawać. Dowodem na to jest m.in. praktyka sprawozdawania informacji ESG w K-28 (zob. wykresy 3, 4 i 5).

W celu przedstawienia zasięgu NFRD w analizowanym okresie zastosowano uproszczone podejście, polegające na przyjęciu kryteriów włączenia przedsiębiorstw w poczet podmiotów będących przedmiotem regulacji NFRD tak, jak gdyby dyrektywa ta obowiązywała od 2010 roku, mimo, iż weszła w życie dopiero w 2014 roku oraz została transponowana do ustawodawstwa wszystkich państw członkowskich w 2017 roku. Identyczne uproszczenie zastosowano do drugiej oraz trzeciej fazy CSRD, tj. „CSRD2” oraz „CSRD3”. Ponadto, nie

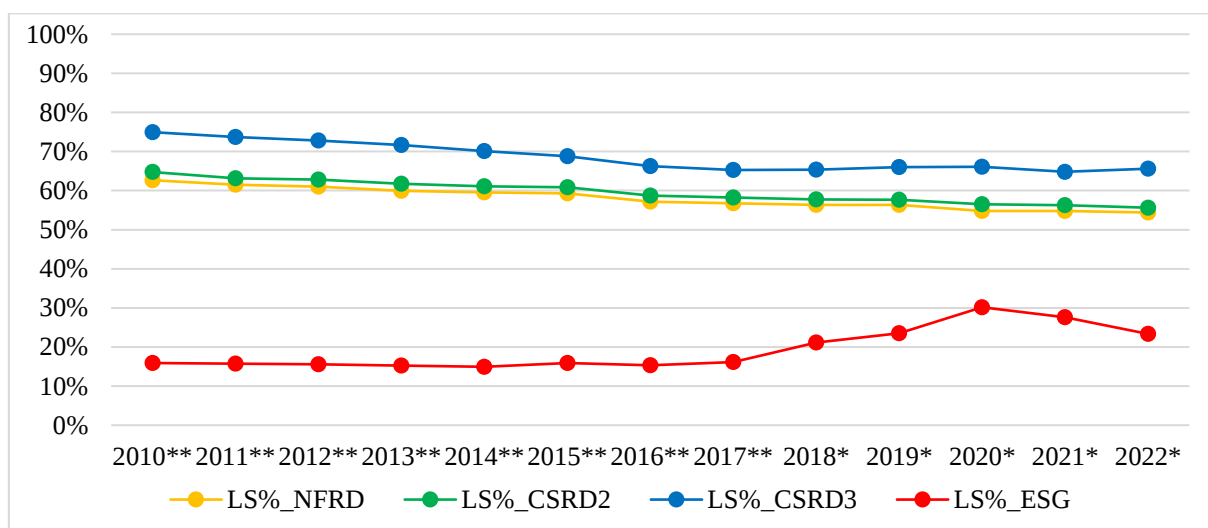
³¹³ „*Learning by doing*” należy tłumaczyć jako „nauka przez praktykę”.

Wykres 3. Struktura ilościowa spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022



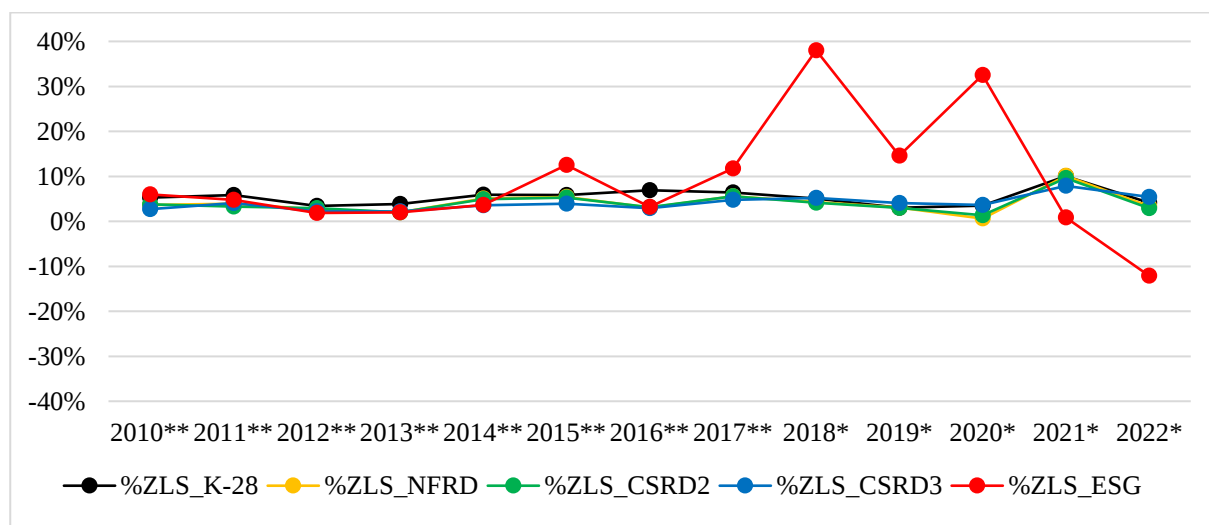
Objaśnienia: zapis LS_K-28 oznacza liczbę wszystkich spółek giełdowych w UE i Wielkiej Brytanii. LS_NFRD oznacza liczbę spółek objętych dyrektywą NFRD. Zapisy LS_CSRD2 oraz LS_CSRD3 oznaczają odpowiednio liczbę spółek objętych drugą oraz trzecią fazą dyrektywy CSRD. LS_ESG oznacza liczbę spółek raportujących informacje ESG. Zapis „**” określa lata, w których LS_NFRD, LS_CSRD2 oraz LS_CSRD3 została oszacowana przez zastosowanie przepisów NFRD i CSRD do lat przed ich wejściem w życie, z kolei zapis „*” określa lata, w których wspomniane oszacowanie zastosowano tylko w odniesieniu do LS_CSRD2 i LS_CSRD3.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 4. Struktura ilościowa spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022 (udział %)



Objaśnienia: zapisy LS%_NFRD, LS%_CSR2, LS%_CSR3 i LS%_ESG oznaczają % udział spółek odpowiednio objętych dyrektywą NFRD, drugą i trzecią fazą CSRD oraz raportujących informacje ESG w liczbie wszystkich spółek giełdowych UE. Pozostałe oznaczenia jak do wykresu 3.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 5. Zmiana liczby spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz liczebności podmiotów sprawozdających te informacje w latach 2010–2022 (r/r, %)



Objaśnienia: zapis %ZLS_K-28 oznacza % zmianę liczby spółek giełdowych w UE, włączając Wielką Brytanię. %ZLS_NFRD oznacza % zmianę liczby spółek objętych dyrektywą NFRD. Zapisy %ZLS_CSRD2 i %ZLS_CSRD3 oznaczają odpowiednio % zmianę liczby spółek objętych drugą (obowiązującą od 2025 roku) oraz trzecią (obowiązującą od 2026 roku) fazą CSRD. %ZLS_ESG oznacza % zmianę liczby spółek raportujących informacje ESG. Pozostałe oznaczenia jak do wykresu 3.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

wskazano nigdzie liczby spółek objętych pierwszą fazą CSRD, gdyż faza ta obejmuje tylko spółki zobowiązane do raportowania informacji ESG według NFRD.

Jak zaobserwowali G. Ferri oraz L. Liu³¹⁴, popularność oraz powszechność wykorzystania informacji niefinansowych rośnie wraz z rozwojem giełd papierów wartościowych (GPW) na całym świecie (w tym wypadku GPW w państwach członkowskich UE i Wielkiej Brytanii). Od 2010 roku liczba wszystkich spółek notowanych na GPW w K-28³¹⁵ wzrosła z 4439 do 8253 podmiotów w 2022 roku, z kolei roczna stopa wzrostu tego kryterium wynosiła od 3,0% do 10,0% w poszczególnych latach. W tym samym okresie, liczba spółek objętych NFRD oraz drugą i trzecią fazą CSRD wzrosła odpowiednio z 2781, 2874 i 3327 do 4490, 4591 oraz 5415 podmiotów. Co oczywiste, najwięcej przedsiębiorstw jest objętych obowiązkiem sprawozdawczym w trzeciej fazie CSRD, gdyż jej zakres uwzględnia najwięcej rodzajów spółek. W latach 2010–2022 NFRD obejmowała od 54,4% do 62,7% wszystkich spółek notowanych na GPW w UE i Wielkiej Brytanii, podczas gdy przedmiotem

³¹⁴ G. Ferri, L. Liu, *Assessing the...*, op. cit., s. 283–295.

³¹⁵ Szczegółowy wykaz liczebności spółek notowanych na GPW w poszczególnych państwach członkowskich UE oraz Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022 zawarto w załączniku 2 do niniejszej rozprawy.

CSRD2 i CSRD3 było od 55,6% do 75,0% spółek giełdowych. Choć w każdym wypadku (NFRD, CSRD2 lub CSRD3) konieczność sprawozdawania informacji niefinansowych dotyczyła ponad połowy wszystkich spółek giełdowych uwzględnionych w badaniu, to liczba podmiotów faktycznie raportujących te informacje była znacznie niższa. W poszczególnych latach od 14,9% do 30,2% wszystkich spółek notowanych na GPW w państwach członkowskich UE oraz Wielkiej Brytanii upubliczniło swoje informacje niefinansowe³¹⁶. Dowodzi to przede wszystkim faktu, iż regulacje w tym zakresie są niewystarczające, a powszechność raportowania informacji niefinansowych w tych krajach jest względnie niska. W kilku latach zauważalny jest jednak znaczący wzrost liczby spółek w ujęciu procentowym ujawniających informacje ESG. Mowa tu o 2015 roku oraz okresie 2017–2020. W tych latach odsetek przedsiębiorstw giełdowych raportujących informacje niefinansowe wzrastał od 11,8% do 38,0% rocznie, podczas gdy w pozostałych latach zmiana ta mieściła się w przedziale od 0,8% do 6,0%, a w 2022 roku wyniosła -12,1%. Ponadto, okresy zauważalnie szybszego wzrostu pokrywają się przede wszystkim z:

- przedstawieniem przez Komisję Europejską NFRD pod koniec 2014 roku (widoczny roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG w 2015 roku o 12,5%³¹⁷);
- opublikowaniem przez Komisję Europejską wytycznych dotyczących sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych i zakończeniem okresu transpozycji tych przepisów w państwach członkowskich UE w 2017 roku (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG o 11,8%);
- pierwszym rokiem obowiązywania NFRD, tj. 2018 rokiem (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG o 38,0%);
- przyjęciem rozporządzeń 2019/2088 (SFDR) i 2019/2098 (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG 14,6%);
- przyjęciem rozporządzenia 2020/852 (taksonomii UE w zakresie zrównoważonych finansów (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG o 32,5%)).

Powyżej wskazane zmiany liczby spółek mogą również wynikać z ogólnego wzrostu liczby spółek objętych NFRD w tych latach. Co więcej, w okresie 2010–2022, w UE występowały

³¹⁶ Należy podkreślić, iż przedstawione zestawienie może być zniekształcone z uwagi na źródło wykorzystanych informacji. Zestawienie zostało stworzone przy wykorzystaniu danych zawartych w bazie danych Refinitiv Eikon, co oznacza, że jeżeli Refinitiv nie posiada żadnych informacji na temat przynajmniej części spółek faktycznie funkcjonujących w państwach członkowskich UE, to podmioty te nie zostały uwzględnione w badaniu.

³¹⁷ NFRD została przedstawiana 22 października 2014 roku, zatem jej wpływ na liczbę spółek raportujących informacje ESG można zaobserwować dopiero od 2015 roku.

państwa członkowskie, w których żadna spółka nie raportowała informacji niefinansowych (zob. tabela 16.)

Tabela 16. Zestawienie liczby spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii raportujących informacje ESG w latach 2010–2022

Kraj	Liczba spółek raportujących informacje ESG w roku:												
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Austria	15	15	15	15	16	16	16	18	31	35	37	37	35
Belgia	25	25	26	26	27	28	29	32	48	51	51	53	48
Bułgaria	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1
Chorwacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cypr	2	3	3	3	3	3	3	3	5	13	17	17	11
Czechy	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	2
Dania	25	25	25	25	26	27	28	31	43	51	65	68	65
Estonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	25	25	25	26	26	26	26	28	36	45	84	83	75
Francja	82	83	83	83	84	87	90	102	147	155	186	191	167
Grecja	16	16	16	17	17	18	18	22	27	30	30	25	14
Hiszpania	36	38	39	40	42	44	44	49	71	73	71	74	55
Holandia	32	33	34	37	38	41	45	47	68	73	79	79	70
Irlandia	29	30	32	32	39	41	42	42	51	53	55	52	45
Litwa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Luksemburg	4	6	7	7	8	12	14	18	25	31	39	39	32
Łotwa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Malta	0	0	1	1	1	2	2	2	5	5	9	8	8
Niemcy	73	78	79	81	85	90	92	113	178	199	290	278	244
Polska	22	24	25	26	30	30	30	32	43	43	42	36	23
Portugalia	8	8	8	8	8	7	8	9	14	14	14	13	11
Rumunia	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	4	8	4
Słowacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
Słowenia	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	3	3
Szwecja	45	45	46	47	50	60	64	69	125	177	331	325	299
Węgry	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	6	5	7
Wielka Brytania	226	244	248	253	255	320	326	355	410	482	625	660	589
Włochy	36	37	37	37	37	40	43	54	92	98	132	129	115
Razem	707	741	755	770	798	898	927	1 036	1 430	1 639	2 172	2 190	1 925

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

W latach 2010–2022, łącznie w czterech krajach, tj. Chorwacji, Estonii, Litwie oraz Łotwie, żadna spółka nie raportowała informacji na temat zrównoważonego rozwoju. W siedmiu krajach (w Bułgarii, Czechach, Malcie, Rumunii, Słowacji, Słowenii oraz na Węgrzech) obecnych było do dziesięciu spółek rocznie ujawniających informacje niefinansowe w każdym z tych państw. Krajami, w których przez większość analizowanego okresu odnotowano największą liczbę podmiotów sprawozdających informacje ESG były: Wielka Brytania, Szwecja oraz Niemcy. Podobne wnioski można wysnuć, analizując częstotliwość ujawniania informacji ESG przez spółki tych krajach z przyjęciem różnych scenariuszy sprawozdawczości informacji ESG przez te przedsiębiorstwa (zob. tabela 17).

Tabela 17. Praktyka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022

Kraj	Liczba raportów ESG we wszystkich z ostatnich:					Liczba raportów ESG w okresie 2010–2022, w co najmniej:			
	13 lat	10 lat	7 lat	5 lat	3 lat	10 latach	7 latach	5 latach	3 latach
Austria	13	13	14	28	34	15	16	30	37
Belgia	21	22	25	42	46	24	28	45	51
Bułgaria	0	0	0	0	1	0	0	0	1
Chorwacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cypr	2	3	3	4	10	3	3	4	13
Czechy	2	2	2	2	2	2	2	3	3
Dania	23	23	26	41	62	25	28	43	64
Estonia	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	25	26	26	35	75	26	26	35	78
Francja	73	75	78	123	152	83	87	135	175
Grecja	8	8	9	13	14	15	17	22	30
Hiszpania	23	24	27	49	51	38	43	65	72
Holandia	26	30	38	57	67	36	45	64	79
Irlandia	22	25	28	37	43	31	38	50	55
Litwa	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Luksemburg	3	6	10	16	30	7	14	20	39
Łotwa	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Malta	0	1	2	5	8	1	2	5	8
Niemcy	64	71	82	151	234	77	92	164	261
Polska	9	12	14	22	22	26	30	38	43
Portugalia	4	4	5	10	10	7	8	14	15
Rumunia	0	0	0	0	1	0	0	2	3

Słowacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Słowenia	0	0	0	1	1	0	0	1	1
Szwecja	39	41	57	112	294	47	63	119	311
Węgry	3	3	3	4	5	4	4	5	6
Wielka Brytania	186	210	276	340	524	249	322	394	601
Włochy	28	29	33	77	107	37	42	87	121
Razem	574	628	758	1 169	1 793	753	910	1 345	2 067

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Praktyka sprawozdawczości informacji niefinansowych w poszczególnych państwach znacząco różni się w zależności od przyjętego scenariusza porównania (tj. raportowania w każdym z ostatnich 13/10/7/5/3 lat lub raportowania w co najmniej 10/7/5/3 latach w okresie 2010–2022). We wszystkich wyszczególnionych krajach, i we wszystkich analizowanych latach, sprawozdawały łącznie 574 spółki giełdowe. Dowodzi to, iż raportowanie informacji ESG przez spółki w tym regionie świata jest na niskim poziomie. Zważywszy na szereg wdrażanych przez UE działań na rzecz zrównoważonych finansów wydaje się to zaskakujące – oczekiwany byłby raczej przeciwny scenariusz, w którym większość spółek giełdowych publikowałaby tego rodzaju informacje. Może to być efekt braku obowiązku audytu raportów publikowanych przez spółki pod kątem tego, czy zawarte w nich informacje są prawdziwe oraz wystarczające do poznania pełnego obrazu na temat wpływu ich działalności na otoczenie. Wraz ze skracaniem w ramach wskazanych scenariuszy okresów, praktyka sprawozdawania informacji niefinansowych była na relatywnie wyższym poziomie, na co wpływ ma prowadzenie przez UE polityki w zakresie zrównoważonych finansów (m.in. poprzez wprowadzenie NFRD, SFDR i taksonomii UE). Najlepsze wyniki (tj. najwięcej spółek spełniających dane kryterium) odnotować można w scenariuszach odnoszących się do najmniejszej liczby raportów w analizowanych okresach, mianowicie „Liczba raportów ESG we wszystkich z ostatnich: 3 lat” (1790 przedsiębiorstwa) oraz „Liczba raportów ESG w okresie 2010–2022, w co najmniej: 3 latach” (2067 przedsiębiorstw). Podobnie jak w przypadku spółek raportujących informacje ESG w poszczególnych latach, państwami o najlepszych praktykach sprawozdawczych są: Wielka Brytania, Szwecja oraz Niemcy. Francja również pozostaje nie bez znaczenia. Przyczyną takich wyników może być fakt, iż wymienione powyżej kraje są tymi, w których notowanych jest największa liczba spółek giełdowych (za wyjątkiem Francji, gdyż w 2022 roku więcej spółek giełdowych niż we Francji odnotowano w Polsce). Ponadto, jak twierdzą H. Ahlstrom i M. Khan, sytuacja ta może wynikać z wysoko rozwiniętego

ustawodawstwa, wysokiego poziomu edukacji ludności tych krajów oraz ich względnie wysokiego poziomu rozwoju (np. PKB per capita)³¹⁸.

3.5. Podsumowanie

Wraz z rozwojem polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów, działania w tym zakresie zyskały znaczną akceptację oraz poparcie wśród szerokiego grona odbiorców. W szczególności, działania UE przyciągnęły uwagę dwóch grup podmiotów, które dotychczas nie angażowały się nadzwyczajnie w politykę na rzecz wdrażania zrównoważonych finansów. Chodzi mianowicie o duże podmioty sektora finansowego i organizacje społeczeństwa obywatelskiego³¹⁹. Wiele podmiotów uważa jednak, że działania UE oraz ich efekty, choć stanowią krok naprzód, to nadal są niewystarczające względem obecnych wyzwań związanych z obszarem ESG. W szczególności podkreśla się, że polityka UE na rzecz zrównoważonych finansów koncentruje się głównie na istotnych finansowo inwestycjach klimatycznych, które nie obejmują pełnego spektrum dyskusji na temat zrównoważonego rozwoju³²⁰. Jest to jednak działanie w pełni uzasadnione. Mimo występowania licznych problemów w obszarach zarówno środowiskowym (E), społecznym (S), jak i zarządczym (G), to najbardziej istotne są te odnoszące się do obszaru E. Czynniki E posiadają bowiem największy potencjał wpływu na pozostałe obszary (S oraz G), a ich zlekceważenie może doprowadzić do sytuacji, w której na Ziemi zajdą nieodwracalne i negatywne w skutkach dla życia człowieka zmiany. Choć problemy w obszarach S i G również warunkują niekiedy występowanie problemów w obszarze E, to problemy S oraz G (teoretycznie) można rozwiązać łatwiej, gdyż zależą one jedynie od działalności człowieka (np. wykorzystanie taniej siły roboczej przez konkretne przedsiębiorstwa jest wypadkową decyzji kadry zarządczej i właścicieli). S. Bracking oraz H. Ahlström i D. Monciardini, na podstawie przeprowadzonych wywiadów środowiskowych z przedstawicielami sektora finansowego, dodają, że podmioty tego sektora postrzegają działania UE jako strukturalnie ograniczone i niedostosowane do potrzeb społeczeństwa³²¹. Opinia odnośnie do działań UE zdaje się raczej bezzasadna, gdyż UE wskazuje, iż większość przyjmowanych przez nią rozwiązań jest przed wdrożeniem poddawana analizom potencjalnych konsekwencji dla wszystkich podmiotów gospodarczych przez delegowane

³¹⁸ H. Ahlström, *Policy...*, op. cit., s. 1–22; M.A. Khan, *ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta-analysis*, *Research in International Business and Finance*, vol. 61, 2022, s. 1–19.

³¹⁹ H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*, op. cit., s. 193–212.

³²⁰ Tamże, s. 193–212.

³²¹ S. Bracking, *Financialisation, climate finance, and the calculative challenges of managing environmental change*, *Antipode*, vol. 51, no. 3, 2019, s. 709–729; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*, op. cit., s. 193–212.

grupy ekspertów (np. HLEG), a także konsultacjom społecznym³²². Wynika z tego, iż potrzeby społeczeństwa są uwzględniane w polityce UE na rzecz zrównoważonych finansów, jednakże tylko w takim stopniu, w jakim poszczególne ugrupowania społeczne zaangażują się w proces konsultacji oraz w jakim ugrupowania te reprezentują potrzeby większości. Odrębną kwestią pozostaje oczywiście stopień, w jakim UE dostosuje swoje działania do zgłaszanych przez społeczeństwo potrzeb oraz w jakim stopniu społeczeństwo będzie stosować się do proponowanych działań.

Z uwagi na krótki okres obowiązywania CSRD, trudno na tym etapie stwierdzić, czy CSRD wypełni luki NFRD. NFRD zawodziła głównie przez objęcie sprawozdawczością tylko wybranych dużych podmiotów w UE oraz brak wymogów dotyczących zawartości raportów z informacjami ESG³²³. Doprowadziło to do sytuacji, w której trudno stwierdzić, aby zamierzone cele dyrektywy, czyli „zapewnienie łatwego dostępu do informacji na temat wpływu przedsiębiorstw na otoczenie, zwiększenie spójności i porównywalności informacji niefinansowych ujawnianych na terytorium Unii oraz zwiększenie transparentności wybranych podmiotów, a w szczególności wpływu ich działalności na środowisko naturalne i społeczeństwo do podobnie wysokiego poziomu we wszystkich państwach członkowskich UE” można było uznać za zrealizowane w przynajmniej satysfakcjonującym stopniu. Na podkreślenie zasługują jednak analizy oraz inicjatywy podejmowane przez UE, aby zapewnić rzetelne informacje ESG zainteresowanym stronom poprzez uchwalenie nowej dyrektywy, która ma eliminować istniejące niedociągnięcia – CSRD. Choć dyrektywa 2022/2464/EU wprowadza sporo zmian i udoskonaleń względem NFRD, to nadal nie rozwiązuje wszystkich niedoskonałości dyrektywy 2014/95/UE. CSRD obejmuje większą liczbę podmiotów, jednak nadal nie obejmuje wszystkich funkcjonujących w UE. Chodzi o SMEs niebędące jednostkami interesu publicznego oraz mikroprzedsiębiorstwa. Mimo iż podmioty te stanowią mniejszość rynku (np. pod względem udziałów w sprzedaży), to nadal są najliczniejszą grupą przedsiębiorstw w UE³²⁴. Co więcej, w ramach CSRD UE planuje wdrożyć standardy atestacyjne sprawozdań na temat informacji ESG dla biegłych rewidentów oraz audytorów, lecz można się ich spodziewać za około od trzech do pięciu lat.

³²² European Commission, *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (dostęp 04.07.2023 r.).

³²³ Mowa o pozostawieniu zbyt dużego wyboru przedsiębiorstwom odnośnie do zasad ramowych, według których miałyby sprawozdawać informacje ESG, a także zobowiązaniu państw członkowskich tylko do stwierdzenia „czy” wybrane podmioty sprawozdają, a nie „czy dokonują tego w odpowiedni i rzetelny sposób”.

³²⁴ A. Gawęda, *Sustainability Reporting...*, op. cit., s. 41–53.

Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby oceniać użyteczność standardów ESRS. Standardy zostały przedstawione w 2022 roku, z kolei pierwsze sprawozdania przedsiębiorstw na ich podstawie zostaną opublikowane dopiero w 2025 roku. W obecnej sytuacji można jedynie domniemywać, jakie będą ewentualne efekty ich wdrożenia do praktyki gospodarczej. Za pewnik można przyjąć, iż kluczowe dla sukcesu europejskich standardów sprawozdawczości zrównoważenia w nadchodzących latach będzie podejście UE oraz innych podmiotów do doskonalenia tych standardów. Nie bez znaczenia pozostanie również rola użytkowników sprawozdań powstałych z wykorzystaniem ESRS, gdyż standardy zostały opracowane głównie z uwagi na ich potrzeby, więc to oni stanowią grupę najlepiej przystosowaną do proponowania przyszłych kierunków rozwoju tej inicjatywy.

Mimo znaczących wysiłków podejmowanych zarówno w skali globalnej, jak i w UE na rzecz zrównoważonych finansów, praktyka dowodzi względnie niskiej jakości, a co najmniej niewystarczającej powszechności, raportowania informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa notowane na regulowanych rynkach finansowych papierów wartościowych w państwach członkowskich oraz Wielkiej Brytanii. Dostrzegalna jest natomiast pewna zależność sugerująca, iż powyższe jest ściśle uzależnione od regulacji prawnych w zakresie zrównoważonych finansów, co jest również zgodne z założeniami H. Ahlström i D. Monciardiniego³²⁵. W latach przed przyjęciem NFRD do ustawodawstwa państw członkowskich UE (tj. przed 2018 rokiem) liczba podmiotów raportujących informacje ESG nie przekraczała 20% wszystkich spółek notowanych na regulowanych rynkach w UE. Od 2018 roku sytuacja ta uległa zmianie oraz, co istotne, wzrosła również dynamika liczby przedsiębiorstw sprawozdających informacje niefinansowe.

³²⁵ H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*, op. cit., s. 193–212.

ROZDZIAŁ IV

Wartość rynkowa przedsiębiorstw i jej determinanty

4.1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym

Pojęcie „wartość” występuje w niemal każdej dziedzinie nauki z odmienną interpretacją, przez co każda z nich dotyka różnych aspektów wartości. Aby w pełni zrozumieć istotę wartości w odniesieniu do dowolnego przedmiotu (np. przedsiębiorstwa) lub to, co stanowi wartość dla danego podmiotu (np. akcjonariusza przedsiębiorstwa lub potencjalnego inwestora) zasadne jest poznanie uwarunkowań historycznych pojęcia wartości, cech i funkcji jakie pełni wartość, rozróżnienie definicji wartości z uwagi na dyscypliny nauki, w ramach których występuje oraz ewolucji jego interpretacji na przestrzeni lat.

Jedną z pierwszych prób interpretacji wartości pojawia się już w V w. p.n.e. Herodot z Halikarnasu w swojej relacji wojen perskich zatytułowanej „Dzieje” zawarł próbę definicji wartości, stanowiącą cechę rzeczy, a dokładniej coś – „czego strata sprawi twemu sercu największy ból (...)”³²⁶. W późniejszych latach rozważania na temat wartości poczynił Arystoteles. Wyodrębnił on wartość użytkową oraz wartość wymienną, zaznaczając jednocześnie, iż wymiana musi być przeprowadzona w sposób sprawiedliwy, zatem musi występować równoważna wartość dóbr, będących przedmiotem jednej transakcji. Dzięki temu żadna ze stron miała nie być stratna na rzecz wymiany, a nośnikiem³²⁷ wartości był pieniądź³²⁸. Wnioski płynące z rozważań Herodota zdały się zostać potwierdzone na początku XX wieku przez M. Schelera. Filozof stwierdził, że w próbie definicji pojęcia wartości niezbędna jest odpowiedź na pytanie, czy występuje wartościowanie dowolnego podmiotu względem określonego przedmiotu stanowiące o wartości³²⁹.

Biorąc pod uwagę powyższe, należy wnioskować, iż nic nie jest wartościowe *a priori*, ponieważ wprawdzie wszystko musi zostać poddane odpowiedniemu procesowi wartościowania. Wartość zazwyczaj odnosi się do odczuć podmiotu względem czegoś bądź kogoś. Wynika to z faktu, iż wartościowanie związane jest z oddziaływaniem, jakie ujawnia się między rzeczą a odbiorcą³³⁰. Tym samym, za słuszne można uznać spostrzeżenie, że wartość nie jest

³²⁶ Herodot, *Dzieje*, Spółdzielnia Wydawnicza „Czytelnik”, Warszawa 2002, s. 158.

³²⁷ Ponieważ pojęcia „nośnik” (*driver*), „czynnik” oraz „determinanta” posiadają podobne znaczenie stanowiące o byciu przyczyną czegoś, w pracy będą używane wymiennie.

³²⁸ Arystoteles, *Etyka Nikomachejska*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1982, s. 126.

³²⁹ M. Scheler, *Pisma z antropologii filozoficznej i teorii wiedzy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1987, s. 50.

³³⁰ R. Ingarden, *Przeżycie, dzieło, wartość*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1966, s. 95.

samodzielna. Może bowiem istnieć przedmiot bez wartości, jednakże wartość bez przedmiotu nie występuje³³¹. Dodatkowo, z uwagi na fakt, iż proces wartościowania jest prowadzony przez podmioty indywidualnie, możliwe jest, że jedna rzecz dla każdego z nich będzie mogła mieć różną wartość lub dwa podmioty w jednej rzeczy będą dostrzegać zupełnie inną wartość³³². Wynika zatem z tego, że wartość jest pojęciem subiektywnym. Wartość pełni również pewne funkcje, do których L. Jazownik zalicza³³³:

- funkcję waloryzującą (motywacyjną i sterującą) – wartość ukierunkowuje i motywuje działania ludzi;
- funkcję normalizującą – wartość służy ujednoliceniu poprzez kontrolę, hierarchizację oraz korygowanie;
- funkcję tożsamościową – normy i sposoby realizacji wartości prowadzą do kreowania kulturowej tożsamości jednostek;
- funkcję integrującą – wartość może nadawać cel lub sens działaniom, dzięki czemu pozwala integrować podmioty o wspólnej wizji na temat danego zjawiska/przedmiotu.

Problematyka zagadnienia wartości od zawsze pozostawała w pewnych obszarach niewyjaśniona oraz stanowiła kwestię sporną zwłaszcza między różnymi dziedzinami nauki (zob. tabela 18).

Tabela 18. Pojęcie wartości z perspektywy wybranych dziedzin nauki

Dziedzina nauki	Definicja pojęcia wartości
Filozofia	Wszystko to, co stanowi cel dążeń ludzkich, zatem wszystko to co podlega procesowi wartościowania przez ludzi. W filozofii odnośnie do pojęcia wartości istnieje wiele kwestii spornych, pozostających nierozwiązanymi przez wzgląd na wysoką złożoność tego pojęcia (tj. zmienność w czasie, subiektywność, niesamodzielność lub paradoksalnie pewność). Ponadto, wartość filozoficzna bywa definiowana jako przedmiot osądu lub oceny (np. wartość instrumentalna, subiektywna, ostateczna).
Psychologia	Subiektywne uczucia jednostki względem określonego przedmiotu będące tworem ludzkiego umysłu oraz nieprzeciętnie indywidualną kwestią.
Socjologia	Dowolny obiekt materialny lub nie, wobec którego podmiot obiera określoną postawę oraz który nadaje podmiotowi sens życia poprzez określenie celu (np. posiadanie dowolnej rzeczy lub osiągnięcie dowolnego statusu społecznego), wobec którego

³³¹ Można przykładowo stwierdzić, iż samochód jest szybki, lecz „szybkość” sama w sobie nie istnieje.

³³² D.H. Parker, *The Philosophy...*, op. cit., s. 121; M. Rokeach, *The nature of human values*, The Free Press, New York 1973, s. 37; L. Drenda, *Teoria wartości, wartość teorii*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, tom 259, 2016, s. 39–48.

³³³ L. Jazownik, *Spoleczny sens oraz społeczne funkcjonowanie wartości, aksjologii i edukacji aksjologicznej. Analiza metadyskursywna i jej edukacyjne implikacje*, [w:] B. Myrdzik, I. Morawska (red.), *Czytanie tekstów kultury. Metodologia – badania – metodyka*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 12.

	podmiot odczuwa przymus działania. W rozumieniu socjologii wartość jest poniekąd społecznie usankcjonowana i posiada uwarunkowania kulturowe. Ponadto, wartość ukierunkowuje jednostkę wskazując jej cel, środki i motywację do działania.
Rachunkowość	Empiryczna cecha obiektów, bądź zjawisk, które zachodzą w podmiotach gospodarczych oraz których wysokość może zostać wyrażona w jednostkach pieniężnych przy wykorzystaniu dowolnych sposobów pomiaru. Paradoksalnie wartość rachunkowa z jednej strony jest obiektywna, gdyż jest sprawdzalna i mierzalna, lecz z drugiej zaś strony jest subiektywna, ponieważ proces jej pomiaru może bazować na różnych wytycznych, przez co możliwe jest uzyskanie różnych wyników tego samego przedmiotu.
Ekonomia i finanse	Wartość z perspektywy ekonomii i finansów odwołuje się przede wszystkim do wartości użytkowej, wymiennej oraz kosztowej. Z perspektywy tej dyscypliny, wartość początkowo była rozpatrywana przez pryzmat kosztów produkcji, których poniesienie było niezbędne w celu wyprodukowania dobra lub dostarczenia usługi. Taki zabieg nosił miano obiektywnego pojmowania wartości. Pogląd ten uległ zmianie w latach 70. XIX wieku, gdy wartość zaczęto utożsamiać z korzyściami, jakie przynoszą ich odbiorcom określone dobra. Od tamtej pory wartość stała się związana z subiektywnymi odczuciami względem określonych dóbr i usług podczas konsumpcji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Szczepański, *Elementarne pojęcia socjologii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1970, s. 97; M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 16–17; A. Karmańska, *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009, s. 104; A. Mazur, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011, s. 104; A. Sagan, *Wartość dla klienta w układach rynkowych. Aspekty metodologiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011, s. 8, 22; H. Lewicka, *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, [w:] D. Pitulec, J. Szynal (red.), *Spółeczeństwo i Ekonomia. Society and Economics*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 67.

W wymienionych dyscyplinach nauki wartość postrzegana jest odmiennie, co umożliwia odkrywanie kolejnych aspektów tego pojęcia. W każdej z przytoczonych definicji pojawia się jednak pewien wspólny mianownik, który potwierdza również wcześniejsze wnioski, iż wartość nie jest obiektywna. W filozofii wartość definiowana jest jako cel określonego działania, który z kolei warunkowany jest nieobiektywną naturą ludzi. Podobne zjawisko ma miejsce w psychologii, która wprost wartość definiuje jako uczucie, zatem względne postrzeganie danego przedmiotu przez podmiot. W socjologii natomiast twierdzi się, że to, co wartościowe wynika z uwarunkowań kulturowych będących sumą postaw kreowanych na przestrzeni czasu przez zbiorowości. Najbliżej obiektywnego postrzegania wartości jest rachunkowość, w której wartość, czyli empiryczną cechę obiektu, można wyrazić w jednostkach pieniężnych na podstawie określonych zasad. Tak rozumiana wartość jest jednak co najwyżej względnie obiektywna, gdyż zasady, wedle których jest otrzymywana, mogą być obiektywne, lecz tylko w takim stopniu, w jakim zostały one sformułowane przez ludzi. Zawsze będą zatem obarczone pewną dozą subiektywizmu. Interesującym zjawiskiem jest wartość w ekonomii i finansach w odniesieniu do konkretnych podmiotów, dóbr i usług. Początkowo wartość wyznaczana była na podstawie kosztów, które należało ponieść w celu uzyskania czegoś. Później przyjęto jednak, iż o wartości stanowią korzyści, które mogą zostać osiągnięte

z tytułu posiadania. Doprowadziło to do sytuacji, w której wartość np. przedsiębiorstwa może być wyznaczana w oparciu o wiele różnorodnych koncepcji (zob. tabela 19).

Tabela 19. Wybrane koncepcje wartości przedsiębiorstwa

Koncepcja wartości przedsiębiorstwa	Definicja
Wartość ekonomiczna	Zdolność przedsiębiorstwa do generowania strumieni wolnych przepływów pieniężnych dla ich posiadaczy poprzez wykorzystanie posiadanych zasobów
Wartość sprawiedliwa	Wycena przeprowadzona przez biegłego rewidenta w trakcie postępowania sądowego
Wartość zabezpieczenia	Maksymalna do uzyskania kwota kredytu, jaki może zostać udzielony pod zastaw całości lub części przedsiębiorstwa
Wartość zamiany	Cena jaką należy zapłacić za nabycie aktywów, które byłyby zdolne spełniać dotychczasowe funkcje aktywów pozostających obecnie do dyspozycji spółki
Wartość likwidacyjna	Możliwa do uzyskania cena z tytułu sprzedaży lub likwidacji całego przedsiębiorstwa na dany dzień
Wartość odtworzeniowa	Kwota pieniężna za jaką możliwe byłoby stworzenie takiego samego przedsiębiorstwa wraz z jego wszystkimi składnikami majątku
Wartość podatkowa	Kwota stanowiąca podstawę wyliczenia wysokości podatku według obowiązujących przepisów prawa
Wartość w użyciu	Bieżąca wartość przyszłych przepływów pieniężnych wynikająca z wykorzystywania aktywów będących w posiadaniu przedsiębiorstwa
Wartość inwestycji	Kwota spełniająca indywidualne wymagania inwestora względem inwestycji w konkretne przedsiębiorstwo
Wartość księgowa	Wycena aktywów według obowiązujących zasad rachunkowości, często pomniejszona o wartość zobowiązań
Wartość fundamentalna (wartość rzeczywista, wewnętrzna lub nieodłączna)	Wycena uzyskana przez analityka lub inwestora na podstawie dostępnych danych i informacji na temat działalności przedsiębiorstwa
Wartość rynkowa (wartość kapitalizacji rynkowej)	Iloczyn liczby akcji spółki będących przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym oraz ceny na jaką uczestnicy rynku wyceniają akcje tej spółki na dany moment

Źródło: D.H. Parker, *The Philosophy...*, op. cit., s. 121; E.S. Hendriksen, *Accounting Theory*, Richard D. Irvin Incorporated, Homewood 1982, s. 412; D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 25; Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, *Artykuł 33, pkt 4*, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19941210591/U/D19940591Lj.pdf>, (dostęp 15.11.2023r.).

Rozpatrując kwestię wartości przedsiębiorstwa, należy wpięrw rozróżnić pojęcie wartości firmy, które w literaturze przedmiotu bywa niesłusznie stosowane wymiennie. Według polskich regulacji, przedsiębiorstwo to „zorganizowany zespół składników niematerialnych

i materialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej”³³⁴, z kolei firma to nazwa, pod którą to przedsiębiorstwo (osoba prawna) funkcjonuje³³⁵. Już na podstawie powyższego należy stwierdzić, iż skoro przedsiębiorstwo jest pojęciem różnym od firmy, to wartość przedsiębiorstwa nie będzie tym samym, co wartość firmy. Wartość przedsiębiorstwa stanowi np. efekt wyceny przez analityka lub rynek przy wykorzystaniu różnych metod, natomiast wartość firmy (z perspektywy rachunkowości) oznacza odchylenie między kwotą zapłaty za nabycie przedsiębiorstwa a sumą nabytego w ten sposób majątku pomniejszonego o zobowiązania³³⁶. Takie odchylenie definiowane jest jako m.in. wartość nazwy, logo, reputacji lub renomy, zatem firmy danego przedsiębiorstwa³³⁷ i uchodzi za powód, dla którego spółka warta według zapisów księgowych X jednostek pieniężnych bywa nabywana za więcej jednostek pieniężnych.

Z uwagi na istotną rolę rynków kapitałowych w gospodarce globalnej, istotna jest również wartość rynkowa przedsiębiorstwa³³⁸. Przedsiębiorstwo jest bowiem przedmiotem, któremu inwestorzy nadają określoną wartość (poprzez kupno i sprzedaż akcji spółki po określonej cenie) na podstawie swoich osądów (np. na podstawie preferencji, wymaganej stopy zwrotu, tolerancji ryzyka lub wyceny). Wpływają tym samym na wartość rynkową przedsiębiorstwa, określaną czasem mianem kapitalizacji rynkowej. Matematycznie wyrażona wartość rynkowa przedsiębiorstwa, rozumiana jako jego kapitalizacja rynkowa, sprowadza się do iloczynu liczby akcji spółki w obiegu oraz ich bieżącej ceny na regulowanym rynku giełdowym. Przyjęcie tak postrzeganej wyceny za najbardziej poprawną jest jednak mocno uproszczone, bowiem wymaga przyjęcia założenia, że tylko uczestnicy rynku są w stanie prawidłowo wycenić przedsiębiorstwo oraz wszelkie korzyści, do których generowania jest zdolne. Ponadto, jak dowiódł A.W. Lo, założenie to jest mało prawdopodobne do realizacji w praktyce, gdyż nie wszyscy inwestorzy posiadają identyczny dostęp do informacji mogących

³³⁴ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, *Artykuł 55*, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf>, (dostęp 25.11.2023 r.).

³³⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, *Artykuł 43*, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf>, (dostęp 25.11.2023 r.).

³³⁶ Sytuację, w której wartość zapłaty jest mniejsza od wartości nabycia określa się mianem *goodwill*, w przeciwnym razie mowa jest o *badwill*. Rozporządzenie Komisji (UE) 2023/1803 z dnia 13 sierpnia 2023 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1803>, (dostęp 15.11.2023 r.).

³³⁷ R. Ignatowski, *Konsolidowanie sprawozdań finansowych w teorii i praktyce rachunkowości*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995, s. 89; M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2000, s. 38; M. Wójcik-Jurkiewicz, *Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy*, Zeszyty teoretyczne rachunkowości, tom 53, nr 109, 2016, s. 303–319.

³³⁸ Wartość rynkowa przedsiębiorstwa (*firm value* lub *market value*), tak jak każda inaczej wyznaczona wartość przedsiębiorstwa stanowi efekt wyceny, dlatego w pracy synonimicznie do pojęcia „wartość rynkowa przedsiębiorstwa” stosuje się „wycena” (*valuation*).

determinować wycenę przedsiębiorstwa w sposób zgodny z rzeczywistością, co świadczy o występowaniu asymetrii informacji³³⁹. Bardziej zasadne w tym wypadku byłoby stwierdzenie, iż tak rozumiana wartość rynkowa stanowi najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem obrotu na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, której strony działają w sposób racjonalny, na podstawie dostatecznych informacji oraz bez specyficznych motywacji³⁴⁰. W praktyce, działania uczestników rynku podlegają licznym heurystykom³⁴¹ i skrzywieniom³⁴², które zniekształcają obraz rzeczywistości oraz pogląd na wartość przedsiębiorstwa.

Przydatną techniką oszacowania rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa jest analiza fundamentalna³⁴³. W ramach tej analizy oceniane są zewnętrzne uwarunkowania funkcjonowania spółki, jej przeszła oraz bieżąca sytuacja finansowa, a także sporządzana jest prognoza na temat wyników finansowych podmiotu, co z kolei stanowi podstawę dla wyceny i określenia niedowartościowania lub przewartościowania przedsiębiorstwa przez rynek³⁴⁴. Ponadto, uzyskana w ten sposób wycena może zostać nazwana mianem fundamentalnej (lub rzeczywistej/wewnętrznej/nieodłącznej), gdyż uwzględnia „fundamenty” spółki i określa, ile przedsiębiorstwo byłoby warte na rynku (ile wynosiłaby jego wartość rynkowa), gdyby cena akcji odzwierciedlała wszystkie informacje na temat jego działalności oraz potencjału generowania korzyści w przyszłości.

Ze względu na występowanie różnych form efektywności informacyjnej na rynku, tj. słabej (*weak-form efficiency*), pół-silnej (*semi-strong efficiency*) i silnej (*strong-form efficiency*)³⁴⁵ oraz zważywszy na niemożność zachowania pełnego obiektywizmu podczas wyceny przedsiębiorstwa w dowolny sposób, wartość rynkowa spółki często odbiega od jej

³³⁹ E.F. Fama, *Efficient Capital...*, op. cit., s. 383–417.

³⁴⁰ G. Michalczyk, *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa. Luka informacyjna sprawozdawczości finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2013, s. 35.

³⁴¹ Heurystyka to uproszczone reguły wnioskowania wykorzystywane w celu podejmowania określonych działań. Szerzej: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, Science, vol. 185, no. 4157, 1974, s. 1124–1131.

³⁴² D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, *Judgment under...*, op. cit., s. 1124–1131

³⁴³ Analiza fundamentalna to narzędzie badania uwarunkowań funkcjonowania przedsiębiorstwa, począwszy od analizy makrootoczenia spółki przez jej analizę sektorową, sytuacyjną i finansową.

³⁴⁴ Niedowartościowanie występuje w sytuacji, gdy wartość fundamentalna jest mniejsza od wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Przewartościowanie występuje zaś w sytuacji odwrotnej.

³⁴⁵ Słaba efektywność informacyjna sugeruje przede wszystkim, że ruchy cenowe akcji odzwierciedlają tylko część dostępnych informacji. Efektywność informacyjna w wersji pół-silnej zakłada, że rynek odzwierciedla wszystkie publicznie dostępne informacje w cenach akcji oraz tylko informacje, które nie są łatwo dostępne, mogą pomóc inwestorom osiągnąć lepsze wyniki, niż rynek (tj. lepsze, niż indeksy giełdowe). Silna efektywność stanowi natomiast, że rynek odzwierciedla wszystkie informacje w cenach akcji. E.F. Fama, *Efficient Capital...*, op. cit., s. 383–417.

wartości, którą posiadałaby w wypadku rynków w pełni efektywnych informacyjnie. Jest to jednak sytuacja hipotetyczna, gdyż żaden rynek nie jest w pełni efektywny pod tym względem³⁴⁶. Wynika to między innymi z rozbieżnego podejścia do wartościowania przedsiębiorstw przez jego akcjonariuszy, potencjalnych inwestorów, podmiotów sporządzających jego wycenę czy innych interesariuszy. Obecny właścicielom akcji spółek będzie zależało na ich jak najwyższej wycenie, gdyż oznacza to wzrost wartości posiadanych przez nich papierów wartościowych. Potencjalni inwestorzy z kolei za pożądaną uznają sytuację, w której cena akcji spółki będzie jak najniższa, przed nabyciem przez nich tego instrumentu finansowego, lecz jednocześnie będzie oferowała przesłanki do wzrostu w przyszłości. Analitycy wyceniający spółkę będą z kolei próbowali określić jej wartość rzeczywistą, obarczając swoje badania indywidualnymi podejściami wynikającymi z posiadanej wiedzy, umiejętności i/lub poglądów. Pozostali interesariusze mogą natomiast doszukiwać się wartości przedsiębiorstwa tam, gdzie pozostali jej nie odnaleźli lub nawet nie szukali. Z powyższego wynika zatem, że w pełni poprawna/idealna wartość rynkowa nie istnieje, za wyjątkiem sytuacji skrajnej, w której przedsiębiorstwo nie byłoby nic warte.

4.2. Istota i funkcje wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstwa w literaturze jest opisywana jako efekt procesu oraz sam proces pomiaru wartościowego podmiotu, włącznie z jego składnikami majątku oraz teraźniejszymi i przyszłymi efektami decyzji dokonanych przed ten podmiot w przeszłości³⁴⁷. Istotą wyceny przedsiębiorstwa jest estymacja jego wartości wyrażonej w określonych jednostkach pieniężnych przy użyciu ustalonych metodyk, zasad oraz narzędzi wyceny³⁴⁸. W literaturze wskazuje się na liczne cele pomiaru wartości, jednakże za najważniejsze uchodzą³⁴⁹:

- wynikające ze zmian własnościowych:
 - kupno-sprzedaż przedsiębiorstwa;
 - wystąpienie lub wyłączenie aktualnych udziałowców ze spółki;
 - wywłaszczenie przedsiębiorstwa lub jego części;
- wynikające ze zmian strukturalnych:
 - przyjęcie nowych udziałowców;

³⁴⁶ A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 18.

³⁴⁷ A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996, s. 135.

³⁴⁸ I. Miciuła, *Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, tom 2, nr 300, 2014, s. 183–193.

³⁴⁹ M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, PARK, Bielsko-Biała 1992, s. 6; R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2014, s. 475–476.

- podjęcie decyzji o fuzji lub przejęciu;
- podział przedsiębiorstwa na części;
- likwidacja przedsiębiorstwa;
- związane z kwestiami podatkowymi:
 - ustalenie wysokości podatku od spadku lub darowizny, której przedmiotem jest całe przedsiębiorstwo, jego część lub udział w przedsiębiorstwie;
 - ustalenie wysokości podatku od czynności cywilnoprawnych na skutek transakcji kupna-sprzedaży, której przedmiotem jest całe przedsiębiorstwo, jego część lub udział w przedsiębiorstwie;
- pozostałe, w tym:
 - ubezpieczenie przedsiębiorstwa;
 - prezentacja w bilansie udziałów w spółkach;
 - kontrola właścicielska.

Inwestorzy mogą kierować się różnymi filozofiami, nabywając akcje przedsiębiorstwa. Jedni decydują się na inwestowanie w spółki na podstawie potencjalnych szans wzrostu ich wartości w przyszłości, myśląc przede wszystkim o osiągnięciu korzyści ekonomicznych w krótkim lub długim horyzoncie czasowym. Inni dokonują predykcji ruchów cenowych na podstawie modeli ekonometrycznych, uwzględniających głównie przeszłe wyniki finansowe spółek. Jeszcze inni ekstrapolują ceny danych walorów z przeszłości lub zawierają transakcje kupna/sprzedaży akcji przedsiębiorstwa tuż przed zakładanymi zmianami cen tego waloru, co określane jest mianem strategii *market timingu*. Niektórzy inwestują, opierając się również na analizie prawidłowości wynikających z wykresów cen akcji (tj. analizie technicznej³⁵⁰), z kolei zwolennicy analizy fundamentalnej zakładają najczęściej, iż spółka jest warta tyle, ile jej zdyskontowane przepływy pieniężne w określonym horyzoncie czasowym w przyszłości, na podstawie czego dokonują oceny prze-/niedowartościowania podmiotu i ewentualnej decyzji o nabyciu nowych lub zbyciu akcji. Z powyższego wynika, iż choć rola wyceny może być rozbieżna w odniesieniu do poszczególnych grup inwestorów, to wszystkich łączy wspólny cel, jakim jest osiągnięcie określonej korzyści ekonomicznej z zaangażowanego kapitału³⁵¹.

W literaturze z zakresu finansów podkreśla się, iż wycena przedsiębiorstwa powinna być zawsze dokonywana w kontekście konkretnego celu, któremu ma służyć, a cel ten powinien być jasno sprecyzowany. Przeprowadzenie wyceny z zamierzeniem realizacji więcej niż

³⁵⁰ Analizę techniczną określa się mianem krótkookresowego badania opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe na podstawie wykresów zmian cen tych walorów, ich wartości obrotów i/lub wielkości zleceń.

³⁵¹ A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 20.

jednego celu jednocześnie może doprowadzić do efektu rozbieżnego od tego, który zostałby osiągnięty w przypadku starań o osiągnięcie tylko jednego. Przykładowo, dwoma celami wyceny, których osiągnięcie jest możliwe w ramach pojedynczego procesu pomiaru wartości, a których pożądany efekt jest rozbieżny, są (1) ustalenie prze- lub niedowartościowania spółki przez rynek w celu nabycia lub zbycia jej akcji oraz (2) ustalenie wysokości podatku od spadku lub darowizny w przypadku, gdy przedsiębiorstwo lub jego część jest przedmiotem przekazania. Z punktu widzenia właścicieli, w pierwszym przypadku pożądany będzie jak najwyższy wynik wyceny, czyli przewartościowanie spółki, gdyż oznaczałoby to, że rynek wycenia dane przedsiębiorstwo wyżej niż wynika to z wartości księgowej kontrolowanych przed ten podmiot aktywów (lub aktywów pomniejszonych o zobowiązania, tj. aktywów netto). W przypadku sprzedaży posiadanych akcji, akcjonariusze mogliby znacząco pomnożyć zainwestowany kapitał (oczywiście tylko w sytuacji, gdy posiadane akcje nabyli wcześniej po cenie niższej niż cena tego waloru w chwili sprzedaży). Odnośnie do drugiego ze wskazanych celów, pożadnym wynikiem byłaby wycena względnie niska. Wysoka wycena oznaczałaby konieczność zapłacenia wyższego podatku, na pokrycie którego nowy nabywca (podmiot otrzymujący darowiznę lub spadek) mógłby nie posiadać wystarczających środków, co w skrajnym scenariuszu skutkowałoby utratą możliwości nabycia części lub całości majątku. Z powyższych rozważań wynika zatem, że pożądany wynik wyceny jest wypadkową celu, w którym pomiar wartości jest dokonywany.

Do funkcji pomiaru wartości przedsiębiorstwa zalicza się przede wszystkim³⁵²:

- funkcję doradczą/decyzyjną – wycena najczęściej stanowi efekt końcowy szeregu przeprowadzonych analiz oraz badań określających sytuację przedsiębiorstwa na rynku (standing finansowy, charakterystykę działalności, pozycję konkurencyjną, relacje z otoczeniem, możliwości rozwojowe itp.), a także dostarcza szeregu informacji, na podstawie których formułowane mogą być rekomendacje odnośnie do przyszłych kierunków rozwoju spółki;
- funkcję mediacyjną/pośredniczącą – podmiot podejmujący się wyceny spółki (np. analityk, inwestor lub samo przedsiębiorstwo) poniekąd staje się stroną pośredniczącą w negocjacjach przy zawieraniu transakcji np. między przedsiębiorstwem a nowymi inwestorami, której przedmiotem jest część lub całość przedsiębiorstwa;

³⁵² A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 3–13; M.J. Matschke, G. Brösel, *Business Valuation: Functions, Methods, Principles*, UVK Verlag, München 2021, s. 13–15.

- funkcję argumentacyjną/uzasadniającą – wycena dostarcza licznych uzasadnień wzmacniających pozycję przedsiębiorstwa na rynku;
- funkcję komunikacyjną – wynik pomiaru wartości przedsiębiorstwa jest swoistego rodzaju wskaźnikiem dostarczającym otoczeniu wielorakich informacji na temat wyników działalności tego podmiotu w różnych obszarach (np. finansowym, środowiskowym, społecznym lub zarządczym).

Wycena przedsiębiorstwa pełni także ważną funkcję w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym. Przeprowadzona wycena dostarcza informacji o przewartościowaniu lub niedowartościowaniu spółki przez rynek w danym momencie oraz umożliwia oszacowanie ryzyka związanego z inwestycją w daną grupę podmiotów. Zgromadzenie w portfelu inwestycyjnym przedsiębiorstw tylko niedowartościowanych może okazać się działaniem wysoce ryzykownym, albowiem dana sytuacja tych spółek (tj. niedowartościowanie) wynika z wcześniejszej weryfikacji (niekoniecznie prawidłowej) informacji na temat tego podmiotu przez rynek. Inwestor takim działaniem może narażać się na długoterminowe zamrożenie kapitału na skutek utrzymywania pozycji długich³⁵³ w oczekiwaniu na zrealizowanie zakładanego zwrotu na tych instrumentach finansowych bez obietnicy, że rynek w końcu wyceni je w sposób podobny do niego. Niedowartościowanie spółki może być wynikiem dostępu uczestników rynku do negatywnej informacji na temat działalności przedsiębiorstwa (np. trwającego postępowania sądowego przeciwko spółce w sprawie fałszowania dokumentacji księgowej), którą inwestor w swojej wycenie mógł pominąć, przez co dodatkowo naraża się na niezrealizowanie pożądanego wyniku inwestycji. Przyjmując jednak inne postrzeganie tej sytuacji, spółki niedowartościowane posiadają teoretycznie większe predyspozycje do wzrostu wartości (wzrostu cen akcji) – a zarazem większego zysku inwestora (pomijając dywidendę) – niż spółki przewartościowane. Stworzenie portfolio składającego się głównie z niedowartościowanych podmiotów nosi zatem znamiona działania potencjalnie wysoce ryzykownego, a zarazem teoretycznie wysoce zyskowego. Nie ma jednak gwarancji, iż powyżej opisane sytuacje nie mogłyby wystąpić w wypadku portfela skomponowanego jedynie z przedsiębiorstw przewartościowanych. Paradoksalnie dwoma pewnikami są stwierdzenia, że „nie da się przewidzieć przyszłości cen papierów wartościowych”, oraz że „ich wartość w przyszłości będzie się wahać”³⁵⁴. Stworzenie zdywersyfikowanego portfolio inwestycyjnego

³⁵³ Pozycja długa (*long position*) oznacza nabycie akcji przez inwestora, przy czym zajęcie pozycji krótkiej (*short position*) jest równoznaczne z wystawieniem akcji na sprzedaż.

³⁵⁴ B. Graham, *The Intelligent Investor*, Harper Collins Publishers, New York, 2003, s. 32.

może zatem pomóc w osiągnięciu pożądaných wyników oraz ograniczyć ryzyko z inwestowania w papiery wartościowe³⁵⁵.

Wycena spółki odgrywa istotną rolę na każdym etapie jej rozwoju³⁵⁶. Mikro- i małe przedsiębiorstwa, które wchodzą na rynek, w celu pozyskania zewnętrznego finansowania swojej działalności (choćby w postaci *venture capital*, *private equity*³⁵⁷ lub kredytu bankowego) za pomocą wyceny mogą potwierdzić wartość posiadanych aktywów oraz innych zasobów (np. zasoby ludzkie lub odpowiednio opracowana i funkcjonująca działalność operacyjna). Duże przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji na rynku wyceną mogą z kolei zachęcić nowych inwestorów do nabycia ich udziałów. Przedsiębiorstwa, chcąc dopuścić swoje udziały do obrotu na dowolnej giełdzie papierów wartościowych w ramach pierwszej oferty publicznej (IPO, *Initial Price Offering*), wyceniają również akcje przy wykorzystaniu jednej z dostępnych metod.

Z uwagi na szereg zastosowań wyceny oraz występowanie szumu informacyjnego³⁵⁸ odnośnie do pomiaru wartości przedsiębiorstwa, funkcjonują cztery główne mity. Należą do nich przede wszystkim takie stwierdzenia, jak³⁵⁹:

- 1) „Kwantytatywne modele wyceny są obiektywne”;
- 2) „Czym więcej zmiennych uwzględnia wycena, tym bardziej prawdopodobne, iż jej wynik jest prawidłowy i zostanie faktycznie osiągnięty przez spółkę w przyszłości”;
- 3) „Dobrze opracowana i przeprowadzona wycena jest ponadczasowa”;
- 4) „Najważniejszy jest efekt wyceny, podczas gdy proces do niego prowadzący jest nieistotny”.

W pierwszym micie obecne jest przeświadczenie, iż dane ilościowe są pozbawione subiektywizmu. Wycena, która wykorzystuje tylko tego rodzaju dane, teoretycznie prezentuje wyłącznie fakty. O ile w pewnych sytuacjach powyższe stwierdzenie można by przyjąć za prawdziwe, w odniesieniu do wyceny nie ma ono zastosowania. W procesie tym udział biorą bowiem podmioty (tj. ludzie), bazujące na określonej wiedzy, umiejętnościach, dotychczasowych doświadczeniach i przeczuciach, czyli pewnego rodzaju skrzywieniach.

³⁵⁵ F. Black, R. Litterman, *Global Portfolio Optimization*, Financial Analysts Journal, vol. 48, no. 5, 1992, s. 28–43.

³⁵⁶ A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 21.

³⁵⁷ *Venture capital i private equity* to szczególnie rodzaj inwestycji o charakterze średnio- lub długoterminowym w przedsiębiorstwa zgłaszające zapotrzebowanie na kapitał, które według inwestorów mają duży potencjał wzrostu.

³⁵⁸ Szum informacyjny oznacza „nadmiar informacji utrudniający wyodrębnienie informacji prawdziwych i istotnych”. Polskie Wydawnictwo Naukowe, *Słownik języka polskiego – шум informacyjny*, <https://sjp.pwn.pl/sjp/szum-informacyjny;3067966.html>, (dostęp 15.11.2023 r.).

³⁵⁹ A. Damodaran, *The Dark Side of Valuation, Second Edition. Valuing Young, Distressed and Complex Business*, Pearson Education, London 2009, s. 30.

Świadomie lub nie podmioty te nadają zatem wycenie subiektywnego charakteru już na etapie doboru źródeł danych, czynników do analizy oraz wag nadanych tym czynnikom do uwzględnienia w finalnej wycenie. Nawet jeśli wycena miałaby zostać przygotowana przez algorytm lub sztuczną inteligencję, to i tak narzędzia te nie byłyby pozbawione w pełni subiektywizmu, gdyż przez kogoś zostały wcześniej opracowane, co oznacza, iż działają według predefiniowanych schematów, które można zmienić lub dopasować według upodobań ich twórcy. Prowadzi to do wniosku, że wszystkie wyceny są obarczone pewną dozą subiektywizmu, a jedynie od podmiotu podejmującego się pomiaru wartości zależy stopień, w jakim jego zachowania wpłyną na wynik tego procesu. W mieście tym obecne jest również założenie, iż dane ilościowe w wycenie mogłyby odgrywać ważniejszą rolę niż dane jakościowe. Stwierdzenie to pod tym kątem jest o tyle nieprawdziwe, gdyż wycena nieuwzględniająca informacji jakościowych mogłaby być zaledwie wynikiem działań na liczbach niepodpartych sensem ekonomicznym, podczas gdy na działalność podmiotu składają się również czynniki jakościowe (np. poglądy polityczne i wykształcenie kadry kierowniczej itp.). Taka wycena byłaby zatem niekompletna. Nie dowodzi to jednak, iż wycenę wykorzystującą zarówno dane ilościowe, jak i jakościowe można by określić mianem lepszej lub bardziej obiektywnej od wyceny wykorzystującej tylko jeden rodzaj informacji. Wycenę należy oceniać całościowo, przede wszystkim przez pryzmat poprawności jej wyników, jednocześnie nie umniejszając roli wysiłków włożonych w samo jej wykonanie.

Drugi z wymienionych mitów zakłada, że bardziej złożona wycena może dostarczyć bardziej precyzyjnych wyników. W rzeczywistości, uwzględnienie większej liczby zmiennych paradoksalnie może doprowadzić do większego zniekształcenia wyniku wyceny niż miałoby to miejsce w przypadku mniejszej liczby analizowanych czynników. Choć przyjęcie większego poziomu szczegółowości może teoretycznie dostarczyć bardziej precyzyjnych wyników, wiąże to się z większą ilością danych do pozyskania, a to z kolei znajduje odzwierciedlenie w mniej przejrzystych i bardziej skomplikowanych procedurach wyceny. Czym bardziej skomplikowana lub złożona jest wycena, tym w większym stopniu obciążony jest podmiot prowadzący ten proces, gdyż z większej liczby różnych źródeł danych musi on skorzystać. Należy sprawdzić i uwzględnić w wycenie więcej danych, a finalnie i tak nie ma pewności, iż dane te okazałyby się istotne w kontekście wyceny konkretnego przedsiębiorstwa. Prowadzi to do wniosku, iż większość wycen jest błędna, co jest efektem braku znajomości przyszłości. Popełnianie błędów w procesie wyceny zarówno na etapie formułowania założeń, gromadzenia

danych, jak i określania czynników do uwzględnienia w wycenie jest rzeczą naturalną, dlatego za A. Damodaranem należy przyjąć, iż prostsze modele wyceny zazwyczaj są tymi lepszymi³⁶⁰.

Odnosnie do mitu trzeciego, przedsiębiorstwa funkcjonują w nieustannie zmieniającym się otoczeniu, a zatem na działalność tych podmiotów oddziałuje multum niemożliwych do przewidzenia czynników. Wycena powinna uwzględniać możliwość wprowadzenia korekt w okresie do realizacji zakładanego horyzontu czasowego na skutek zdarzeń istotnie oddziałujących na działalność wycenianej spółki, które to mogły być nieobecne lub nie miały większego znaczenia w momencie formułowania założeń. Doskonałym zobrazowaniem powyższego jest atak Rosji na Ukrainę na początku 2022 roku. Z jednej strony, zdarzenie to natychmiastowo ograniczyło szanse na wzrost i rozwój wielu spółek notowanych m.in. na ukraińskiej oraz moskiewskiej giełdach papierów wartościowych, co z kolei spowodowało konieczność rewizji dotychczasowych wycen przez inwestorów angażujących swój kapitał właśnie na tych rynkach. Z drugiej zaś strony, stworzyło to liczne okazje do wzrostu wartości tych przedsiębiorstw, które do tej pory nie były doceniane przez rynek (np. z uwagi na gorszą pozycję konkurencyjną na świecie). Tym samym, obecne wówczas wyceny powinny zostać skorygowane właśnie o to wydarzenie.

Wycena w praktyce nie stanowi o stanie rzeczy, który ma się utrzymywać przez dłuższy czas. Wręcz przeciwnie, wynik wyceny jest osiągany (o ile w ogóle) zaledwie na moment³⁶¹, do kolejnej transakcji, która wyznaczy nową cenę waloru na rynku. Wynika to ze sposobu, w jaki funkcjonuje rynek³⁶². Dowolna zmiana ceny akcji spółki może i zazwyczaj wpływa na decyzje inwestycyjne obecnych właścicieli przedsiębiorstwa oraz pozostałe strony zainteresowane nabyciem udziałów w spółce, powodując natychmiastową ponowną zmianę wartości przedsiębiorstwa na rynku. Przykładowo, jeśli wycena akcji dowolnej spółki wynosi X jednostek pieniężnych, znajdzie się kupujący oraz sprzedający, którzy będą chcieli odpowiednio nabyć i sprzedać te akcje po cenie $X+1$ jednostek pieniężnych, to wycena rynkowa waloru zostanie ustalona na nowym poziomie. Zapewne po chwili proces ten (zmiana ceny akcji) zostanie powtórzony i cena zmieni się ponownie. W przypadku akcji wyróżniających się wysoką płynnością, zmiana ceny w ciągu jednej sesji giełdowej zachodzi wielokrotnie. Tym samym, jeśli cena rynkowa zrówna się z wyceną, to nie będzie to stan długotrwały.

³⁶⁰ A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 24.

³⁶¹ Wyjątek stanowią akcje charakteryzujące się brakiem płynności.

³⁶² Rozważania te ignorują ewentualność, w której transakcje kupna i sprzedaży akcji spółek mogłyby być dokonywane samodzielnie na rynku regulowanym przez algorytmy na rzecz lub w imieniu ich twórców.

W kontekście ostatniego z omawianych mitów można stwierdzić, iż dopóki wyceny poprawnie przewidują zmiany cen akcji na rynku, to sposób, w jaki wyniki te zostały otrzymane, pozostaje bez znaczenia. W skrajnym scenariuszu taka okoliczność może wynikać z błędnych założeń, które analityk poczynił, a trafność prognoz była efektem jedynie przypadku i/lub szczęścia. Oznacza to, iż w długim horyzoncie czasowym tego typu podejście nie miałyby racji bytu, gdyż prędzej czy później zaczęłoby zawodzić częściej niż się sprawdzać. Nieprawdą bowiem jest, iż proces wyceny jest nieistotny. To dzięki niemu inwestorzy mogą zrozumieć czynniki, jakie kształtują ceny akcji spółki na rynku, a w efekcie estymować przyszłe ruchy cenowe akcji z większą precyzją, a w efekcie osiągać lepsze wyniki inwestycyjne.

W literaturze przedmiotu obecne jest również przeświadczenie, które stanowi, iż „w inwestowaniu sukces nie bierze się z racji, lecz z popełniania błędów z mniejszą częstotliwością niż inni”³⁶³. Powyższe stwierdzenie należy jednak uzupełnić o względnie trywialny, lecz prawdziwy i często zapominany fakt, mianowicie, iż kluczowe jest również ponoszenie przy tym strat mniejszych niż realizowane zyski.

4.3. Metody wyceny przedsiębiorstw

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej odnaleźć można dziesiątki różnych modeli wyceny przedsiębiorstwa, a każda z nich posiada kilka nazw używanych synonimicznie. Autorzy opracowań wskazują między innymi na podział technik wyceny przedsiębiorstwa na:

- metody bazujące na modelach wartości bieżącej netto lub teorii opcji oraz metody porównawcze³⁶⁴;
- metody rynkowe, bazujące na majątku jednostki lub podejściu dochodowym oraz mieszane³⁶⁵;
- metody bezpośrednie (zwane dochodowymi), majątkowe i porównawcze³⁶⁶;
- metody oparte na opcjach realnych, a także porównawcze i dochodowe³⁶⁷;
- metody majątkowe, dochodowe, mieszane, mnożnikowe oraz niekonwencjonalne³⁶⁸.

³⁶³ A. Damodaran, *The Little...*, op. cit., s. 21–25.

³⁶⁴ M. Meitner, *The Market Approach of Comparable Company Valuation*, Springer, Heidelberg 2006, s. 81.

³⁶⁵ A. Szablewski, R. Turniak, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 142–150.

³⁶⁶ A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley, Hoboken 2002, s. 51.

³⁶⁷ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, Hoboken 2010, s. 98.

³⁶⁸ D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, op. cit., s. 21.

Choć najczęściej spotykane jest użycie sformułowania „metody wyceny”, to w literaturze odnaleźć można również takie sformułowania, jak „techniki wyceny”, „modele wyceny” oraz „narzędzia wyceny”, które odróżnia jedynie ujęcie semantyczne, gdyż wszystkie one są merytorycznie tożsame³⁶⁹. Klasyfikacją, która dokonuje podziału technik wyceny w sposób najbardziej dokładny, jest ostatnia z wymienionych powyżej, tj. rozróżnienie na metody majątkowe, dochodowe, mieszane, mnożnikowe oraz niekonwencjonalne (zob. rysunek 16).

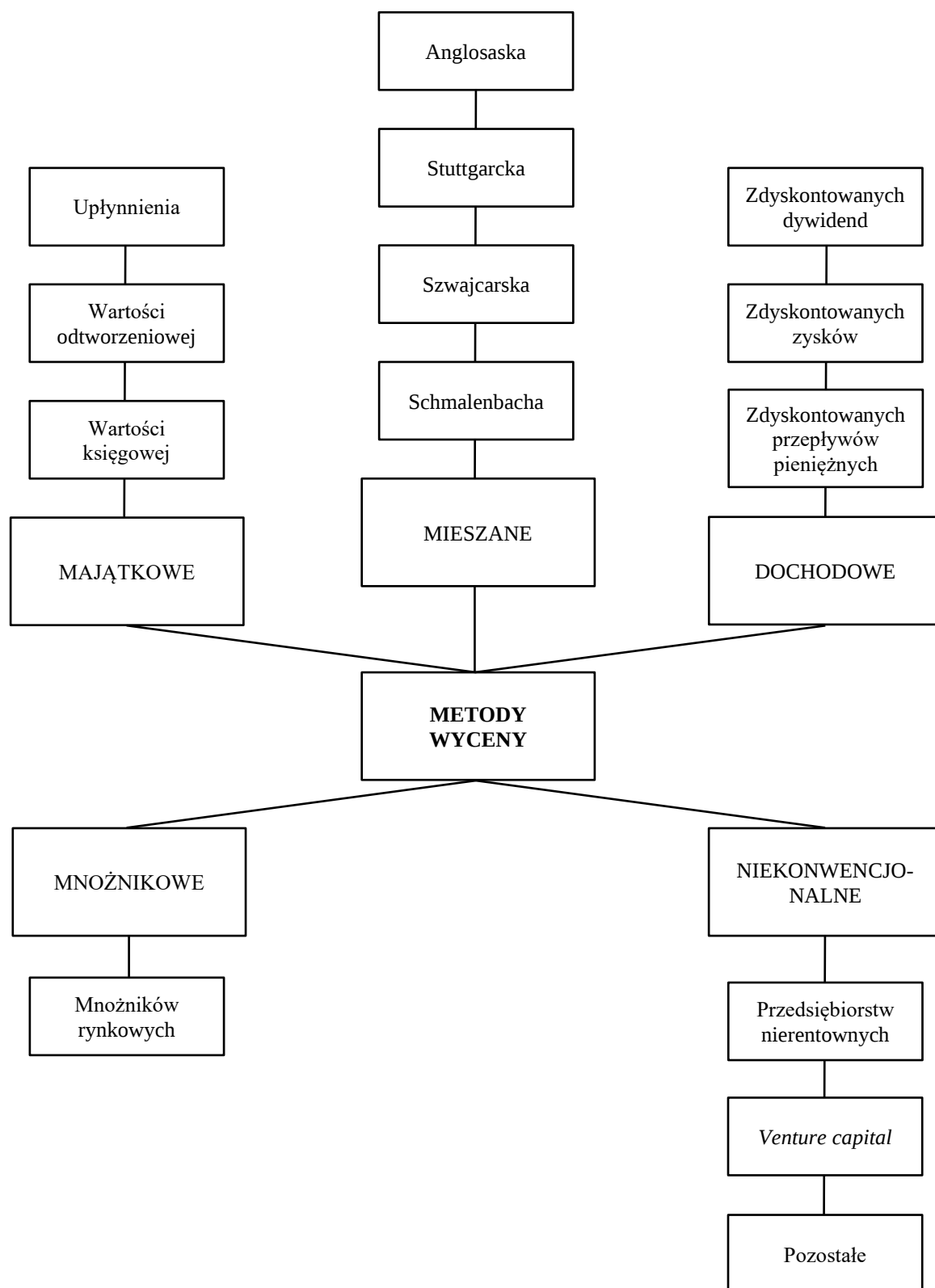
Do najczęściej wykorzystywanych metod wyceny należą modele bazujące na majątku przedsiębiorstwa, tj. metody majątkowe. Ich powszechność wynika z faktu, iż są uważane za najstarsze oraz za jedne z najprostszych do przeprowadzenia. Według tych technik wyceny przedsiębiorstwo jest warte tyle, na ile wyceniane są jego aktywa całkowite pomniejszone o zobowiązania całkowite (tj. aktywa netto) na podstawie zapisów księgowych. Dodatkowo, majątkowe metody wyceny dopuszczają możliwość, iż przedsiębiorstwo można wycenić na podstawie potencjalnej oferty jego sprzedaży lub wysokości nakładów, które należy ponieść, aby odtworzyć podobny podmiot od podstaw³⁷⁰. Modele majątkowe bazują głównie na informacjach księgowych mogących podlegać manipulacjom księgowym, które z kolei stanowią nielegalną część działań w ramach tzw. kreatywnej księgowości³⁷¹. O ile samo stosowanie kreatywnej księgowości nie oznacza niczego złego, to wykorzystanie luk w regulacjach prawnych wbrew prawu jest nielegalne, a w długim horyzoncie czasu fałszowanie dokumentacji księgowych zazwyczaj prowadzi do bankructwa przedsiębiorstwa lub co najmniej problemów w zakresie płynności finansowej i efektywności działalności na skutek pojawienia się nieoczekiwanych zobowiązań. Manipulacje księgowe spowodowane są głównie chęcią zarządzających spółką do wykazania innych niż rzeczywiste wyników finansowych spółki m.in. w celu osiągnięcia niższych zobowiązań podatkowych (zaniżenie wyniku finansowego) albo zachęcenie inwestorów do zakupu akcji (zawyżenie wyniku finansowego).

³⁶⁹ A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy...*, op. cit., s. 137.

³⁷⁰ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Podstawy analizy fundamentalnej. Podejście strategiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 154–155.

³⁷¹ Manipulacje księgowe (agresywna rachunkowość) to „świadome, celowe i zamierzone prowadzenie rejestracji, przetwarzania, ewidencji i prezentacji zdarzeń gospodarczych sprzecznie z przepisami bądź przy tendencyjnie i niewłaściwie interpretowanych przepisach i zasadach rachunkowości”. Jednymi z najbardziej znanych manipulacji księgowych są ukrycie zadłużenia przez Lehman Brothers i Enron, a także zawyżenie wartości aktywów w sprawozdaniach finansowych przez Worldcom. M. Wiercioch, *Rachunkowość kreatywna a granice prawa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 374, 2018, s. 132–142.

Rysunek 16. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna...*, op. cit., s. 153.

U podstaw metod dochodowych leży przekonanie, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jest w stanie wygenerować zysku – lub innej kategorii finansowej (np. przepływów pieniężnych) – od momentu rozpoczęcia prac nad wyceną do ostatniego okresu prognozy. Najczęściej stosowanymi metodami dochodowymi są zdyskontowane przepływy pieniężne (DCF, *Discounted Cash Flow*), zdyskontowane zyski (DFE, *Discounted Future Earnings*) oraz zdyskontowane dywidendy (DDM, *Dividend Discount Model*)³⁷². Nazwy metod wskazują jednocześnie na ich cechę charakterystyczną, czyli kategorię finansową, na której bazują. Poszczególne strumienie korzyści finansowych (tj. przepływy pieniężne, zyski, dywidendy) mogą, lub nie, zmaterializować się dopiero w przyszłych okresach po dokonaniu wyceny. W literaturze uważa się, że bardziej dokładne i mniej podatne na manipulacje niż metody majątkowe są metody dochodowe³⁷³, z kolei miernikiem ekonomicznym określającym stopień realizacji celu powinna być kategoria przepływu pieniądza netto wyrażona jako *cash flow*, a nie zysk. Twierdzenie to jest również zgodne z poglądem A. Rappaporta, który stwierdził, że „zysk jest opinią”, a „gotówka jest faktem”³⁷⁴. Za wiodące narzędzie wyceny spośród metod dochodowych uznaje się to wykorzystujące przepływy pieniężne, a dokładnie metodę DCF. Argumentowane jest to również przez fakt, iż wskaźniki liczone na podstawie bilansu i rachunku zysków i strat nie pokazują pełnej sytuacji przedsiębiorstwa, bowiem składowe tych sprawozdań finansowych są narażone na manipulację księgową, a włączenie do analizy rachunku przepływów pieniężnych pozwala na eliminację tego typu ingerencji w informacje księgowe³⁷⁵.

Powyższe uzasadnienie nie jest jednak do końca poprawne, gdyż jakoby wyklucza możliwość jakiegokolwiek ingerencji w zapisy księgowe związane z pozycjami rachunku przepływu pieniężnych. Każda manipulacja księgową pozycjami innego sprawozdania finansowego niż *cash flow* oznacza, iż te ingerencje będą odzwierciedlone również w rachunku przepływów pieniężnych, a przynajmniej w pewnej części. Przykładowo, jedno z fałszerstw księgowych w spółce Worldcom polegało na ujmowaniu w poczet aktywów – zamiast kosztów

³⁷² L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 405. P. Kosiń, *Wycena niektórych inwestycji długoterminowych w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 55, 2012, s. 464.

³⁷³ J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 22–24.

³⁷⁴ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York 1998, s. 14–15.

³⁷⁵ L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna...*, op. cit., s. 125.

– wartości zatankowanego przez pracowników paliwa³⁷⁶. Działanie to prowadziło z jednej strony do zwiększenia wartości aktywów, a z drugiej strony do zwiększenia wyniku finansowego netto spółki, który z kolei jest wyjściowym punktem dla obliczeń w rachunku przepływów pieniężnych (przynajmniej w wariancie pośrednim). Choć wywołany w ten sposób wzrost aktywów pomniejsza wykazany stan gotówki w tym sprawozdaniu, to jednak nie jest to zmiana współmierna do efektu wywołanego przez manipulacje księgowe w zakresie wyniku finansowego. Nawet przy założeniu, że zapisy księgowe byłyby wolne od niepożądanego ingerencji, to nadal nie stwarza to podstaw do twierdzenia, iż wynik wyceny metodą DCF będzie wolny od manipulacji. Technika ta wymaga od analityka sporządzającego taką wycenę poczynienia szeregu założeń oraz prognoz, które w sposób umyślny lub nie, będą zniekształcały finalny rezultat wyceny.

Pewnego rodzaju połączeniem wycen metodami majątkową oraz dochodową są metody mieszane. Grupa tych metod zazwyczaj wykorzystuje miary średnie lub nadaje większą wagę wynikowi otrzymanemu w ramach jednej z dwóch użytych metod. Przypisanie większej wagi wycenie majątkowej stwarza bardziej wycenę majątkowo-dochodową, zaś w sytuacji odwrotnej mowa jest o wycenie dochodowo-majątkowej. Metody mieszane większość swoich cech charakterystycznych czerpią z metod majątkowych i dochodowych, zatem atuty i przypadłości typowe dla tych dwu technik będą znamienne także dla metod mieszanych. O ile formuła kalkulacji wyceny metodami mieszanymi nie stwarza większych zawiłości, trzeba jednak pamiętać, iż w pierwszej kolejności potrzebna jest m.in. wycena metodą dochodową, którą należy określić mianem bardziej skomplikowanej niż wycena metodą majątkową.

Kolejną zbiorowość metod wyceny przedsiębiorstwa stanowią techniki mnożnikowe. Narzędzia tego rodzaju uznają rynek za wiarygodny weryfikator wartości przedsiębiorstwa, której pomiar przeprowadzany jest w sposób pośredni³⁷⁷. Grupę tych metod należy również określić mianem jednych z najprostszych oraz najczęściej stosowanych zarówno w praktyce, jak i w badaniach naukowych³⁷⁸. Wynika to z faktu, iż większość danych, z których składają się mnożniki, jest podawana do publicznej wiadomości w sprawozdaniach finansowych spółek objętych stosownymi regulacjami oraz na stronach internetowych, lub w serwisach publikujących notowania spółek na giełdach papierów wartościowych. Jednym z głównych zarzutów, który można postawić metodom mnożnikowym, jest uproszczone i modelowe ujęcie

³⁷⁶ U.S. Securities and Exchange Committee, *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc.*, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/0000931-76303001862/dex991.htm#ex991902_30, (dostęp 26.11.2023 r.).

³⁷⁷ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Podstawy analizy...*, op. cit., s. 172.

³⁷⁸ J.R. English, *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001, s. 289.

rzeczywistości. Wartość spółki według metod tej grupy wyrażona jest jako iloczyn dwóch wielkości – mnożnika rynkowego oraz dowolnego parametru ekonomicznego przedsiębiorstwa. Z jednej strony, oznacza to, iż zaledwie dwie miary często wielowymiarowej działalności przedsiębiorstwa opisują jego wartość. Z drugiej zaś strony, wycena mnożnikami rynkowymi pozwala połączyć dwa aspekty wyników przedsiębiorstwa (tj. wyniki księgowe z wynikami rynkowymi) w jeden syntetyczny wskaźnik.

W poczet ostatniej grupy metod wyceny – niekonwencjonalnych – zalicza się te techniki, których z uwagi na swą charakterystykę nie można zaklasyfikować do żadnej innej zbiorowości. Metody niekonwencjonalne obejmują narzędzia, których przedmiotem są przedsiębiorstwa znajdujące się w relatywnie „nietypowej” sytuacji. Przykładowo, wycena przedsiębiorstw nierentownych odnosi się do podmiotów wykazujących tylko straty, a *Venture Capital* najczęściej nadaje się do pomiaru wartości spółek znajdujących się we wczesnych fazach cyklu życia.

Jak wynika z powyższego, nie istnieje jedna idealna metoda wyceny. O słuszności wykorzystania danego narzędzia wyceny przemawiają okoliczności, takie jak chociażby: cel użycia metody, dostępność danych na temat wyników przedsiębiorstwa niezbędnych do obliczeń oraz możliwość formułowania wniosków na jej podstawie. Bezzasadne będzie użycie metody DCF w celu wyceny bankrutującej spółki – na tę potrzebę stworzona jest bowiem odrębna metoda, upłynnienia. Co więcej, w wypadku inwestora nieposiadającego skonkretyzowanych oczekiwań względem jakiejkolwiek spółki i szukającego najlepszej okazji spośród wszystkich spółek w danej grupie, wysoce uciążliwe będzie przeprowadzenie wyceny tych podmiotów z pomocą jakiejkolwiek metody mieszanej czy dochodowej. Wynika to z kompleksowości oraz czasochłonności tych metod. Lepszym rozwiązaniem będzie więc wykorzystanie np. mnożników rynkowych. Ponadto, nielogiczne będzie wykorzystanie tych narzędzi wyceny, które wykorzystują szereg różnych niedostępnych informacji na temat analizowanej spółki.

Każda metoda ma swoje zalety oraz wady (zob. tabela 20), a popularność części metod wyceny przedsiębiorstwa nie powoduje ich wyższości nad pozostałymi.

Tabela 20. Pozytywne i negatywne cechy wybranych metod wyceny przedsiębiorstw

Grupa metod	Aspekt pozytywny	Aspekt negatywny
Majątkowe	- względna łatwość obliczeń - szybkość wykonania	- brak związku z dochodowością - niejednoznaczność wyników
Dochodowe	- prezentują potencjał zarobku spółki - wycena uwzględnia gros składników - wartość rozpatrywana w kwestiach dochodowości	- subiektywizm założeń prognozy - złożoność wyceny - czasochłonność - wymagają dużej ilości danych
Mieszane	uwzględnienie wyników różnych metod	- wymagają dużej ilości danych - czasochłonność
Mnożnikowe	- mogą uwzględniać wyniki rynkowe i księgowe w ramach jednego wskaźnika - oparte na ogólnodostępnych danych - łatwe w obliczeniu - oparte na prostych założeniach	- uwzględniają tylko niektóre informacje na temat działalności spółki - wymagają małej ilości danych lecz dla wielu przedsiębiorstw - uproszczają wielowymiarowość działalności przedsiębiorstwa
Niekonwencjonalne	skupiają się na względnie nietypowych przedsiębiorstwach	skupiają się tylko na względnie nietypowych przedsiębiorstwach

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wiercioch, *Rachunkowość kreatywna...*, op. cit., s. 132–142; J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe...*, op. cit., s. 22–24; A. Rappaport, *Creating Shareholder...*, op. cit., s. 14–15; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna...*, op. cit., s. 125.

Analiza powyższego prowadzi do wniosku, iż metody wyceny nie powinny być wybierane na podstawie ich popularności, lecz optymalności względem czynników ograniczających, a w szczególności dostępności danych, zdolności oraz wiedzy analityka/inwestora dokonującego pomiaru wartości przedsiębiorstwa.

4.4. Finansowe determinanty wartości rynkowej przedsiębiorstw

W literaturze przedmiotu na temat wartości przedsiębiorstwa powszechne jest sformułowanie, iż nie jest możliwe sporządzenie listy wszystkich jej determinant³⁷⁹. Wynika to z faktu, że choć pojęcie wartości przedsiębiorstwa posiada względnie ugruntowaną definicję, to jednak różni autorzy mogą przyjmować różne stanowiska co do czynników na nią oddziałujących oraz mogą korzystać z różnych koncepcji postrzegania wartości przedsiębiorstwa. Realny jest również scenariusz, iż wybrane determinanty wartości dla jednych przedsiębiorstw będą nieistotne w tym kontekście, a dla innych spółek okażą się czynnikami ją pomniejszającymi. Jak każdy inny rodzaj wartości, wartość przedsiębiorstwa może być efektem zróżnicowanych odczuć

³⁷⁹ H. Falk, L.A. Gordon, *Imperfect Markets and the Nature of Goodwill*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 4, no. 4, 1977, s. 433–463.

różnych osób względem określonej spółki. Należy zatem podtrzymać stwierdzenie, iż na wartość przedsiębiorstwa może wpływać teoretycznie nieograniczona liczba czynników³⁸⁰.

Determinantami wartości rynkowej przedsiębiorstwa są przede wszystkim ryzyko oraz koszt kapitału³⁸¹. Ryzyko oznacza ewentualność osiągnięcia wyniku odmiennego niż zakładany. Ryzyko może mieć zatem charakter zarówno pozytywny, jak i negatywny. Ryzyko pozytywne oznacza sytuację, w której zrealizowano wynik inwestycji lepszy od zakładanego (np. sprzedaż akcji po cenie wyższej niż zaplanowano), podczas gdy ryzyko negatywne stanowi sytuację przeciwną. Choć ryzyko pozytywne jest scenariuszem teoretycznie pożądanym w określonych warunkach, to jednak wielkość odchylenia między wynikiem estymowanym a faktycznym świadczy o braku trafności wyceny – im większe odchylenie, tym mniejsza trafność. Ponadto, ryzyko bywa często utożsamiane z „niepewnością”, lecz za S. Gifford należy wskazać, iż w przeciwieństwie do ryzyka, niepewność jest zjawiskiem niemierzalnym, którego prawdopodobieństwa wystąpienia nie można oszacować³⁸². Co do zasady, większe ryzyko związane z inwestycją w dane przedsiębiorstwo, z jednej strony, wiąże się z potencjalnie niższą jego wyceną, lecz z drugiej strony – z większą oczekiwaną stopą zwrotu. Wynika to z faktu, iż inwestorzy (zarówno dostarczający kapitał własny – akcjonariusze – jak i obcy – np. banki) oczekują określonej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału, która dla przedsiębiorstwa stanowi koszt. Kapitał, jak każdy inny czynnik wytwórczy, posiada swoją cenę. Cena ta stanowi korzyść finansową, jaką dane przedsiębiorstwo zobowiązuje się dostarczyć kapitałodawcy w ustalonym czasie w zamian za udostępnione środki. Kapitałodawca podejmuje decyzję o zainwestowaniu posiadanych środków w dane przedsiębiorstwo na podstawie porównania stóp zwrotu możliwych do uzyskania z dostępnych alternatyw inwestycyjnych³⁸³ oraz wybiera to rozwiązanie, które w największym stopniu odpowiada jego preferencjom dotyczącym m.in. ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu. Dokonując dowolnego wyboru, inwestor określa oczekiwaną stopę zwrotu, która będzie stanowiła dla niego satysfakcjonującą rekompensatę za ekspozycję jego zasobów na określone ryzyko. Oczekiwana stopa zwrotu inwestora występuje tutaj w dwóch rolach jednocześnie (zob. rysunek 17).

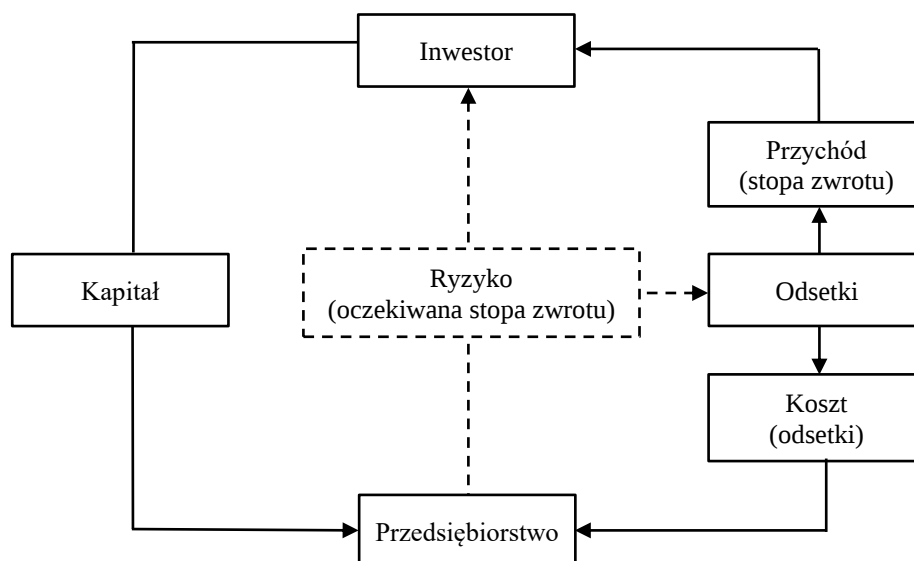
³⁸⁰ R. Ignatowski, *Konsolidacja sprawozdań...*, op. cit., s. 93.

³⁸¹ A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości...*, op. cit., s. 55–59.

³⁸² S. Gifford, *Risk and Uncertainty*, [in:] Z.J. Acs, D.B. Audretsch (eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Springer, London 2003, s. 303–318.

³⁸³ Alternatywy inwestycyjne są związane z kosztem alternatywnym, czyli utraconymi możliwościami na skutek podjęcia działania innego, aniżeli tego, które do zrealizowania tych możliwości mogłoby doprowadzić.

Rysunek 17. Dwuznaczność oczekiwanej stopy zwrotu inwestora



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości...*, op. cit., s. 59.

Jak to wspomniano wcześniej, z jednej strony – dla przedsiębiorstwa otrzymującego kapitał – oczekiwana stopa zwrotu inwestora stanowi koszt, który musi ponieść, z drugiej zaś strony – dla kapitałodawcy – jest to pewnego rodzaju obietnica zrealizowania określonego zysku z inwestycji w przyszłości. Racjonalne jest zatem, iż wraz ze wzrostem potencjalnego ryzyka inwestycji, oczekiwana stopa zwrotu inwestora będzie wyższa, więc kapitałobiorca będzie ponosił z tego tytułu wyższe koszty. Prowadzić będzie to do niższej wartości rynkowej przedsiębiorstwa, co wynika z poniższego równania³⁸⁴:

$$MV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+CoC)^t}, \quad (5)$$

gdzie:

MV, *Market Value* – wartość rynkowa;

CF, *Cash Flow* – przepływy pieniężne w okresie t;

CoC, *Cost of Capital* – koszt kapitału;

t, *time* – okres prognozy.

³⁸⁴ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna...*, op. cit., s. 170.

Ważną determinantą wartości rynkowej jest również struktura kapitału przedsiębiorstwa, definiowana jako udział zobowiązań (lub kapitału własnego) w aktywach całkowitych³⁸⁵. Jak twierdzą F. Modigliani i M.H. Miller, dla każdego przedsiębiorstwa istnieje optymalna struktura kapitału, która prowadzi do maksymalizacji wartości rynkowej tego podmiotu³⁸⁶. Jest to jednak obowiązujące jedynie dla przedsiębiorstw objętych obowiązkiem zapłaty podatku od zysku brutto, wygenerowanego w danym roku obrotowym. Jedynie w powyższym scenariuszu możliwe jest wystąpienie zjawiska tzw. tarczy/osłony podatkowej (*tax shield*)³⁸⁷, umożliwiające optymalizację kosztu kapitału spółki, przy odpowiedniej jego strukturze³⁸⁸. Najlepiej obrazuje to jedna z najczęściej wykorzystywanych w praktyce miar kosztu kapitału, czyli średnio ważony koszt kapitału (WACC, *Weighted Average Cost of Capital*), który wyrażony jest przez następujący wzór³⁸⁹:

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_i \times W_i, \quad (6)$$

gdzie:

C_i , *Cost* – koszt i-tego składnika kapitału;

W_i , *Weight* – udział i-tego składnika kapitału w kapitale całkowitym;

n – liczba składników kapitału.

WACC określa średni koszt kapitałów własnego i obcych wykorzystywanych w przedsiębiorstwie oraz jest ważony ich udziałem w całości kapitału. W bardziej szczegółowej formie, WACC z uwzględnieniem tarczy (osłony) podatkowej wyraża poniższy zapis:

$$WACC = C_E \times W_E + (C_{STD} \times W_{STD} + C_{LTD} \times W_{LTD}) \times (1 - T), \quad (7)$$

gdzie:

C_E , *Cost of Equity* – koszt kapitału własnego;

W_E , *Weight of Equity* – udział kapitału własnego w kapitale całkowitym;

³⁸⁵ S.C. Myers, *Capital Structure Puzzle*, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1984, Working Paper No. 1393, s. 1–35; M. Harris, A. Raviv, *The Theory of Capital Structure*, The Journal of Finance, vol. 46, no. 1, 1991, s. 297–355.

³⁸⁶ F. Modigliani, M.H. Miller, *The cost...*, op. cit., s. 261–297.

³⁸⁷ Zjawisko tarczy (osłony) podatkowej polega na obniżeniu WACC na skutek finansowania działalności w odpowiedniej części długiem oraz konieczności zapłaty z tego tytułu odsetek. Z uwagi na fakt, iż zapłacone odsetki pomniejszają podstawę opodatkowania, zasadne jest stwierdzenie, że nominalne oprocentowanie w wysokości 10%, w gospodarce z 20% stopą podatku, efektywnie wynosi 8% ($10\% \times (1 - 20\%)$). Tym samym, jeśli koszt kapitału własnego będzie większy od 8%, to każda kombinacja kapitału własnego oraz zadłużenia będzie maksymalizowała wartość przedsiębiorstwa, gdyż będzie pomniejszała jego WACC.

³⁸⁸ F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate income...*, op. cit., s. 433–443.

³⁸⁹ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna...*, op. cit., s. 150–151.

C_{STD} , *Cost of Short-Term Debt* – koszt kapitału obcego krótkoterminowego;

W_{STD} , *Weight of Short-Term Debt* – udział kapitału obcego krótkoterminowego w kapitale całkowitym;

C_{LTD} , *Cost of Long-Term Debt* – koszt kapitału obcego długoterminowego;

W_{LTD} , *Weight of Long-Term Debt* – udział kapitału obcego długoterminowego w kapitale całkowitym;

T , *Tax rate* – stopa opodatkowania.

Pomiar kosztu długu jest względnie prosty i oczywisty, gdyż może zostać wyrażony jako oprocentowanie pożyczonego kapitału, z uwzględnieniem osłony podatkowej, np.³⁹⁰:

$$C_D = r(1 - T), \quad (8)$$

gdzie:

C_D , *Cost of Debt* – koszt długu ();

r , *rate of debt* – stopa oprocentowania długu.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Spośród kilku modeli wyceny kapitału własnego za najpopularniejsze uznaje się dywidendowy model Gordona oraz model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM, *Capital Assets Pricing Model*). Pierwszy z nich można wykorzystać (jak sama nazwa wskazuje) tylko w wypadku, gdy spółka wypłaca akcjonariuszom dywidendę, a najczęściej stosowaną odmianą tego modelu jest ta zakładająca wzrost dywidendy w nieskończoność w stałym tempie. Model Gordona o takich założeniach wyraża więc następujące równanie³⁹¹:

$$C_E = \frac{d_0 \times (1+g)}{P} + g, \quad (9)$$

gdzie:

d_0 , *dividend* – dywidenda w okresie bieżącym;

P , *Price* – cena akcji;

g , *growth rate* – stałe tempo wzrostu dywidendy.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

³⁹⁰ A. Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York 2017, s. 833–837.

³⁹¹ Tamże, s. 227.

Drugim ze wspomnianych modeli wyceny kapitału własnego jest CAPM i opisuje go poniższa formuła³⁹²:

$$C_E = R_{RF} + [\beta \times (R_M - R_{RF})], \quad (10)$$

gdzie:

R_{RF} , *Risk Free Rate* – stopa wolna od ryzyka;

β , *beta* – wskaźnik ryzyka systematycznego danego rynku;

R_M , *Market Return* – średnia rynkowa stopa zwrotu z akcji.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Ryzyko systematyczne danego rynku (tj. β) w modelu CAPM wyznaczone jest przez iloczyn współczynnika korelacji między zmiennością kursu rynkowego akcji analizowanego przedsiębiorstwa a zmiennością kursu stosownego indeksu giełdowego rynku, na którym podmiot ten jest notowany ($Corr_{(F,M)}$) oraz odchyleniami standardowymi zmienności ceny akcji badanej spółki (σ_F) i indeksu giełdowego rynku, na którym funkcjonuje (σ_M). Tym samym, wskaźnik β można zaprezentować jako³⁹³:

$$\beta = Corr_{(F,M)} \times (\sigma_F : \sigma_M), \quad (11)$$

Biorąc pod uwagę równanie (5), można je również przedstawić jako:

$$MV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{[1 + (R_{RF} + [\beta \times (R_M - R_{RF})]) \times W_E + (C_{STD} \times W_{STD} + C_{LTD} \times W_{LTD}) \times (1 - T)]^{t'}}, \quad (12)$$

Z równania (11) wynika, iż maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa może zostać zrealizowana na wiele sposobów. Punktem wyjściowym może być zwiększenie wartości CF w okresie poprzez chociażby zwiększenie przychodów ze sprzedaży, zmniejszenie kosztów operacyjnych lub sprzedaż aktywów. Należy jednak podkreślić, iż sposoby te są rozłączne – niemożliwa jest maksymalizacja przychodów przy jednoczesnej minimalizacji kosztów. Ostatnie jest jednak zabiegiem krótkowzrocznym, gdyż majątek przedsiębiorstwa stanowi najczęściej jedną z głównych determinant generowania przychodów ze sprzedaży (tzw. obrotowość majątku), która w efekcie może przekładać się na powielanie jego wartości

³⁹² A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości...*, op. cit., s. 64–65.

³⁹³ A. Damodaran, *Corporate Finance...*, op. cit., s. 278.

rynkowej. Brak wzrostu wartości aktywów mógłby spowodować niechęć inwestorów do spółki, gdyż mogliby ten zabieg odebrać jako brak motywacji właścicieli lub zarządu przedsiębiorstwa do jego rozwoju i wzrostu. Zwiększanie CF powinno zatem odbywać się głównie w drodze efektywnego wykorzystania istniejących już aktywów generujących obecne i przyszłe przepływy pieniężne.

Inna strategia zwiększania wartości rynkowej przedsiębiorstwa zakłada zmniejszenie WACC. Zważywszy, iż na WACC wpływa struktura kapitału, koszt kapitału własnego oraz kapitałów obcych, to podejmowanie działań zmniejszających jego składowe (za wyjątkiem stopy podatku) prowadzić powinno do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Możliwe jest również ograniczenie w strukturze kapitału tych składników, które charakteryzuje wyższy koszt. Jednocześnie zmiany struktury kapitału spółki nie powinny jednak negatywnie wpływać na generowane CF³⁹⁴. Na podstawie równania (12) wysnuć można jeszcze jeden wniosek. Podmioty określane jako bardziej ryzykowne – o wyższym wskaźniku *beta* – będą spółkami o niższej wartości rynkowej niż spółki o niższej wielkości tego wskaźnika. *Beta* jest bowiem miarą ryzyka inwestycji w akcje przedsiębiorstwa na danym rynku, zatem uzasadnione jest oczekiwanie wyższej stopy zwrotu w przypadku inwestycji o wyższej wielkości wskaźnika.

Naukowcy w swoich badaniach potwierdzają istotność powyższych czynników względem wartości przedsiębiorstwa, a także wprowadzają inne determinanty. Badania B.N. Samy'ego i G. Mohameda wykazały, że prawdopodobieństwo kreacji przez spółkę wartości w przyszłości jest istotnie skorelowane z rentownością przedsiębiorstwa, czyli jego zdolnością do generowania zysków³⁹⁵. A. Rappaport dowiódł, że wartość przedsiębiorstwa jest zależna od przesłanek wzrostu tego podmiotu (np. stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży), jego marży zysku operacyjnego oraz kosztu i struktury kapitału³⁹⁶. Na podobne czynniki uwagę zwraca A. Duliniec, wskazując jednocześnie jako główne czynniki kształtujące wartość spółki: tempo wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stawkę podatku dochodowego, tempo wzrostu zainwestowanego kapitału, strukturę kapitału, koszt kapitału oraz długość okresu wzrostu. Podobne zależności między wskazanymi zmiennymi zostały odnotowane przez N. Varaię, R.A. Kerin, i D. Weeksa oraz H. Naffę i M. Fainę³⁹⁷. N. Hakansson i N. Bhattacharyya – w kontekście wartości przedsiębiorstwa – podkreślają istotność

³⁹⁴ Tamże, s. 1225–1227.

³⁹⁵ B.N. Samy, G. Mohamed, *The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value*, Applied Financial Economics, vol. 12, no. 12, 2002, s. 843–849.

³⁹⁶ A. Rappaport, *Corporate Performance Standards and Shareholder Value*, The Journal of Business Strategy, vol. 3, no. 4, 1983, s. 28–38; A. Rappaport, *Creating shareholder...*, op. cit., s. 74–80.

³⁹⁷ N. Varaiya, R.A. Kerin, D. Weeks, *The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value*, Strategic Management Journal, vol. 8, no. 5, 1987, s. 487–497; H. Naffa, M. Fain, *A factor...*, op. cit., s. 1–8.

prowadzonej przez spółkę polityki wypłat dywidendy akcjonariuszom³⁹⁸. A. Gawęda i M. Złoty dowodzą natomiast, iż nie bez znaczenia dla wartości przedsiębiorstwa pozostają sektor (do którego przynależy dane przedsiębiorstwo) oraz występowanie kryzysu gospodarczego w okresie analizy³⁹⁹. Listę czynników oddziałujących na wartość spółki R.W. Banz rozszerza o wielkość przedsiębiorstwa mierzoną m.in. wartością kapitału własnego lub aktywów całkowitych⁴⁰⁰. F. Black oraz E.F. Fama i K.R. French potwierdzają z kolei istotność ryzyka związanego z inwestowaniem w spółki na poszczególnych rynkach⁴⁰¹. J.M. Kim, I. Yang, T. Yang i P. Koveos udokumentowali ponadto występowanie istotnie statystycznego związku między wzrostem intensywności wydatków przedsiębiorstwa na badania i rozwój (B+R, R&D, *Research and Development*) a jego wartością rynkową⁴⁰². Inni naukowcy podkreślają znaczenie makroekonomicznych uwarunkowań działalności przedsiębiorstwa, do których zaliczają poziom edukacji obywateli, poziom rozwoju gospodarki mierzony wartością PKB oraz dobrobyt społeczeństwa (aproksymowany wielkością PKB per capita) kraju, w którym dane przedsiębiorstwo funkcjonuje⁴⁰³.

Poza identyfikacją czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa, badacze podejmują się również ich klasyfikacji. Przykładowo, A. Rappaport dzieli nośniki wartości przedsiębiorstwa na⁴⁰⁴:

- operacyjne – stopa zmiany przychodów ze sprzedaży, marża wyniku operacyjnego oraz stopa podatku dochodowego;
- inwestycyjne – wydatki na aktywa trwałe i obrotowe;
- finansowe – koszt i struktura kapitału;
- ogólne – zakładany okres wzrostu przedsiębiorstwa.

³⁹⁸ N. Hakansson, *To Pay or Not to Pay Dividends?*, Journal of Finance, vol. 37, no. 2, 1982, s. 415–428; N. Bhattacharyya, *Dividend policy: a review*, Managerial Finance, vol. 33, no. 1, 2007, s. 4–13.

³⁹⁹ A. Gawęda, M. Złoty, *The impact of ESG ratings on the market performance of commodity stock sector before and during the COVID-19 pandemic*, Ekonomia i Prawo. Economics and Law, vol. 23, no. 3, 2023, s. 1–16.

⁴⁰⁰ R.W. Banz, *The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks*, Journal of Financial Economics, vol. 9, no. 1, 1981, s. 3–18; A. Gawęda, *ESG Rating and Market Valuation of the Firm: Sector Approach*, European Journal of Sustainable Development, vol. 11, no. 4, 2022, s. 91–104.

⁴⁰¹ F. Black, *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*, Journal of Business, vol. 45, no. 3, 1972, s. 444–455; E.F. Fama, K.R. French, *The Cross Section of Expected Stock Returns*, The Journal of Finance, vol. 47, no. 2, 1972, s. 427–465.

⁴⁰² J.M. Kim, I. Yang, T. Yang, P. Koveos, *The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value*, Finance Research Letters, vol. 40, 2021, s. 1–8.

⁴⁰³ R.G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, Management Science, vol. 60, no. 11, 2014, s. 2835–2857; M.A. Khan, *ESG disclosure...*, op. cit., s. 101668; V. Michael, A. Paul, *A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability*, Academy of Management Journal, vol. 40, no. 3, 1997, s. 534–559.

⁴⁰⁴ A. Rappaport, *Ten Ways to Create Shareholder Value*, Harvard Business Review, September, 2006, s. 2–10.

O determinantach wartości przedsiębiorstwa w sposób względnie szeroki traktuje D. Kowal rozróżniając makro- (charakterystyczne dla sektora, do którego spółka przynależy) oraz mikronośniki (dotyczące bezpośrednio spółki) wartości przedsiębiorstwa (zob. tabela 21).

Tabela 21. Makro- i mikronośniki wartości przedsiębiorstwa według D. Kowala

Makronośniki wartości	Mikronośniki wartości	Sposoby kreacji wartości
Stopa zmiany przychodów netto ze sprzedaży	• Udział w rynku • Struktura sprzedaży • Wielkość rynku	• Ekspansja na nowe rynki zbytu • Globalizacja prowadzonej działalności • Efektywności operacyjna (np. minimalizacja kosztów przy danym poziomie produkcji) • Konkurencja cenowa • Utrzymanie rynków rentownych
Rentowność sprzedaży	• Cena sprzedawanych produktów • Koszty materiałów • Wynagrodzenia pracowników	• Zwiększenie efektywności sprzedaży • Restrukturyzacja kosztów działalności operacyjnej • Zwiększenie wydajności produkcji • Outsourcing • Zarządzanie procesami
Stopa podatkowa	• Strategie podatkowe	• Wykorzystanie ulg oraz zwolnień podatkowych • Zmiana lokalizacji siedziby przedsiębiorstwa (np. kraje o niższej stopie podatku dochodowego od osób prawnych) • Wykorzystanie tarczy podatkowej
Inwestycje w aktywa trwałe	• Okres amortyzacji aktywów • Skala działalności operacyjnej • Wymiana majątku	• Inwestowanie w projekty potencjalnie kreujące wartość w przyszłości • Absorbowanie niewykorzystywanych aktywów trwałych • Sprzedaż niewykorzystywanych aktywów trwałych
Inwestycje w kapitał obrotowy netto	• Cykl regulowania zobowiązań krótkoterminowych • Cykl rotacji należności krótkoterminowych oraz zapasów	• Wydłużenie terminów regulowania zobowiązań • Skrócenie cyklu należności • Inwestowanie wolnej gotówki • Optymalizacja stanu zapasów • Wdrożenie systemu ułatwiającego zarządzanie zobowiązaniami i należnościami
Struktura i koszt kapitału	• Koszt kapitału • Poziom zadłużenia	• Pozyskiwanie kapitału z odpowiednich źródeł • Pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania • Wyznaczenie i osiągnięcie optymalnego WACC • Wykorzystanie dźwigni finansowej
Okres przewagi konkurencyjnej	• Zwrot z inwestycji • Strategia rynkowa • Siła konkurencji	• Zwiększenie innowacyjności • Poprawa relacji z inwestorami oraz klientami • Otwartość na zmiany • System motywacji pracowników bazujący na wartości przedsiębiorstwa

Źródło: D. Kowal, *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004, s. 131–145.

W literaturze w kontekście tworzenia wartości przedsiębiorstwa, pojawia się twierdzenie, iż „znaczenie wielkości finansowych jest tak duże, że właśnie one powinny być przedmiotem obserwacji i oceny przez kierownictwo przedsiębiorstwa, mimo ograniczonego wpływu na ich wielkość”⁴⁰⁵. Podobnie jak przedstawione dotychczas klasyfikacje determinant wartości przedsiębiorstwa, tak i to stwierdzenie jest niepełne. Większość z przedstawionych nośników wartości przedsiębiorstwa oraz ich klasyfikacje były powiązane głównie z wynikami przedsiębiorstwa w wymiarze finansowym. Choć badacze wielokrotnie dowiedli istotnego wpływu czynników ESG na wartość przedsiębiorstwa⁴⁰⁶, to są one nadal często bagatelizowane.

4.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu

Wyniki ESG, czyli jakościowe oraz ilościowe rezultaty działań przedsiębiorstw w obszarach ESG (najczęściej aproksymowane scoringami oraz ratingami ESG⁴⁰⁷) mają kluczowe znaczenie z perspektywy finansowej i inwestycyjnej spółki⁴⁰⁸. Pozwalają one rozpoznać potencjalne szanse i zagrożenia związane z działalnością spółki⁴⁰⁹. Jak zostało wspomniane wcześniej, w zrównoważonych finansach istotna jest maksymalizacja korzyści ESG, a ich realizacja wymaga poniesienia przez przedsiębiorstwa określonych nakładów finansowych. W tej koncepcji istotne jest również zachowanie potencjału osiągania korzyści finansowych w długim terminie. Jeśli inwestorzy będą angażowali swój kapitał w przedsiębiorstwa dążące do maksymalizacji korzyści ESG, a nie otrzymają wymaganej kompensaty za swoje działania w długim terminie (np. pod postacią wzrostu wartości rynkowej tej spółki), to możliwe, iż w pewnym momencie wycofają się z tej inwestycji.

Kwestia wpływu wyników ESG na wyniki finansowe przedsiębiorstwa, a ostatecznie na jej wartość, jest przedmiotem debaty od początku lat 70. ubiegłego wieku⁴¹⁰. Według

⁴⁰⁵ T. Rojek, *Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 46, 2011, s. 609–623.

⁴⁰⁶ G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., s. 210–233.

⁴⁰⁷ Szerzej na ten temat w punkcie pracy 5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek.

⁴⁰⁸ A. Amel-Zadeh, G. Serafeim, *Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey*, *Financial Analysts Journal*, vol. 74, no. 3, 2018, s. 87–103.

⁴⁰⁹ J. Tucker, S. Jones, *Environmental, social, and governance investing: investor demand, the great wealth transfer, and strategies for ESG investing*, *Journal of Financial Service Professionals*, vol. 74, 2020, s. 1–10.

⁴¹⁰ G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., s. 210–233.

J.T. Hamiltona rynek może reagować na wyniki ESG przedsiębiorstw na trzy różne sposoby, mianowicie⁴¹¹:

- ocenić wyniki ESG negatywnie – biorąc pod uwagę, że raportowanie informacji ESG przez spółkę oznacza ujawnienie potencjalnie poufnych informacji na temat wpływu działalności podmiotu na środowisko, społeczeństwo, pracowników i innych interesariuszy, ujawnianie jakichkolwiek informacji ESG powinno wiązać się z wyższą ekspozycją na ryzyko spółek, a co za tym idzie, niższą wyceną rynkową;
- ocenić wyniki ESG pozytywnie – wszystkie wysiłki przedsiębiorstw na rzecz zrównoważenia, większej transparentności oraz funkcjonowania w zgodzie z obowiązującymi przepisami prawa dla uczestników rynku są uznawane przez inwestorów za pozytywne wydarzenie, dzięki czemu rynek nagradza takie podmioty wyższą wyceną, a dokładnie jej uczciwość i chęć działania w sposób etyczny;
- ocenić wyniki ESG błędnie – ponieważ niektóre przedsiębiorstwa mogą prezentować nieprawdziwe wyniki ESG w celu osiągnięcia wyższej wyceny rynkowej (tj. *greenwashing*) oraz biorąc pod uwagę, iż niemożliwe jest dokładne oszacowanie potencjalnych kosztów i korzyści wynikających z prowadzonych działań w obszarach ESG, rynek wycenia takie informacje błędnie (asymetria informacji).

Rozważania J.T. Hamiltona nie uwzględniają jednak jednego, czwartego, scenariusza – rynek może w ogóle nie brać pod uwagę wyników ESG w wycenie przedsiębiorstw. Jest to wynik ignorancji inwestorów lub braku wiedzy na temat tego, jak takie informacje interpretować, w wyniku czego są one całkowicie pomijane. Niemniej jednak, dotychczas przeprowadzone badania potwierdzają istnienie wszystkich czterech z powyżej wymienionych scenariuszy⁴¹².

W zgodzie z prezentowanymi wcześniej założeniami finansów tradycyjnych oraz koncepcjami wartości dla akcjonariuszy i teorii agencji⁴¹³, początkowo zakładano, że związek

⁴¹¹ J.T. Hamilton, *Pollution as news: media and stock market reactions to the toxics release inventory data*, Journal of Environmental Economics and Management, vol. 28, 1995, s. 98–113.

⁴¹² T. Verheyden, R.G. Eccles, A. Feiner, *ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 28, no. 2, 2016, s. 47–55; H. Lööf, M. Sahamkhadam, A. Stephan, *Is Corporate Social Responsibility investing a free lunch? The relationship between ESG, tail risk, and upside potential of stocks before and during the COVID-19 crisis*, Finance Research Letters, vol. 46, 2022, s. 1–7; G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms*, Journal of Risk and Financial Management, vol. 15, no. 6, 2022, s. 237–253; P. Velte, *Archival research on integrated reporting: a systematic review of main drivers and the impact of integrated reporting on firm value*, Journal of Management and Governance, vol. 26, 2022, s. 997–1061.

⁴¹³ Y. Yang, H. Zhang, *Review of research on ESG performance, executive background and firm value*, Frontiers in Humanities and Social Sciences, vol. 4, no 3, 2024, s. 141–150; G. de la Fuente, P. Velasco, *Pretending to be sustainable: Is ESG disparity a symptom?*, Journal of Contemporary Accounting and Economics, vol. 20, 2024, s. 100418.

między wynikami ESG a wynikami rynkowymi powinien być negatywny. Warunkowane było to faktem, iż potencjalne korzyści dla właścicieli płynące z działalności spółek w obszarach ESG nie były w stanie przewyższyć ich kosztów (np. nakłady poniesione na rzecz zmniejszenie emisji GHG w procesie produkcji dóbr). Wielu autorów wykazało, że sam fakt ujawniania przez spółki informacji na temat ESG prowadził do ujemnych zwrotów z akcji⁴¹⁴ oraz niższej wartości rynkowej w porównaniu z podmiotami, które w ogóle nie raportowały tego typu informacji⁴¹⁵. V.L. Crisóstomo, S.F. Fatima oraz C.V. Felipe stwierdzili również, że działania w obszarach ESG wymagają przesunięcia zasobów generujących korzyści od akcjonariuszy do innych interesariuszy działalności przedsiębiorstwa, dlatego naturalne jest oczekiwanie, że działania spółek w tym zakresie powinny być karane przez rynek niższą wyceną podmiotu⁴¹⁶.

Przeciwnie stanowisko zajmują natomiast M.E. Porter i M.R. Kramer oraz A. Buallay twierdząc, że wyniki ESG mają pozytywny i statystycznie istotny wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstw⁴¹⁷, co z kolei jest zgodne z koncepcją wartości dla interesariuszy⁴¹⁸. Podmioty o lepszych wynikach ESG powinny zatem osiągać wyższą wycenę rynkową niż spółki o gorszych wynikach ESG. Do podobnych wniosków prowadzą badania przeprowadzone przez G. Dorfleitnera, S. Utza i M. Wimmera, którzy dodatkowo zwracają uwagę na fakt, że w dłuższym okresie analizy, związek między wynikami ESG spółki a jej wyceną rynkową jest silniejszy⁴¹⁹. Jeszcze inni badacze donoszą, że działalność przedsiębiorstw w obszarach ESG przyczynia się do obniżenia kosztu kapitału⁴²⁰, wyższej ceny akcji⁴²¹ oraz do wzrostu

⁴¹⁴ B.W. Jacobs, V.R. Singhal, R. Subramanian, *An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm*, Journal of Operations Management, vol. 28, no. 5, 2005, s. 430–441; T. Lyon, Y. Lu, X. Shi, Yin Q, *How do investors respond to Green Company Awards in China?*, Ecological Economics, vol. 94, 2013, s. 1–8.

⁴¹⁵ S. Marsat, B. Williams, *Does the market value social pillar?*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419387, (dostęp 15.11.2023 r.).

⁴¹⁶ V.L. Crisóstomo, S.F. Fatima, C.V. Felipe, *Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil*, Social Responsibility Journal, vol. 7, 2011, s. 295–309.

⁴¹⁷ M.E. Porter, M.R. Kramer, *Creating shared value: How to reinvent capitalism – And unleash a wave of innovation and growth*, [in:] G.G. Lenssen, N.C. Smith (eds.), *Managing sustainable business: An executive education case and textbook*, 2018, s. 323–346; A. Buallay, *Between cost and value: investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance*, Journal of Applied Accounting Research, vol. 20, no. 4, 2019, s. 481–496.

⁴¹⁸ R.E. Freeman, A.C. Wicks, B. Parmar, *Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited*, Organizational Science, vol. 15, no. 3, 2004 s. 364–369; X. Yu, K. Xiao, *Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises*, Sustainability, vol. 14, 2022, s. 16940; R. Narula, P. Rao, A.A. Rao, *Impact of ESG on firm value: a conceptual review of the literature*, Journal of Social and Economic Development, vol. 25, 2023, s. 162–179.

⁴¹⁹ G. Dorfleitner, S. Utz, M. Wimmer, *Patience pays off – corporate social responsibility and long-term stock returns*, Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 8, no. 2, 2018, s. 132–157.

⁴²⁰ D.S. Dhaliwal, O.Z. Li, A. Tsang, Y.G. Yang, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 33, 2014, s. 328–355.

⁴²¹ M. Khan, *Corporate governance, ESG, and stock returns around the world*, Financial Analysts Journal, vol. 75, no. 4, 2019, s. 103–123.

ponadprzeciętnych zwrotów z akcji (BHAR, *Buy-and-Hold Abnormal Return*)⁴²². Autorzy podkreślają również, że kluczowe znaczenie dla poprawy wyników rynkowych ma raczej ujawnianie informacji ESG a nie wyniki ESG same w sobie⁴²³. Spółki, które ujawniają informacje ESG, są postrzegane przez inwestorów jako stabilne i godne zaufania, o silnej pozycji rynkowej, które są skłonne do przetrwania w czasach trudności finansowych i kryzysów gospodarczych i zazwyczaj to im wystarczy do stwierdzenia, czy dane przedsiębiorstwo dba o otoczenie lub nie⁴²⁴.

Choć badania naukowców dowodzą ściśle pozytywnego lub negatywnego oddziaływania wyników ESG na wartość przedsiębiorstwa, to empiryczne dociekania innych potwierdzają również istnienie podstaw do twierdzenia, iż zależność ta ma niejednoznaczny charakter⁴²⁵ lub wykazują brak statystycznie istotnego związku między tymi dwiema zmiennymi⁴²⁶. J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii i S. Managi dokumentują mieszany wpływ wyników ESG na wartość spółki, lecz jednocześnie podkreślają, że związek między wynikami ESG a wartością przedsiębiorstwa ma przede wszystkim pozytywny charakter⁴²⁷. Podobne wyniki otrzymał A. Gawęda, zastrzegając, że kierunek wpływu wyników ESG na wartość spółki jest uzależniony od sektora, do którego spółka przynależy⁴²⁸. J.-J. Han, H.J. Kim oraz J. Yu, wykorzystując poszczególne komponenty scoringu ESG, a więc scoringi E, S i G, wykazali ujemny wpływ scoringu E na wyniki inwestycyjne przedsiębiorstwa, brak zależności odnośnie do scoringu S i dodatni związek w przypadku scoringu G⁴²⁹. Ponadto, J.E. Humphrey, D.D. Lee i Y. Shen wskazują na występowanie niezależnego wpływu każdego z indywidualnych scoringów ESG na wartość spółki, gdyż nie zidentyfikowali znaczących kosztów ani korzyści związanych z inwestowaniem w podmioty dbające o interesariuszy spółki poza jej właścicielami⁴³⁰.

⁴²² H. Hong, M. Kacperczyk, *The price...*, op. cit., s. 15–36; S. Koh, R. Durand, M. Limkriangkrai, *The Value of Saints and the Price of Sin*, Pacific-Basin Finance Journal, vol. 35, 2015, s. 56–72.

⁴²³ J. Derwall, N. Guenster, R. Bauer, K. Koedijk, *The eco-efficiency premium puzzle*, Financial Analysts Journal, vol. 61, no. 2, 2015, s. 51–63; M. Plumlee, D. Brown, R.M. Hayes, R.S. Marshall, *Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence*, Journal of Accounting and Public Policy, vol. 34, 2015, s. 336–361.

⁴²⁴ J. Derwall, N. Guenster, R. Bauer, K. Koedijk, *The Eco-Efficiency...*, op. cit., s. 51–63.

⁴²⁵ M. Orlitzky, F.L. Schmidt, S.L. Rynes, *Corporate social...*, op. cit., s. 403–441; G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., s. 210–233.

⁴²⁶ J.E. Humphrey, D.D. Lee, Y. Shen, *The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms*, Australian Journal of Management, vol. 37, no. 2, 2012, s. 135–151.

⁴²⁷ J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, S. Managi, *Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?*, Business Strategy and the Environment, vol. 28, no. 2, 2019, s. 286–300.

⁴²⁸ A. Gawęda, *ESG Rating...*, op. cit., s. 91–104.

⁴²⁹ J.-J. Han, H.J. Kim, J. Yu, *Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea*, Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility, vol. 1, 2016, s. 61–76.

⁴³⁰ J.E. Humphrey, D.D. Lee, Y. Shen, *The independent...*, op. cit., s. 135–151.

Jak wskazuje M.L. Wu, głównym źródłem zróżnicowania wyników badań odnośnie do wpływu wyników ESG spółek na ich wartość rynkową jest sama wartość przedsiębiorstwa, a dokładniej sposób jej pomiaru⁴³¹. Wskazana przez autora determinanta niejednorodnego oddziaływania wyników ESG spółek na ich wartość zdaje się jednak być inna, gdyż nawet przy wykorzystaniu tej samej miary wartości spółki, autorzy otrzymywali różne wyniki (zob. tabela 22).

Tabela 22. Przegląd badań wybranych autorów pod kątem wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa

Wpływ wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa	Aproksymata wartości przedsiębiorstwa	Autorzy badań (rok)
Pozytywny	Q Tobina	Lo i Sheu (2007)
		Peiris i Evans (2010)
		Fatemi, Glaum i Kaiser (2018)
		Wong i in. (2021)
		Naffa i Fain (2022)
	Cena akcji	Guenster i in. (2011)
		Khan (2019)
	Uproszczone Q Tobina	Giannopoulos, Fagernes i Hossain (2021)
	BV/MV	Filbeck i in. (2009)
	MV/BV	Buallay (2019)
Negatywny	Q Tobina	Nollet, Filis i Mitrokostas (2016)
	Cena akcji	Limkriangkrai, Koh i Durand (2016)
	Stopa zwrotu z akcji	Brammer i in. (2006)
	BHAR	Fisher-Vanden i Thorburn (2011)
	Discounted Cash Flow	Garcia i Orsato (2020)
Niejednoznaczny	Q Tobina	Xie i in. (2019)
		Yoo i Managi (2022)
	MV/BV	Han i in. (2016)
	BHAR	Shanaev i Ghimire (2022)
Neutralny/brak wpływu	MV/BV	Humphrey, Tan (2014)
	Q Tobina	Velte (2017)

Źródło: opracowanie własne na podstawie S.-F. Lo, H.-J. Sheu, *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?*. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, no. 2, 2007, s. 345–358; D. Peiris, J. Evans, *The relationship between environmental social governance factors and U.S. stock performance*,

⁴³¹ M.L. Wu, *Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis*. *The Journal of American Academy of Business*, vol. 8, no. 1, 2006, s. 163–171.

Journal of Investing, vol. 19, 2010, s. 104–12; A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure*, Global Finance Journal, vol. 38, 2018, s. 45–64; W.C. Wong, J.A. Batten, A.H. Ahmad, S.B. Mohamed-Arshad, S. Nordin, A.A. Adzis, *Does ESG certification add firm value?*, Finance Research Letters, vol. 39, 2021, s. 1–7; H. Naffa, M. Fain, *A factor...*, op. cit., s. 1–8; N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, European Financial Management, vol. 17, no. 4, 2011, s. 679–704; M. Khan, *Corporate governance...*, op. cit., s. 103–112; G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG...*, op. cit., s. 237–252; G. Filbeck, R. Gorman, X. Zhao, *The “Best Corporate Citizens”: Are They Good for Their Shareholders?*, Financial Review, vol. 44, 2009, s. 239–262; A. Buallay, *Between cost...*, op. cit., s. 481–496; J. Nollet, G. Filis, E. Mitrokostas, *Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach*, Economic Modelling, vol. 52, 2016, s. 400–407; M. Limkriangkrai, S. Koh, R.B. Durand, *Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence*, International Review of Finance, vol. 17, no. 3, 2016, s. 461–471; S. Brammer, C. Brooks, S. Pavelin, *Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures*, Financial Management, vol. 35, no. 3, 2006, s. 97–116; K. Fisher-Vanden, K.S. Thorburn, *Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth*, Journal of Environmental Economics and Management, vol. 62, 2011, s. 430–445; A.S. Garcia, R.J. Orsato, *Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance*, Business Strategy and the Environment, vol. 29, no. 8, 2020, s. 3261–3272; J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, S. Managu, *Do environmental...*, op. cit., s. 286–300; S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or action: evaluating ESG behaviour towards financial performance*, Finance Research Letters, vol. 44, 2022, s. 1–7; J.-J. Han, H.J. Kim, J. Yu, *Empirical study...*, op. cit., s. 61–76; S. Shanaev, B. Ghimire, *When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns*, Finance Research Letters, vol. 46, 2022, s. 1–7; J.E. Humphrey, D.T. Tan, *Does it really hurt to be responsible?*, Journal of Business Ethics, vol. 122, 2014 s. 375–386; P. Velte, *Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany*, Journal of Global Responsibility, vol. 80, no. 2, 2017, s. 169–178.

Naukowcy w prowadzonych badaniach nadal koncentrują się na ocenie wpływu wyników ESG spółki na jej wyniki rynkowe, a w szczególności wycenę, co czyni tę problematykę aktualną. Co więcej, istotność tematu wynika z faktu, że czynniki ESG wpływają w sposób ogólny na działalność przedsiębiorstwa, a dokładna ocena tego wpływu może przyczynić się do formułowania optymalnych długoterminowych strategii zarówno dla samej spółki, jak i jej inwestorów, na czym skorzystaliby również pozostali interesariusze przedsiębiorstw. Jednak związek między wynikami ESG a rynkowymi nadal nie został zdefiniowany, a nowe badania dostarczają sporo wątpliwości i niepewności na ten temat⁴³², co wskazuje na istnienie istotnej luki badawczej w tym obszarze.

4.6. Podsumowanie

Wartość jest pojęciem złożonym oraz dostarczającym trudności interpretacyjnych. Każda dyscyplina nauki może postrzegać to zjawisko w sposób odrębny, co nie ułatwia jego zdefiniowania. Podobnie jak pojęcie ESG, pojęcie wartości nabiera sensu interpretacyjnego dopiero w połączeniu z przedmiotem, do którego się odnosi, ponieważ wartość nie występuje samoistnie.

⁴³² R.P. Gregory, *Why ROE, ROA, and Tobin's Q in regressions aren't good measures of corporate financial performance for ESG criteria*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775789>, (dostęp 31.12.2023 r.).

Wartość przedsiębiorstwa co do zasady odnosi się do jego składników majątku, skutków decyzji podjętych przez jego kierownictwo w przeszłości, zdolności generowania korzyści ekonomicznych w przyszłości oraz postrzegania przez uczestników rynku. W literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele koncepcji wartości przedsiębiorstwa. Jedną z najistotniejszych jest wartość rynkowa przedsiębiorstwa. Tego rodzaju wartość można interpretować na kilka sposobów. Po pierwsze, może ona zostać sprowadzona do matematycznego równania zawierającego iloczyn akcji w obiegu spółki oraz ich aktualnego kursu, czyli kapitalizacji rynkowej. Wartość rynkową przedsiębiorstwa można również rozumieć przez pryzmat wyceny dokonanej przez analityka w ramach analizy fundamentalnej, a wycena ta może z kolei stanowić podstawę do twierdzenia o niewłaściwym postrzeganiu spółki przez rynek. Jeszcze inną interpretacją mogą posługiwać się pozostali interesariusze przedsiębiorstwa, poszukujący w tych podmiotach takiej wartości, która przez pozostałych nie była nawet dostrzeżona. Należy jednocześnie podkreślić, iż w warunkach braku obiektywizmu podczas wyceny spółki zarówno przez rynek, jak i analityków, a także z uwagi na względność samego pojęcia wartości, nieprawidłowe jest twierdzenie, iż którakolwiek z wymienionych koncepcji określa wartość przedsiębiorstwa w sposób optymalny.

Tak jak istnieją różne podejścia do interpretacji wartości przedsiębiorstwa, tak istnieją różne metody jego wyceny. Najbardziej popularna w literaturze klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa grupuje te techniki w ramach jednego z pięciu zbiorów narzędzi wyceny – majątkowych, dochodowych, mieszanych, mnożnikowych oraz niekonwencjonalnych. Metody majątkowe bazują głównie na zapisach księgowych, podczas gdy techniki dochodowe wymagają znajomości wartości księgowych składników przedsiębiorstwa, a także specyficznych umiejętności umożliwiających zastosowanie poszczególnych narzędzi tej grupy w praktyce. Metody mieszane stanowią wypadkową wyników pomiarów wartości metodami majątkową i dochodową. Mnożniki rynkowe, jak sama nazwa wskazuje, zakładają, iż rynek jest najlepszym weryfikatorem wartości przedsiębiorstwa, z kolei metody niekonwencjonalne mają zastosowanie jedynie w określonych wypadkach wynikających ze specyficznych sytuacji, w których znajduje się dane przedsiębiorstwo. Odnosnie do technik pomiaru wartości przedsiębiorstwa, należy mieć na uwadze, iż nie ma jednej słusznej metody wyceny. Wszystkie narzędzia posiadają określone atrybuty, więc metoda powinna być zawsze wybierana indywidualnie z uwzględnieniem potrzeb oraz kompetencji podmiotu dokonującego tej czynności.

Z uwagi na fakt, iż wartość dla każdej osoby może oznaczać coś innego, w literaturze przedmiotu zastrzega się, iż lista determinant wartości przedsiębiorstwa nie jest skończona.

Bez wątpienia, czynnikami o najsilniejszym oddziaływaniu na wartość, są te, które odnoszą się do kwestii finansowych przedsiębiorstwa. Ponosząc określone ryzyko zasadnym jest bowiem oczekiwanie pewnych korzyści, najczęściej tych o charakterze finansowym. Nie stwarza to jednak podstaw do niezaliczenia czynników niefinansowych (tj. wyników ESG) do determinant wartości spółki, gdyż, jak to wielokrotnie udowodniono, one również posiadają zdolność kształtowania wartości spółki. W obliczu rosnącej potrzeby zrównoważenia działalności gospodarczej wobec presji wywieranej przez organizacje międzynarodowe (np. UE) oraz krajów, w których spółki funkcjonują, możliwą ewentualnością jest, iż rola wyników ESG w przyszłości wzrośnie do poziomu tych finansowych.

ROZDZIAŁ V

Metodyka badań empirycznych

5.1. Specyfika danych oraz procedura organizacji bazy danych

Z perspektywy poprawności oraz jak najwyższej jakości prowadzonych badań, kluczowa jest właściwa organizacja podstawowych jednostek informacyjnych użytych w tym celu – danych. Stanowią one fundament każdego badania empirycznego. Wykorzystane w badaniach empirycznych dane dotyczące analizowanych przedsiębiorstw pochodzą głównie z bazy danych Refinitiv Eikon⁴³³.

W pracy zastosowano autorski system organizacji danych składający się zarówno z procedur podstawowych oraz kontrolnych, jak i stworzonej na ich podstawie bazy danych (zob. rysunek 18).

Jako pierwszą procedurę niezbędną do stworzenia bazy danych na potrzeby badań empirycznych zidentyfikowano pobranie danych z Refinitiv Eikon, co zaliczono w poczet procedur podstawowych. Na tym etapie dla analizowanych spółek pozyskano:

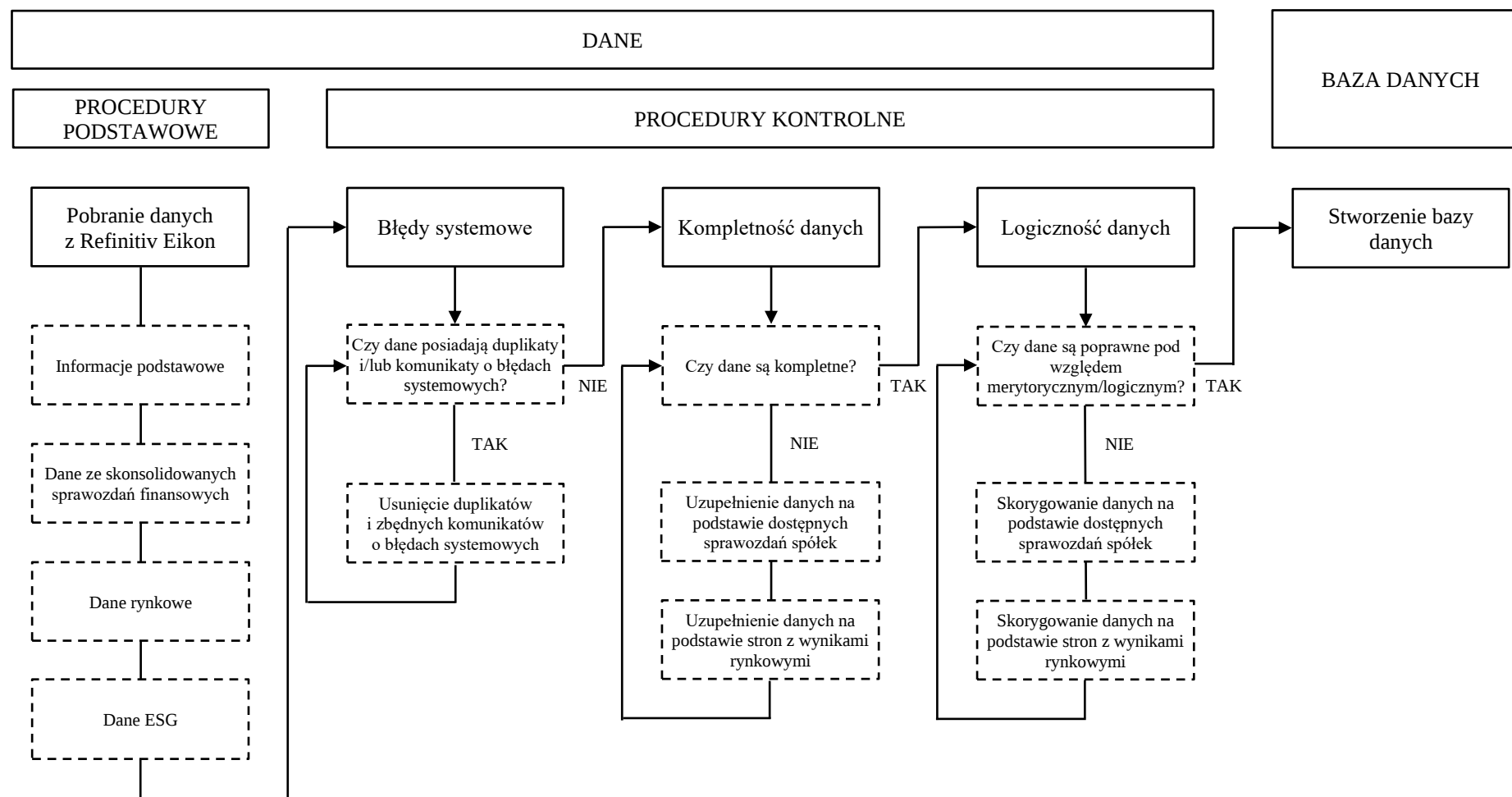
- dane podstawowe – nazwa, kraj siedziby oraz przynależność sektorowa spółki według *The Refinitiv Business Classification*⁴³⁴;
- dane finansowe ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych⁴³⁵ – poszczególne pozycje bilansu (wartość aktywów całkowitych, aktywów trwałych, aktywów obrotowych, kapitału własnego, zobowiązań ogółem, zobowiązań długoterminowych i zobowiązań krótkoterminowych) oraz rachunku wyników (wartość przychodów ze sprzedaży, całkowitych kosztów operacyjnych oraz wyniku operacyjnego);

⁴³³ Głównym powodem wyboru danych z tej bazy spośród alternatywnych opcji był wspomniany już wcześniej fakt (w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw), iż Refinitiv oferuje jedną z najbardziej kompleksowych baz danych w zakresie danych finansowych, rynkowych i ESG przedsiębiorstw, stanowiących blisko 90% globalnej kapitalizacji rynkowej oraz pochodzących z łącznie 76 krajów (w tym, ze wszystkich krajów w Europie). Ponadto, Refinitiv oblicza scoringi i ratingi ESG przy użyciu 660 miar na poziomie danej spółki, z których podzbiór 209 najbardziej porównywalnych wskaźników z punktu widzenia sektora kształtuje łączną ocenę ESG ewaluowanego podmiotu.

⁴³⁴ Dokładny podział spółek z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności gospodarczej według Refinitiv przedstawiono w punkcie pracy 5.2. Próba badawcza i okres badawczy – uzasadnienie wyboru oraz charakterystyka.

⁴³⁵ W badaniach wykorzystano dane finansowe pochodzące ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych, gdyż w przeciwieństwie do danych jednostkowych, dane skonsolidowane umożliwiają kompleksową ocenę sytuacji finansowej grupy kapitałowej, a nie tylko jednego z jej podmiotów zależnych często operujących w ramach tylko jednego z kilku segmentów działalności gospodarczej prowadzonej przez grupę kapitałową.

Rysunek 18. Podstawowe i kontrolne procedury organizacji danych podjęte w celu stworzenia bazy danych



Objaśnienia: linia ciągłą oznaczono czynności główne, z kolei linią przerywaną czynności pomocnicze/wyjaśniające.

Źródło: opracowanie własne.

- dane rynkowe – wartość kapitalizacji rynkowej, liczba akcji w obiegu, cena akcji oraz zdarzenie wypłaty dywidendy akcjonariuszom przez spółkę;
- dane ESG – scoringi oraz ratingi ESG.

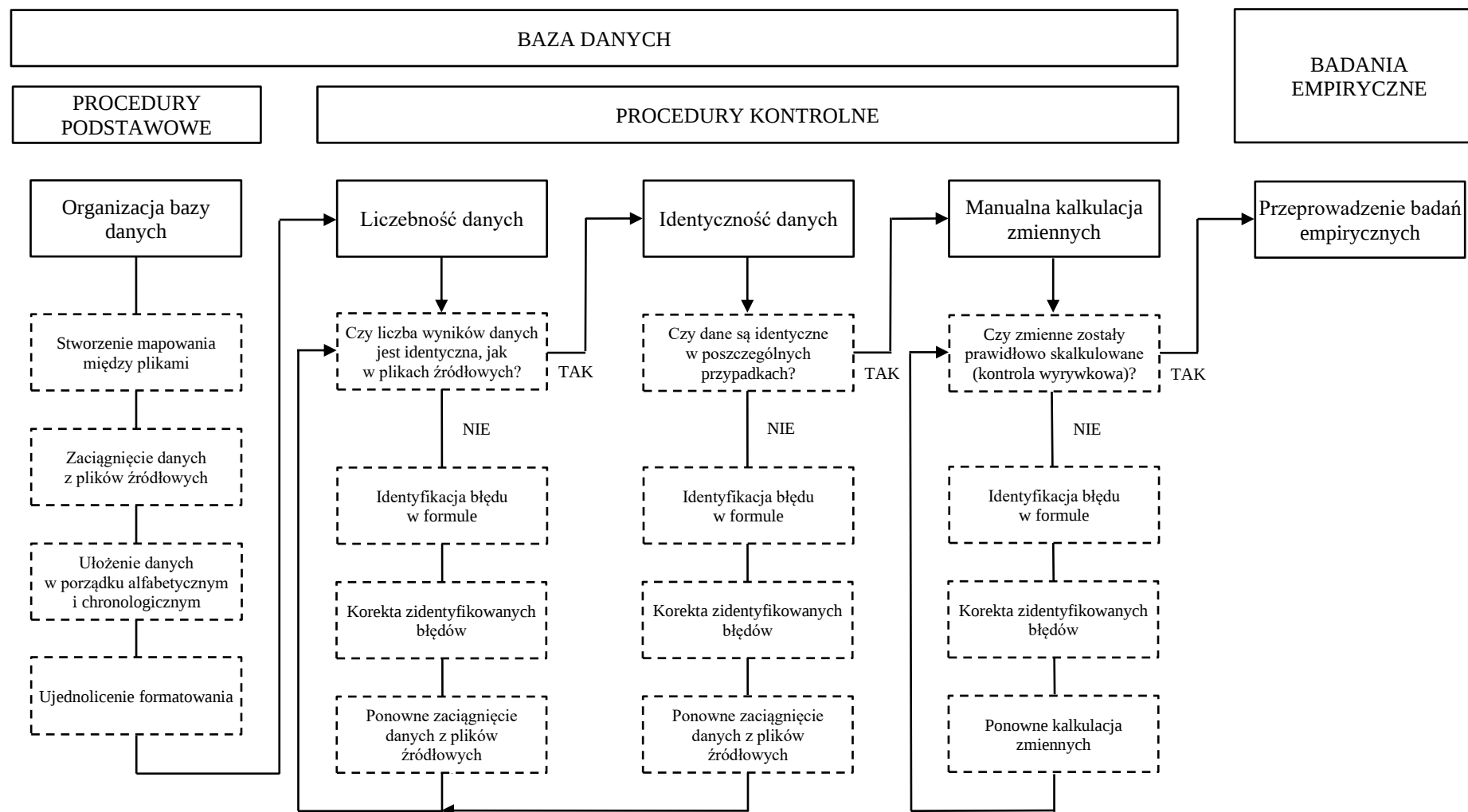
Wskazane powyżej dane dotyczące analizowanych spółek pobrano za okres od 2009 do 2022 roku⁴³⁶. Kolejnym krokiem była eliminacja błędów systemowych⁴³⁷. Błędy te ujawniły się dopiero po wstępnym pozyskaniu danych z Refinitiv Eikon. W wypadku identyfikacji takich zjawisk, procedura kontrolna polegała na usunięciu tych rekordów (tj. błędów systemowych), innymi słowy, „oczyszczeniu danych”. W następnym kroku była możliwa kontrola kompletności danych polegająca na sprawdzeniu, czy występują luki w danych, czyli sytuacja, w której dane nie były dostępne w którychś z poszczególnych lat (np. dostępność danych tylko w okresie od 2009 do 2015 roku oraz od 2017 do 2022 roku). W wypadku identyfikacji luk w danych przewidziano uzupełnienie braków na podstawie opublikowanych przez spółki sprawozdań finansowych oraz stron internetowych prezentujących dane rynkowe spółek (np. stooq.pl)⁴³⁸. Wyjątek stanowiły dane ESG, gdyż nawet w obliczu dostępności wszystkich niezbędnych danych niemożliwa byłaby kalkulacja scoringów i ratingów ESG, które Refinitiv Eikon szacuje według własnej metodyki. Po potwierdzeniu kompletności danych przeprowadzono kontrolę logiczności danych. Choć Refinitiv deklaruje, iż wszystkie publikowane dane podlegają wpierw licznym zautomatyzowanym, a następnie manualnym (tj. wykonanym osobiście przez pracowników) czynnościom weryfikacyjnym poprawności danych, to w trakcie przeglądu danych wykryto obecność błędów merytorycznych (np. suma wartości księgowych aktywów trwałych i obrotowych była różna od wartości aktywów całkowitych). W celu eliminacji tych niepoprawności, skorygowano te rekordy na podstawie informacji pochodzących z dostępnych sprawozdań finansowych spółek. Efektem opisanych powyżej aktywności było stworzenie bazy danych, która również podlegała odpowiednim procedurom podstawowym i kontrolnym objętych autorskim systemem organizacji bazy danych (zob. rysunek 19).

⁴³⁶ Zasadność tego podejścia wynika z potrzeby uwzględnienia danych z dwóch okresów (bieżącego i poprzedniego) w poprawnej kalkulacji niektórych zmiennych uwzględnionych w badaniach (tj. RoTA oraz TURN). Szersze rozważania na ten temat zawarto w punkcie pracy 6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych.

⁴³⁷ W pracy, mianem błędów systemowych określono duplikaty – powtarzające się dane – oraz komunikaty o błędach systemowych – pojawiający się zapis „NULL” gdy w Refinitiv Eikon nie odnaleziono stosownych danych dla konkretnej spółki w określonym roku.

⁴³⁸ Przeprowadzenie czynności polegających na uzupełnieniu danych nie gwarantowało jednak pełnej kompletności danych, ponieważ nawet we wskazanych źródłach uzupełnień danych (tj. w sprawozdaniach finansowych spółek i na stronach internetowych) występowały braki danych.

Rysunek 19. Podstawowe i kontrolne procedury organizacji bazy danych podjęte w celu przeprowadzenia badań empirycznych



Objaśnienia: linią ciągłą oznaczono czynności główne, z kolei linią przerywaną czynności pomocnicze/wyjaśniające.

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie, jak w wypadku danych, baza danych w pierwszej kolejności podlegała kilku niezbędnym procedurom podstawowym. Należały do nich:

- utworzenie mapowania między plikami – z uwagi na znaczącą ilość pobranych z Refinitiv Eikon danych, wymagały one stworzenia kilku plików określanych mianem źródłowych, które za pomocą zaprojektowanego schematu łączenia danych ze stworzonych plików źródłowych z bazą danych nie prowadziły do nadmiernego przeciążania pliku bazy danych;
- pozyskanie danych z plików źródłowych – uzupełnienie bazy danych danymi z plików źródłowych za pośrednictwem stworzonego wcześniej mapowania;
- ułożenie danych w porządku alfabetycznym oraz chronologicznym – uporządkowanie danych według nazwy spółki „od A do Z” i rosnąco według roku;
- ujednolicenie formatowania – zapewnienie jednolitego formatowania (tj. przypisanie liczbowego rodzaju komórek, zaokrąglenie liczb do części setnych oraz określenie separatorów grupujących) komórek z danymi.

Tak stworzona baza danych została następnie poddana pierwszej procedurze kontrolnej, która dotyczyła liczebności danych. Celem tej czynności była weryfikacja, czy liczba rekordów pobranych z plików źródłowych była identyczna, jak w plikach źródłowych, tj. czy wszystkie dane zostały poprawnie pozyskane na podstawie stworzonego mapowania. Jeśli zdiagnozowano nieprawidłowość na tym etapie, to najpierw identyfikowano źródło błędu, następnie implementowano korektę w mapowaniu lub formule/algorytmie oraz ponownie pozyskiwano dane do bazy danych z plików źródłowych. W przeciwnym razie weryfikowano pobrane dane do bazy danych w ramach kolejnej procedury kontrolnej – identyczności danych. Działanie to polegało na potwierdzeniu, iż otrzymane rekordy w bazie danych w poszczególnych wypadkach (np. dla spółki X w roku Y) są identyczne, jak w plikach źródłowych, z kolei w scenariuszu braku zgodności założono przeprowadzenie tych samych czynności, co w procedurze określonej mianem liczebności danych. Co istotne, na etapie procedury identyczności danych zaprojektowano sprzężenie zwrotne z procedurą liczebność danych. Podyktowane było to faktem, iż na skutek zmian wprowadzonych w algorytmach lub wystąpienia błędu ludzkiego, możliwym było, że liczba wprowadzonych danych (rekordów) do bazy danych byłaby różna od liczby rekordów w plikach źródłowych. Gdy potwierdzono liczebność oraz identyczność danych w bazie danych, przeprowadzono manualną kalkulację zmiennych oraz wyrywkową ich kontrolę. W razie zajścia takiej konieczności, wykonano również czynności zbieżne z tymi, jak w wypadku wystąpienia nieprawidłowości

w poprzednich procedurach kontrolnych, czyli, gdy zidentyfikowano błąd, skorygowano go i ponownie obliczono zmienne. Na tym etapie przeprowadzono również normalizację scoringów ESG, E, S i G.

Choć Refinitiv oferuje możliwość pobrania gotowych wskaźników dotyczących działalności przedsiębiorstwa (np. wskaźników rentowności, struktury kapitałowej lub płynności finansowej) bezpośrednio z Refinitiv Eikon, to podjęto decyzję o przeprowadzeniu manualnej kalkulacji zmiennych. Powodem tego działania był fakt, iż gotowe wskaźniki w Refinitiv Eikon były dostępne w mniejszej liczbie przypadków niż wskazywała na to dostępność ich składowych⁴³⁹.

5.2. Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka

Próba badawcza składa się ze spółek notowanych na rynkach giełdowych krajów członkowskich Unii Europejskiej, których akcje podlegały obrotowi na 31.12.2022 roku. Przyjęty okres badawczy obejmuje 13 lat – od 2010 do 2022 roku. Badaniom podlegały spółki publiczne⁴⁴⁰ z 27 krajów członkowskich UE i Wielkiej Brytanii z trzech powodów. Po pierwsze, regulacje UE dotyczące zarówno sprawozdawczości finansowej, jak i niefinansowej (tj. w obszarach ESG) są wysoce zharmonizowane na tych rynkach⁴⁴¹, a obecne wysiłki UE – jak wskazano to w trzecim rozdziale pracy – są silnie skoncentrowane na udoskonaleniu obecnych regulacji w zakresie wymogów raportowania informacji niefinansowych przez poszczególne przedsiębiorstwa. Po drugie, wszystkie spółki, których udziały (tj. akcje) są przedmiotem obrotu na rynku publicznym w UE, są zobowiązane do sporządzania sprawozdań finansowych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF/IFRS, *International Financial Reporting Standards*) przyjętych przez UE⁴⁴². Dało to rzetelne podstawy do zasadności twierdzenia o wysokiej porównywalności wyników przedsiębiorstw. Po trzecie, wykorzystanie otoczenia instytucjonalnego UE może być przydatne dla badaczy, praktyków i organów regulacyjnych

⁴³⁹ Przykładowo, gotowe wskaźniki rentowności (tj. RoTA) dla wybranej spółki były dostępne w 9 z 13 lat w okresie od 2010 do 2022 roku, podczas gdy wykorzystanie dostępnych danych oraz przeprowadzenie kalkulacji manualnej umożliwiło obliczenie tych wskaźników we wszystkich latach wskazanego okresu.

⁴⁴⁰ Przez spółkę publiczną rozumie się przedsiębiorstwo, którego akcje dopuszczone są do obrotu na giełdowym rynku regulowanym. Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.U. L 184 z 6.7.2001, s. 1), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02001L0034-20070120>, (dostęp 15.11.2023 r.).

⁴⁴¹ M. Janicka, A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Does Short-Termism...*, op. cit., 2020, s. 272–293.

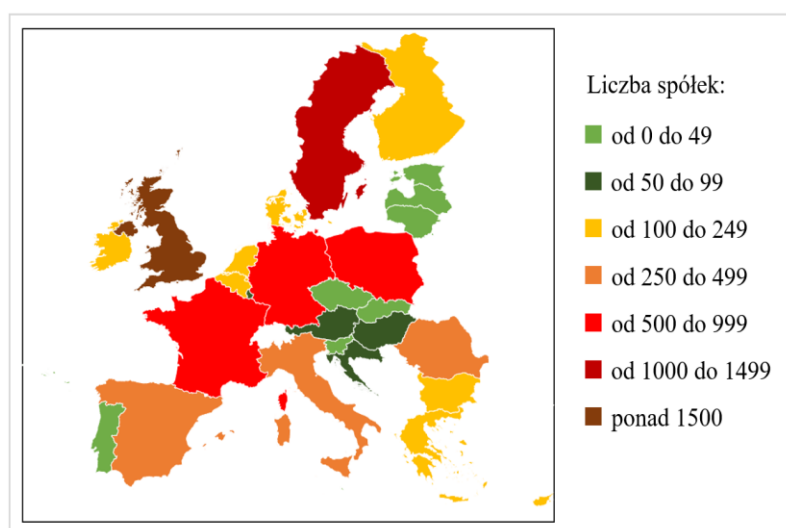
⁴⁴² International Financial Reporting Standards, *IFRS Foundation: Constitution*, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2018.pdf>, (dostęp 15.11.2023 r.).

z UE w zrozumieniu związku między niefinansowymi a rynkowymi wynikami spółek notowanych na europejskich rynkach giełdowych i dalszym rozprzestrzenianiu tych wniosków w celu zrównoważenia działalności pozostałych podmiotów gospodarczych na świecie.

Jak wspomniano, przyjęty okres badawczy obejmuje 13 lat – od 2010 do 2022 roku. Przyjęcie tak zdefiniowanego horyzontu badawczego z jednej strony pozwala wykluczyć możliwy wpływ kryzysu finansowego i gospodarczego z lat 2008–2009 na wyniki badanych spółek. Z drugiej zaś strony, 13-letni okres badawczy umożliwia ujęcie długookresowych zmian w zakresie działalności analizowanych przedsiębiorstw, zatem długiego horyzontu badawczego, podczas którego możliwe jest wprowadzenie zmian do prowadzonej działalności gospodarczej umożliwiającej realizację założeń zrównoważonych finansów przez te podmioty.

Pomimo wystąpienia Wielkiej Brytanii z UE 1 lutego 2020 roku (tzw. brexit), w próbie badawczej postanowiono uwzględnić spółki notowane na londyńskiej giełdzie papierów wartościowych (LSE, *London Stock Exchange*). Uzasadnienie stanowi fakt, iż Wielka Brytania przez większość okresu badawczego była państwem członkowskim UE. Dodatkowym argumentem przemawiającym za taką decyzją są liczne podobieństwa w zakresie obowiązujących regulacji na temat sprawozdawczości finansowej i niefinansowej między spółkami notowanymi na LSE a podmiotami na giełdach w pozostałych państwach członkowskich UE. Spółki te stanowiły także istotną część analizowanych przedsiębiorstw. Wstępna próbę badawczą stanowiły zatem 8253 spółki z 28 krajów (zob. rysunek 20).

Rysunek 20. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 roku z uwagi na kraj siedziby spółek



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Krajami o najmniejszej liczebności spółek giełdowych były Łotwa, Słowacja, Czechy, Litwa, Słowenia, Estonia, Malta oraz Portugalia, gdzie odnotowano do 49 takich podmiotów. Grupę krajów, w których każdorazowo odnotowano od 50 do 99 przedsiębiorstw aktywnie notowanych na rynku regulowanym 31.12.2022 roku były Węgry, Austria, Luksemburg oraz Chorwacja. Kolejną grupę krajów, czyli o liczbie spółek w przedziale od 100 do 249, stanowiło osiem państw: Irlandia, Cypr, Belgia, Holandia, Grecja, Bułgaria, Finlandia i Dania. Dwie następne zbiorowości, od 250 do 499 i od 500 do 999 spółek, tworzyły po trzy kraje, mianowicie odpowiednio Hiszpania, Rumunia i Włochy oraz Francja, Polska i Niemcy. Jako jedyna w przedziale od 1000 do 1499 spółek znalazła się Szwecja, podobnie jak Wielka Brytania w kategorii „ponad 1500”.

Należy również dodać, iż Refinitiv na podstawie rodzaju prowadzonej przez spółki działalności, klasyfikuje te podmioty według własnej metodyki (TRBC, *The Refinitiv Business Classification*) do 1 z 13 sektorów (*economic sector*)⁴⁴³:

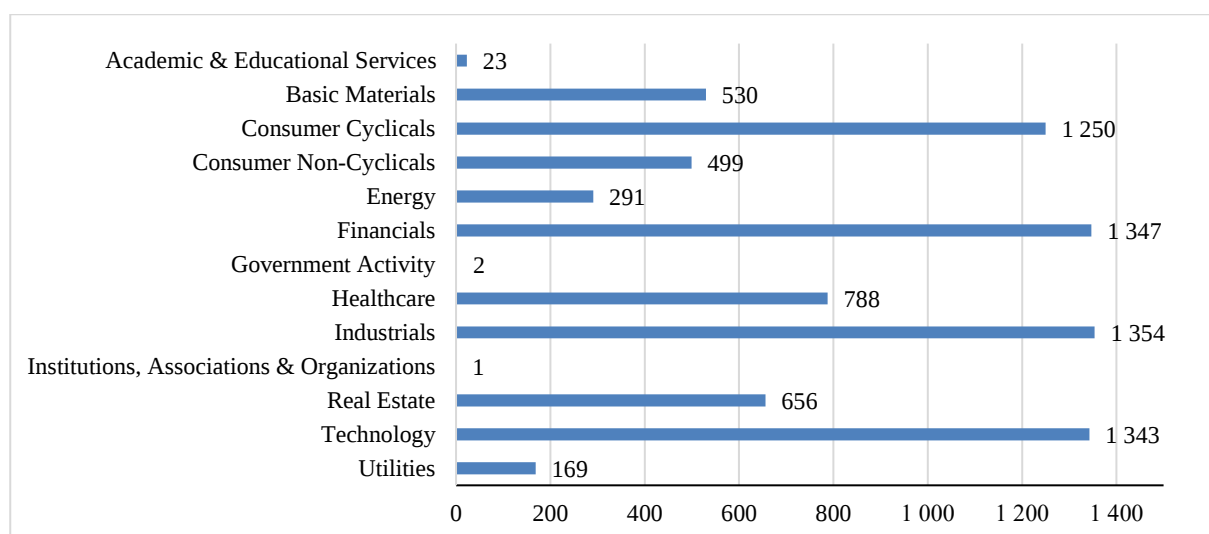
- *Academic & Educational Services* (AES) – podmioty prowadzące działalność edukacyjną oraz szkoleniową;
- *Basic Materials* (BM) – spółki, których działalność operacyjna związana jest z produkcją chemikaliów (np. rolnych i przemysłowych), a także wydobywaniem i obróbką metali (np. srebro, złoto i żelazo);
- *Consumer Cyclical*s (CC) – m.in. producenci gier wideo, pojazdów mechanicznych, części samochodowych, tekstyliów i odzieży, materiałów budowlanych oraz artykułów gospodarstwa domowego;
- *Consumer Non-Cyclical*s (CN-C) – przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją i sprzedażą dóbr konsumpcyjnych (np. żywność i napoje);
- *Energy* (E) – spółki produkujące, sprzedające, dystrybuujące energię elektryczną pochodzącą zarówno z nieodnawialnych, jak i odnawialnych źródeł energii;
- *Financial*s (F) – banki, podmioty pełniące usługi w zakresie doradztwa finansowego i inwestycyjnego, zakłady ubezpieczeń oraz fundusze inwestycyjne;

⁴⁴³ Dla uproszczenia, *economic sector* przetłumaczono na sektor. Refinitiv prowadzi również bardziej szczegółową klasyfikację spółek z uwagi na prowadzoną działalność. Ta agencja ratingowa przewiduje włączenie przedsiębiorstwa do jednego z 24 sektorów biznesowych (*business sector*), 63 sektorów przemysłowych (*industry sector*), 147 podzespołów sektorów przemysłowych (*industry*) oraz 738 rodzajów działalności spółki (*activity*). Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/trbc-business-classification-quick-guide.pdf, (dostęp 31.10.2023 r.); Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification Methodology*, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/trbc-business-classification-methodology.pdf, (dostęp 31.12.2023 r.).

- *Government Activity (GA)* – przedsiębiorstwa pełniące funkcje głównie w zakresie finansów publicznych oraz użyteczności publicznej;
- *Healthcare (H)* – producenci i dystrybutorzy leków, produktów medycznych oraz sprzętu medycznego;
- *Industrials (I)* – producenci maszyn przemysłowych, pojazdów ciężkich, statków i pociągów, a także podmioty pełniące usługi w zakresie budownictwa i transportu;
- *Institutions, Associations & Organizations (IAO)* – instytucje, stowarzyszenia i organizacje o charakterze charytatywnym, religijnym i pro-środowiskowe oraz organizacje pozarządowe;
- *Real Estate (RE)* – przedsiębiorstwa świadczące usługi remontowe oraz wynajmu i renowacji nieruchomości;
- *Technology (T)* – producenci półprzewodników i sprzętu elektronicznego oraz przedsiębiorstwa oferujące usługi telekomunikacyjne i w zakresie oprogramowania komputerowego;
- *Utilities (U)* – podmioty świadczące usługi komunalne (np. zakłady wodociągów, oczyszczalnie ścieków oraz niezależni producenci energii nuklearnej).

Należy podkreślić, iż sektory spółek charakteryzowała różnorodność pod względem liczby podmiotów, które do nich przynależały (zob. wykres 6).

Wykres 6. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 roku w podziale na przynależność sektorową spółek

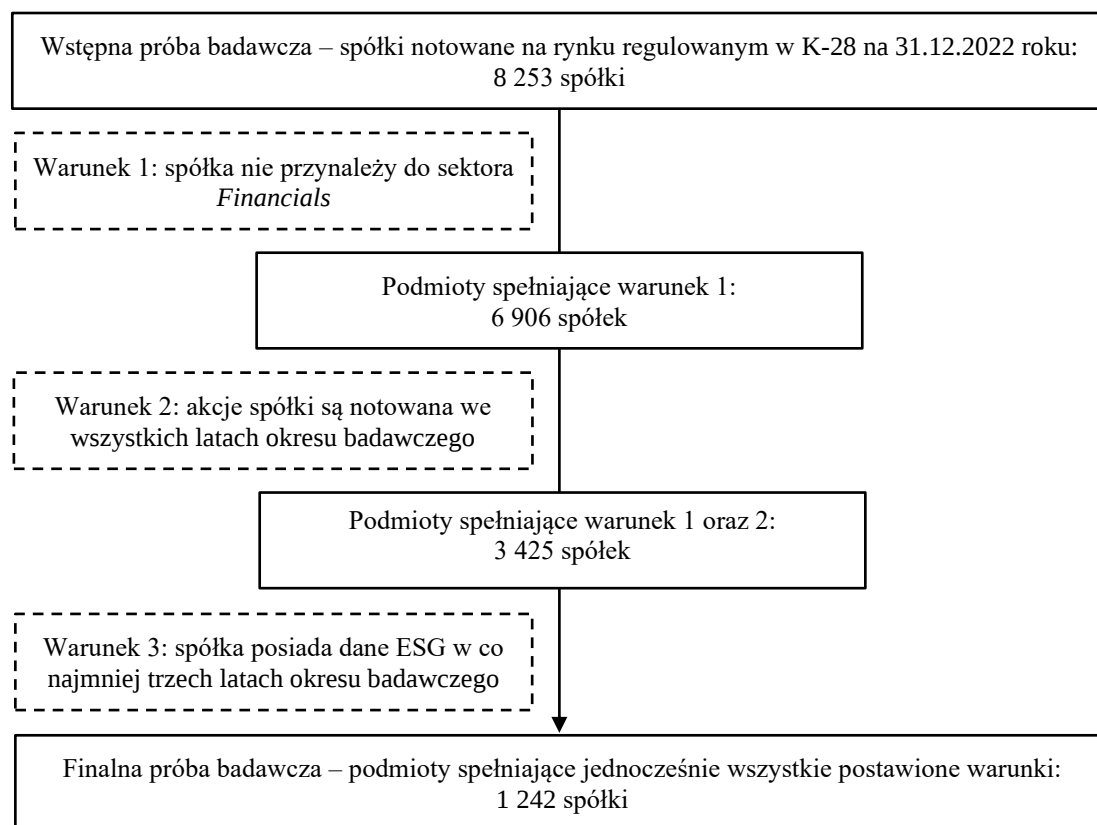


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Sektorami o najmniejszej liczebności spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 r. były *Institutions, Associations & Organizations, Government Activity* oraz *Academic & Educational Services*, gdzie zidentyfikowano odpowiednio jedną spółkę, dwie oraz 23 spółki. Takie sektory jak *Utilities, Energy, Consumer Non-Cyclicals, Basic Materials, Real Estate* oraz *Healthcare* liczyły od 169 do 788 spółek, podczas gdy najliczniejsze pod tym względem były *Consumer Cyclicals* (1250 spółek), *Technology* (1343 spółki), *Financials* (1347 spółki) oraz *Industrials* (1354 spółki)⁴⁴⁴.

W celu zapewnienia poprawności przeprowadzonych badań empirycznych niezbędne było wprowadzenie trzech warunków, które spółki musiały spełnić, aby można było je zaliczyć do finalnej próby badawczej (zob. rysunek 21).

Rysunek 21. Proces ustalenia finalnej próby badawczej na potrzeby badań empirycznych



Źródło: opracowanie własne.

⁴⁴⁴ Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 roku w poszczególnych sektorach oraz krajach przedstawiono w załączniku 3.

W pierwszej kolejności, z próby badawczej wykluczono spółki przynależące do sektora *Financials*. Podmioty te, z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności, podlegają innym regulacjom⁴⁴⁵ oraz w sposób odmienny sprawozdają informacje finansowe i niefinansowe⁴⁴⁶ niż pozostałe badane przedsiębiorstwa.

Po drugie, w trakcie weryfikacji dostępnych danych odnotowano, iż nie dla wszystkich spółek, których akcje były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na 31.12.2022 roku, były dostępne dane rynkowe w Refinitiv Eikon we wszystkich latach przyjętego okresu badawczego⁴⁴⁷. W rezultacie, drugim warunkiem było ograniczenie próby badawczej tylko do spółek notowanych na danym rynku regulowanym we wszystkich latach w okresie 2010–2022.

Trzeci warunek dotyczył dostępności danych ESG. Do próby badawczej zostały włączone tylko te spółki, które posiadały nadane scoringi i ratingi ESG przez Refinitiv w co najmniej trzech latach przyjętego okresu badawczego. Zasadność tego warunku wynika głównie z faktu, iż bardziej rygorystyczne ograniczenie w tym zakresie np. dostępność danych ESG w co najmniej pięciu, siedmiu, dziesięciu latach lub w całym okresie badawczym prowadziło do dalszego ograniczania liczebności spółek uwzględnionych w badaniu o odpowiednio 28,0%, 46,9%, 51,2% i 62,1% względem finalnej próby badawczej, czyli 1242 spółki z 22 krajów Europy (zob. rysunek 22) oraz 10 sektorów (zob. wykres 7)⁴⁴⁸. Na skutek podjętych działań w zakresie próby badawczej oraz przyjęcia 13-letniego okresu badawczego, w badaniach empirycznych uwzględnionych było łącznie 16 146 „spółka-rok” obserwacji (*firm-year observations*)⁴⁴⁹.

⁴⁴⁵ Przykładowym rozporządzeniem, któremu podlegają tylko spółki sektora finansowego jest rozporządzenie 2019/2088, tzw. SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*)

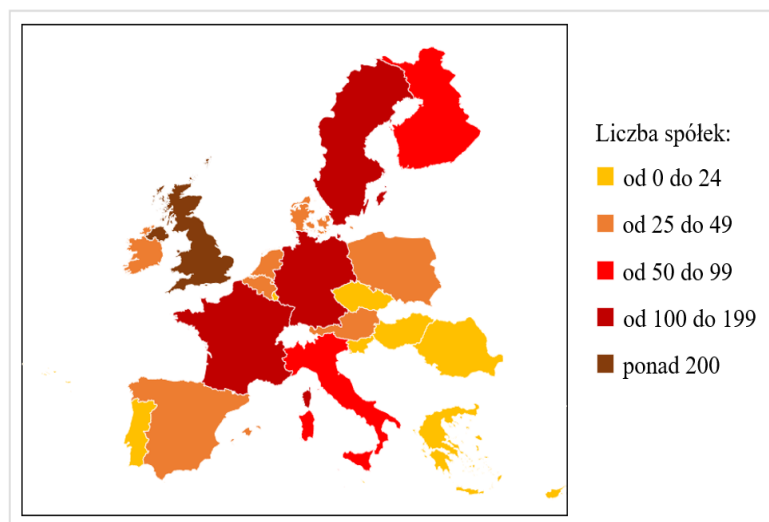
⁴⁴⁶ Podczas gdy wyniki ESG spółek sektorów niefinansowych stanowią pochodną wyłącznie ich własnej działalności, wyniki ESG podmiotów sektora finansowego są w pewnej mierze uzależnione od wyników ESG przedsiębiorstw, którym udzielają finansowania. Przykładowo, banki udzielające kredytów podmiotom, które w znaczącym stopniu zanieczyszczają środowisko naturalne, osiągną gorsze wyniki ESG niż banki finansujące jedynie przedsiębiorstwa dbające o otoczenie.

⁴⁴⁷ Taka sytuacja mogła być efektem zawieszenia obrotu tymi papierami wartościowymi w określonym czasie ze względu na interes uczestników obrotu. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600>, (dostęp 15.11.2023 r.).

⁴⁴⁸ Szczegółowy wykaz w jednoczesnym podziale analizowanych spółek na kraj i sektor przedstawiono w załączniku 4.

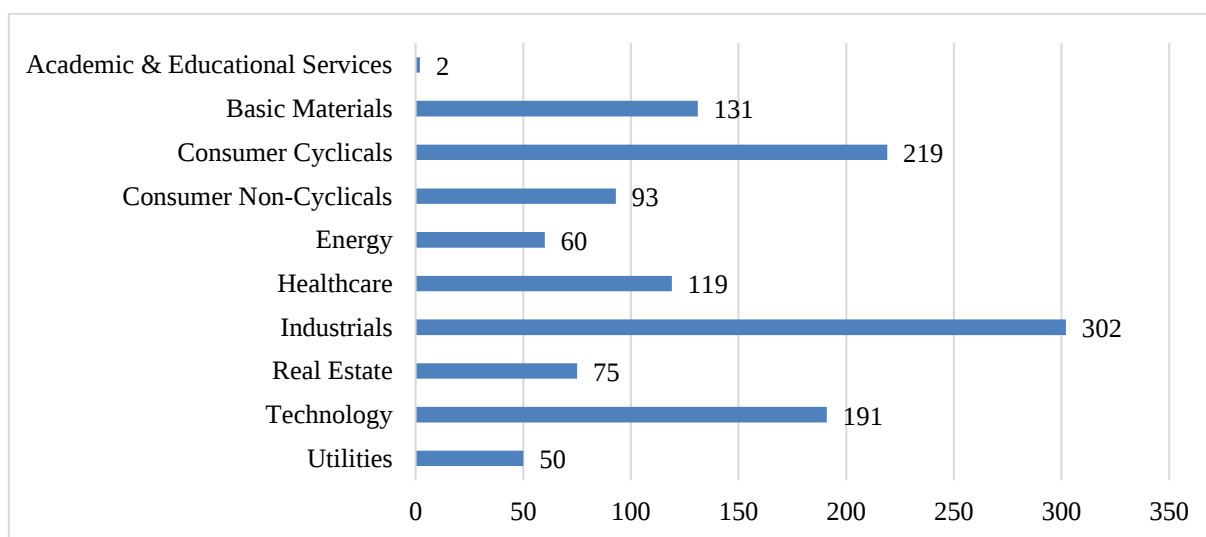
⁴⁴⁹ Wskazana liczba obserwacji mogła jednak różnić się od tej wykazanej przy wynikach badań empirycznych z uwagi na braki danych niemożliwych do uzupełnienia, które usuwano parami.

Rysunek 22. Liczebność finalnej próby badawczej z uwagi na kraj siedziby badanych spółek



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 7. Liczebność finalnej próby badawczej w podziale na przynależność sektorową spółek



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Na skutek zastosowanych warunków/ograniczeń względem próby badawczej, spółki aż sześciu krajów UE (Bułgarii, Chorwacji, Estonii, Litwy, Łotwy oraz Słowacji) nie zostały uwzględnione w badaniu. Był to głównie efekt zastosowanego warunku trzeciego odnoszącego się do dostępności danych ESG, bowiem we wspomnianych krajach, w latach 2010–2022 żadna spółka nie posiadała danych ESG w co najmniej trzech latach w tym okresie. Podobne zjawisko

odnotowano względem przekroju sektorowego spółek. W sektorach *Government Activity* oraz *Institutions, Associations & Organizations* nie zidentyfikowano ani jednego przedsiębiorstwa z przyznanymi scoringami i ratingami ESG.

5.3. Standing finansowy badanych spółek

Jak zostało to przedstawione w poprzednim rozdziale, w badaniu uwzględniono 1242 spółki z 22 krajów Europy, których działalność została zaklasyfikowana przez Refinitiv do 10 różnych sektorów. Przedsiębiorstwa te wyróżniało także zróżnicowanie w zakresie wybranych kategorii finansowych w ramach takich sprawozdań finansowych jak bilans/sprawozdanie z sytuacji finansowej (*Balance Sheet/Statement of Financial Position*) oraz rachunek zysków i strat/rachunek wyników (*Profit and Loss/Income Statement*) (zob. tabela 23).

Tabela 23. Wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w okresie 2010–2022 (mld EUR)

Kategorie finansowa	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odch. Std.
BILANS					
Aktywa całkowite, w tym:	8,6	1,4	0,0	154,7	22,3
<i>Aktywa trwałe</i>	4,3	0,6	0,0	80,8	11,7
<i>Aktywa obrotowe</i>	2,8	0,5	0,0	55,0	7,4
Kapitał własny	2,8	0,5	0,0	45,5	6,7
Dług całkowity, w tym:	5,8	0,8	0,0	113,1	16,1
<i>Zobowiązania długoterminowe</i>	2,0	0,2	0,0	38,1	5,5
<i>Zobowiązania krótkoterminowe</i>	2,4	0,3	0,0	46,5	6,5
RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT					
Przychody ze sprzedaży	5,3	1,0	0,0	80,6	12,5
OPEX	4,8	0,9	0,0	75,4	11,5
EBIT	0,6	0,1	-0,1	9,3	1,4

Objaśnienia: OPEX (*Operationg Expenses*) – suma kosztów podstawowej działalności gospodarczej oraz pozostałych kosztów operacyjnych (m.in. kosztów administracyjnych oraz zarządu) przedsiębiorstwa. EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) – wynik finansowy na działalności operacyjnej przedsiębiorstwa/przed odsetkami oraz opodatkowaniem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Pierwsza połowa badanych przedsiębiorstw posiadała 1,4 mld EUR aktywów, a druga połowa więcej, przy czym najmniejsza zaobserwowana wartość księgowa aktywów całkowitych wynosiła 10,0 mln EUR, a największa 154,7 mld EUR. Wszystkie spółki przynajmniej w pewnej części finansowały swoją działalność długiem (krótkoterminowym), lecz co najmniej jedna spółka w ogóle nie korzystała z zobowiązań długoterminowych. W badaniu uwzględnione były zarówno przedsiębiorstwa osiągające stratę (minimum równe -128,9 mln EUR), jak i zysk (maksimum równe 9,3 mld EUR) na poziomie wyniku operacyjnego, z kolei średnio generowały dodatni EBIT wynoszący 0,6 mld EUR.

Zbiór analizowanych spółek wyróżniały przeważnie dodatnie zmiany z roku na rok w ramach poszczególnych kategorii finansowych (zob. tabela 24).

Tabela 24. Średnie wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR)

Kategoria finansowa	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BILANS													
Aktywa całkowite, w tym:	7,0	7,3	7,4	7,4	7,8	8,2	8,4	8,6	9,1	9,6	9,6	10,4	11,1
<i>Aktywa trwałe</i>	3,5	3,7	3,7	3,7	3,9	4,2	4,3	4,3	4,6	5,0	4,9	5,2	5,4
<i>Aktywa obrotowe</i>	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,9	2,9	3,0	3,4	3,7
Kapitał własny	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	3,1	3,2	3,0	3,5	3,8
Dług całkowity, w tym:	4,7	5,0	5,1	5,0	5,3	5,6	5,7	5,7	6,0	6,5	6,6	7,0	7,3
<i>Zobowiązania długoterminowe</i>	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,3	2,5	2,5	2,6
<i>Zobowiązania krótkoterminowe</i>	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,9	3,2
RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT													

Przychody ze sprzedaży	4,5	4,9	5,1	5,0	5,1	5,1	5,0	5,2	5,4	5,6	5,0	5,6	6,7
OPEX	4,1	4,4	4,7	4,5	4,6	4,7	4,6	4,7	4,9	5,1	4,7	5,0	6,0
EBIT	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7

Objaśnienia: oznaczenia jak do tabeli 23.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

W okresie 2010–2022 roku, zaledwie w dwóch latach odnotowano spadki średnich wartości większości analizowanych kategorii finansowych. Były to lata 2013 i 2020. W 2022 roku, w porównaniu do 2010 roku, średnia wartość przychodów ze sprzedaży wzrosła o 48,8% (z 4,5 mld EUR do 6,7 mld EUR), zaś kapitału własnego o 72,72% (z 2,2 mld EUR do 3,8 mld EUR). Jest to zjawisko pozytywne i oznacza, że w przyjętym horyzoncie badawczym, przedsiębiorstwa wykazywały predyspozycje do wzrostu. Mogło to wynikać z ich symultanicznego rozwoju w tym czasie⁴⁵⁰. Względnie dobrego standingu finansowego badanych spółek dowiodły średnie wskaźniki finansowe w zakresie (zob. tabela 25):

- rentowności – wskaźniki rentowności aktywów całkowitych (RoTA, *Return on Total Assets*),
- płynności finansowej – wskaźniki bieżącej płynności finansowej (CR, *Current Ratio*),
- zadłużenia – wskaźniki zadłużenia ogólnego (GDR, *General Debt Ratio*) oraz
- obrotowości majątku – wskaźniki obrotowości aktywów całkowitych (TAT, *Total Assets Turnover*).

Tabela 25. Średnie wielkości wybranych wskaźników finansowych badanych spółek w latach 2010–2022

Wskaźnik finansowy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
RoTA	0,082	0,081	0,078	0,072	0,078	0,078	0,077	0,078	0,077	0,073	0,053	0,068	0,074
CR	1,751	1,714	1,728	1,723	1,747	1,742	1,719	1,726	1,657	1,627	1,752	1,715	1,713
GDR	0,569	0,571	0,572	0,569	0,569	0,571	0,573	0,565	0,566	0,585	0,597	0,590	0,580

⁴⁵⁰ Wzrost przedsiębiorstwa odnosi się do jego miar ilościowych, natomiast rozwój do jakościowych.

TAT	0,959	0,964	0,963	0,930	0,937	0,931	0,877	0,890	0,882	0,849	0,734	0,765	0,828
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Objaśnienia: Wskaźniki finansowe obliczono w następujący sposób: RoTA – stosunek EBIT do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych; CR – stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych; GDR – stosunek wartości księgowej zobowiązań ogółem do wartości księgowej aktywów całkowitych; TAT – stosunek przychodów ze sprzedaży do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Powyższe wskaźniki finansowe wybrano z uwagi na fakt, iż przedstawiają one łącznie standing finansowy przedsiębiorstwa zarówno w sposób precyzyjny, jak i kompleksowy, oraz są jednymi z najczęściej wykorzystywanymi w tego rodzaju analizach⁴⁵¹. Na podstawie średnich wielkości wskaźnika RoTA można stwierdzić, iż analizowane przedsiębiorstwa były zyskowe⁴⁵² – z każdego EUR zaangażowanego w aktywa całkowite podmioty te generowały średnio od 5,3% (w 2020 roku) do 8,2% (w 2010 roku) EBIT w ciągu roku. W odniesieniu do wskaźników CR i GDR, we wszystkich latach średnie wielkości tych wskaźników mieściły się w przedziale, który w literaturze przedmiotu określany jest mianem optymalnego⁴⁵³. Wielkości TAT dowodzą natomiast, iż spółki średnio w ciągu roku odtwarzały od 73,4% (w 2020 roku) do 96,4% (w 2011 roku) swoich aktywów całkowitych z wygenerowanych przychodów ze sprzedaży. W zakresie wskaźników finansowych nie zaobserwowano natomiast podobnej prawidłowości, jak w wypadku większości analizowanych kategorii finansowych – wielkości tych wskaźników podlegały częstszym negatywnym zmianom z roku na rok niż wskazane kategorie finansowe bilansu oraz rachunku zysków i strat. Niemniej jednak, wyniki powyższej analizy dowiodły, iż badane przedsiębiorstwa osiągały względnie dobry standing finansowy w badanym okresie.

5.4. Wartość rynkowa badanych spółek

W tej części pracy przeanalizowano wartość rynkową badanych spółek wyrażoną jako wartość ich kapitalizacji rynkowej. Przesłanką takiej decyzji był fakt, iż kapitalizacja rynkowa stanowi

⁴⁵¹ M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa 2008, s. 146; A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna...*, op. cit., s. 76–107.

⁴⁵² Nie wskazuje na to natomiast wynik EBIT badanych spółek (zob. tabela 23), gdyż odnotowano przypadki strat na poziomie 0,1 mld EUR, o czym świadczy wartość minimum tej kategorii finansowej.

⁴⁵³ Optymalne wielkości wskaźnika CR mieszczą się w przedziale od 1,2 do 2,0, z kolei GDR od 0,5 do 0,7. R. D'Mello, J. Farhat, *A comparative analysis of proxies for an optimal leverage ratio*, Review of Financial Economics, vol. 17, no. 3, 2008, s. 213–227; D. Waldron, *If cash is king, what about its role as a determinant of shareholder value*, International Journal of Business Strategy, 2011, vol. 11, no. 1, s. 1–19; H. Jo, M.A. Harjoto, *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*, Journal of Business Ethics, vol. 103, 2011, s. 351–383; R. D'Mello, J. Farhat, *A comparative...*, op. cit., s. 213–227.

faktyczną wartość przedsiębiorstwa w danym czasie na rynku, zatem powinna odzwierciedlać wszystkie istotne z punktu widzenia funkcjonowania podmiotu informacje. W przyjętym okresie badawczym średnia wartość kapitalizacji rynkowej analizowanych przedsiębiorstw wykazywała zarówno negatywne, jak i pozytywne zmiany z roku na rok, lecz na koniec 2022 roku wartość ta zmalała o 17,3% względem 2010 roku (zob. tabela 26)

Tabela 26. Średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR, %, indeks=2010)

Rok	MC (mld EUR)	Δ MC (mld EUR)	% Δ MC	MV (indeks=2010)
2010	8,5	n.d.	n.d.	100,0
2011	7,4	-1,1	-12,6	87,4
2012	8,3	0,9	12,1	98,1
2013	9,7	1,4	16,2	114,0
2014	10,0	0,3	2,9	117,3
2015	10,4	0,4	4,5	122,5
2016	10,4	0,0	-0,2	122,3
2017	10,6	0,2	2,3	125,0
2018	7,4	-3,2	-29,9	87,6
2019	8,2	0,7	10,0	96,4
2020	6,7	-1,5	-17,8	79,2
2021	7,9	1,1	16,7	92,5
2022	7,0	-0,8	-10,5	82,7

Objaśnienia: MC – średnia wartość kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

W ciągu 13 lat, średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek w porównaniu do roku poprzedniego zmalała czterokrotnie, a największy spadek (29,9%/3,2 mld EUR) odnotowano w 2018 roku. Okresem największego wzrostu (16,7%/1,1 mld EUR) był natomiast 2021 rok. Ponieważ wzrost ten był poprzedzony 17,8% (1,5 mld EUR) spadkiem w roku poprzednim na skutek trwającej pandemii COVID-19, więc część tego fenomenu była rezultatem (i) powrotu rynku do stanu sprzed spadku, a następnie (ii) efektem trwającego okresu hossy na rynkach kapitałowych. Średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek ze wszystkich krajów zmalała o 1,5 mld EUR z 8,5 mld EUR w 2010 roku do 7,0 mld EUR w 2022 roku.

Zróźnicowanie wartości kapitalizacji rynkowej odnaleziono także w podziale badanych przedsiębiorstw z uwagi na kraj ich siedziby (zob. tabela 27).

Tabela 27. Średnie wartości kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach (mld EUR)

Kraj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2010–2022
AUT	N: 11 MC: 3,7	N: 11 MC: 2,9	N: 11 MC: 3,3	N: 11 MC: 3,7	N: 12 MC: 3,2	N: 12 MC: 3,3	N: 12 MC: 3,7	N: 13 MC: 5,0	N: 25 MC: 2,5	N: 28 MC: 2,8	N: 29 MC: 2,6	N: 29 MC: 3,4	N: 27 MC: 2,8	N: 231 MC: 3,1
BEL	N: 19 MC: 6,6	N: 19 MC: 6,6	N: 20 MC: 7,4	N: 20 MC: 7,6	N: 20 MC: 7,9	N: 20 MC: 8,5	N: 21 MC: 8,1	N: 24 MC: 7,6	N: 35 MC: 5,3	N: 36 MC: 5,8	N: 36 MC: 5,5	N: 36 MC: 6,0	N: 32 MC: 5,8	N: 338 MC: 6,6
CYP	N: 1 MC: 1,5	N: 1 MC: 0,3	N: 1 MC: 0,3	N: 1 MC: 0,4	N: 1 MC: 0,3	N: 1 MC: 2,2	N: 1 MC: 1,2	N: 1 MC: 0,7	N: 2 MC: 1,1	N: 3 MC: 1,3	N: 3 MC: 0,8	N: 3 MC: 1,1	N: 3 MC: 1,2	N: 22 MC: 1,0
CZE	N: 1 MC: 16,8	N: 1 MC: 16,6	N: 1 MC: 14,6	N: 1 MC: 10,2	N: 1 MC: 11,5	N: 1 MC: 8,9	N: 1 MC: 8,6	N: 1 MC: 10,5	N: 1 MC: 11,2	N: 1 MC: 10,8	N: 1 MC: 10,6	N: 1 MC: 17,9	N: 1 MC: 17,2	N: 13 MC: 12,7
DEU	N: 63 MC: 13,1	N: 67 MC: 10,4	N: 68 MC: 13,4	N: 69 MC: 16,4	N: 71 MC: 16,2	N: 72 MC: 16,9	N: 72 MC: 17,4	N: 85 MC: 16,9	N: 127 MC: 9,2	N: 138 MC: 9,8	N: 184 MC: 7,5	N: 181 MC: 8,5	N: 170 MC: 7,2	N: 1367 MC: 11,2
DNK	N: 20 MC: 6,4	N: 20 MC: 5,4	N: 20 MC: 6,6	N: 20 MC: 8,2	N: 20 MC: 9,5	N: 20 MC: 11,6	N: 21 MC: 10,4	N: 24 MC: 10,7	N: 30 MC: 7,9	N: 34 MC: 8,6	N: 41 MC: 9,0	N: 41 MC: 10,2	N: 40 MC: 8,4	N: 351 MC: 8,8
ESP	N: 28 MC: 9,3	N: 29 MC: 8,3	N: 30 MC: 8,2	N: 30 MC: 10,1	N: 30 MC: 10,5	N: 30 MC: 11,1	N: 30 MC: 11,2	N: 32 MC: 11,1	N: 44 MC: 7,9	N: 45 MC: 8,9	N: 45 MC: 8,6	N: 45 MC: 8,9	N: 30 MC: 9,8	N: 448 MC: 9,4
FIN	N: 22 MC: 5,1	N: 22 MC: 3,4	N: 22 MC: 3,7	N: 23 MC: 4,5	N: 23 MC: 4,8	N: 23 MC: 5,3	N: 23 MC: 6,1	N: 24 MC: 6,3	N: 28 MC: 5,3	N: 32 MC: 5,4	N: 50 MC: 4,4	N: 50 MC: 4,8	N: 48 MC: 4,2	N: 390 MC: 4,8
FRA	N: 74 MC: 13	N: 75 MC: 11,3	N: 76 MC: 12,6	N: 76 MC: 14,5	N: 77 MC: 14,9	N: 79 MC: 15,9	N: 80 MC: 16,3	N: 85 MC: 17,6	N: 121 MC: 12,0	N: 123 MC: 13,8	N: 139 MC: 12,0	N: 133 MC: 13,2	N: 121 MC: 12,9	N: 1 259 MC: 13,7
GBR	N: 183 MC: 7,1	N: 199 MC: 6,9	N: 202 MC: 7,5	N: 202 MC: 8,4	N: 202 MC: 8,9	N: 213 MC: 8,9	N: 212 MC: 8,4	N: 220 MC: 8,4	N: 246 MC: 6,9	N: 273 MC: 7,5	N: 336 MC: 5,5	N: 328 MC: 6,4	N: 201 MC: 5,8	N: 3 017 MC: 7,3
GRC	N: 9 MC: 1,5	N: 9 MC: 0,8	N: 9 MC: 1,1	N: 10 MC: 1,6	N: 10 MC: 1,2	N: 10 MC: 1,2	N: 10 MC: 1,3	N: 14 MC: 1,4	N: 18 MC: 1,0	N: 21 MC: 1,3	N: 22 MC: 1,1	N: 19 MC: 1,5	N: 10 MC: 1,6	N: 171 MC: 1,3
HUN	N: 3 MC: 4,2	N: 3 MC: 3,2	N: 3 MC: 3,4	N: 3 MC: 3,0	N: 3 MC: 2,4	N: 3 MC: 3,1	N: 3 MC: 4,1	N: 3 MC: 4,5	N: 4 MC: 3,2	N: 4 MC: 3,3	N: 4 MC: 2,6	N: 3 MC: 2,4	N: 3 MC: 2,1	N: 42 MC: 3,2
IRL	N: 23 MC: 7,1	N: 23 MC: 7,3	N: 25 MC: 7,8	N: 24 MC: 10,6	N: 28 MC: 12	N: 28 MC: 14,8	N: 28 MC: 15,8	N: 28 MC: 15,8	N: 31 MC: 13,2	N: 32 MC: 15,9	N: 33 MC: 16,1	N: 29 MC: 21,5	N: 26 MC: 20,2	N: 358 MC: 14,0
ITA	N: 22 MC: 9,1	N: 23 MC: 7,7	N: 23 MC: 7,7	N: 23 MC: 8,0	N: 23 MC: 7,8	N: 24 MC: 8,6	N: 24 MC: 8,8	N: 31 MC: 8,0	N: 48 MC: 5,0	N: 50 MC: 5,8	N: 57 MC: 4,9	N: 53 MC: 5,9	N: 50 MC: 4,5	N: 451 MC: 6,5
LUX	N: 4 MC: 19,4	N: 5 MC: 13,1	N: 5 MC: 13,1	N: 5 MC: 14,3	N: 6 MC: 10,5	N: 6 MC: 8,7	N: 8 MC: 9,5	N: 8 MC: 9,6	N: 9 MC: 6,6	N: 10 MC: 6,2	N: 13 MC: 5,4	N: 12 MC: 7,5	N: 11 MC: 7,3	N: 102 MC: 8,9
MLT	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 MC: 2,7	N: 1 MC: 2,1	N: 1 MC: 2,7	N: 2 MC: 1,0	N: 2 MC: 0,7	N: 3 MC: 0,9	N: 3 MC: 1,1	N: 3 MC: 1,1	N: 16 MC: 1,3

NLD	N: 30 MC: 7,8	N: 31 MC: 6,1	N: 32 MC: 6,9	N: 34 MC: 9,5	N: 34 MC: 9,8	N: 33 MC: 11,7	N: 34 MC: 12,4	N: 35 MC: 14,8	N: 45 MC: 10,5	N: 45 MC: 13,8	N: 44 MC: 13,6	N: 42 MC: 18,1	N: 37 MC: 15,9	N: 476 MC: 11,9
POL	N: 13 MC: 3,6	N: 14 MC: 2,6	N: 15 MC: 3,0	N: 15 MC: 2,6	N: 17 MC: 2,6	N: 17 MC: 2,4	N: 17 MC: 2,5	N: 18 MC: 3,0	N: 26 MC: 2,1	N: 26 MC: 2,0	N: 25 MC: 2,0	N: 21 MC: 2,4	N: 11 MC: 2,7	N: 235 MC: 2,5
PRT	N: 6 MC: 6,2	N: 6 MC: 5,1	N: 6 MC: 5,1	N: 6 MC: 5,7	N: 6 MC: 4,5	N: 6 MC: 5,4	N: 7 MC: 5,3	N: 8 MC: 5,3	N: 12 MC: 3,4	N: 12 MC: 4,0	N: 12 MC: 3,8	N: 10 MC: 3,1	N: 8 MC: 1,3	N: 105 MC: 4,3
ROU	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 MC: 4,2	N: 1 MC: 5,7	N: 1 MC: 5,3	N: 3 MC: 5,1
SVN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 MC: 1,9	N: 1 MC: 1,9	N: 1 MC: 2,4	N: 1 MC: 3,0	N: 1 MC: 3,9	N: 1 MC: 3,0	N: 6 MC: 2,7
SWE	N: 37 MC: 7,4	N: 37 MC: 6,4	N: 38 MC: 7,1	N: 38 MC: 7,8	N: 41 MC: 7,6	N: 51 MC: 6,7	N: 55 MC: 6,3	N: 57 MC: 6,1	N: 81 MC: 4,0	N: 100 MC: 4,4	N: 151 MC: 3,3	N: 148 MC: 4,2	N: 143 MC: 3,0	N: 977 MC: 4,8
Łącznie	N: 569 MC: 8,5	N: 595 MC: 7,4	N: 607 MC: 8,3	N: 611 MC: 9,7	N: 625 MC: 10,0	N: 650 MC: 10,4	N: 660 MC: 10,4	N: 713 MC: 10,6	N: 936 MC: 7,4	N: 1 016 MC: 8,2	N: 1 230 MC: 6,7	N: 1 189 MC: 7,9	N: 977 MC: 7,0	N: 10 378 MC: 8,4

Objaśnienia: w tabeli przedstawiono wyniki średnie, nawet jeśli w poszczególnych wypadkach liczebność uwzględnionych obserwacji nie uniemożliwiała poprawnego wnioskowania na podstawie tej miary (tj. $N < 50$). Zapisy „n.d.”, „N”, „MC” oznaczają odpowiednio „nie dotyczy”, „liczba spółka-rok obserwacji”, „Market Capitalization/kapitalizacja rynkowa”. Kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes – officially assigned codes*, <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/>, (dostęp 31.12.2023 r.).

Biorąc pod uwagę zróżnicowanie geograficzne oraz wykluczając wypadki, gdy liczba N była mniejsza od 50, krajami, których spółki notowały najwyższe średnie wartości kapitalizacji rynkowej w większości lat przyjętego okresu badawczego, były Wielka Brytania, Francja i Niemcy. Skupiając się natomiast na średniej z 13 lat, najwyższe wyniki w tym porównaniu zanotowały spółki z Irlandii, Holandii i ponownie Francji. Po przeciwnej stronie tego porównania, znalazły się natomiast podmioty z siedzibą w Grecji, Polsce i Austrii.

5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek

Częstym podejściem stosowanym przez naukowców w badaniach nad wynikami ESG przedsiębiorstw jest ich utożsamianie ze scoringami i ratingami ESG tych podmiotów. Należy zwrócić uwagę, iż scoring/rating ESG jest nie tyle dosłownym odzwierciedleniem wszystkich wyników przedsiębiorstw w obszarach ESG, co wypadkową tych informacji, które dana spółka zaraportuje. Nawet jeśli dany podmiot, przykładowo, zmniejszyłby swoją emisję CO₂ o 100% względem poprzedniego roku, to jeśli nie ujawni tej informacji, żadna agencja ratingowa nie będzie mogła uwzględnić tego faktu w jego scoringu/ratingu ESG. Jak zostało podkreślone we wcześniejszej części pracy, ponieważ wszystkie agencje ratingowe ESG na świecie konstruują miary wyników przedsiębiorstw według własnej metodyki, porównywanie scoringów i wyników ESG pomiędzy różnymi agencjami jest pozbawione sensu. Jednakże, mimo swoich niedoskonałości⁴⁵⁴, tego rodzaju oceny działalności przedsiębiorstw nadal są jedynymi dostępnymi i syntetycznymi, a zarazem kompleksowymi, miarami działalności spółek w obszarach ESG. W ślad za innymi badaczami⁴⁵⁵, w pracy wykorzystano scoringi i ratingi ESG (tj. ESG, E, S i G) jako aproksymaty niefinansowych wyników przedsiębiorstw w łącznym obszarze ESG, jak i w indywidualnych obszarach środowiska naturalnego (E), społeczeństwa (S) oraz kwestii zarządczych (G) z osobna.

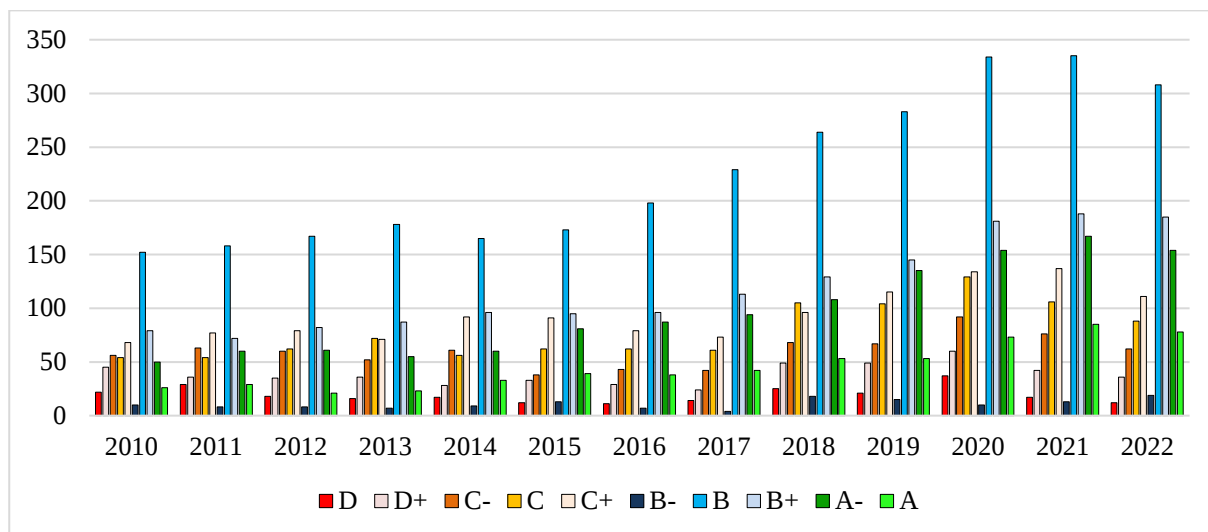
5.5.1. Scoringi i ratingi ESG

W badaniu uwzględnione były zarówno spółki osiągające względnie wysokie, jak i niskie scoringi oraz ratingi ESG (zob. wykres 8).

⁴⁵⁴ Szerzej: S. Kotsantonis, G. Serafeim, *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 31, no. 2, 2019, s. 50–58; A. Edmans, *The End of ESG*, Financial Management, vol. 52, no. 1, 2023, s. 3–17.

⁴⁵⁵ A. Clément, É. Robinot, L. Trespeuch, *The use of ESG scores in academic literature: a systematic literature review*, Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy, vol. 17, 2023, s. 1–12.

Wykres 8. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami ESG w latach 2010–2022



Objaśnienia: poszczególne ratingi ESG od Refinitiv są nadawane przedsiębiorstwom osiągnięciem scoringu ESG z przedziałów jak zaprezentowano w tabeli 11 w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Największą zbiorowość przedsiębiorstw we wszystkich latach stanowiły te podmioty, które otrzymały rating ESG równy „B”, zatem rating odpowiadający przedziałowi scoringu ESG od 58,3(3) do 66,6(6). Rating ten przypisywany jest tzw. „podążającym ESG” (*Followers in ESG*), czyli podmiotom osiągnięciem dobre wyniki w obszarach ESG oraz charakteryzującymi się wysokim stopniem transparentności działalności gospodarczej. Najmniej liczną grupę stanowiły natomiast podmioty z ratingiem ESG równym „B-”, czyli oceną tylko stopień niżej, niż grupa najliczniejsza. Co interesujące, w badanym okresie nie wystąpiły przedsiębiorstwa ani o najniższym, ani najwyższym możliwym ratingu ESG, tj. odpowiednio „D-” i „A+”. W okresie 2010–2022 roku, poza latami 2018 oraz 2020, średni scoring ESG badanych spółek wykazywał tendencję wzrostową (zob. tabela 28).

Tabela 28. Średnie ratingi i scoringi ESG oraz ich zmiany w latach 2010–2022

Okres	Średni rating ESG*	Średni scoring ESG	Δ scoringu ESG	% Δ scoringu ESG	Scoring ESG (indeks=2010)
2010	B-	51,59	n.d.	n.d.	100,0
2011	B-	51,97	0,37	0,7	100,7
2012	B-	52,75	0,79	1,5	102,3
2013	B-	53,25	0,50	1,0	103,2
2014	B-	53,69	0,44	0,8	104,1
2015	B-	55,56	1,88	3,5	107,7

2016	B-	56,78	1,22	2,2	110,1
2017	B-	57,59	0,81	1,4	111,6
2018	B-	55,07	-2,52	-4,4	106,7
2019	B-	55,55	0,48	0,9	107,7
2020	B-	55,32	-0,23	-0,4	107,2
2021	B	58,58	3,26	5,9	113,5
2022	B	59,46	0,88	1,5	115,3

Objaśnienia: * – średni rating ESG (zapis z wykorzystaniem liter/symboli) obliczono przez przypisanie średniemu scoringowi ESG w danym roku, symbolu odpowiadającemu konkretnemu przedziałowi scoringu. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Najniższą średnią wielkość scoringu ESG (51,59) zaobserwowano w 2010 roku. Przez kolejnych siedem lat wielkość ta wzrosła o 6,00 (11,6%) do poziomu 57,59. Korzystna zmiana scoringu ESG w tych latach mogła być spowodowana głównie przez wprowadzane globalne oraz regionalne inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów, co łącznie w sposób pozytywny oddziaływało na ogólne wyniki przedsiębiorstw w tym zakresie. W roku, w którym po raz pierwszy opublikowane zostały raporty ESG wybranych przedsiębiorstw zgodnie z NFRD, tj. w 2018 roku za rok poprzedni, średni scoring ESG zmalał o 2,52 (4,4%) w porównaniu do 2017 roku. Mogło to stanowić efekt braku doświadczenia tych podmiotów w raportowaniu informacji ESG według wspomnianej regulacji oraz o jej licznych niedoskonałościach. Nawet spółki o relatywnie dobrych wynikach ESG mogły odnaleźć trudności w ujawnieniu tych informacji po raz pierwszy w sposób zgodny z dyrektywą, przez co mogły otrzymać niższe scoringi ESG, również w wypadku gdy ich wyniki nie uległy pogorszeniu względem roku ubiegłego. W 2019 roku średni poziom tego scoringu ESG wzrósł o 0,48 (0,9%) do 55,55, a w następnym roku ponownie zmalał o 0,23 (0,4%) do 55,32. W ostatnich dwóch latach analizy średni scoring ESG badanych spółek osiągnął poziom, który spowodował wzrost średniego ratingu ESG z „B-” do „B”. Jednocześnie, w 2021 oraz 2022 roku, odnotowano odpowiednio największą zmianę średniego scoringu ESG (wzrost o 3,26, tj. 5,9%) oraz jego najwyższy zaobserwowany średni poziom – 59,46.

Taka sytuacja znajduje uzasadnienie chociażby w intensyfikacji działań UE na rzecz zrównoważenia działalności podmiotów gospodarczych lub ogólniej gospodarki w ostatnich latach. UE wdrażając nowe inicjatywy oraz regulacje w zakresie zrównoważonych finansów oddziałuje również na sposób, w jaki spółki prowadzą swoją działalność, zatem również na ich wyniki w obszarach ESG, a przynajmniej na sposób w jaki raportują te informacje – na swoją korzyść lub nie. Przykładowo, przyjęcie CSRD oraz wprowadzenie europejskich standardów sprawozdawczości finansowej ESRS, spowodowało, iż podmioty zobligowane do

przestrzegania tych działań na rzecz zrównoważonych finansów, jeszcze przed ich wejściem w życie mogły podjąć działania mające na celu poprawę wyników ESG, w obszarach, które ta regulacja i inicjatywa obejmują. Na podstawie powyższego należy stwierdzić, iż – co do zasady – poziom dbałości przedsiębiorstw o otoczenie, wyrażony pod postacią ich scoringu ESG, rósł wraz z upływem lat.

Wyniki ESG spółek różniły się również w zależności od kraju, w którym podmioty te posiadały swoją siedzibę (zob. tabela 29).

Najwyższy średni scoring ESG osiągnęły spółki z siedzibą w Rumunii, jednakże wynik ten (73,41) był wypadkową zaledwie trzech spółka-rok obserwacji ($N = 3$). Drugą co do wielkości średnią tego wskaźnika osiągnęły spółki z siedzibą w Hiszpanii (64,02) przy 448 obserwacjach. Po przeciwnej stronie tego porównaniu oraz z $N > 50$ były spółki z siedzibą w Polsce z jedną z najniższych średnich wyników ESG wynoszącą 40,31. Potencjalnym uzasadnieniem takiej sytuacji jest fakt, iż Hiszpania jest dwukrotnie (półtorakrotnie) większą gospodarką od Polski⁴⁵⁶ – jeśli zastosować nominalne PKB (PKB per capita) jako miarę wielkości kraju. Tym samym, z jednej strony, w większych gospodarkach, przedsiębiorstwa zmierzające do zrównoważenia swojej działalności powinny otrzymywać większe wsparcie ze strony państwa, gdyż te powinny posiadać na ten cel środki większe niż państwa mniejsze. Z drugiej zaś strony, argument ten nie jest jednak zasadny, gdyż spółki z takich krajów jak Niemcy oraz Wielka Brytania, zatem dwóch największych gospodarek w Unii Europejskiej, osiągnęły w latach 2010–2022 średni scoring ESG na poziomie odpowiednio 55,65 i 52,02. Średni scoring ESG spółek kraju o ponad dwukrotnie mniejszym PKB niż Polski – Portugalii – był natomiast ponad 1,5-krotnie wyższy aniżeli podmiotów funkcjonujących w tej gospodarce (polskiej). Determinanty scoringu ESG mogą mieć zatem podstawę bardziej w uwarunkowaniach regionalnych aniżeli ekonomicznych. Spółki trzech położonych względnie blisko siebie krajów (Portugalii, Hiszpanii oraz Francji) osiągnęły zbliżoną do siebie średnią scoringów ESG (odpowiednio, 62,44, 64,02 oraz 62,42).

⁴⁵⁶ Wartości nominalnego PKB krajów spółek poddanych badaniu w podziale na poszczególne lata przedstawiono w załączniku 5.

Tabela 29. Średnie wielkości scoringu ESG badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach

Kraj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2010–2022
AUT	N: 11 ESG: 47,38	N: 11 ESG: 48,95	N: 11 ESG: 51,48	N: 11 ESG: 51,78	N: 12 ESG: 50,59	N: 12 ESG: 52,39	N: 12 ESG: 54,13	N: 13 ESG: 57,16	N: 25 ESG: 52,73	N: 28 ESG: 52,94	N: 29 ESG: 58,01	N: 29 ESG: 62,10	N: 27 ESG: 63,94	N: 231 ESG: 55,56
BEL	N: 19 ESG: 47,68	N: 19 ESG: 48,89	N: 20 ESG: 49,44	N: 20 ESG: 49,61	N: 20 ESG: 50,71	N: 20 ESG: 53,69	N: 21 ESG: 54,53	N: 24 ESG: 53,86	N: 35 ESG: 54,3	N: 36 ESG: 55,08	N: 36 ESG: 57,83	N: 36 ESG: 59,67	N: 32 ESG: 61,37	N: 338 ESG: 54,49
CYP	N: 1 ESG: 13,98	N: 1 ESG: 13,71	N: 1 ESG: 12,67	N: 1 ESG: 10,13	N: 1 ESG: 12,66	N: 1 ESG: 12,37	N: 1 ESG: 12,30	N: 1 ESG: 10,05	N: 2 ESG: 26,48	N: 3 ESG: 27,65	N: 3 ESG: 41,29	N: 3 ESG: 47,29	N: 3 ESG: 51,38	N: 22 ESG: 29,71
CZE	N: 1 ESG: 36,84	N: 1 ESG: 35,96	N: 1 ESG: 34,78	N: 1 ESG: 33,05	N: 1 ESG: 27,16	N: 1 ESG: 44,81	N: 1 ESG: 48,44	N: 1 ESG: 60,55	N: 1 ESG: 62,35	N: 1 ESG: 61,86	N: 1 ESG: 66,22	N: 1 ESG: 76,63	N: 1 ESG: 77,63	N: 13 ESG: 51,25
DEU	N: 63 ESG: 53,76	N: 67 ESG: 53,40	N: 68 ESG: 54,98	N: 69 ESG: 54,44	N: 71 ESG: 55,50	N: 72 ESG: 57,15	N: 72 ESG: 58,85	N: 85 ESG: 57,74	N: 127 ESG: 53,36	N: 138 ESG: 54,04	N: 184 ESG: 53,42	N: 181 ESG: 57,50	N: 170 ESG: 58,46	N: 1 367 ESG: 55,65
DNK	N: 20 ESG: 46,70	N: 20 ESG: 48,96	N: 20 ESG: 52,67	N: 20 ESG: 52,90	N: 20 ESG: 53,26	N: 20 ESG: 54,83	N: 21 ESG: 54,85	N: 24 ESG: 54,05	N: 30 ESG: 55,01	N: 34 ESG: 53,60	N: 41 ESG: 53,69	N: 41 ESG: 56,47	N: 40 ESG: 57,93	N: 351 ESG: 53,96
ESP	N: 28 ESG: 59,16	N: 29 ESG: 59,72	N: 30 ESG: 59,62	N: 30 ESG: 60,71	N: 30 ESG: 62,62	N: 30 ESG: 63,73	N: 30 ESG: 64,07	N: 32 ESG: 63,46	N: 44 ESG: 62,00	N: 45 ESG: 63,11	N: 45 ESG: 67,61	N: 45 ESG: 70,31	N: 30 ESG: 72,18	N: 448 ESG: 64,02
FIN	N: 22 ESG: 55,39	N: 22 ESG: 57,37	N: 22 ESG: 58,93	N: 23 ESG: 59,21	N: 23 ESG: 59,61	N: 23 ESG: 62,54	N: 23 ESG: 63,76	N: 24 ESG: 65,18	N: 28 ESG: 65,79	N: 32 ESG: 64,91	N: 50 ESG: 60,05	N: 50 ESG: 60,94	N: 48 ESG: 61,32	N: 390 ESG: 61,26
FRA	N: 74 ESG: 56,37	N: 75 ESG: 58,08	N: 76 ESG: 59,62	N: 76 ESG: 59,84	N: 77 ESG: 61,47	N: 79 ESG: 63,36	N: 80 ESG: 65,68	N: 85 ESG: 66,3	N: 121 ESG: 60,89	N: 123 ESG: 62,66	N: 139 ESG: 62,09	N: 133 ESG: 65,15	N: 121 ESG: 65,99	N: 1 259 ESG: 62,42
GBR	N: 183 ESG: 48,91	N: 199 ESG: 48,35	N: 202 ESG: 48,36	N: 202 ESG: 49,12	N: 202 ESG: 49,43	N: 213 ESG: 52,18	N: 212 ESG: 53,33	N: 220 ESG: 54,04	N: 246 ESG: 52,49	N: 273 ESG: 52,80	N: 336 ESG: 51,46	N: 328 ESG: 55,36	N: 201 ESG: 55,93	N: 3 017 ESG: 52,02
GRC	N: 9 ESG: 35,53	N: 9 ESG: 38,42	N: 9 ESG: 39,56	N: 10 ESG: 37,68	N: 10 ESG: 39,63	N: 10 ESG: 41,94	N: 10 ESG: 41,67	N: 14 ESG: 47,44	N: 18 ESG: 47,47	N: 21 ESG: 45,95	N: 22 ESG: 48,32	N: 19 ESG: 52,15	N: 10 ESG: 54,61	N: 171 ESG: 45,11
HUN	N: 3 ESG: 54,71	N: 3 ESG: 51,53	N: 3 ESG: 58,39	N: 3 ESG: 57,38	N: 3 ESG: 58,86	N: 3 ESG: 60,53	N: 3 ESG: 64,56	N: 3 ESG: 62,74	N: 4 ESG: 50,94	N: 4 ESG: 55,15	N: 4 ESG: 54,77	N: 3 ESG: 54,56	N: 3 ESG: 58,23	N: 42 ESG: 56,85
IRL	N: 23 ESG: 45,74	N: 23 ESG: 46,12	N: 25 ESG: 45,09	N: 24 ESG: 50,11	N: 28 ESG: 47,44	N: 28 ESG: 49,28	N: 28 ESG: 51,87	N: 28 ESG: 53,44	N: 31 ESG: 51,50	N: 32 ESG: 53,73	N: 33 ESG: 58,75	N: 29 ESG: 60,65	N: 26 ESG: 63,25	N: 358 ESG: 52,40
ITA	N: 22 ESG: 58,74	N: 23 ESG: 59,52	N: 23 ESG: 59,61	N: 23 ESG: 59,26	N: 23 ESG: 59,20	N: 24 ESG: 58,93	N: 24 ESG: 60,65	N: 31 ESG: 59,74	N: 48 ESG: 57,27	N: 50 ESG: 59,60	N: 57 ESG: 62,50	N: 53 ESG: 65,15	N: 50 ESG: 65,99	N: 451 ESG: 61,03
LUX	N: 4 ESG: 52,39	N: 5 ESG: 47,99	N: 5 ESG: 50,11	N: 5 ESG: 53,16	N: 6 ESG: 51,11	N: 6 ESG: 53,56	N: 8 ESG: 53,26	N: 8 ESG: 57,04	N: 9 ESG: 57,68	N: 10 ESG: 59,67	N: 13 ESG: 56,24	N: 12 ESG: 61,13	N: 11 ESG: 59,41	N: 102 ESG: 55,98
MLT	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	N: 1 ESG: 37,35	N: 1 ESG: 33,44	N: 1 ESG: 37,92	N: 2 ESG: 40,79	N: 2 ESG: 42,20	N: 3 ESG: 38,70	N: 3 ESG: 44,06	N: 3 ESG: 44,67	N: 16 ESG: 41,06
NLD	N: 30 ESG: 55,55	N: 31 ESG: 55,57	N: 32 ESG: 56,76	N: 34 ESG: 57,22	N: 34 ESG: 57,45	N: 33 ESG: 60,92	N: 34 ESG: 61,77	N: 35 ESG: 64,96	N: 45 ESG: 62,28	N: 45 ESG: 63,31	N: 44 ESG: 66,63	N: 42 ESG: 70,63	N: 37 ESG: 71,33	N: 476 ESG: 62,35
POL	N: 13 ESG: 31,82	N: 14 ESG: 32,58	N: 15 ESG: 34,39	N: 15 ESG: 33,64	N: 17 ESG: 31,85	N: 17 ESG: 35,80	N: 17 ESG: 35,84	N: 18 ESG: 42,21	N: 26 ESG: 40,56	N: 26 ESG: 44,79	N: 25 ESG: 48,28	N: 21 ESG: 49,34	N: 11 ESG: 54,66	N: 235 ESG: 40,31
PRT	N: 6 ESG: 62,40	N: 6 ESG: 63,47	N: 6 ESG: 64,02	N: 6 ESG: 64,35	N: 6 ESG: 66,70	N: 6 ESG: 64,82	N: 7 ESG: 61,71	N: 8 ESG: 61,41	N: 12 ESG: 56,13	N: 12 ESG: 58,48	N: 12 ESG: 63,60	N: 10 ESG: 65,98	N: 8 ESG: 65,05	N: 105 ESG: 62,44
ROU	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 ESG: 71,86	N: 1 ESG: 73,99	N: 1 ESG: 74,38	N: 3 ESG: 73,41

SVN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 ESG: 58,60	N: 1 ESG: 58,16	N: 1 ESG: 58,96	N: 1 ESG: 57,93	N: 1 ESG: 66,79	N: 1 ESG: 58,90	N: 6 ESG: 59,89
SWE	N: 37 ESG: 55,91	N: 37 ESG: 57,96	N: 38 ESG: 59,08	N: 38 ESG: 59,21	N: 41 ESG: 59,91	N: 51 ESG: 57,17	N: 55 ESG: 57,47	N: 57 ESG: 58,83	N: 81 ESG: 53,57	N: 100 ESG: 51,71	N: 151 ESG: 49,23	N: 148 ESG: 51,98	N: 143 ESG: 52,93	N: 977 ESG: 54,04
Łącznie	N: 569 ESG: 51,59	N: 595 ESG: 51,97	N: 607 ESG: 52,75	N: 611 ESG: 53,25	N: 625 ESG: 53,69	N: 650 ESG: 55,56	N: 660 ESG: 56,78	N: 713 ESG: 57,59	N: 936 ESG: 55,07	N: 1 016 ESG: 55,55	N: 1 230 ESG: 55,32	N: 1 189 ESG: 58,58	N: 977 ESG: 59,46	N: 10 378 ESG: 55,62

Objaśnienia: w tabeli przedstawiono wyniki średnie, nawet jeśli w poszczególnych wypadkach liczebność uwzględnionych obserwacji nie uniemożliwiała poprawnego wnioskowania na podstawie tej miary (tj. $N < 50$). Zapis „ESG” oznacza „scoring ESG”. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

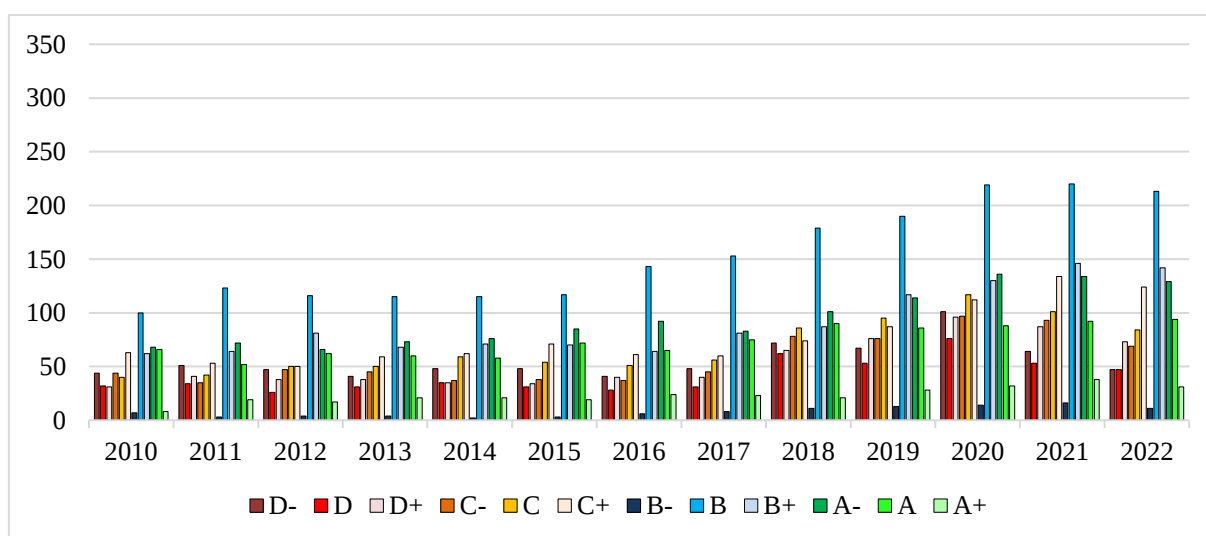
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes...*, op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

5.5.2. Scoringi i ratingi E, S oraz G

Podobny wzorec, w odniesieniu do liczby badanych przedsiębiorstw z poszczególnymi ratingami ESG, można zaobserwować dla wszystkich ratingów w bardziej analitycznym wymiarze, tj. ratingach E, S i G (zob. wykres 9, wykres 10 i wykres 11).

Podobnie jak w wypadku ratingu ESG – z uwzględnieniem zarówno ratingu E, S i G – najwięcej przedsiębiorstw osiągało rating równy „B”. Zbieżność ta wynika ze sposobu kalkulacji łącznego scoringu ESG – jest on obliczany przez pomnożenie scoringów E, S i G przez wcześniej nadane im wagi. Naturalnym jest zatem fakt, iż jeżeli najwięcej przedsiębiorstw osiągało ratingi E, S i G wynoszące „B”, to taką właśnie ocenę otrzymują spółki na poziomie ratingu ESG. We wszystkich obszarach (tj. E, S i G) odnotowano przypadki spółek osiągających najniższy rating – „D-”, a także najwyższy – „A+”.

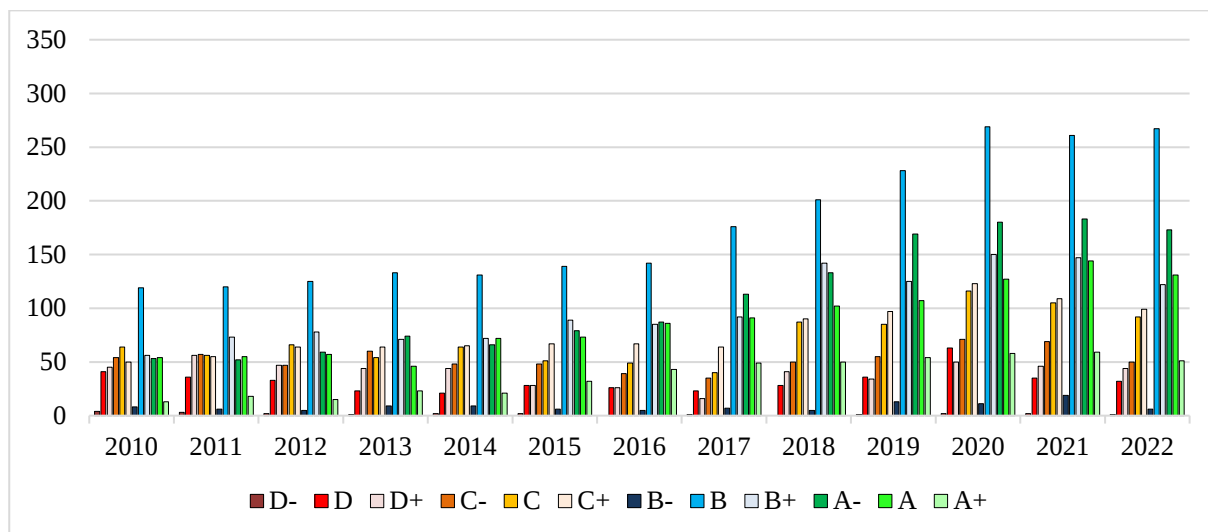
Wykres 9. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami E w latach 2010–2022



Objaśnienia: poszczególne ratingi E od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringu E z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw, w tabeli 11.

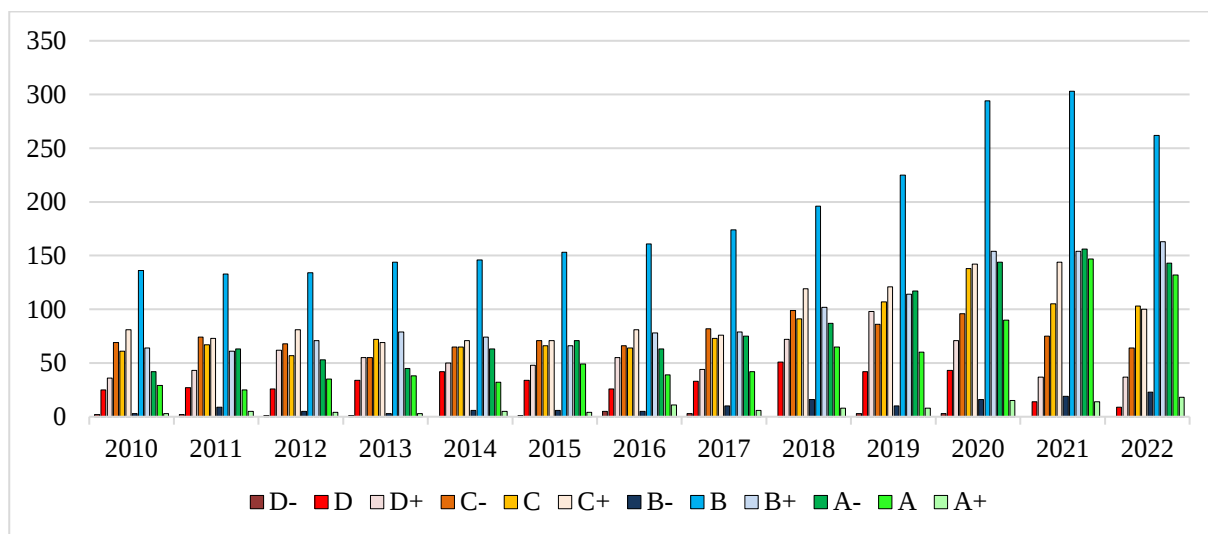
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 10. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami S w latach 2010–2022



Objaśnienia: poszczególne ratingi S od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringi S z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw, w tabeli 11.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 11. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami G w latach 2010–2022

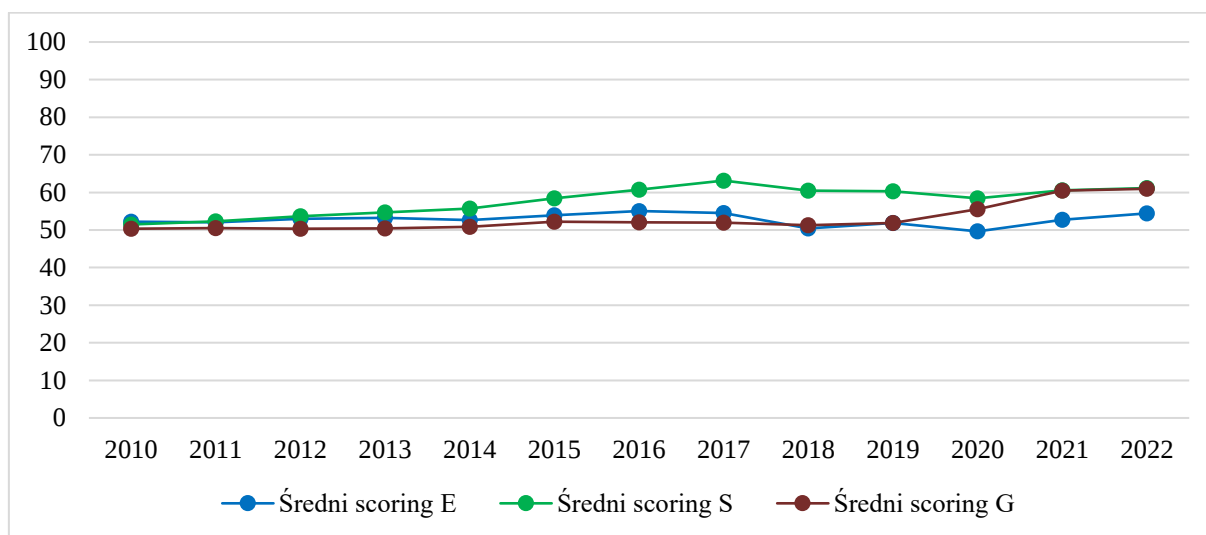


Objaśnienia: poszczególne ratingi G od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringi G z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw, w tabeli 11.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Podczas gdy scoring S badanych przedsiębiorstw przez większość analizowanych lat miał średnio większe wielkości i najczęściej notował wzrosty z roku na rok względem

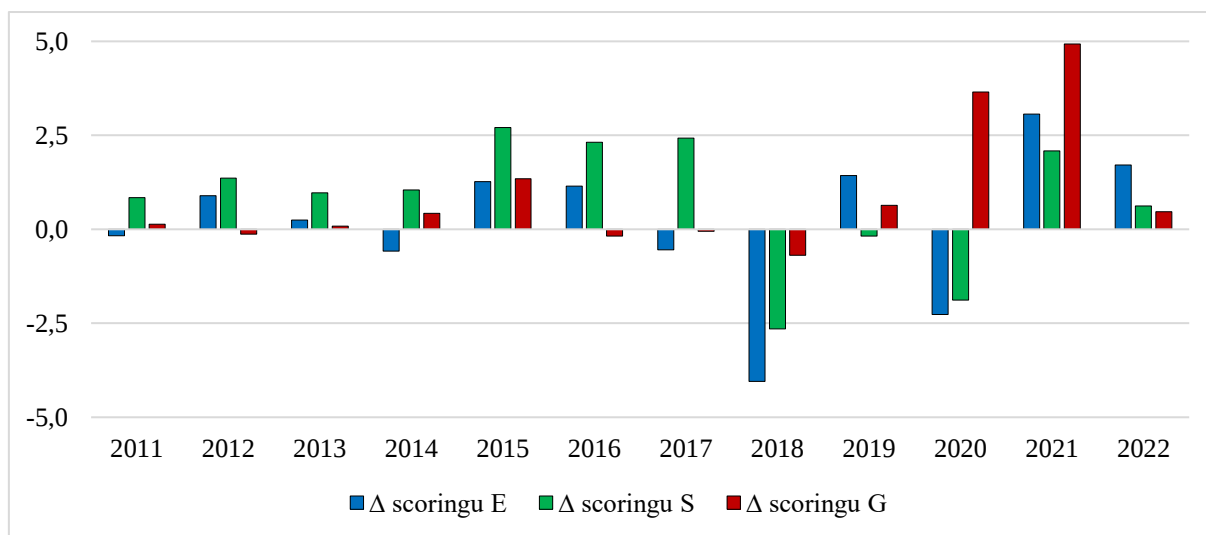
scoringów w pozostałych obszarach, to największe tempo zmian w ciągu tego okresu odnotowano dla scoringu G (zob. wykres 12, wykres 13 oraz wykres 14)⁴⁵⁷.

Wykres 12. Średnie scoringi E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

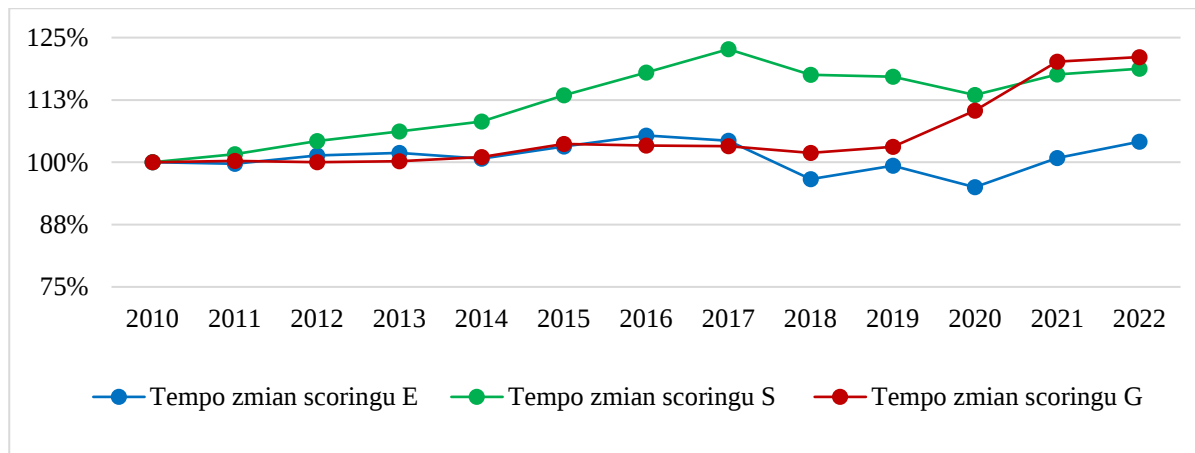
Wykres 13. Roczne zmiany średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

⁴⁵⁷ Szczegółowy wykaz zmian scoringów i ratingów E, S i G badanych spółek na przestrzeni lat przedstawiono w załączniku nr 6 pracy doktorskiej.

Wykres 14. Tempo zmian średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 (indeks=2010)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Średnia wielkość porównywanych wskaźników w 2010 roku była do siebie zbliżona i wynosiła 52,24, 51,47 oraz 50,34, odpowiednio dla scoringów E, S i G. W ciągu kolejnych siedmiu lat, tylko w zakresie S w każdym roku spółki poprawiały swoje wyniki. W tym okresie średnia scoringu S wzrosła łącznie o 11,67 (22,7%) do 63,14, a scoringów E i G o 2,26 (4,3%) i 1,63 (3,2%) do wielkości równych odpowiednio 54,50 oraz 51,97. W roku rozpoczęcia sprawozdawania wybranych przedsiębiorstw według dyrektywy NFRD (tj. w 2018 roku), średni poziom scoringów we wszystkich obszarach obniżył się, a największa zmiana miała miejsce w zakresie wyników działalności przedsiębiorstw w obszarze środowiska naturalnego – *Environmental*. Od roku kolejnego do 2021 roku spółki główny nacisk kładły na poprawę wyników w zakresie *Governance*. Wskazuje na to po pierwsze fakt, iż od 2019 do 2021 roku tylko średnia wielkość w zakresie scoringu G nie uległa obniżeniu, a po drugie, gdy wielkość tego scoringu rosła, to były to większe roczne zmiany względem pozostałych scoringów w danym roku (wyjątek stanowi 2019 rok, w którym średni poziom scoringu E wzrósł o 1,43 (2,8%), a scoringu G o 0,64 (1,2%). Uzasadnieniem tego zjawiska jest zapewne specyfika NFRD, którą omówiono we wcześniejszej części pracy⁴⁵⁸. O ile w roku jej wdrożenia wybrane spółki nie poradziły sobie w pełni z zastosowaniem się do jej wytycznych, tak w kolejnym i dalszych latach implementacja dyrektywy przyczyniła się do wzrostu scoringów ESG badanych spółek, przede wszystkim w obszarze G. Choć dyrektywa ta nakładała na wybrane

⁴⁵⁸ Szerzej na ten temat w podrozdziale 3.2.1. Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD).

podmioty konkretne wymogi sprawozdawcze, to w największym stopniu dotyczyły one obszaru zarządczego – G. Poprawa wyników przedsiębiorstw głównie w tym zakresie była bardziej oczekiwanym, niż niespodziewanym, następstwem tego działania na rzecz zrównoważonych finansów. W ostatnim roku analizy scoringiem o najwyższej średniej był scoring S (61,14). Zbliżona do tego poziomu była średnia scoringu G, wynosząca 60,96, która w ciągu poprzednich czterech lat wzrosła łącznie o 9,69 (17,4%). Ponadto, najniższy średni poziom scoringu w 2022 roku odnotowano w obszarze E – 54,40. Fakt, iż w większości okresu badawczego średnia wielkość scoringu E była niższa od scoringów w pozostałych obszarach – tak samo jak jego łączna zmiana w całym okresie (wzrost o 2,16 w ciągu 12 lat) – wynikać może z następującego. Poprawa wyników lub po prostu osiągnięcie wysokich/dobrych wyników przez przedsiębiorstwo w obszarze E, z uwagi na różnorodność i wielość czynników go kształtujących⁴⁵⁹, może stanowić dla spółek wyzwanie większe, niż dokonanie tego samego w pozostałych obszarach (tj. S lub G). Przykładowo, przedsięwzięciem trudniejszym od zmniejszenia nierówności płacowych na poszczególnych stanowiskach pracy w przedsiębiorstwie poprzez podniesienie wynagrodzenia najmniej zarabiającym (dotyczy obszaru *Social*) lub zwiększenia różnorodności płciowej zarządu (dotyczy obszaru *Governance*) jest wdrożenie działań mających skutkować zmniejszeniem emisji CO₂ (dotyczy obszaru *Environmental*). Trudność ta polega na tym, że o ile we wszystkich powyższych działaniach znane są pożądane skutki działań, to o tyle w wypadku działań w obszarach S i G narzędzia ich realizacji są znane – odpowiednio zwiększenie wynagrodzeń oraz powołanie członków zarządu o płci innej do płci członków zarządu stanowiącej większość. Oczywiście, jednakowym wyzwaniem we wszystkich obszarach może być wygospodarowanie środków na powyższe cele, jednakże sposób zmniejszenia emisji CO₂ spółki nie jest tak oczywisty jak w pozostałych opisanych przykładach. Dla przedsiębiorstw prowadzących różny rodzaj działalności wymagane mogą być odmienne działania w tym zakresie (np. zatrudnienie specjalistów z zakresu działalności ekologicznej, zakup nowych maszyn produkcyjnych, optymalizacja procesów produkcji pod kątem emisji zanieczyszczeń i przeszkolenie personelu), a nawet gdy są one wdrożone, to nie ma pewności, iż będą one miały skutek taki jak początkowo zamierzony. W efekcie określonych działań może nastąpić redukcja emisji gazów cieplarnianych podmiotu, lecz tylko w 50% zakładanego celu, a w sytuacji skrajnej nawet zwiększenie ich dotychczasowego poziomu, gdy błędnie zidentyfikowano źródło problemu. Wspomniane działanie na rzecz lepszych wyników w obszarze E jest zatem bardziej

⁴⁵⁹ Szerzej na ten temat w podrozdziale 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw.

skomplikowanym w realizacji niż w obszarach S i G. Jednocześnie wymaga ono również więcej czasu na weryfikację rezultatów tych wysiłków. Przy założeniu, że spółka dysponuje odpowiednimi zasobami, realizacja omawianych działań w obszarach S i G może nastąpić we względnie krótkim okresie, a efekty tych czynności będą mierzalne od razu. Zwiększając wynagrodzenia, dysproporcje płacowe pracowników od danego momentu zmniejszają się. Choć znalezienie członka zarządu o odpowiedniej charakterystyce może być zadaniem bardziej czasochłonnym od poprzedniego, to nadal efekt tego działania materializuje się w momencie, gdy nowy członek zarządu zostanie powołany i zacznie pełnić powierzone mu funkcje. To samo nie ma jednak zastosowania do działań w obszarze *Environmental*. Na początek niezbędne jest odnalezienie części aktywności, której usprawnienia mają dać określony efekt. Następnie konieczne może się okazać zatrudnienie nowych pracowników lub skorzystanie z outsourcingu (tj. zlecenie określonego zadania podmiotowi trzeciemu). Gdy obszar ulepszeń zostanie już zidentyfikowany, przedsiębiorstwo będzie musiało przeprowadzić wymagane czynności, a po ich wdrożeniu, pomiar efektów całego przedsięwzięcia będzie mógł nastąpić dopiero po odstępie czasu umożliwiającym ocenę przeprowadzonych działań w sposób wiarygodny oraz porównywalny względem poprzednich wyników, które miały zostać poprawione. Możliwy jest również scenariusz, w którym podobne trudności spółka napotka dążąc do polepszenia wyników w obszarach S i G. Kolejną różnicą jest fakt, iż w wypadku działań w zakresie S i G możliwe jest rozróżnienie oddziaływania czynników zewnętrznych (np. skutków działań niepodjętych w danym celu, lecz które pośrednio determinowały wynik innych czynności) od bezpośredniego wpływu działań przedsiębiorstwa poczynionych w danym celu. Dodatkowo, nie ma gwarancji, iż zmierzony efekt jest skutkiem tylko i wyłącznie poczynionych w tym celu wysiłków, a nie na przykład zmian w jakości materiałów wykorzystywanych w procesach produkcji, o których dane przedsiębiorstwo przez swojego dostawcę mogło nie zostać poinformowane.

Podobnie jak miało to miejsce dla scoringu ESG⁴⁶⁰, scoringi E, S i G badanych spółek różniły się pomiędzy poszczególnymi krajami (zob. tabela 30).

Biorąc pod uwagę tylko te kraje, które odznaczały się liczbą „spółka-rok” obserwacji przekraczającą 50, należy stwierdzić, że spółki z siedzibą w Polsce osiągały średnio zarówno najniższe scoringi E (36,56), jak i S (39,08), natomiast w obszarze G najgorsze wyniki notowały te przedsiębiorstwa, które za kraj swojej siedziby wskazywały Grecję (43,96). Spółki tych krajów w najmniejszym stopniu uwzględniały zatem wpływ swojej działalności na otoczenie

⁴⁶⁰ Patrz punkt pracy 5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek.

Tabela 30. Średnie wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych sektorach oraz krajach

Kraj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2010–2022
AUT	N: 11 E: 46,16 S: 45,14 G: 52,03	N: 11 E: 50,59 S: 46,18 G: 50,34	N: 11 E: 50,63 S: 47,85 G: 56,06	N: 11 E: 52,50 S: 48,73 G: 52,88	N: 12 E: 51,47 S: 48,03 G: 51,01	N: 12 E: 54,12 S: 50,92 G: 51,28	N: 12 E: 57,03 S: 51,46 G: 52,43	N: 13 E: 58,48 S: 59,51 G: 50,24	N: 25 E: 52,44 S: 58,65 G: 44,92	N: 28 E: 49,87 S: 59,14 G: 46,95	N: 29 E: 57,33 S: 63,97 G: 49,76	N: 29 E: 60,96 S: 68,50 G: 53,58	N: 27 E: 62,15 S: 70,42 G: 55,75	N: 231 E: 55,09 S: 58,49 G: 50,97
BEL	N: 19 E: 51,33 S: 42,21 G: 52,76	N: 19 E: 51,59 S: 44,84 G: 52,88	N: 20 E: 51,45 S: 44,94 G: 54,55	N: 20 E: 52,42 S: 45,04 G: 52,88	N: 20 E: 52,14 S: 48,73 G: 51,98	N: 20 E: 54,32 S: 54,21 G: 51,23	N: 21 E: 52,27 S: 56,11 G: 52,99	N: 24 E: 49,20 S: 55,96 G: 53,85	N: 35 E: 48,40 S: 57,82 G: 54,45	N: 36 E: 51,79 S: 57,87 G: 53,95	N: 36 E: 57,57 S: 60,89 G: 53,25	N: 36 E: 60,30 S: 61,17 G: 55,79	N: 32 E: 61,14 S: 65,09 G: 54,94	N: 338 E: 53,84 S: 55,08 G: 53,72
CYP	N: 1 E: 0,00 S: 9,16 G: 37,15	N: 1 E: 0,00 S: 11,32 G: 33,09	N: 1 E: 0,00 S: 10,19 G: 30,98	N: 1 E: 0,00 S: 8,42 G: 24,37	N: 1 E: 0,00 S: 13,70 G: 25,95	N: 1 E: 0,00 S: 12,87 G: 26,09	N: 1 E: 0,00 S: 13,52 G: 24,92	N: 1 E: 0,00 S: 10,98 G: 20,45	N: 2 E: 15,74 S: 25,12 G: 41,34	N: 3 E: 14,49 S: 23,45 G: 51,43	N: 3 E: 31,73 S: 41,57 G: 53,51	N: 3 E: 36,32 S: 49,91 G: 57,80	N: 3 E: 37,63 S: 55,12 G: 63,67	N: 22 E: 17,82 S: 29,57 G: 44,77
CZE	N: 1 E: 43,77 S: 29,85 G: 34,17	N: 1 E: 42,01 S: 29,00 G: 34,72	N: 1 E: 39,36 S: 28,85 G: 34,72	N: 1 E: 36,01 S: 29,62 G: 32,50	N: 1 E: 31,99 S: 18,02 G: 30,83	N: 1 E: 64,49 S: 24,69 G: 37,50	N: 1 E: 63,57 S: 31,04 G: 45,33	N: 1 E: 71,06 S: 57,22 G: 47,00	N: 1 E: 72,12 S: 71,63 G: 33,67	N: 1 E: 78,05 S: 62,13 G: 34,00	N: 1 E: 77,52 S: 69,68 G: 42,50	N: 1 E: 79,97 S: 71,39 G: 77,78	N: 1 E: 84,99 S: 73,57 G: 70,37	N: 13 E: 60,38 S: 45,90 G: 42,70
DEU	N: 63 E: 55,02 S: 53,26 G: 51,17	N: 67 E: 52,49 S: 53,93 G: 50,76	N: 68 E: 54,24 S: 56,89 G: 50,84	N: 69 E: 53,03 S: 57,11 G: 49,66	N: 71 E: 53,15 S: 59,28 G: 50,11	N: 72 E: 55,35 S: 62,45 G: 49,50	N: 72 E: 57,33 S: 64,37 G: 50,76	N: 85 E: 55,03 S: 65,01 G: 48,62	N: 127 E: 47,77 S: 59,49 G: 49,27	N: 138 E: 49,78 S: 59,47 G: 50,21	N: 184 E: 44,47 S: 55,91 G: 57,92	N: 181 E: 47,30 S: 59,07 G: 64,13	N: 170 E: 49,55 S: 59,92 G: 64,09	N: 1367 E: 50,47 S: 58,94 G: 54,69
DNK	N: 20 E: 45,94 S: 43,55 G: 48,97	N: 20 E: 48,47 S: 46,26 G: 49,63	N: 20 E: 51,93 S: 51,88 G: 51,43	N: 20 E: 52,98 S: 51,87 G: 51,34	N: 20 E: 51,38 S: 56,23 G: 47,91	N: 20 E: 52,39 S: 59,91 G: 47,03	N: 21 E: 50,91 S: 60,62 G: 47,33	N: 24 E: 48,12 S: 61,20 G: 47,28	N: 30 E: 47,35 S: 62,66 G: 49,48	N: 34 E: 45,77 S: 59,14 G: 51,15	N: 41 E: 45,44 S: 57,17 G: 55,30	N: 41 E: 48,00 S: 59,70 G: 58,33	N: 40 E: 51,52 S: 60,27 G: 59,44	N: 351 E: 48,87 S: 57,06 G: 52,18
ESP	N: 28 E: 62,67 S: 65,84 G: 46,45	N: 29 E: 62,04 S: 66,59 G: 47,74	N: 30 E: 62,48 S: 66,45 G: 46,75	N: 30 E: 63,48 S: 67,93 G: 47,47	N: 30 E: 62,63 S: 69,99 G: 51,30	N: 30 E: 63,98 S: 71,15 G: 51,73	N: 30 E: 65,32 S: 74,15 G: 47,54	N: 32 E: 64,23 S: 74,32 G: 45,95	N: 44 E: 60,18 S: 72,75 G: 47,50	N: 45 E: 63,37 S: 74,61 G: 45,93	N: 45 E: 69,28 S: 78,31 G: 49,93	N: 45 E: 71,83 S: 78,60 G: 55,76	N: 30 E: 73,57 S: 82,14 G: 56,05	N: 448 E: 65,19 S: 73,05 G: 49,32
FIN	N: 22 E: 61,84 S: 53,94 G: 48,23	N: 22 E: 65,73 S: 55,70 G: 47,86	N: 22 E: 67,28 S: 57,08 G: 49,53	N: 23 E: 67,83 S: 57,73 G: 49,40	N: 23 E: 66,39 S: 60,55 G: 49,09	N: 23 E: 69,58 S: 66,16 G: 48,41	N: 23 E: 71,81 S: 68,33 G: 47,70	N: 24 E: 72,03 S: 69,29 G: 50,90	N: 28 E: 69,86 S: 70,63 G: 53,73	N: 32 E: 66,93 S: 70,12 G: 54,69	N: 50 E: 56,99 S: 63,68 G: 56,55	N: 50 E: 56,99 S: 64,32 G: 58,60	N: 48 E: 58,68 S: 64,7 G: 58,26	N: 390 E: 64,02 S: 63,77 G: 53,10
FRA	N: 74 E: 63,06 S: 56,63 G: 48,11	N: 75 E: 65,38 S: 59,34 G: 48,97	N: 76 E: 67,18 S: 62,13 G: 48,55	N: 76 E: 67,21 S: 62,91 G: 48,18	N: 77 E: 67,59 S: 66,01 G: 48,76	N: 79 E: 69,17 S: 68,86 G: 49,87	N: 80 E: 71,71 S: 71,94 G: 51,02	N: 85 E: 71,67 S: 74,67 G: 49,48	N: 121 E: 63,34 S: 67,37 G: 49,54	N: 123 E: 65,47 S: 69,41 G: 50,07	N: 139 E: 62,90 S: 67,44 G: 52,95	N: 133 E: 63,70 S: 69,19 G: 60,07	N: 121 E: 65,85 S: 70,23 G: 59,61	N: 1 259 E: 66,07 S: 67,14 G: 51,85
GBR	N: 183 E: 48,79 S: 47,46 G: 50,92	N: 199 E: 46,11 S: 47,68 G: 51,13	N: 202 E: 46,70 S: 48,10 G: 50,12	N: 202 E: 46,90 S: 49,49 G: 50,84	N: 202 E: 46,45 S: 49,77 G: 51,92	N: 213 E: 47,64 S: 52,47 G: 55,88	N: 212 E: 48,68 S: 54,69 G: 55,78	N: 220 E: 47,54 S: 57,04 G: 56,06	N: 246 E: 45,06 S: 55,70 G: 54,70	N: 273 E: 46,49 S: 54,90 G: 55,52	N: 336 E: 44,35 S: 51,87 G: 57,08	N: 328 E: 48,65 S: 53,89 G: 62,92	N: 201 E: 50,14 S: 54,02 G: 63,39	N: 3 017 E: 47,17 S: 52,39 G: 55,79

GRC	N: 9 E: 30,55 S: 33,64 G: 42,82	N: 9 E: 34,46 S: 39,18 G: 41,74	N: 9 E: 35,65 S: 41,55 G: 41,30	N: 10 E: 32,72 S: 38,69 G: 39,02	N: 10 E: 34,04 S: 40,58 G: 41,04	N: 10 E: 34,99 S: 46,24 G: 41,47	N: 10 E: 35,89 S: 47,05 G: 38,81	N: 14 E: 40,05 S: 55,69 G: 42,08	N: 18 E: 40,19 S: 53,03 G: 45,21	N: 21 E: 39,20 S: 50,55 G: 44,40	N: 22 E: 43,55 S: 51,99 G: 46,02	N: 19 E: 47,15 S: 56,60 G: 49,91	N: 10 E: 49,59 S: 61,37 G: 48,48	N: 171 E: 39,41 S: 49,03 G: 43,96
HUN	N: 3 E: 54,22 S: 52,85 G: 55,09	N: 3 E: 54,64 S: 45,07 G: 58,06	N: 3 E: 55,07 S: 60,12 G: 56,39	N: 3 E: 52,92 S: 58,67 G: 58,06	N: 3 E: 54,92 S: 62,41 G: 52,5	N: 3 E: 58,80 S: 62,34 G: 58,06	N: 3 E: 57,54 S: 70,52 G: 58,06	N: 3 E: 56,54 S: 72,97 G: 46,94	N: 4 E: 49,44 S: 55,57 G: 42,08	N: 4 E: 50,47 S: 58,44 G: 52,08	N: 4 E: 51,04 S: 59,26 G: 48,75	N: 3 E: 54,79 S: 60,44 G: 42,78	N: 3 E: 57,00 S: 59,62 G: 56,35	N: 42 E: 54,12 S: 59,72 G: 52,35
IRL	N: 23 E: 40,49 S: 43,52 G: 52,75	N: 23 E: 39,89 S: 44,03 G: 55,45	N: 25 E: 39,70 S: 42,84 G: 53,29	N: 24 E: 44,32 S: 48,96 G: 57,50	N: 28 E: 41,01 S: 46,81 G: 54,30	N: 28 E: 41,54 S: 50,11 G: 55,77	N: 28 E: 44,59 S: 54,11 G: 56,32	N: 28 E: 45,43 S: 59,12 G: 53,37	N: 31 E: 44,70 S: 57,84 G: 50,53	N: 32 E: 49,35 S: 60,47 G: 50,28	N: 33 E: 54,65 S: 64,57 G: 55,51	N: 29 E: 55,13 S: 67,06 G: 57,92	N: 26 E: 57,78 S: 67,64 G: 61,93	N: 358 E: 46,39 S: 55,04 G: 54,89
ITA	N: 22 E: 55,59 S: 60,35 G: 57,44	N: 23 E: 57,59 S: 59,86 G: 56,20	N: 23 E: 56,97 S: 61,72 G: 54,66	N: 23 E: 57,17 S: 60,11 G: 55,46	N: 23 E: 55,44 S: 60,96 G: 57,19	N: 24 E: 54,82 S: 61,17 G: 55,78	N: 24 E: 55,87 S: 64,24 G: 57,45	N: 31 E: 55,45 S: 62,38 G: 56,56	N: 48 E: 51,72 S: 61,98 G: 53,78	N: 50 E: 54,54 S: 65,79 G: 54,58	N: 57 E: 54,76 S: 67,64 G: 61,72	N: 53 E: 58,01 S: 70,44 G: 64,20	N: 50 E: 61,83 S: 70,90 G: 61,99	N: 451 E: 56,14 S: 64,86 G: 58,10
LUX	N: 4 E: 53,53 S: 55,40 G: 44,94	N: 5 E: 45,01 S: 51,28 G: 43,44	N: 5 E: 51,94 S: 53,52 G: 40,82	N: 5 E: 50,16 S: 58,03 G: 44,56	N: 6 E: 47,18 S: 56,43 G: 45,45	N: 6 E: 50,31 S: 61,53 G: 43,55	N: 8 E: 44,53 S: 61,74 G: 47,20	N: 8 E: 44,20 S: 64,47 G: 55,07	N: 9 E: 45,32 S: 62,02 G: 58,73	N: 10 E: 52,69 S: 66,86 G: 54,17	N: 13 E: 48,87 S: 63,56 G: 52,52	N: 12 E: 52,02 S: 67,43 G: 59,95	N: 11 E: 53,83 S: 64,40 G: 56,73	N: 102 E: 49,32 S: 62,00 G: 51,69
MLT	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 E: 47,72 S: 12,70 G: 65,00	N: 1 E: 35,19 S: 11,36 G: 65,00	N: 1 E: 27,42 S: 19,50 G: 75,00	N: 2 E: 22,89 S: 38,72 G: 60,00	N: 2 E: 23,44 S: 42,60 G: 58,50	N: 3 E: 23,60 S: 30,29 G: 68,17	N: 3 E: 40,17 S: 35,84 G: 61,85	N: 3 E: 41,55 S: 35,24 G: 61,61	N: 16 E: 32,44 S: 31,89 G: 63,55
NLD	N: 30 E: 50,65 S: 62,38 G: 51,53	N: 31 E: 54,28 S: 60,69 G: 48,89	N: 32 E: 54,78 S: 60,95 G: 51,66	N: 34 E: 55,38 S: 61,41 G: 52,32	N: 34 E: 56,71 S: 60,56 G: 52,05	N: 33 E: 60,27 S: 65,94 G: 53,47	N: 34 E: 62,28 S: 69,23 G: 49,90	N: 35 E: 62,78 S: 73,97 G: 55,46	N: 45 E: 56,08 S: 70,32 G: 57,35	N: 45 E: 59,30 S: 71,64 G: 55,81	N: 44 E: 61,00 S: 73,41 G: 62,72	N: 42 E: 64,18 S: 73,83 G: 72,47	N: 37 E: 65,57 S: 72,32 G: 75,11	N: 476 E: 58,96 S: 67,99 G: 57,44
POL	N: 13 E: 25,89 S: 28,31 G: 42,87	N: 14 E: 24,09 S: 29,08 G: 46,61	N: 15 E: 27,52 S: 30,37 G: 46,18	N: 15 E: 27,34 S: 30,56 G: 43,33	N: 17 E: 24,20 S: 27,49 G: 43,56	N: 17 E: 29,46 S: 31,82 G: 45,36	N: 17 E: 31,26 S: 32,97 G: 42,12	N: 18 E: 38,53 S: 41,91 G: 44,83	N: 26 E: 35,57 S: 41,33 G: 45,04	N: 26 E: 43,54 S: 45,52 G: 45,58	N: 25 E: 47,61 S: 48,56 G: 49,52	N: 21 E: 53,01 S: 49,51 G: 46,35	N: 11 E: 54,38 S: 60,03 G: 49,91	N: 235 E: 36,56 S: 39,08 G: 45,55
PRT	N: 6 E: 62,01 S: 63,5 G: 57,35	N: 6 E: 68,82 S: 66,92 G: 50,02	N: 6 E: 69,34 S: 66,71 G: 53,57	N: 6 E: 67,92 S: 67,55 G: 54,52	N: 6 E: 65,80 S: 70,94 G: 59,15	N: 6 E: 68,45 S: 69,88 G: 50,99	N: 7 E: 65,18 S: 66,02 G: 48,41	N: 8 E: 60,64 S: 67,13 G: 50,95	N: 12 E: 55,32 S: 62,61 G: 44,51	N: 12 E: 60,24 S: 65,09 G: 45,61	N: 12 E: 66,71 S: 69,88 G: 49,00	N: 10 E: 66,75 S: 71,68 G: 56,87	N: 8 E: 65,46 S: 70,60 G: 56,70	N: 105 E: 64,13 S: 67,47 G: 51,35
ROU	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 E: 73,47 S: 82,06 G: 51,33	N: 1 E: 71,41 S: 79,00 G: 68,85	N: 1 E: 71,94 S: 82,39 G: 63,67	N: 3 E: 72,27 S: 81,15 G: 61,28
SVN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	N: 1 E: 44,35 S: 71,36 G: 50,00	N: 1 E: 47,37 S: 68,92 G: 50,00	N: 1 E: 52,7 S: 68,04 G: 50,00	N: 1 E: 51,25 S: 66,52 G: 50,00	N: 1 E: 53,08 S: 68,38 G: 74,44	N: 1 E: 52,18 S: 65,19 G: 54,44	N: 6 E: 50,15 S: 68,07 G: 54,81
SWE	N: 37 E: 55,84	N: 37 E: 59,93	N: 38 E: 59,85	N: 38 E: 59,73	N: 41 E: 60,02	N: 51 E: 55,16	N: 55 E: 54,59	N: 57 E: 55,43	N: 81 E: 47,86	N: 100 E: 46,94	N: 151 E: 38,97	N: 148 E: 43,25	N: 143 E: 45,57	N: 977 E: 48,76

	S: 58,96 G: 51,27	S: 61,32 G: 51,98	S: 63,29 G: 52,43	S: 63,90 G: 51,91	S: 65,04 G: 51,37	S: 63,20 G: 50,11	S: 64,72 G: 49,64	S: 67,19 G: 49,87	S: 60,54 G: 48,70	S: 55,40 G: 50,61	S: 51,51 G: 53,68	S: 53,52 G: 55,76	S: 53,91 G: 56,10	S: 57,74 G: 52,62
Łącznie	N: 569 E: 52,24 S: 51,47 G: 50,34	N: 595 E: 52,07 S: 52,32 G: 50,47	N: 607 E: 52,97 S: 53,68 G: 50,34	N: 611 E: 53,21 S: 54,64 G: 50,43	N: 625 E: 52,63 S: 55,69 G: 50,85	N: 650 E: 53,90 S: 58,40 G: 52,20	N: 660 E: 55,05 S: 60,72 G: 52,02	N: 713 E: 54,50 S: 63,14 G: 51,97	N: 936 E: 50,46 S: 60,50 G: 51,27	N: 1 016 E: 51,89 S: 60,32 G: 51,91	N: 1 230 E: 49,63 S: 58,44 G: 55,56	N: 1 189 E: 52,69 S: 60,52 G: 60,49	N: 977 E: 54,40 S: 61,14 G: 60,96	N: 10 378 E: 52,56 S: 58,39 G: 53,80

Objaśnienia: w tabeli przedstawiono wyniki średnie nawet jeśli w poszczególnych wypadkach liczebność uwzględnionych obserwacji nie uniemożliwiała poprawnego wnioskowania na podstawie tej miary (tj. $N < 50$). Zapisy „E”, „S” i „G” oznaczają odpowiednio „scoring E”, „scoring S” i „scoring G”. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes...*, op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

we wskazanych obszarach lub robiły to w sposób nieefektywny. Przyczyny ku temu mogą być różnorakie. Po pierwsze, może to być efekt poglądów społeczeństw tych krajów. Polacy oraz Grecy mogą nie wywierać wystarczających nacisków na przedsiębiorstwa, aby te poprzez swoją działalność dążyły do osiągnięcia lepszych wyników ESG. Po drugie, obywatelom tych krajów może w ogóle nie zależeć na kwestiach związanych z obszarami ESG. Po trzecie, spółki te wszelkie naciski ze strony społeczeństw mogą całkowicie ignorować. Po czwarte, w krajach tych mogą funkcjonować niewystarczające regulacje prawne, które motywowałyby przedsiębiorstwa do osiągnięcia wyników ESG na konkretnym poziomie. Po piąte, spółki w tych krajach mogą mieć inne przewagi, które są kluczowe dla inwestorów (np. pozycja konkurencyjna na rynku lub przewaga technologiczna), przez co wyniki w obszarach E, S i G, nie są aż tak istotne i przedsiębiorstwa te nie dążą do ich polepszenia. Innym wyjaśnieniem może być również bagatelizowanie problemów ESG przez rządzących, co z kolei wiązałoby się ze sprawowaniem niskiej jakości kontroli wyników ESG spółek tych krajów, a jednocześnie stwarzałoby tym podmiotom możliwość skupienia się jedynie na osiągnięciu lepszych wyników finansowych nawet kosztem generowania negatywnych efektów zewnętrznych. Po przeciwnej stronie, tj. krajami ze spółkami o najwyższych średnich scoringach w poszczególnych obszarach były – w odniesieniu do Environmental – Francja (średni scoring E równy 66,07) – w zakresie Social – Hiszpania (średni scoring S równy 73,05), a także – zważywszy na wyniki w Governance – Włochy (średni scoring G równy 58,10). Choć w jednym obszarze spółki z siedzibą w tych krajach osiągały względnie najlepsze wyniki, to niekoniecznie oznaczało to, że podobnie wysokie scoringi będą notowały w pozostałych obszarach. Mimo iż przedsiębiorstwa z siedzibą we Francji oraz Hiszpanii przodowały w wynikach związanych odpowiednio z kwestiami środowiskowymi oraz społecznymi, to znacznie gorzej radziły sobie w obszarze zarządczym, w którym za lata 2010–2022 otrzymały średnie scoringi w wysokości 51,85 (spółki z siedzibą we Francji) i 49,32 (spółki z siedzibą w Hiszpanii).

5.6. Podsumowanie

W badaniach posłużono się danymi pochodzącymi z bazy danych Refinitiv Eikon. Aby zapewnić poprawność oraz wysoką jakość badań, dane oraz stworzona na ich podstawie baza danych podlegały autorskiemu systemowi ich organizacji, który uwzględnił przeprowadzenie szeregu procedur podstawowych i kontrolnych. W celu wykluczenia wszelkich potencjalnych niedoskonałości danych Refinitiv Eikon, wszystkie zmienne, za wyjątkiem scoringów i ratingów ESG, zostały obliczone manualnie.

Uwzględniona początkowo próba badawcza liczyła 8253 spółki. Na skutek wdrożenia niezbędnych warunków i ograniczeń dotyczących sektora przynależności przedsiębiorstw, ciągłości notowania na rynkach giełdowych oraz dostępności danych ESG, finalnie w badaniu uwzględnione zostały 1242 spółki z 22 krajów Europy oraz 10 różnych sektorów według *The Refinitiv Business Classification*. Powyższe w połączeniu z 13-letnim okresem badawczym obejmującym lata 2010–2022 przełożyło się na 16 146 „spółka-rok” obserwacji.

Badane spółki charakteryzowały się różnymi wynikami zarówno w zakresie danych finansowych, jak i rynkowych. W analizie uwzględnione zostały przedsiębiorstwa o niskiej oraz wysokiej wartości aktywów całkowitych, kapitału własnego, długu oraz przychodów ze sprzedaży i kosztów operacyjnych (tj. OPEX). Spółki te wyróżniały się zarówno dodatnimi, jak i ujemnymi wynikami operacyjnymi mierzonymi wartością EBIT, natomiast ich aktywa całkowite średnio generowały zyski. Analizowane przedsiębiorstwa charakteryzowały się niejednorodnymi strategiami w zakresie finansowania działalności gospodarczej oraz zróżnicowanym poziomem efektywności posiadanych aktywów, tj. ich obrotowości. Próbę badawczą stanowią zatem podmioty różnorodne pod względem standingu finansowego.

Kapitalizacja rynkowa badanych spółek podlegała okresowym zarówno dodatnim, jak i ujemnym wahaniom. Zmiany ujemne były powodowane głównie przez kryzysy ekonomiczne w tym czasie, a także występujące na przemian okresy hossy (wzrosty cen) oraz bessy (spadki cen) na rynkach giełdowych. Należy również podkreślić, iż w zależności od kraju, wartość kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstw kształtowała się na różnym poziomie.

Podobną do powyższej obserwację dotyczącą zróżnicowania próby badawczej, poczyniono na podstawie osiąganych przez badane spółki wyników w zakresie ESG, tj. scoringów i ratingów ESG, E, S i G. Najniższy odnotowany scoring (rating) ESG był równy 9,35 („D”), natomiast najwyższy 90,91 („A”), zatem rozstęp między tymi wielkościami wyniósł 81,56 (łącznie dziewięć ocen od ratingu „D” do „A”). Biorąc pod uwagę, iż scoring ESG może przyjmować wielkości od 0,00 („D-”) do 100,00 („A+”), to zróżnicowanie przedsiębiorstw pod tym względem było wysokie – w skrajnych przypadkach spółki osiągnęły niemalże graniczne ratingi ESG. Zbliżony wniosek można wyciągnąć na podstawie komparatywnej analizy średnich wyników ESG spółek w poszczególnych latach okresu badawczego oraz krajach. Choć przez większość okresu – od 2010 do 2022 roku – średni rating ESG badanych spółek pozostawał na niezmiennym poziomie (tj. „B-”), to co do zasady, dbałość tych przedsiębiorstw o otoczenie rosła wraz z upływem lat. Znajduje to potwierdzenie w rosnącej średniej wielkości scoringu ESG w tym czasie. Względem ponoszonych wysiłków, np. organizacji międzynarodowych, powyższe należy określić mianem pozytywnego oraz

pożądanego. Jednakże z uwagi na nadal obecne oraz pogłębiające się problemy w obszarach ESG na świecie, należy to ocenić jako niewystarczające. Tempo wzrostu scoringu ESG wynoszące 15,3% na przestrzeni 13 lat ($\sim 1,2\%/rok$) jest zbyt niskie, aby skutecznie przeciwdziałać negatywnym skutkom działalności człowieka, na rzecz zwalczania których poświęcane są znaczące wysiłki gospodarek na świecie.

Spośród trzech wymiarów łącznego scoringu ESG, czyli wyników niefinansowej działalności przedsiębiorstw w obszarach związanych ze środowiskiem naturalnym (scoring E, *Environmental*), społeczeństwem (scoring S, *Social*) oraz kwestiami zarządczymi (scoring G, *Governance*), względnie najlepsze wyniki/najwyższe scoringi badane spółki w latach 2010–2022 uzyskiwały w obszarze S, a najgorsze w E. W obszarach E i G, badane przedsiębiorstwa średnio otrzymywały rating równy „B-”, a w obszarze S – „B”. W badaniu były także uwzględnione podmioty, którym przyznano zarówno najgorszy („D-”), jak i najlepszy („A+”) możliwy rating ESG. Uwzględnienie obserwacji osiągania przez badane spółki w analizowanych obszarach różnych wyników – w zależności od kraju i roku – pozwala stwierdzić, iż w zakresie scoringów E, S i G, próba badawcza stanowiła zbiorowość niejednorodną. Choć w ramach wszystkich analizowanych scoringów w przyjętym horyzoncie badawczym zaobserwowano zarówno wzrosty, jak i spadki tych scoringów z roku na rok, to co do zasady wykazały one tendencję wzrostową wraz z upływem lat (największą w obszarze G, a najmniejszą w E). Dodatnie zmiany scoringu G odnotowano głównie dopiero od 2019 roku, czyli rok po tym, jak większość krajów K-28 ratyfikowała dyrektywę 2014/95/UE (NFRD). Świadczyć to może o tym, iż jedną z głównych determinant poprawy wyników w obszarach ESG są regulacje nakładające na wybrane przedsiębiorstwa konkretne wymogi sprawozdawcze lub ogólnie wymuszające na nich określone działania. Ponieważ przepisy NFRD w największym stopniu odnosiły się do obszarów działalności przedsiębiorstwa wpisującej się w obszar G, naturalną więc była poprawa wyników spółek właśnie w tym zakresie. Powyższe rozumowanie bazuje oczywiście na założeniu, iż zaobserwowany wzrost scoringu G wynikał jedynie z faktycznej poprawy wyników spółek w tym obszarze, a nie z takich nieetycznych praktyk biznesowych, jak chociażby *greenwashing* czy łapówki i przekupstwo. Powyższe wnioskowanie dowodzi jednak, iż w celu zrównoważenia działalności gospodarczej przedsiębiorstw niezbędne jest wdrożenie odpowiednich regulacji prawnych ukierunkowanych odpowiednio na kwestie związane ze środowiskiem naturalnym i społeczeństwem, które z jednej strony będą nakładały na dane podmioty konkretne obowiązki, a z drugiej będą stanowiły pewnego rodzaju motywację do osiągania przez nie lepszych wyników w tych obszarach.

ROZDZIAŁ VI

Badanie wpływu scoringów ESG na wartość rynkową spółek publicznych

6.1. Pytania i hipotezy badawcze

Zgodnie przyjętym rozumowaniem w pierwszym rozdziale niniejszej rozprawy, „zrównoważone finanse to proces reagowania na potrzeby uczestników otoczenia gospodarczego w zakresie zrównoważonego rozwoju (...)”⁴⁶¹, z kolei fundamenty zrównoważonego rozwoju stanowią trzy obszary działań – środowiskowy (E, *Environmental*), społeczny (S, *Social*) oraz kwestii zarządczych (G, *Governance*). Przy tak skonstruowanej definicji pojęcia zrównoważonych finansów zasadna jest zatem interpretacja wyników spółek w obszarach ESG (wyrażonych pod postacią scoringów i ratingów ESG) przez pryzmat realizacji (lub nie) przez nie założeń zrównoważonych finansów. Innymi słowy, funkcjonowanie przedsiębiorstwa w zgodzie ze zrównoważonymi finansami powinno prowadzić do większej dbałości przez nie o ich otoczenie, czyli do osiągania „lepszych” wyników finansowych i rynkowych niż wyników podmiotów o odmiennym postępowaniu. Działanie dokładnie według ściśle określonych zasad (tj. zrównoważonych finansów) zapewniłoby spełnienie pierwszego wskazanego scenariusza. Ponieważ inwestorzy chcący przyczynić się do realizacji polityki na rzecz zrównoważonych finansów w swoich decyzjach będą uwzględniać kryterium związane z działalnością spółek w obszarach ESG, wyniki ESG przedsiębiorstw będą znajdować odzwierciedlenie w ich wynikach finansowych, a w szczególności wartości rynkowej.

Problem badawczy, dotyczy zależności występujących między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową. Celem przyjętym w pracy jest ocena siły i kierunku oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową spółek sektorów niefinansowych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w Wielkiej Brytanii K-28 w latach 2010–2022. Dla potrzeb realizacji ustanowionego celu sformułowano dwa pytania badawcze (PB):

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

⁴⁶¹ Autorska definicja pojęcia zrównoważonych finansów w punkcie pracy 1.2. Definicja oraz istota zrównoważonych finansów.

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?

Pytania badawcze stanowiły punkt wyjścia do przyjęcia następujących hipotez badawczych (HB):

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 rynków giełdowych K-28.

Pierwsza hipoteza badawcza stanowi, iż scoring ESG spółki oddziałuje pozytywnie na jej wartość rynkową, tj. wzrost scoringu ESG spółki powoduje wzrost jej wartości rynkowej. Hipoteza ta jest wsparta przez założenie, zgodnie z którym prowadzona przez spółkę działalność w obszarach ESG w sposób transparentny, zrównoważony i tworzący korzyści dla otoczenia⁴⁶² jest doceniana przez uczestników rynku i wynagradzana w formie wyższej wyceny rynkowej. Założenie to wpisuje się również w jedną z trzech możliwych reakcji rynku na wyniki w obszarach ESG wskazanych przez J.T. Hamiltona – reakcję pozytywną⁴⁶³. Choć zjawisko to zostało zidentyfikowane przez badacza pod koniec XX wieku, to pozostaje aktualne i zasadne, co potwierdzają m.in. badania G. Friedego, T. Buscha oraz A. Bassena. Mimo iż badania naukowców nad zależnością między wynikami ESG a wynikami finansowymi i rynkowymi przedsiębiorstw dostarczają niejednoznacznych wniosków, cytowani powyżej autorzy dowiedli, że relacja ta ma najczęściej kierunek dodatni⁴⁶⁴.

W drugiej hipotezie badawczej wskazano, iż spośród trzech składowych scoringu ESG (tj. scoringów E, S i G), scoring spółki w obszarze środowiskowym (E) w największym stopniu determinuje jej wartość rynkową. Hipoteza ta stoi poniekąd w opozycji do podejścia stosowanego przez Refinitiv, który w kompozycji scoringu ESG elementowi E nadaje najniższą

⁴⁶² Zastosowano tu pewnego rodzaju uproszczenie polegające na przyjęciu za Refinitiv, iż wyższe scoringi ESG, E, S i G oznaczają większą dbałość przedsiębiorstwa o otoczenie we wskazanych obszarach oraz większą transparentność i zrównoważenie prowadzonej działalności.

⁴⁶³ Zidentyfikowane przez J.T. Hamiltona trzy możliwe reakcje rynku na informacje ESG zawarto w punkcie pracy 4.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu.

⁴⁶⁴ G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., s. 210–233.

wagę⁴⁶⁵, a także badaczy, którzy mianem kluczowego określają scoring G⁴⁶⁶. Przykładowo, V. Lagasio, N. Cucari zasadność takiego stanowiska (tj. uznanie scoringu G za wiodący spośród pozostałych komponentów scoringu ESG) argumentują przez fakt, iż zarząd spółki, kompetencje ludzkie oraz strategię działalności przedsiębiorstwa – jako wybrane z czynników tworzących scoring G – są źródłem przewagi konkurencyjnej spółki. Czynniki te odgrywają zatem wiodącą rolę w promowaniu zrównowżenia działalności gospodarczej i powinny być uznane za ważniejsze od działalności w obszarach E lub S⁴⁶⁷. G. Friede, T. Busch i A. Bassen wyjaśniają taką ewentualność przez pryzmat różnic w nieprzejrzystości ujawnianych informacji z różnych obszarów (E, S i G). W przeciwieństwie do informacji z obszarów E oraz S, ujawnienia związane z kwestiami zarządczymi (tj. w ramach obszaru G) dokonywane są na podstawie uznanych od lat oraz skonkretyzowanych regulacji, standardów oraz wytycznych, zatem uczestnicy rynku mogli do tej pory oceniać autentyczność tych informacji ze stosunkowo dużą łatwością i pewnością⁴⁶⁸. Ujawnianie informacji związanych z kwestiami społecznymi i środowiskowymi do 2017 roku (tj. do roku, od którego wybrane spółki sprawozdawały według NFRD) było głównie dobrowolne oraz niesprecyzowane, a przez to mniej przejrzyste dla interesariuszy, trudniejsze do zweryfikowania i rzadko porównywalne. J. Xie i in. zwracają uwagę na fakt, iż informacje w obszarze G są ściślej powiązane z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa niż te dotyczące obszarów E i S, dlatego mogą mieć większe znaczenie dla kapitałodawców⁴⁶⁹. Za R. Sparkesem należy jednak podkreślić, iż „ze wszystkich różnych obaw (...), obszar środowiska naturalnego jest najbardziej fundamentalny. Z filozoficznego punktu widzenia, jeśli zachowanie zdolności Ziemi do zapewnienia życia jest wątpliwe, to nie ma sensu martwić się o inne kwestie”⁴⁷⁰. Druga hipoteza badawcza nie dewaluje wyników

⁴⁶⁵ Jak wskazano wcześniej (patrz punkt pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw), wagi scoringów E, S oraz G w scoringu ESG wynoszą odpowiednio 0,28, 0,40 i 0,32. Jest to równoznaczne ze wskazaniem przez Refinitiv scoringów S i G jako tych o większym znaczeniu niż scoring E, lecz agencja ratingowa nie publikuje uzasadnienia takiego podejścia.

⁴⁶⁶ R.G. Eccles, G. Serafeim, M.P. Krzus, *Market interest in nonfinancial information*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 23, 2011, s. 113–127; A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG performance...*, op. cit., s. 45–64; M. Khan, *Corporate governance...*, op. cit., s. 103–112.

⁴⁶⁷ V. Lagasio, N. Cucari, *Corporate governance and environmental social governance disclosure: a meta-analytical review*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, vol. 26, no. 4, 2019, s. 701–711.

⁴⁶⁸ Choć autorzy w swoich wnioskach zwracają uwagę głównie na regulacje w zakresie sprawozdawczości nakładane przez SEC (Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, *United States Securities and Exchange Commission*) na spółki notowane na amerykańskich GPW, to spostrzeżenie to jest również obowiązujące dla przedsiębiorstw funkcjonujących w Europie. G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., s. 210–233.

⁴⁶⁹ J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, S. Managu, *Do environmental...*, op. cit., s. 286–300.

⁴⁷⁰ W oryginale cytat brzmi „Of all the varying concerns (...), the environment is the most fundamental. Philosophically speaking, if the Earth’s ability to life is essentially impaired, there seems little point in worrying about the other issues”. R. Sparkes, *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons, West Succex 2002, s. 18.

przedsiębiorstw w obszarach S lub G, lecz wspiera założenie, iż scoring E w największym stopniu determinuje wartość rynkową spółek. Jest to przede wszystkim podyktowane przez fakt, iż obecne globalne problemy w obszarze środowiska naturalnego stanowią wyzwania dla światowej gospodarki oraz w znacznym stopniu warunkują występowanie problemów w innych obszarach, tj. S i G⁴⁷¹. Ukierunkowanie na rozwiązanie tych problemów (tj. w obszarze E) powinno być odzwierciedlone w decyzjach inwestorów poprzez przypisanie największego znaczenia wynikom spółek w obszarze środowiska naturalnego, czyli scoringowi E.

6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych

W celu oceny oddziaływania scoringów ESG spółek na ich wartość rynkową wykorzystano trzy metody badawcze:

- komparatywną analizę wybranych miar statystyki opisowej (średnia arytmetyczna, mediana, minimum, maksimum oraz odchylenie standardowe);
- analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona;
- analizę regresji z wykorzystaniem danych panelowych.

Wpływ wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa oszacowano w oparciu o model wyceny J.A. Ohlsona (OVM, *Ohlson Valuation Model*)⁴⁷²:

$$MC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \beta_3 OI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (13)$$

gdzie:

MC, *Market Capitalization* – wartość kapitalizacji rynkowej;

BVE, *Book Value of Equity* – wartość księgowa kapitału własnego;

NI, *Net Income* – wynik finansowy netto⁴⁷³;

OI, *Other Information* – pozostałe nieujawnione w sprawozdaniach finansowych informacje mogące kształtować wyniki finansowe przedsiębiorstwa w przyszłości;

ε – wyraz wolny modelu;

i – dana spółka;

⁴⁷¹ Podstawy ku takiemu założeniu przedstawiono w części pracy 1.3. Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju.

⁴⁷² J.A. Ohlson, *Earnings, book values, and dividends in security valuation*, Contemporary Accounting Research, vol. 11, no. 2, 1995, s. 661–687.

⁴⁷³ Wskazany w OVM zapis NI (*Net Income*) po dosłownym przełożeniu na język polski oznacza „zysk netto”. Jednakże, z uwagi, iż możliwa jest sytuacja generowania przez spółkę straty netto, „*Net Income*” przetłumaczono na „wynik finansowy netto”, zatem kategorię finansową, która z definicji obejmuje zarówno zyski, jak i straty netto.

t – dany rok.

Za pomocą modelu OVM opisano wartość rynkową spółki – aproksymowaną kapitalizacją rynkową – jako funkcję wartości księgowej kapitału własnego przedsiębiorstwa (BVE), jego wyniku finansowego netto (NI) oraz nieujawnionych w sprawozdaniach finansowych informacjach istotnych z perspektywy oczekiwanych ponadprzeciętnych wyników finansowych podmiotu w przyszłości (OI)⁴⁷⁴. Model ten stanowił punkt wyjściowy dla opartego na wynikach księgowych modelowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Takie podejście uwzględnienia w wycenie przedsiębiorstwa konkretne i kompletne podstawy do wykorzystania danych rynkowych oraz księgowych jednocześnie. OVM zawiera uproszczenie polegające na zachowaniu neutralności ryzyka oraz bazuje na koncepcji „relacji czystej nadwyżki” (*clean surplus relations*)⁴⁷⁵. Według tej koncepcji, wypłaty dywidendy zmniejszają wartość księgową kapitału własnego przedsiębiorstwa, lecz nie wpływają na jego bieżące wyniki finansowe netto, a wypłacona dywidenda zastępuje wartość rynkową przedsiębiorstwa w stosunku „jeden do jednego”. Spółka na skutek wypłaty dywidendy traci jej wartości – ponieważ dywidenda jest wypłacana z jej kapitału własnego, tj. pomniejsza BVE – lecz jednocześnie inwestor równowartość tego spadku wartości otrzymuje pod postacią dywidendy⁴⁷⁶. Polityka wypłat dywidendy staje się dla niego zatem nieistotna z punktu widzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa⁴⁷⁷. Co więcej, w modelu, OI – czyli informacje wykraczające poza wartości księgowe – są uwzględnione jako determinanty wartości przedsiębiorstwa. Motywowane jest to przez fakt, że niektóre informacje – finansowe lub niefinansowe – mogą wpływać na przyszłe oczekiwane NI, a nie na bieżące NI, co oznacza, że wartości księgowe są zależne od niektórych OI istotnych dla wartości rynkowej dopiero po pewnym czasie⁴⁷⁸.

⁴⁷⁴ J.A. Ohlson, *Earnings, book values, and dividends in security...*, op. cit., s. 661–687; M.L. Torre, F. Mango, A. Cafaro, S. Leo, *Does the ESG index affect stock return? Evidence from the Eurostoxx50*, Sustainability, vol. 12, no. 16, 2020, s. 6387–6399.

⁴⁷⁵ J.A. Ohlson definiuje *clean surplus relation* jako różnicę między zyskami netto a wypłaconą dywidendą, z kolei relacja czystej nadwyżki wynika z przekonania, że wartości księgowe odzwierciedlają wszystkie zmiany aktywów netto inne niż wpłaty od udziałowców i wypłaty na rzecz udziałowców. J.A. Ohlson, *Earnings, book values, and dividends in security...*, op. cit., s. 661–687.

⁴⁷⁶ J.A. Ohlson pisze wprost, iż OVM oparty jest na idei, że „dywidendy są wypłacane z wartości księgowej, a nie z bieżących zysków” (*„dividends are paid out of book value, and not out of current earnings”*). J.A. Ohlson, *Earnings, book values, and dividends in security...*, op. cit., s. 661–687.

⁴⁷⁷ Szerzej: F. Modigliani, M. Miller, *The Cost...*, op. cit., s. 261–297; M. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, Journal of Business, vol. 34, no. 4, 1961, s. 411–433.

⁴⁷⁸ J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Evidence*, Contemporary Accounting Research, vol. 18, no. 1, 2001, s. 107–120.

Za bardziej odpowiednią miarę wartości rynkowej przedsiębiorstwa niż wartość kapitalizacji rynkowej przyjęto wskaźnik Q Tobina⁴⁷⁹ (TQ, *Tobin's Q*)⁴⁸⁰:

$$TQ = \frac{MV}{RC}, \quad (14)$$

gdzie:

MV, *Market Value* – wartość rynkowa przedsiębiorstwa;

RC, *Replacement Costs* – wartość kosztu odtworzenia przedsiębiorstwa.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Wskaźnik TQ w swej pierwotnej formie wyraża relację wartości kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa do jego kosztu odtworzenia. Budowa TQ opiera się na dwóch głównych założeniach. Po pierwsze, rynki giełdowe są efektywne informacyjnie oraz ma na nich miejsce ciągła, zmienna w czasie, wycena rynkowa przedsiębiorstw, a kapitalizacja rynkowa stanowi pośrednią wycenę posiadanych przez spółki aktywów oraz korzyści ekonomicznych, które przy ich wykorzystaniu będą w stanie osiągnąć w przyszłości⁴⁸¹. Drugie z głównych założeń bazuje na spostrzeżeniu J.M. Keynesa, iż „(...) nie ma sensu tworzyć nowego przedsiębiorstwa za cenę wyższą niż ta, za którą można nabyć podobne istniejące przedsiębiorstwo (...)”⁴⁸². Pogląd J.M. Keynesa pomija natomiast ewentualność posiadania takich unikalnych niematerialnych zasobów/cech spółki, jak chociażby marka, zaufanie klientów, know-how, czy partnerzy biznesowi. Zostało to dostrzeżone przez J. Tobina oraz W.C. Brainarda, którzy w kontekście przedsiębiorstwa stwierdzili, że „koszt odtworzenia musi być interpretowany tak, aby obejmował nie tylko aktywa fizyczne przedsiębiorstwa, ale także pozostałe pozycje jego bilansu”⁴⁸³. Zgodnie z K. Dalal i N. Thakerem oraz G. Giannopoulousem i in. za miarę kosztu odtworzenia przyjęto zatem wartość księgową aktywów całkowitych (TA, *Total Assets*)⁴⁸⁴. Jest

⁴⁷⁹ Wskaźnik TQ znany jest w literaturze również pod dwoma następującymi nazwami/oznaczeniami: *Q ratio* oraz *Kaldor's V*. N.C. Kaldor, *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*, *The Review of Economic Studies*, vol. 33, no. 4, 1966, s. 309–319.

⁴⁸⁰ N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic...*, op. cit., s. 679–704; P. Velte, *Does ESG...*, op. cit., s. 169–178.

⁴⁸¹ J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976, s. 237.

⁴⁸² J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, London 1936, s. 76.

⁴⁸³ J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976, s. 238.

⁴⁸⁴ K.K. Dalal, N. Thaker, *ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies*, *Indian Journal of Corporate Governance*, vol. 18, 2019, s. 44–59; G. Giannopoulos, F. Kihle, M. Elmarzouky, H. Afzal, *The ESG...*, op. cit., s. 237–252.

to o tyle zasadne względem stanowiska J. Tobina oraz W.C. Brainarda, iż wartość TA uwzględnia nie tylko materialną część aktywów spółki, ale również jego aktywa niematerialne, które odzwierciedlają przynajmniej część wspomnianych niematerialnych charakterystyk przedsiębiorstwa. Po uwzględnieniu wszystkich powyższych rozwiązań, TQ wyraża relację między wartością kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa a wartością księgową aktywów całkowitych:

$$TQ = \frac{MC}{TA}, \quad (15)$$

gdzie:

TA, *Total Assets* – wartość księgowa aktywów całkowitych, pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Wielkość tego wskaźnika zawiera się w przedziale $(0, \infty)$, przy czym, co do zasady, TQ większy od 1 oznacza stymulowanie wartości rozumianej jako nadwyżka wartości rynkowej nad kosztem odtworzenia, natomiast TQ mniejszy od 1 wskazuje na sytuację odwrotną – destymulację wartości. Przy poziomie TQ równym 1, według autorów, osiągnany jest z kolei stan „normalnej równowagi” (*normal equilibrium*)⁴⁸⁵, równoważący wartość rynkową z kosztem odtworzenia spółki.

Przyjęcie TQ za bardziej odpowiednią miarę wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest również zgodne z podejściem zastosowanym przez innych naukowców⁴⁸⁶. Niemniej, podążając za wcześniejszymi badaniami dotyczącymi względnej niezmienności TQ w czasie⁴⁸⁷ oraz z uwagi, iż wskaźnik ten może być wysoce zależny od sektora, w którym działa przedsiębiorstwo⁴⁸⁸, przeprowadzono dodatkową analizę wrażliwości wyników badań. Wielkość wskaźnika TQ dla spółek w poszczególnych latach została skorygowana

⁴⁸⁵ J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976, s. 238.

⁴⁸⁶ J. Choi, Wang H., *Stakeholder relations...*, op. cit., s. 895–907; A. Ferrell, H. Liang, L. Renneboog, *Socially responsible firms*, *Journal of Financial Economics*, vol. 122, no. 3, 2016, 585–606; S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or...*, op. cit., s. 1–7; Z. Chen, G. Xie, *ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors*, *International Review of Financial Analysis*, vol. 83, 2022, s. 1–17; G. Giannopoulos, F. Kihle, M. Elmarzouky, H. Afzal, *The ESG disclosure...*, op. cit., s. 237–252.

⁴⁸⁷ G.F. Waring, *Industry differences in the persistence of firm-specific returns*, *American Economic Review*, vol. 86, 1996, s. 1253–1265; A.M. McGahan, M.E. Porter, *The persistence of shocks to profitability*, *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, 1999, s. 143–153.

⁴⁸⁸ L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *What matters in corporate governance?*, *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 2, 2009, s. 783–827; R. Aggarwal, S. Dow, *Corporate governance and business strategies for climate change and environmental mitigation*, *The European Journal of Finance*, vol. 18, no. 3, 2011, s. 1–20; E.P. Yu, Q. Guo, B.V. Luu, *Environmental, social and governance transparency and firm value*, *Business Strategy and the Environment*, vol. 27, no. 7, 2018, s. 987–1004.

(pomniejszona) o medianę obliczoną na poziomie sektora⁴⁸⁹ (dokładniej *economic sector* według Refinitiv⁴⁹⁰). Skorygowaną wersję wskaźnika zapisano z prefiksem „adj” (tj. jako adjTQ, *adjusted Tobin's Q*).

W badaniach, zamiast BVE i NI, jako zmienną objaśniającą zachowującą pierwotne założenia modelu dotyczące księgowych miar wyników finansowych, wprowadzono powszechnie wykorzystywaną miarę wyników operacyjnych przedsiębiorstwa – wskaźnik rentowności aktywów całkowitych⁴⁹¹ (RoTA, *Return on Total Assets*). Zważywszy na fakt, iż w OVM nie skonkretyzowano informacji odzwierciedlających przyszłe wyniki spółki⁴⁹², jako kolejną zmienną objaśniającą do modelu włączono wyniki ESG spółki mierzone scoringami ESG, E, S oraz G. Taki zabieg stwarza teoretyczne ramy oceny wartości rynkowej zarówno przez pryzmat wyników finansowych, jak i niefinansowych⁴⁹³. Podobne podejście zostało zastosowane przez innych badaczy, którzy swoje stanowiska argumentują w następujący sposób:

- cel maksymalizacji wartości dla otoczenia, przedstawiany jako alternatywa dla *Shareholders Value Approach*, to koncepcja, która posiada zwolenników wśród inwestorów⁴⁹⁴;
- ponieważ przedsiębiorstwa wykorzystują zasoby otoczenia na własne potrzeby, więc jednym z celów ich działania powinno być dbanie o to otoczenie, a te wysiłki powinny z kolei oddziaływać na ich wyniki finansowe i rynkowe⁴⁹⁵;
- dbałość przedsiębiorstwa o otoczenie pomaga spółkom osiągać lepsze wyniki rynkowe nie tylko w krótkim, lecz również w długim okresie⁴⁹⁶;
- wyniki ESG pełnią dwie funkcje: (i) dostarczają informacji o fundamentach przedsiębiorstwa oraz (ii) wpływają na preferencje inwestorów⁴⁹⁷;

⁴⁸⁹ N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic...*, op. cit., s. 679–704.

⁴⁹⁰ W sposób bardziej szczegółowy klasyfikację sektorową Refinitiv (*The Refinitiv Business Classification*) przedstawiono w części pracy 5.3. Próba badawcza i okres badawczy – uzasadnienie wyboru oraz specyfika.

⁴⁹¹ J.J. Griffin, J.F. Mahon, *The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research*. Business & Society, vol. 36, 1997, s. 5–31; N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic...*, op. cit., s. 679–704.

⁴⁹² J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity...*, op. cit., s. 107–120.

⁴⁹³ M.L. Torre, F. Mango, A. Cafaro, S. Leo, *Does the...*, op. cit., s. 6387–6399.

⁴⁹⁴ Autorzy pod pojęciem „obozu” identyfikują grupę pewnych podmiotów o zbliżonych do siebie poglądach. B. Cornell, A. Damodaran, *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?*, The Journal of Impact and ESG Investing, vol. 1, no. 1, 2020, s. 76–93.

⁴⁹⁵ M. Selvam, J. Gayathri, V. Vasanth, K. Lingaraja, S. Marxiaoli, *Determinants of Firm Performance: A Subjective Model*, International Journal of Social Science Studies, vol. 4, no. 7, 2016, s. 90–100.

⁴⁹⁶ J. Choi, H. Wang, *Stakeholder relations...*, op. cit., s. 895–907.

⁴⁹⁷ L.H. Pedersen, S. Fitzgibbons, Ł. Pomorski, *Responsible investing: The ESG-efficient frontier*, Journal of Financial Economics, vol. 142, 2021, s. 572–597.

- dawcy kapitału dostrzegają korzyści płynące z tworzenia wartości wspólnej (w rozumieniu M.E. Portera i M.R. Kramera) pod postacią potencjalnej przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw wynikającej z realizacji przedsięwzięć w obszarach ESG⁴⁹⁸;
- odpowiedzialne społecznie przedsiębiorstwa często są dobrze zarządzane z uwagi na stosowane dobre praktyki ładu korporacyjnego, z kolei dobrze zarządzane podmioty maksymalizują swoją wartość, zatem istnieje podstawa do twierdzenia, iż pozytywne wyniki w zakresie CSR (interpretowana na równi z ESG) będą powielać wartość tych spółek⁴⁹⁹.

Na podstawie wprowadzonych zmian sformułowano pierwszą wersję zmodyfikowanego modelu wyceny Ohlsona (mOVM, *modified Ohlson Valuation Model*):

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{i,t} + \beta_2 RoTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (16)$$

gdzie:

RoTA, *Return on Total Assets* – wskaźnik rentowności aktywów całkowitych;

SCORE – scoring ESG, E, S lub G spółki od Refinitiv;

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Jednym z zarzutów stawianych w literaturze wobec metodyki stosowanej przez Refinitiv jest brak bezpośredniej porównywalności scoringów ESG między spółkami przynależącymi do odmiennych sektorów oraz funkcjonującymi w różnych krajach⁵⁰⁰. Istotność poszczególnych składowych wskaźników ESG od Refinitiv jest zależna od sektorów oraz krajów pochodzenia spółek, tj. ich grup odniesienia (tzw. *peer group* lub *peer*)⁵⁰¹. Skorygowanie wskaźników ESG w oparciu o wyniki *peer*, oznacza, że ten sam wynik dla dwóch przedsiębiorstw z rozbieżnych sektorów może nie być tożsamy, nawet, jeśli podmioty te funkcjonują w tym samym kraju. W jednym wypadku wynik ESG może sygnalizować, że konkretna spółka jest „lepszą” – posiada wyższy scoring ESG – od pozostałych podmiotów w swojej grupie odniesienia, podczas gdy identyczny wynik drugiej spółki może wskazywać

⁴⁹⁸ C. Flammer, *Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach*, Management Science, vol. 61, no. 11, 2015, s. 2549–2568.

⁴⁹⁹ A. Ferrel, H. Liang, L. Renneboog, *Socially Responsible Firms*, Journal of Financial Economics, vol. 122, no. 3 2016, s. 585–606.

⁵⁰⁰ Naffa, M. Fain, *A factor...*, op. cit., s. 1–8.

⁵⁰¹ Przez pojęcie *peer group* lub *peer* należy rozumieć grupę spółek o zbliżonej charakterystyce wyznaczającą benchmark dla innych podobnych przedsiębiorstw.

sytuację odwrotną. Grupy odniesienia charakteryzują się zróżnicowanymi wielkościami skrajnymi (minimum i maksimum) oraz średnimi wielkościami scoringów ESG, które definiują finalne wyniki ESG spółek, przez co wskaźniki ESG analizowanych przedsiębiorstw nie są porównywalne w ramach całej próby badawczej. Ponieważ w badaniu nie zawarto rozróżnienia na sektory spółek z poszczególnych krajów, przeprowadzono analizę wrażliwości wyników badań polegającą na zastąpieniu scoringów ESG (tj. scoringów ESG, E, S i G), ich znormalizowanymi wariantami⁵⁰². W tym celu, w pierwszej kolejności przeprowadzono standaryzację scoringów ESG pozyskanych z Refinitiv Eikon zgodnie z następującym wzorem:

$$zSCORE'_i = \frac{SCORE'_i - \mu_{peer}}{\sigma_{peer}}, \quad (17)$$

gdzie:

SCORE' – scoring E, S lub G spółki od Refinitiv;

zSCORE' – standaryzowany scoring E, S lub G;

μ – średnia arytmetyczna;

σ – odchylenie standardowe;

peer – grupa odniesienia w danym roku.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Refinitiv koryguje scoringi E oraz S poszczególnych spółek o wyniki na poziomie sektorów przemysłowych (*industry sector*), do których te podmioty są zaklasyfikowane⁵⁰³, z kolei scoring G jest modyfikowany na podstawie wyników charakterystycznych dla kraju, w którym spółki posiadają swoją siedzibę. Na finalny scoring ESG spółki agencja ratingowa wpływa pośrednio, dlatego równanie 16 nie miało zastosowania dla scoringu ESG. W dalszym kroku standaryzowane scoringi E, S oraz G przekształcono w wyniki znormalizowane na skali od 0 do 100, ze średnią arytmetyczną i odchyleniem standardowym wynoszącymi odpowiednio 50 i 10⁵⁰⁴:

$$normSCORE'_i = 50 + (zSCORE' * 10), \quad (18)$$

⁵⁰² P. Justice, J. Hale, *Morningstar Sustainability Rating*, https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_downloads/press_kits/2016/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology.pdf, (dostęp 15.11.2023 r.).

⁵⁰³ Klasyfikację sektorową Refinitiv na różnych poziomach szczegółowości przedstawiono w punkcie pracy 5.2. Próba badawcza i okres badawczy – uzasadnienie wyboru oraz specyfika.

⁵⁰⁴ P. Justice, J. Hale, *Morningstar...*, op. cit., (dostęp 15.11.2023 r.).

gdzie:

normSCORE' – znormalizowany scoring E, S lub G.

Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Normalizację scoringu ESG przeprowadzono w sposób pośredni, zgodnie z metodyką Refinitiv. Scoringi E, S oraz G – a w tym wypadku ich znormalizowane warianty – przemnożono przez wagi, jakie nadaje im Refinitiv w kalkulacji łącznego „normalnego” scoringu ESG, tj. odpowiednio 0,28, 0,40 i 0,32⁵⁰⁵. Znormalizowane warianty scoringów oznaczono prefiksem „norm” (tj. normESG⁵⁰⁶, normE, normS oraz normG). Znormalizowane scoringi można zaklasyfikować w sposób zgodny z Refinitiv – do jednej z czterech grup przedsiębiorstw (zob. tabela 31).

Tabela 31. Klasyfikacja i interpretacja znormalizowanych scoringów ESG

Kod grupy	Nazwa grupy	Zasada podziału	Interpretacja
A	Liderzy ESG/E/S/G <i>ESG/E/S/G leaders</i>	$\text{normESG/E/S/G} \geq 60$	Wynik o co najmniej jedno odchylenie standardowe powyżej średniej w grupie odniesienia
B	Naśladowcy ESG/E/S/G <i>Followers in ESG/E/S/G</i>	$60 > \text{normESG/E/S/G} \geq 50$	Wynik do jednego odchylenia standardowego powyżej średniej w grupie odniesienia
C	Opóźnieni ESG/E/S/G <i>Loungers in ESG/E/S/G</i>	$50 > \text{normESG/E/S/G} \geq 40$	Wynik do jednego odchylenia standardowego poniżej średniej w grupie odniesienia
D	Zacofani w ESG/E/S/G <i>ESG/E/S/G laggards</i>	$\text{normESG/E/S/G} < 40$	Wynik o co najmniej jedno odchylenie standardowe poniżej średniej w grupie odniesienia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Justice, J. Hale, *Morningstar Sustainability...*, op. cit., (dostęp 15.11.2023 r.); H. Naffa, M. Fain, *A factor...*, op. cit., s. 1–8.

Wykonanie powyższych czynności pozwoliło na wykorzystanie w badaniach scoringów ESG, które są porównywalne między wszystkimi spółkami włączonymi do badania. Kody, przy pomocy których oznaczono poszczególne grupy na podstawie znormalizowanych scoringów ESG, tj. „A”, „B”, „C” i „D” można interpretować w sposób podobny do ratingów ESG od Refinitiv. Kod „A” stanowi odpowiednik wszystkich ratingów ESG „A” Refinitiv, (czyli „A-”,

⁵⁰⁵ Wagi scoringów E, S i G w łącznym scoringu ESG wykazano w tabeli 10, w punkcie pracy 2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw.

⁵⁰⁶ Mimo, iż scoring ESG został znormalizowany w sposób pośredni, dla uproszczenia w pracy przyjęto jego zapis spójnie ze znormalizowanymi scoringami E, S i G, czyli przez zapis z prefixem „norm”.

„A” i „A+”) i jest nadawany spółkom osiągającym najlepsze wyniki w tym zakresie (liderzy ESG/E/S/G). Im mniejsza wielkość normESG, normE, normS lub normG, tym gorsze wyniki spółek w obszarach ESG, E, S i G. Podmioty z kodem „D” (o znormalizowanym wyniku poniżej 40,00) odpowiadać będą takim ratingom ESG od Refinitiv, jak „D-”, „D” oraz „D+” i wskazywać będą spółki o najgorszych wynikach w obszarach ESG (zacofani w ESG/E/S/G). Pomiędzy liderami ESG/E/S/G oraz zacofanymi w ESG/E/S/G znajdują się naśladowcy ESG/E/S/G oraz opóźnieni w ESG/E/S/G, których znormalizowane wyniki mieszczą się do jednego odchylenia standardowego odpowiednio powyżej lub poniżej średniej *peer*. Ponadto, znormalizowany scoring równy 50,00 oznacza, iż dana spółka osiąga wyniki w obszarach ESG równe średniej swojej grupy odniesienia.

Z uwagi na fakt, iż na wartość rynkową przedsiębiorstwa wpływ ma wiele czynników⁵⁰⁷ oraz w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa nieuwzględnienia istotnych zmiennych w badaniach⁵⁰⁸, w nawiązaniu do podejść innych badaczy, w modelu uwzględniono również zbiór zmiennych kontrolnych:

- wielkość przedsiębiorstwa (SIZE)⁵⁰⁹,
- stopę wzrostu przedsiębiorstwa (GROW)⁵¹⁰,
- strukturę finansowania (FSTR)⁵¹¹,
- produktywność aktywów całkowitych (TURN)⁵¹²,
- politykę wypłat dywidendy (DIV)⁵¹³.

SIZE zmierzono logarytmem naturalnym wartości kapitalizacji rynkowej⁵¹⁴. Zmienną GROW obliczono przy wykorzystaniu jednorocznej stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wzrost

⁵⁰⁷ J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976, s. 247–248; T.M. Fischer, A.A. Sawczyn, *The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation. Evidence from German listed firms*, Journal of Management Control, vol. 24, no. 2, 2013, s. 27–52.

⁵⁰⁸ J.H. Stock, M.W. Watson, *Introduction to Econometrics*, Pearson Education Limited, Harlow 2015, s. 186–191.

⁵⁰⁹ P. Velte, *Does ESG...*, op. cit., s. 169–178; A. Ruhaya, M.M. Alam, J. Said, M. Zamri, *The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance: Panel Study of Malaysian Companies*, Management Environmental Quality, vol. 29, 2018, s. 182–194.

⁵¹⁰ S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market Value, and Profitability: International Evidence*, [in:] S. Boubaker, D. Cumming, D.C. Nguyen (eds.), *Research Handbook of Finance and Sustainability*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2018, s. 29–53; B. Cornell, A. Damodaran, *Valuing ESG...*, op. cit., s. 76–93.

⁵¹¹ G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG...*, op. cit., s. 237–252; S. Arora, J.K. Sur, Y. Chauhan, *Does corporate social responsibility affect shareholder value? Evidence from the COVID-19 crisis*, International Review of Finance, vol. 22, no. 2, 2022, s. 325–334.

⁵¹² A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG performance...*, op. cit., s. 45–64.

⁵¹³ W.C. Wong, J.A. Batten, A.H. Ahmad, S.B. Mohamed-Arshad, S. Nordin, A.A. Adzis, *Does ESG...*, op. cit., s. 1–7; A.A. Egorova, S.V. Grishunina, A.M. Karminskaya, *The Impact of ESG factors on the performance of Information Technology Companies*, Procedia Computer Science, vol. 199, no. 2022, s. 399–345.

⁵¹⁴ F. Perez, L.E. Sanchez, *Assessing the evolution of sustainability reporting in the mining sector*, Environmental Management, vol. 43, no. 6, 2009, s. 949–961.

przychodów ze sprzedaży spółki uznawany jest za „najczystsza miarę” wzrostu spółki – procesu zwiększania jej kategorii finansowych – gdyż wymaga sprzedaży większej ilości swoich produktów i/lub usług z okresu na okres, podczas gdy np. zyski netto mogą być efektem zastosowanej strategii redukcji kosztów, a wzrost wartości aktywów całkowitych może wynikać z zaciągnięcia zobowiązań na sfinansowanie tego zdarzenia⁵¹⁵. Struktura finansowania (FSTR) określa stopień wykorzystania długu do finansowania aktywów całkowitych spółki. Zmienna wyraża stosunek wartości księgowej długu całkowitego przedsiębiorstwa do wartości księgowej jego aktywów całkowitych, czyli wskaźnik zadłużenia ogółem (GDR, *General Debt Ratio*)⁵¹⁶. Do kalkulacji zmiennej TURN wykorzystano wskaźnik obrotowości aktywów całkowitych (TAT, *Total Assets Turnover*). Wyraża on poziom efektywności (*efficiency*) wszystkich aktywów spółki w generowanej wartości przychodów ze sprzedaży⁵¹⁷. Ostatnią zmienną kontrolną uwzględnioną w modelu jest polityka wypłat dywidendy akcjonariuszom przez spółkę. Zmienna DIV stanowi zmienną dychotomiczną przyjmującą wartość 1 w latach, w których spółka dokonała wypłaty dywidendy oraz 0 w pozostałych latach⁵¹⁸. Opis wszystkich zmiennych uwzględnionych w badaniu zawarto w tabeli 32, z kolei oczekiwany kierunek wpływu zmiennych kontrolnych na TQ/adjTQ wraz z uzasadnieniem zawarto w tabeli 33.

Tabela 32. Opis zmiennych uwzględnionych w badaniu

Rodzaj zmiennej	Zapis zmiennej	Opis zmiennej
Objaśniana	TQ	Wskaźnik Q Tobina obliczony jako stosunek sumy wartości kapitalizacji rynkowej i wartości księgowej długu do wartości księgowej aktywów całkowitych
	adjTQ	Wskaźnik TQ spółki skorygowany (pomniejszony) o medianę obliczoną na poziomie sektora tej spółki w poszczególnych latach
Objaśniająca	RoTA	Wskaźnik rentowności aktywów całkowitych obliczony jako stosunek EBIT (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>) do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych
	ESG	Scoring ESG spółki od Refinitiv
	E	Scoring E spółki od Refinitiv
	S	Scoring S spółki od Refinitiv
	G	Scoring G spółki od Refinitiv
	normESG	Znormalizowany scoring ESG

⁵¹⁵ B. Cornell, A. Damodaran, *Valuing ESG...*, op. cit., s. 76–93.

⁵¹⁶ H. Jo, M.A. Harjoto, *Corporate Governance...*, op. cit., s. 351–383.

⁵¹⁷ A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG performance...*, op. cit., s. 45–64.

⁵¹⁸ Wypłata dywidendy nie była często stosowaną praktyką przez badane spółki, zatem w celu nieograniczania finalnej próby badawczej (dokładnie o 25,70%), w badaniu wykorzystano zmienną dychotomiczną (DIV), a nie stopę zwrotu z dywidendy (DY, *Dividend Yield*). Próbę badawczą szerzej omówiono w punkcie pracy 5.2. Próba badawcza i okres badawczy – uzasadnienie wyboru oraz specyfika.

	normE	Znormalizowany scoring E
	normS	Znormalizowany scoring S
	normG	Znormalizowany scoring G
Kontrolna	SIZE	Wielkość przedsiębiorstwa (<i>size</i>) mierzona logarytmem naturalnym wartości kapitalizacji rynkowej
	GROW	Stopa wzrostu przedsiębiorstwa (<i>growth rate</i>) wyrażona jako roczna stopa zmiany wartości przychodów ze sprzedaży
	FSTR	Struktura finansowania działalności przedsiębiorstwa (<i>financial structure</i>) mierzona wskaźnikiem zadłużenia ogólnego (GDR, <i>General Debt Ratio</i>) obliczonym jako stosunek wartości księgowej zobowiązań ogółem do wartości księgowej aktywów całkowitych
	TURN	Obrotowość aktywów całkowitych (<i>assets turnover</i>) mierzona wskaźnikiem obrotowości aktywów całkowitych (TAT, <i>Total Assets Turnover</i>) obliczonym jako stosunek przychodów ze sprzedaży do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych
	DIV	Zmienna dychotomiczna przyjmująca wartość 1 w latach, w których spółka dokonała wypłaty dywidendy na rzecz akcjonariuszy oraz 0 w pozostałych latach

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 33. Oczekiwany kierunek wpływu wybranych zmiennych uwzględnionych w badaniu na TQ

Zmienna	Oczekiwany kierunek wpływu na TQ/adjTQ	Uzasadnienie oczekiwanego kierunku wpływu
RoTA	Dodatni	Z uwagi, iż wysoka rentowność tj. wysoki stosunek wyniku operacyjnego do (w tym wypadku) wartości aktywów całkowitych kojarzony jest z prawidłowo funkcjonującymi przedsiębiorstwami z perspektywami na rozwój lub po prostu kontynuację prowadzonej działalności w przyszłości, rynek będzie takie podmioty wyceniał wyżej niż spółki o niższej rentowności, tym bardziej te o ujemnych wynikach, czyli charakteryzujących się deficytowością.
SIZE	Ujemny	Większe spółki, mimo iż są uważane za bardziej stabilne o lepszej kondycji finansowej niż spółki mniejsze, to ze względu na swój rozmiar nie posiadają takich predyspozycji do dalszego wzrostu, jak podmioty mniejsze, przez co nie są nagradzane przez uczestników rynku wyższą wyceną.
GROW	Dodatni	Spółki prezentujące wyższe stopy wzrostu są wyżej wyceniane przez rynek niż spółki o mniejszych stopach wzrostu, ponieważ oferują inwestorom większe możliwości do powielania swojego majątku.
FSTR	Ujemny	Podmioty o większym udziale długu w finansowaniu działalności mogą być uznawane za bardziej ryzykowne z uwagi na ewentualność bankructwa z powodu braku spłaty zobowiązań, przez co inwestorzy mogą je wyceniać niżej niż spółki o odmiennej specyfice.
TURN	Dodatni	Wyższa obrotowość aktywów całkowitych świadczy o większych zdolnościach spółki do odtworzenia swojego majątku z przychodów ze

		sprzedaży, zatem spółki o takiej charakterystyce powinny być wynagradzane przez rynek pod postacią wyższej wyceny.
DIV	Ujemny	Ponieważ wypłata dywidendy (co do zasady) jest dokonywana z wypracowanego przez spółkę zysku netto, który mogłaby przeznaczyć w przyszłości na rozwój swojej działalności, rynek utratę tej możliwości będzie oceniał jako zjawisko negatywne dla przedsiębiorstwa, tj. niżej wyceniał podmioty stosujące taką praktykę.

Źródło: opracowanie własne.

W rezultacie zastosowanych modyfikacji względem OVM oraz z uwzględnieniem wszystkich zmiennych wykorzystanych w badaniu, finalną postać mOVM – dla oceny wpływu scoringu ESG na wartość rynkową – wyraża poniższe równanie:

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 RoTA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 GROW_{i,t} + \beta_5 FSTR_{i,t} + \beta_6 TURN_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (19)$$

Badania koncentrujące się na pojedynczych scoringach ESG mogą być obciążone błędem pominięcia istotnej zmiennej, dokładniej pozostałymi składowymi scoringu ESG⁵¹⁹. Tym samym, podczas gdy zasadne jest wykorzystanie modelu (19) do oszacowania wpływu łącznego scoringu ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa, zastosowanie identycznego podejścia dla scoringów E, S i G (tj. oszacowanie oddziaływania na wartość rynkową każdego scoringu osobno w ramach odrębnych modeli) mogłoby zniekształcić wyniki badań. W celu eliminacji tej potencjalnej niedoskonałości, zastosowano model (20), w którym jednocześnie zbadano wpływ wszystkich komponentów scoringu ESG na wartość spółki:

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + \beta_4 RoTA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 FSTR_{i,t} + \beta_8 TURN_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (20)$$

Wybrane statystyki opisowe wykorzystanych zmiennych zaprezentowano w tabeli 34.

Tabela 34. Wybrane statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach

Zmienna	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odch. Std.
TQ	1,206	0,772	0,062	8,704	1,385
ESG	55,62	57,15	9,35	90,91	19,85

⁵¹⁹ S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market...*, op. cit., s. 29–53.

E	52,56	55,09	0,00	95,98	26,42
S	58,39	60,98	7,27	95,75	23,03
G	53,80	54,98	7,71	93,98	22,02
RoTA	0,074	0,070	-0,350	0,363	0,090
SIZE*	5,699	1,078	0,013	89,035	13,612
GROW	0,094	0,057	-0,631	1,665	0,279
FSTR	0,575	0,577	0,094	1,246	0,207
TURN	0,885	0,793	0,004	3,238	0,613

Objaśnienia: * – przy zmiennej SIZE podano wartości nominalne aktywów całkowitych w mld EUR. Zapis „n.d.” oznacza „nie dotyczy”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Średnia TQ w latach 2010–2022 wyniosła 1,206, co oznacza, iż wartość rynkowa przedsiębiorstw była 1,206-krotnie wyższa od wartości księgowej ich aktywów całkowitych, przyjętych jako ekwiwalent wartości odtworzenia przedsiębiorstwa. W badaniu uwzględnione były przedsiębiorstwa, których średnie scoringi (ratingi) ESG, E, S i G wynosiły odpowiednio 55,62 („B-”), 52,56 („B-”), 58,39 („B”) i 53,80 („B-”). Według Refinitiv są to wyniki odpowiednie dla tzw. *Followers in ESG* (naśladowców ESG), czyli spółek o względnie dobrych wynikach ESG oraz o ponadprzeciętnym stopniu transparentności w zakresie ujawnianych danych ESG. Analizowane podmioty najlepiej radziły sobie w obszarze *Governance*, który związany jest z takimi czynnikami ESG jak prawa człowieka, odpowiedzialność produktowa oraz siła robocza, najgorzej – w zakresie kwestii związanych ze środowiskiem naturalnym – emisją zanieczyszczeń, gospodarką odpadami i bioróżnorodnością. Przedsiębiorstwa uwzględnione w badaniu odznaczały się zarówno zyskowością, jak i deficytowością, na co wskazuje minimum oraz maksimum RoTA równe odpowiednio -0,350 oraz 0,363, natomiast średnio z jednego EUR aktywów całkowitych podmioty te generowały 0,074 EUR zysku operacyjnego. Odnotowano także zróżnicowanie spółek w zakresie ich wielkości – zmienna SIZE zawierała się w przedziale od 0,013 mld EUR do 89,035 mld EUR, przy czym odchylenie standardowe wyniosło 13,612 mld EUR. Na podstawie wyników GROW należy stwierdzić, iż przychody ze sprzedaży tych przedsiębiorstw, z roku na rok, rosły średnio o 9,4%. Badane podmioty stosowały również różne strategie finansowania swojej działalności. Pierwsza połowa spółek korzystała z finansowania długiem od 9,4% (minimum) do 57,7% (mediana) wartości aktywów całkowitych, a druga od 57,7% do maksymalnie 124,6% (maksimum). Najniższa wielkość TURN wyniosła 0,004, a najwyższa 3,238. Z jednej strony, w analizach uwzględniono spółkę, która w ciągu roku nie wygenerowała równowartości nawet 1% (tj.

0,4%) aktywów całkowitych pod postacią przychodów ze sprzedaży, a z drugiej podmiot, który osiągnął ponad trzykrotność tej kategorii finansowej (tj. maksimum TAT równe 3,238).

Aby zminimalizować potencjalny wpływ wartości skrajnych na wyniki badań, dane zostały zwinsoryzowane⁵²⁰ na poziomie 1. i 99. percentyla⁵²¹. Braki danych usunięto parami⁵²². W badaniu wykorzystano analizę regresji danych panelowych⁵²³ oszacowaną metodą najmniejszych kwadratów (PLS, *Panel Least Squares*). Ponieważ proces badawczy koncentruje się na konkretnej grupie podmiotów, a wnioski z badań będą ograniczone tylko do tej zbiorowości przy jednoczesnym uwzględnieniu wpływu wszystkich niezmiennych w czasie czynników, za zasadne uznano wykorzystanie efektów stałych (FE, *Fixed Effects*⁵²⁴), a nie losowych (RE, *Random Effects*⁵²⁵) w poszczególnych modelach. Aby potwierdzić powyższe założenie, decyzję o zastosowaniu FE lub RE podjęto w oparciu o wyniki testu Hausmana⁵²⁶. Zasadność zastosowania wspomnianych efektów w przekroju jednowymiarowym (tj. w przekroju tylko dla spółek (*cross-section*) lub tylko dla momentów czasu (*period*) lub

⁵²⁰ Winsoryzacja danych polega na zastąpieniu wartości skrajnych, czyli tych z przedziału od minimum/wartości konkretnego percentyla do wartości przyjętego percentyla (maksimum) wartościami właśnie tych percentyli.

⁵²¹ S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market...*, op. cit., s. 29–53.

⁵²² W sposób szczegółowy proces pozyskania oraz organizacji danych omówiono w punkcie pracy 5.2. Próba badawcza i okres badawczy – uzasadnienie wyboru oraz specyfika.

⁵²³ Mianem danych panelowych określa się obserwacje statystyczne dotyczące określonej grupy jednostek w kolejnych okresach, tj. dane tworzące szeregi czasowe dla stałej próby obserwacji zjawisk na różnych podmiotach, czynionych w tym samym czasie. Tym samym, dane tego rodzaju dostarczają sekwencyjnych obserwacji dla konkretnych jednostek dla wielu okresów, co pozwala na rozróżnienie efektów indywidualnych od efektów powodowanych przez czynniki zewnętrzne – możliwe staje się kontrolowanie wpływu indywidualnego, wewnętrznego zróżnicowania jednostek. J. Ciecieląg, A. Tomaszewski, *Ekonometryczna analiza danych panelowych*, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2003, s. 5; J. Muszyńska, *Modelowanie danych panelowych*, *Ekonomia i Zarządzanie*, tom 1, 2006, s. 213–236.

⁵²⁴ Model z efektami stałymi (modele ze sztucznymi zmiennymi/z dekompozycją wyrazu wolnego) jest modelem statystycznym reprezentującym obserwowane wielkości w kategoriach zmiennych objaśniających, które są traktowane tak, jakby wielkości te były nielosowe. W takim modelu czynione jest założenie, że nieuwzględnione w modelu zmienne (np. rok lub spółka) są skorelowane ze zmiennymi niezależnymi, efekty grupowe mają charakter stałych parametrów, a różnice pomiędzy obserwacjami mogą być przedstawione poprzez różne wartości stałej w modelu. B.H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley & Sons, Chichester 2001, s. 12. W.H. Greene, *Econometric Analysis*, Pearson Education Limited, Essex 2012, s. 399–410; A.M. Mason, *Statistical Analysis: Multilevel Methods*, [in:] J.D. Wright (eds.) *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Elsevier, Amsterdam 2015, s. 381–386.

⁵²⁵ Modele efektów zmiennych (ze składnikami błędu/z dekompozycją składnika losowego) opierają się na założeniu, że efekty grupowe nie są skorelowane ze zmiennymi egzogenicznymi modelu. Modele efektów zmiennych mają zastosowanie, gdy jednostki do badania zostały wybrane z całej populacji w sposób losowy, a ich zbiorowość jest reprezentatywna, tj. umożliwia wnioskowanie dla całej populacji. B.H. Baltagi, *Econometric...*, op. cit., s. 12.

⁵²⁶ Test Hausmana umożliwia określenie preferowanej specyfikacji modelu (FE lub RE) do danych panelowych. W ramach testu badana jest istotność statystyczna różnic między estymatorami dwóch modeli (z FE oraz z RE). Hipoteza zerowa testu stanowi, że różnice między estymatorami dwóch modeli nie są skorelowane ze zmiennymi niezależnymi modelu. Podstawową ideą tego testu jest fakt, iż estymator w modelu FE jest istotny niezależnie od tego, czy efekty są skorelowane ze zmiennymi niezależnymi, czy nie. Tym samym, w wypadku fałszyfikacji hipotezy zerowej ($p < 0,10$) zasadne jest wykorzystanie FE, w przeciwnym razie RE. J.A. Hausman, *Specification Tests in Econometrics*, *Econometrica*, vol. 46, no. 6, 1978, 1251–1271; C. Hsiao, *Analysis of panel data*, Cambridge University Press, New York 2003, s. 174; Baltagi B.H., *Panel Data and Difference-in-Differences Estimation*, [in:] A.J. Culyer (eds.), *Encyclopedia of Health Economics*, Elsevier, Amsterdam 2014, s. 425–433.

wielowymiarowym (jednocześnie w przekroju dla spółek i dla momentów czasu) stwierdzono na podstawie – dla modelu z FE – testu zbędności efektów stałych (*Redundant Fixed Effects Test*) z wykorzystaniem statystyki χ^2 lub – dla modelu z RE – testu Breuscha-Pagana z zastosowaniem mnożnika Lagrange’a (*Lagrange Multiplier*). Zmienne wykorzystane w badaniach empirycznych, z wyłączeniem scoringów ESG, E, S i G, zostały obliczone manualnie. Badania przeprowadzono z użyciem programu EViews 10.

6.3. Wpływ kształtowania się scoringu ESG na wartość rynkową badanych spółek

W celu oceny wpływu kształtowania się scoringu ESG na wartość rynkową badanych spółek w pierwszej kolejności porównano średnie wielkości wskaźnika TQ w poszczególnych przedziałach decyli scoringu ESG. Następnie przeprowadzono analizę korelacji między zmiennymi przy pomocy wskaźnika korelacji Pearsona. Zwieńczenie tej części badań stanowi analiza PLS z użyciem zmodyfikowanego modelu wyceny Ohlsona (19) oraz analiza wrażliwości wyników badań z zastosowaniem różnych konfiguracji modelu z odmiennymi wariantami zmiennej objaśnianej (adjTQ) i objaśniającej (normESG).

Z przeprowadzonych badań wynika, że wraz ze wzrostem scoringu ESG malał średni poziom wskaźnika TQ w zdefiniowanych na podstawie scoringu ESG przedziałach decyli (zob. tabela 35).

Tabela 35. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringu ESG w latach 2010–2022

Przedział scoringu ESG	Średnia TQ w przedziale ESG	Zmiana średniego TQ	% zmiana średniego TQ
min. $\leq$ ESG $\leq$ d1	1,536	n.d.	n.d.
d1 < ESG $\leq$ d2	1,420	-0,116	-7,5
d2 < ESG $\leq$ d3	1,371	-0,049	-3,5
d3 < ESG $\leq$ d4	1,311	-0,061	-4,4
d4 < ESG $\leq$ d5	1,248	-0,063	-4,8
d5 < ESG $\leq$ d6	1,124	-0,124	-9,9
d6 < ESG $\leq$ d7	1,091	-0,033	-2,9
d7 < ESG $\leq$ d8	1,021	-0,070	-6,4
d8 < ESG $\leq$ d9	1,020	-0,001	-0,1
d9 < ESG $\leq$ maks.	0,922	-0,099	-9,7

Objaśnienia: zapis „n.d.” oznacza „nie dotyczy”, „min.” to „minimum”, „maks.” maksimum, z kolei „d1”, „d2”, „d3”, ... określają poszczególne decyle, (tj. decyl pierwszy, decyl drugi, decyl trzeci, ...) scoringu ESG. Ponadto, „min” wynosi 9,35; „d1” – 27,42; „d2” – 37,47; „d3” – 45,19; „d4” – 51,72; „d5” – 57,15; „d6” – 62,81; „d7” – 68,73; „d8” – 74,31; „d9” – 80,64; „maks.” – 90,91.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Najwyższą wielkość wskaźnika TQ odnotowano w przedziale scoringu ESG od minimum do decyla pierwszego, z kolei najniższą w przedziale od decyla dziewiątego do maksimum. Spadki TQ miały miejsce kolejno we wszystkich przedziałach ESG. Największe w ujęciu bezwzględny (względny) obniżenie średniej wielkości Q Tobina miało miejsce w przedziałach scoringu ESG od d5 do d6 (od d9 do maksimum) w porównaniu do przedziału od d4 do d5 (od d8 do d9). Spadek wskaźnika wartości rynkowej w tym wypadku wynosił 0,124 (9,7%). Najmniejsze zmiany wielkości – o -0,001 (0,1%) oraz -0,033 (2,9%) – zostały zaobserwowane w przedziałach scoringu ESG od d8 do d9 i od d6 do d7 w porównaniu z wcześniejszymi przedziałami. W pozostałych wypadkach, wskaźnik TQ malał minimalnie o 0,061 (4,4%) lub zwiększał maksymalnie 0,116 (7,5%). Na podstawie powyższej analizy można przypuszczać, że istnieje negatywna zależność między scoringami ESG spółek a ich wartością rynkową. Przypuszczenie to potwierdza przeprowadzona analiza korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona (zob. tabela 36).

Tabela 36. Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringu ESG

Zmienna	TQ	ESG	RoTA	SIZE	GROW	FSTR	TURN	DIV
TQ	1							
ESG	-0,14***	1						
RoTA	0,33***	0,00	1					
SIZE	0,08***	0,59***	0,25***	1				
GROW	0,13***	-0,06***	0,13***	-0,02***	1			
FSTR	-0,32***	0,17***	-0,11***	0,14***	-0,09***	1		
TURN	0,11***	-0,08***	0,34***	-0,15***	0,05***	0,13***	1	
DIV	0,03***	0,10***	0,29***	0,26***	-0,09***	-0,05***	0,11***	1

Objaśnienia: Za statystycznie istotne uznano zmienne, gdzie p było mniejsze od 1%, 5% i 10%. Zmienne te oznaczono odpowiednio przez zapis ***, ** oraz * przy wielkości współczynnika korelacji (R). Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Statystycznie istotne zależności, gdzie p (wartość prawdopodobieństwa – *probability*) było mniejsze od 1%, wystąpiły niemalże między wszystkimi analizowanymi zmiennymi. Wyjątek stanowiły zmienne ESG oraz RoTA, pomiędzy którymi zaobserwowano brak

korelacji⁵²⁷. W kontekście głównego punktu zainteresowań prowadzonych badań, zmienna ESG była ujemnie związana z TQ, a zależność ta miała słabą siłę⁵²⁸ ($R = -0,14$). Poczyniona obserwacja potwierdza wcześniejsze przypuszczenie (na podstawie wyników zaprezentowanych w tabeli 32) – wzrost scoringu ESG prowadził do obniżenia wyceny spółek przez uczestników rynku. Rynek postrzega zatem lepsze wyniki ESG spółek przez pryzmat konieczności poniesienia przez nie w tym celu większych kosztów, które przedsiębiorstwo mogłoby przeznaczyć na inne cele, bezpośrednio związane chociażby z działalnością operacyjną i wycenia te podmioty niżej od spółek o gorszych wynikach ESG. Wyniki analizy korelacji są zgodne z wczesnymi poglądami naukowców na temat ESG, o których mowa we wcześniejszej części pracy⁵²⁹. Uczestnicy rynku mogą bowiem kojarzyć działalność przedsiębiorstwa w obszarach ESG jako marnotrawienie środków finansowych na aktywności nieleżące w głównym interesie spółki (tj. której podstawowym celem jest maksymalizacja korzyści ekonomicznych), a które spółka mogłaby przeznaczyć np. na wzrost lub rozwój. Perspektywa ta jednak nie uwzględnia potencjalnych przyszłych wygenerowanych korzyści z tytułu dbałości o otoczenie, np. uniknięcie kar finansowych za zanieczyszczenie środowiska naturalnego.

Jak założono we wcześniejszej części pracy⁵³⁰, RoTA oraz zmienne kontrolne: GROW i TURN były dodatnio skorelowane z TQ, podczas gdy FSTR negatywnie. Przeciwny do zakładanego kierunku zależności z TQ odnotowano natomiast w przypadku SIZE i DIV, które odpowiednio pozytywnie i negatywnie były skorelowane z przyjętą miarą wartości rynkowej. Najsilniejszą korelację (o umiarkowanej sile) względem TQ spośród badanych zmiennych odnotowano dla wskaźnika RoTA – wielkość współczynnika korelacji (R) wynosiła 0,33. Wzrost rentowności spółki wywoływał zatem zmianę wartości rynkowej przedsiębiorstwa

⁵²⁷ Jest to interesujący wynik, bowiem autorzy potwierdzają wpływ rentowności na ESG (oraz *vice versa*) o różnym charakterze, lecz najczęściej negatywnym (szerzej: Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and...*, op. cit., 2015, s. 210–233.). Spółki w celu polepszenia swoich wyników ESG ponoszą odpowiednie koszty, ale efekty tych działań najczęściej nie przekładają się na zwiększenie przychodów lub zmniejszenie pozostałych kosztów, zatem ujemna zależność między tymi zmiennymi jest poniekąd naturalna. Uzyskany rezultat może być natomiast efektem prowadzonych polityk w UE na rzecz zrównoważonych finansów. Przedsiębiorstwa w państwach członkowskich są zachęcane do prowadzenia działalności w sposób zrównoważony, poprzez udzielanie im dofinansowań, ulg podatkowych, dotacji oraz finansowania na preferencyjnych warunkach na tę rzecz. Uzyskane z tego tytułu korzyści finansowe mogą zatem równoważyć się poniesionymi kosztami, co uzasadniałoby brak korelacji między wskaźnikiem RoTA a scoringiem ESG spółek w K-28. Niemiej, nie jest to główny przedmiot badań, dlatego nie został przeanalizowany w większym stopniu.

⁵²⁸ W pracy przyjęto następującą klasyfikację siły korelacji między zmiennymi: R (współczynnik korelacji) = 0,0 – brak korelacji; $0,0 < |R| \leq 0,3$ – słaba korelacja; $0,3 < |R| \leq 0,7$ – umiarkowana korelacja; $0,7 < |R| < 1,0$ – silna korelacja; $|R| = 1$ – pełna korelacja. B. Ratner, *The correlation coefficient: Its values range between +1/-1, or do they?*, Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing, vol. 17, 2009, s. 139–142.

⁵²⁹ Patrz punkt pracy 4.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu.

⁵³⁰ Patrz tabela 33, w punkcie pracy 6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych.

o tym samym kierunku (oraz *vice versa*). Związek z TQ o nieco niższej, lecz nadal umiarkowanej sile ($R = -0,32$) zidentyfikowano dla FSTR, co oznaczało, iż wyższy stosunek zadłużenia spółki do wartości księgowej aktywów całkowitych obniża jej TQ. Między pozostałymi wskazanymi zmiennymi a TQ korelacja była słaba – dla SIZE współczynnik R osiągnął 0,08, dla GROW 0,13, dla TURN 0,11, a dla DIV 0,03. Zarówno powiększenie przedsiębiorstwa, dodatnia zmiana stopy wzrostu przedsiębiorstwa, jak i obrotowości aktywów prowadziły do zwiększenia wartości rynkowej, podczas gdy podobny efekt wywoływała wypłata dywidendy akcjonariuszom. Ponadto, umiarkowaną korelację o pozytywnym kierunku odnotowano między zmiennymi ESG a SIZE. Korelacja ta wskazuje, iż wyższy scoring ESG osiągają większe przedsiębiorstwa. Tłumaczone może to być przez fakt, iż większe podmioty (i) dysponują odpowiednimi środkami, które mogą przeznaczyć na kwestie niezwiązane z ich podstawową działalnością i/lub (ii) są zobligowane do raportowania ESG według stosownych regulacji (tj. NFRD/CSRD). Dokładają zatem większych starań niż mniejsze podmioty bez takowego obowiązku, aby tych zobowiązań dopełnić na względnie wysokim poziomie. Korelację (dodatnią) o umiarkowanej sile zidentyfikowano również pomiędzy zmiennymi RoTA i TURN. Oznacza to, iż wzrost rentowności spółek kojarzony jest ze wzrostem obrotowości aktywów całkowitych i na odwrót. Pomędzy pozostałymi zmiennymi zaobserwowana została dodatnia (SIZE vs RoTA, GROW vs RoTA vs GROW, FSTR vs ESG, FSTR vs SIZE, TURN vs GROW, TURN vs FSTR, DIV vs ESG, DIV vs RoTA, DIV vs SIZE, DIV vs TURN) lub ujemna (GROW vs ESG, GROW vs SIZE, FSTR vs RoTA, FSTR vs GROW, TURN vs ESG, TURN vs SIZE, TURN vs GROW, DIV vs FSTR, DIV vs GROW) korelacja o słabej sile.

W celu oceny siły wpływu scoringów ESG przedsiębiorstw na ich wartość rynkową przeprowadzono analizę regresji danych panelowych z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów (PLS) (zob. tabela 37).

Tabela 37. Wpływ wyników ESG (ESG) na wartość rynkową (TQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

Wyszczególnienie	Wsp.	<i>p</i>
ESG	-0,0063	0,000
RoTA	2,6208	0,000
SIZE	0,5551	0,000
GROW	-0,1939	0,000
FSTR	-0,1653	0,008

TURN	0,5698	0,000
DIV	-0,0712	0,000
ε	-3,3017	0,000
Test Hausmana	1 140,35	0,000
Chi ²	37,15	0,000
Efekty stałe	Tak	
Statystyka F	60,65	0,000
Skorygowane R ²	0,8785	
N	10 378	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wszystkie zmienne wykorzystane w modelu zostały uznane za istotne statystycznie dla $p < 0,01$. Współczynnik przy zmiennej ESG wyniósł -0,0063, co oznacza, iż zmiana ESG wywoływała odwrotną zmianę TQ (*ceteris paribus*). Dokładniej, wzrost scoringu ESG spółki o 1,0000 prowadził do spadku jej wartości rynkowej mierzonej wskaźnikiem Q Tobina o 0,0063. Obserwacja ta jest z jednej strony zgodna z wynikami badań T. Kaspereita i K. Lopatty⁵³¹, jak również J. Nolleta, G. Filis, E. Mitrokostas⁵³², którzy dowiedli ujemnego wpływu wyników ESG na wartość rynkową. Z drugiej zaś strony wyniki badań pozostają w kontraście do wniosków poczynionych przez S.-F. Lo i H.-J. Sheu⁵³³, S. H. Naffy i M. Faina⁵³⁴, a także G. Giannopoulosa i in.⁵³⁵, którzy stanowili o występowaniu pozytywnego związku między tymi zmiennymi, a także z wynikami badań P. Veltego⁵³⁶ stwierdzającego brak oddziaływania ESG na TQ lub S. Yoo i S. Managiego⁵³⁷ dowodzącymi niejednoznacznej zależności między tymi zmiennymi. Zaobserwowany efekt ESG względem TQ wyróżniał kierunek oddziaływania przeciwny do początkowo zakładanego.

Wyniki przeprowadzonych badań stworzyły zatem **podstawę do sfalsyfikowania pierwszej hipotezy badawczej**, konstytuującej, iż „wielkość wskaźnika ESG spółek publicznych rynków giełdowych krajów Unii Europejskiej pozytywnie wpływa na ich wycenę rynkową”. Taki charakter zależności wpisuje się w postrzeganie ESG przez rynek, w zgodzie

⁵³¹ T. Kaspereit, K. Lopatta, *The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets*, Business Ethics: A European Review, vol. 25, no. 1, 2016, s. 1–24.

⁵³² J. Nollet, G. Filis, E. Mitrokostas, *Corporate social...*, s. 400–407.

⁵³³ S.-F. Lo, H.-J. Sheu, *Is Corporate...*, op. cit., s. 345–358.

⁵³⁴ H. Naffa, M. Fain, *A factor...*, op. cit., s. 1–8.

⁵³⁵ G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG...*, op. cit., s. 237–252.

⁵³⁶ P. Velte, *Does ESG...*, op. cit., s. 169–178.

⁵³⁷ S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or...*, op. cit., s. 1–7.

przede wszystkim z finansami tradycyjnymi, oraz poniekąd behawioralnymi, a wyjaśnienie tego zjawiska może być co najmniej trojkie.

Po pierwsze, akcjonariusze postrzegają scoringi ESG jako destymulantę wartości przedsiębiorstwa, gdyż tego typu wysiłki mogą uznawać za działania nieracjonalne i marnotrawiące środki finansowe na czynności teoretycznie niezwiązane z działalnością operacyjną podmiotów, w które dokonują inwestycji. W tym postrzeganiu, wspomniane czynności nie przekładają się bezpośrednio na osiągnięte przez właścicieli korzyści ekonomiczne, a dokładniej zyski rezydualne, w partycypowaniu których – w finansach tradycyjnych – są najbardziej sytuowani.

Po drugie, istotna może być egocentryczna postawa uczestników rynku, którzy stawiają realizację własnych celów (np. osiągnięcie określonej stopy zwrotu z inwestycji) ponad aktywności tworzące wartość wspólną dla otoczenia nie tylko w krótkim, lecz również w długim okresie. Jednocześnie nie zważają oni na potencjalne efekty zewnętrzne, do których ich działania mogą prowadzić, a konkretniej, do powstawania problemów ESG.

Po trzecie, globalna (np. UN) i regionalna (np. Unii Europejskiej) narracja, jaka towarzyszy roli zrównoważonych finansów – oraz ogólnie pojęciu ESG – może być nieadekwatna do efektów, jakie na skutek tego rodzaju działań są osiągnięte, innymi słowy wyolbrzymiona. Z jednej strony UE w swoich komunikatach ogłasza liczne sukcesy poprzez wdrożenie kolejnych inicjatyw lub opracowanie kolejnych planów na rzecz zrównoważenia, a z drugiej strony niezmiennie informuje, iż dokonywane przedsięwzięcia na rzecz zrównoważenia wciąż są niewystarczające, aby sprostać globalnym celom sformułowanym np. w ramach opisywanego wcześniej Porozumienia Paryskiego. Uczestnicy rynku dostrzegając to zjawisko – tj. iż działania w ramach ESG nie są tak skuteczne, jak można by oczekiwać – mogą je transponować na wyniki ESG spółek, co z kolei znajduje odzwierciedlenie w niższej wycenie rynkowej tych przedsiębiorstw.

Należy jednak podkreślić, iż siła oddziaływania zmiennej ESG, w porównaniu do siły oddziaływania pozostałych zmiennych – o charakterze finansowym – jest względnie niska. Przyszłość, w której według G. Giesego i in. informacje ESG będą determinowały wartość rynkową spółek giełdowych w takim samym stopniu, jak informacje finansowe⁵³⁸, zdaje się zatem odległa, przynajmniej dla przedsiębiorstw z krajów K-28. Wzrost wskaźnika RoTA o jednostkę prowadził do wzrostu TQ o 2,6208. Jest to o tyle zasadnie, o ile spółki o wysokiej rentowności stanowią bardziej atrakcyjny przedmiot inwestycji dla uczestników rynku, niż

⁵³⁸ G. Giese, L. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa, *Deconstructing ESG...*, op. cit., s. 1–20.

spółki o niskiej rentowności oraz spółki deficytowe⁵³⁹. Wielkość przedsiębiorstwa (SIZE) wywierała pozytywny wpływ na TQ. Wzrost wielkości przedsiębiorstwa o 1,00% powodował wzrost jego wartości rynkowej o 0,55%. Choć wyniki te nie są zgodne z poczynionymi przewidywaniami we wcześniejszej części pracy⁵⁴⁰, to większe podmioty charakteryzują się względną stabilnością finansową i ukonstytuowaną pozycją na rynku niż mniejsze spółki, przez co uczestnicy rynku mogą je postrzegać za mniej ryzykowne niż mniejsze przedsiębiorstwa oraz wynagradzać je pod postacią wyższej wyceny rynkowej.

Zaobserwowano została również niejednoznaczność w zakresie zmiennej GROW. Wyniki analizy korelacji dowiodły dodatniej zależności między GROW a TQ, podczas gdy bazując na analizie regresji zidentyfikowano negatywny wpływ tej zmiennej (-0,1939) na TQ. Podobny efekt na wartość rynkową, co zmienna GROW, wywoływała zmienna FSTR. Współczynnik przy zmiennej wyniósł -0,1653, zatem wzrost zadłużenia w strukturze finansowej przedsiębiorstwa prowadził do zmniejszenia jego TQ. Spółki w znacznym stopniu finansowane długiem, nawet jeśli zarządzały nim w sposób efektywny, mogą być postrzegane przez inwestorów za podmioty obciążone ryzykiem niewypłacalności. Obrotowość aktywów całkowitych – TURN – odznaczała się dodatnim wpływem na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Ponieważ TURN oznaczał, jaką wartość przychodów ze sprzedaży spółka generowała z posiadanych aktywów, więc naturalne było oczekiwanie, że wzrost tej zmiennej przyczyniał się do wzrostu TQ. Inny kierunek wpływu na TQ niż w ramach wcześniejszej analizy korelacji odnotowano również w przypadku zmiennej DIV. Wypłata dywidendy miała negatywny wpływ na TQ – tj. pomniejszała TQ spółki o 0,0712. Wyniki te potwierdzają pogląd, iż wypłata dywidendy jest uznawana przez inwestorów za utratę potencjału do rozwoju oraz wzrostu spółki w przyszłości.

Na podstawie wyników testu Hausmana sfalsyfikowana została hipoteza zerowa testu stanowiąca, iż różnice między estymatorami dwóch modeli (z FE oraz RE) nie są skorelowane ze zmiennymi niezależnymi modelu. Zgodnie z hipotezą alternatywną testu w modelu zastosowano efekty stałe. Bazując na wynikach statystyki χ^2 w ramach *Redundant Fixed Effects Test*, FE zastosowano w przekroju wielowymiarowym, tj. dla spółek oraz momentów czasu (*cross-section/period*). Wynik statystyki F potwierdził, iż wykorzystane w modelu zmienne egzogeniczne (tj. objaśniające) w sposób istotny statystycznie wyjaśniają wariancję zmiennej endogenicznej (tj. objaśnianej), innymi słowy zapewniają lepsze dopasowanie niż

⁵³⁹ A.M. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG performance...*, op. cit., s. 45–64; W.C. Wong, J.A. Batten, A.H. Ahmad, S.B. Mohamed-Arshad, S. Nordin, A.A. Adzis, *Does ESG...*, op. cit., s. 1–7.

⁵⁴⁰ 6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych.

model, który nie zawiera tego rodzaju zmiennych. Ponadto, na podstawie statystyki skorygowanego R^2 należy stwierdzić, iż zmienne niezależne pozwalały wyjaśnić w 87,85% wariancję zmiennej zależnej – wartości rynkowej przedsiębiorstwa (TQ).

W celu potwierdzenia powyższych wyników badań, powtórzono analizę regresji, lecz z zastosowaniem zmiennych TQ i ESG o odmiennej charakterystyce – adjTQ oraz normESG – oraz w różnych konfiguracjach w ramach modelu (zob. tabela 38).

Tabela 38. Analiza wrażliwości – wpływ wyników ESG (ESG, normESG) na wartość rynkową (TQ, adjTQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

Wyszczególnienie	Zmienna objaśniana: TQ		Zmienna objaśniana: adjTQ			
	Konfiguracja modelu (1)		Konfiguracja modelu (2)		Konfiguracja modelu (3)	
	Wsp.	<i>p</i>	Wsp.	<i>p</i>	Wsp.	<i>p</i>
ESG	-	-	-0,0064	0,000	-	-
normESG	-0,0141	0,000	-	-	-0,0143	0,000
RoTA	2,6124	0,000	2,6910	0,000	2,6830	0,000
SIZE	0,5552	0,000	0,5270	0,000	0,5269	0,000
GROW	-0,1937	0,000	-0,2227	0,000	-0,2224	0,000
FSTR	-0,1563	0,013	-0,1263	0,045	-0,1175	0,062
TURN	0,5814	0,000	0,5358	0,000	0,5473	0,000
DIV	-0,0682	0,000	-0,0669	0,000	-0,0639	0,000
ε	-2,9643	0,000	-3,9115	0,000	-3,5672	0,000
Test Hausmana	1 153,73	0,000	860,27	0,000	878,46	0,000
Chi ²	35,81	0,000	30,99	0,000	31,36	0,000
Efekty stałe	Tak		Tak		Tak	
Statystyka F	60,78	0,000	52,55	0,000	52,66	0,000
Skorygowane R ²	0,8788		0,8621		0,8623	
N	10 378		10 378		10 378	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

We wszystkich przeanalizowanych konfiguracjach modelu, scoringi ESG przedsiębiorstw negatywnie oddziaływały na ich wartość rynkową, a zmienną ESG każdorazowo uznano za statystycznie istotną dla poziomu $p < 0.01$. Wzrost scoringów ESG oraz ich znormalizowanego wariantu (normESG) był kojarzony ze spadkiem zarówno TQ, jak i adjTQ. Jednocześnie obserwacja ta potwierdza poczynione dotychczas wnioski, dotyczące ujemnej zmienności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wyceną rynkową. Wszystkie

pozostałe zmienne użyte w badaniu charakteryzowały się takim samym kierunkiem wpływu na TQ i adjTQ, jak przedstawiono to w tabeli 34. Za wyjątkiem FSTR, wszystkie z nich uznano również za istotne statystycznie dla $p < 0,01$. Zmienną FSTR teraz oceniono jako istotną statystycznie dla $p < 0,05$ – w wariantach 1 i 2 – oraz dla $p < 0,10$ – w wariantcie trzecim. W trzech wariantach modelu, zgodnie z wynikami testu Hausmana, wykorzystano FE, które na podstawie statystyki Chi^2 w *Redundant Fixed Effects Test* zastosowano w przekroju wielowymiarowym. Dodatkowo, statystyka F dowiodła, iż zmienne objaśniające zostały dobrane w sposób odpowiedni ($p < 0,01$), a według skorygowanego R^2 TQ i adjTQ były objaśniane przez zmienne niezależne w 87,88% (konfiguracja modelu 1), 86,21% (konfiguracja modelu 2) oraz 86,23% (konfiguracja modelu 3). We wszystkich modelach wykorzystano tę samą liczbę obserwacji, tj. 10 378.

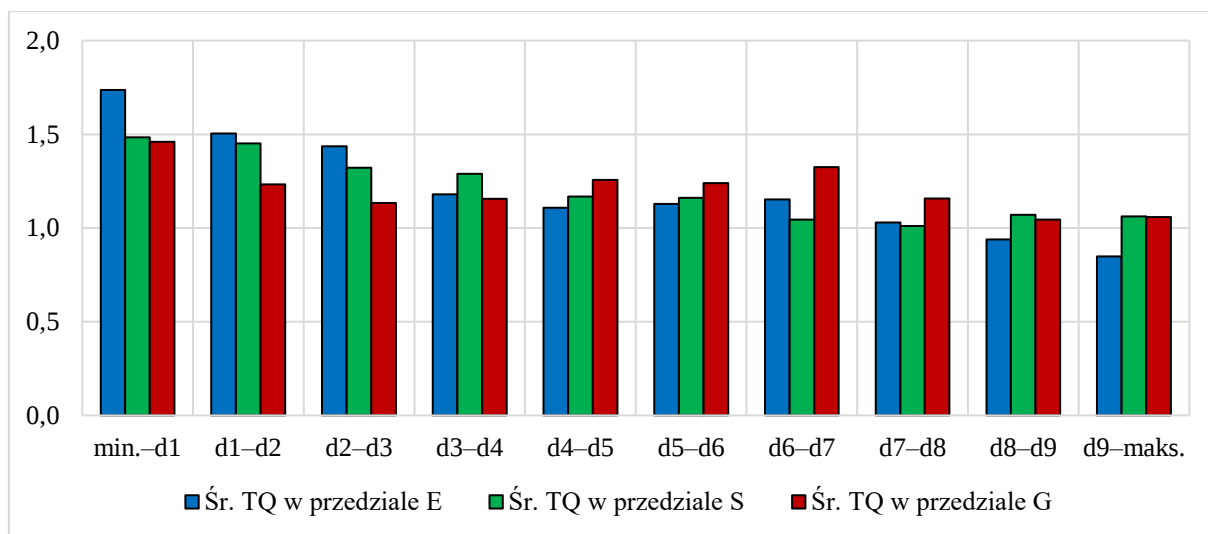
6.4. Wpływ scoringów E, S i G na wartość rynkową badanych spółek

Procedurę pomiaru wpływu scoringów E, S i G na TQ badanych przedsiębiorstw przeprowadzono w podobny sposób, jak w poprzedniej części pracy. Mianowicie, najpierw przeprowadzono analizę komparatywną średnich wielkości wskaźnika TQ w zdefiniowanych przedziałach decyli scoringów E, S i G z osobna. W dalszym kroku dokonano analizy korelacji z wykorzystaniem wskaźnika korelacji Pearsona oraz finalnie, z użyciem analizy regresji danych panelowych i mOVM, oceniono wpływ poszczególnych scoringów ESG na wartość rynkową badanych spółek. Aby potwierdzić jednorodność otrzymanych wyników badań – przeprowadzono analizę wrażliwości polegającą na zastosowaniu w modelu (19) różnych wariantów wybranych zmiennych (tj. adjTQ oraz normE, normS i normG).

W kontekście wszystkich wymiarów wyników ESG, tj. scoringów E, S i G oraz wartości rynkowej można poczynić podobną obserwację do tej, którą wskazano przy wykorzystaniu łącznego scoringu ESG. Wraz ze wzrostem wielkości scoringów związanych osobno ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem i kwestiami zarządczymi, TQ badanych spółek malało (zob. wykresy 15, 16 oraz 17).

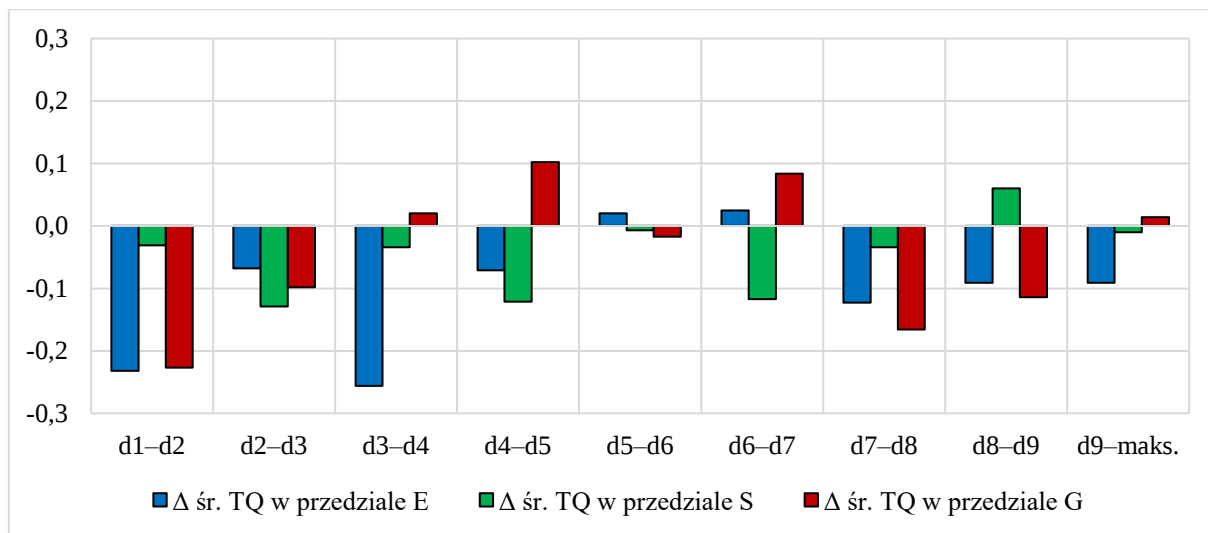
Zarówno największą (1,736), jak i najmniejszą (0,848) średnią wielkość TQ zaobserwowano w przedziałach decyli scoringu E odpowiednio od minimum do d1 oraz od d9 do maksimum. W przypadku scoringów S i G, podobnie jak miało to miejsce w odniesieniu do przedziałów scoringu E, największe TQ – równe 1,483 (dotyczy scoringu S) i 1,460 (dotyczy scoringu G) – odnotowano w pierwszych wyszczególnionych przedziałach tych wskaźników

Wykres 15. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022



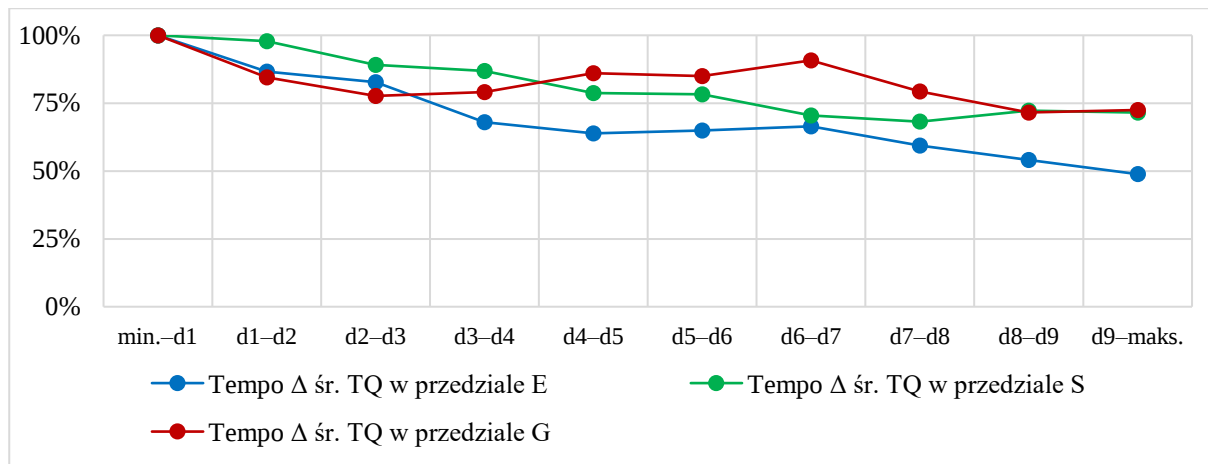
Objaśnienia: „d1–d2”, „d2–d3”, „d3–d4”,... oznaczają poszczególne przedziały decyli scoringów E, S i G. Wielkości decyli scoringów wraz z wielkościami TQ w sposób szczegółowy wykazano w załączniku 7.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 16. Zmiany średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022



Objaśnienia: wielkości decyli scoringów wraz z wielkościami TQ w sposób szczegółowy wykazano w załączniku 7. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wykres 17. Tempo zmian średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022



Objaśnienia: wielkości decyli poszczególnych scoringów wraz z tempem zmian (indeks=2010) TQ w sposób szczegółowy wykazano w załączniku 7 pracy doktorskiej. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

ESG, tj. od minimum do d1. Najmniejszą średnią wielkość wykorzystywanego wskaźnika wartości rynkowej dla scoringu S (1,011) zaobserwowano w przedziale od d7 do d8, podczas gdy dla scoringu G miało to miejsce w przedziale od d8 do d9, a średnia ta wyniosła 1,045. Na łącznie 27 możliwości (tj. dla dziewięciu przedziałów decyli dla trzech różnych scoringów), zaledwie w siedmiu przypadkach wzrost tych wskaźników ESG wiązał się ze wzrostem średniego TQ w tym przedziale. Dla przedziałów scoringu E, dodatnia zmiana TQ miała miejsce dwa razy, scoringu S raz, a scoringu G cztery razy. W pozostałych przypadkach miejsce miały ujemne zmiany TQ mieszczące się w przedziale od 0,007 (0,6%) – dla scoringu S w przedziale od d5 do d6 – do 0,256 (17,9%) – dla scoringu E w przedziale od d3 do d4. W żadnym przedziale nie miała miejsca sytuacja, w której średnie TQ byłoby większe, niż w przedziałach od minimum do d1 dla dowolnego spośród trzech analizowanych scoringów ESG. Powyższe obserwacje dowodzą zatem zasadności przypuszczenia, iż między wielkością scoringów E, S i G a wartością rynkową przedsiębiorstwa aproksymowaną wskaźnikiem Q Tobina występuje ujemna zależność. Przypuszczenie to znajduje również odzwierciedlenie w wynikach analizy korelacji (zob. tabela 39).

Tabela 39. Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringów E, S i G

Zmienna	TQ	E	S	G	RoTA	SIZE	GROW	FSTR	TURN	DIV
TQ	1									
E	-0,18***	1								
S	-0,11***	0,68***	1							
G	-0,06***	0,38***	0,43***	1						
RoTA	0,33***	-0,01	0,01	0,00	1					
SIZE	0,08***	0,56***	0,55***	0,33***	0,25***	1				
GROW	0,13***	-0,05***	-0,06***	-0,02**	0,13***	-0,02***	1			
FSTR	-0,32***	0,17***	0,17***	0,08***	-0,11***	0,14***	-0,09***	1		
TURN	0,11***	-0,09***	-0,08***	-0,04***	0,34***	-0,15***	0,05***	0,13***	1	
DIV	0,03***	0,14***	0,10***	0,00	0,29***	0,26***	-0,09***	-0,05***	0,11***	1

Objaśnienia: oznaczenia jak wcześniej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Między TQ a wykorzystanymi w badaniu scoringami ESG odnotowano zależność o negatywnym kierunku i słabej sile, a zmienne te uznano za istotne statystycznie, gdzie p było mniejsze od 0,01. Oznacza to, iż dodatnia zmiana scoringów E, S i G powodowała zmianę TQ o ujemnym charakterze. Choć siła korelacji w tych przypadkach była słaba, to najwyższy poziom współczynnika korelacji zaobserwowano dla zmiennej E, a najniższy dla G. Wyniki przedsiębiorstw w obszarze związanym ze środowiskiem naturalnym odgrywają zatem większą rolę w kształtowaniu ich wartości rynkowej niż uzyskane w obszarach S oraz G. Rynek postrzega wyższe scoringi E, S i G przez pryzmat niepotrzebnych kosztów przedsiębiorstwa (w zgodzie z finansami tradycyjnymi), a największą wagę przywiązuje do scoringu E. Może to być związane z faktem, iż polepszenie lub osiąganie wysokich wyników spółki w obszarze *Environmental* wymaga zaangażowania większych zasobów oraz poczynienia większych wysiłków niż w obszarach *Social* lub *Governance*, zatem odbywa się wyższym kosztem niż dokonanie podobnego w pozostałych wymiarach niefinansowej działalności przedsiębiorstwa. Uczestnicy rynku, mając świadomość powyższego, w większym stopniu „karzą” niższą wyceną spółki dążące do poprawy swoich wyników związanych z kwestiami środowiskowymi niż w wypadku podnoszenia przez nie wyników w obszarach społecznym i zarządczym.

Pomiędzy zmiennymi E, S i G wystąpiła dodatnia oraz istotna statystycznie korelacja (gdzie p było mniejsze od 0,01) o umiarkowanej sile, dla której współczynnik korelacji przyjmował wielkości od 0,38 (między E a G) do 0,68 (między E a S). Oznacza to, iż spółki chcąc prowadzić swoją działalność w sposób bardziej zrównoważony, nie skupiają się jedynie

na wybranym obszarze (np. tylko na S), lecz (przynajmniej w pewnym stopniu) równolegle dążą do polepszenia swoich wyników we wszystkich obszarach, tj. E, S i G jednocześnie. Podobnie do zmiennej ESG, poszczególne scoringi E, S i G nie były skorelowane ze wskaźnikiem rentowności aktywów całkowitych – RoTA⁵⁴¹, natomiast były istotnie skorelowane (gdzie p było mniejsze od 0,01) ze zmienną SIZE, a związek ten charakteryzował się umiarkowaną siłą i dodatnim kierunkiem oddziaływania. Ponownie należy zatem stwierdzić, iż większe spółki, dysponując większymi środkami, są bardziej predysponowane do osiągania lepszych wyników w obszarach ESG niż mniejsze podmioty. Istotny w tym kontekście może być również fakt, iż większe podmioty są zobowiązane na mocy NFRD ujawniać stosowne informacje ESG, przez co dokładają większych starań niż przedsiębiorstwa do tego niezobligowane, aby te wymogi dopełnić w odpowiedni sposób. Zmienne GROW oraz TURN były negatywnie związane z E, S i G, a związek ten miał słabą siłę oraz był istotny statystycznie (dla E i S p było mniejsze od 0,01, a dla G mniejsze od 0,05). Między FSTR a E, S i G odnotowano natomiast istotną statystycznie, lecz odwrotną zależność – pozytywną – o podobnej sile. Dodatkowo, z DIV istotnie statystycznie (gdzie p było mniejsze od 0,01) oraz dodatnio skorelowane były tylko zmienne E i S, podczas gdy między DIV a G nie zaobserwowano występowania zależności w ogóle. Korelacja między pozostałymi zmiennymi uwzględnionymi w analizie była taka sama, jak w analizie z wykorzystaniem wskaźnika ESG, dlatego nie przytaczano ponownie tych wyników. Należy stwierdzić, że wyniki dotychczasowych badań są spójne z wnioskami poczynionych we wcześniejszej części pracy, a dodatkowo znajdują potwierdzenie w analizie regresji z wykorzystaniem danych panelowych (zob. tabela 40).

Tabela 40. Wpływ wyników w obszarach E, S i G (E, S, G) na wartość rynkową (TQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

Wyszczególnienie	Współczynnik	p
E	-0,0026	0,000
S	-0,0011	0,057
G	-0,0025	0,000
RoTA	2,6067	0,000

⁵⁴¹ Podobnie jak w wypadku scoringu ESG, mimo, iż autorzy dowodzą istotnej statystycznie relacji między rentownością, a wynikami E, S i G, to na skutek możliwości uzyskania przez analizowane przedsiębiorstwa korzyści finansowych z tytułu dążenia do polepszenia swoich wyników E, S i G, brak zależności między wskaźnikiem RoTA a scoringiem ESG jest uzasadniony. Niemniej, nie jest to główny przedmiot badań, dlatego nie przeprowadzono dalszych analiz w tym zakresie.

SIZE	0,5547	0,000
GROW	-0,1940	0,000
FSTR	-0,1568	0,012
TURN	0,5809	0,000
DIV	-0,0687	0,000
ε	-3,324	0,000
Test Hausmana	1 168,37	0,000
Chi ²	34,55	0,000
Efekty stałe	Tak	
Statystyka F	60,74	0,000
Skorygowane R ²	0,8788	
N	10 378	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Zmienne E, S i G uznano za istotne statystycznie (dla E i G p było mniejsze od 0,01, a dla S mniejsze od 0,10). Scoringi te wywierały negatywny wpływ na TQ badanych spółek, co jest zgodne z badaniami G. Filbecka i R.F. Gorman – w odniesieniu do scoringu E⁵⁴² – A. Galanta oraz S. Cadeza – zważywszy na wyniki w obszarze S⁵⁴³ – a także R. Cheng i in. – w kontekście scoringu G⁵⁴⁴. Wzrost scoringów E, S i G o jednostkę powodował spadek TQ o odpowiednio 0,0026, 0,0011 i 0,0025. Największym wpływem na wartość rynkową odznaczały się zatem wyniki przedsiębiorstw w obszarze E.

Na podstawie powyższego należy stwierdzić, że **wyniki przeprowadzonych badań nie stworzyły podstaw do sfalsyfikowania drugiej hipotezy badawczej**, stanowiącej, iż „scoring środowiskowy (E), spośród pozostałych komponentów scoringu ESG, wpływa najsilniej na wartość rynkową spółek publicznych rynków giełdowych K-28.”. Obserwację dotyczącą kierunku wpływu można uznać za jednocześnie zaskakującą i interesującą. W wypadku spółek grupy krajów z regionu świata, który uznawany jest za wiodący w zakresie wdrażania polityk na rzecz zrównoważonych finansów oraz który każdego roku przeznacza znaczące środki na wdrażanie działań w tym zakresie (tj. K-28), słuszne wydaje się oczekiwanie, iż lepsze wyniki

⁵⁴² G. Filbeck, R.F. Gorman, *The relationship between the environmental and financial performance of public utilities*, Environmental and Resource Economics, vol. 29, no. 2, 2004, s. 137–157; J.P. Hao, F. Kang, *Corporate environmental responsibilities and executive compensation: A risk management perspective*, Business and Society Review, vol. 124, no. 1, 2019, s. 145–179.

⁵⁴³ A. Galant, S. Cadez, *Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches*, Ekonomska Istrazivanja, vol. 30, no. 1, 2017, s. 676–693.

⁵⁴⁴ R. Cheng, H. Kim, D. Ryu, *ESG performance and firm value in the Chinese market*, Investment Analyst Journal, vol. 52, no. 2, 2023, s. 1–15.

przedsiębiorstw tych krajów, w ramach przynajmniej jednego z obszarów ESG, prowadzą do wyższej wyceny rynkowej tych podmiotów.

Dowiedziony kierunek oddziaływania wskaźników ESG na TQ może mieć natomiast źródło w ogólnym postrzeganiu pojęcia ESG przez uczestników rynku. Jak wspomniano wcześniej w pracy, z jednej strony UE wdraża coraz większą liczbę regulacji i inicjatyw na rzecz zrównoważenia gospodarki światowej i równolegle przedstawia liczne plany dotyczące kolejnych działań na tę rzecz. Z drugiej strony UE podkreśla, iż dotychczasowe poczynione wysiłki w obszarach ESG nadal są niewystarczające, aby osiągnąć globalne cele w zakresie środowiska naturalnego, społeczeństwa i/lub kwestii zarządczych. Inwestorzy, dostając tak poniekąd sprzeczne informacje, mogą mianem nieefektywnej oceniać jakkolwiek działalność ESG, nawet w odniesieniu do pojedynczych przedsiębiorstw, zarazem „karząc” je niższymi wycenami za wykonywanie czynności na rzecz zrównoważenia swojej działalności.

Scoring E spośród pozostałych składowych wskaźnika ESG może odgrywać wiodącą rolę w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstw z tego powodu, iż globalne problemy w tym właśnie zakresie są uznawane za najtrudniejsze do rozwiązania oraz pośrednio warunkują występowanie problemów w pozostałych obszarach ESG, tj. *Social* i *Governance*. Kierunek oraz siła wpływu na TQ pozostałych zmiennych uwzględnionych w badaniu były podobne do tych, jak przy ocenie wpływu scoringu ESG na wartość przedsiębiorstwa, za wyjątkiem zmiennej FSTR, która tym razem została uznana za istotną statystycznie, lecz dla $p < 0,05$. Wzrost wskaźnika RoTA o jednostkę przyczyniał się do wzrostu TQ o 2,6067. Odnośnie do SIZE, wzrost wielkości przedsiębiorstwa mierzonego logarytmem naturalnym wartości kapitalizacji rynkowej o 1% powodował wzrost wartości rynkowej spółki o 0,5547%. Wzrost zmiennych GROW oraz FSTR wywoływał odwrotny skutek względem TQ, z kolei zmienna TURN oddziaływała na wskaźnik wartości rynkowej przedsiębiorstwa pozytywnie. Finalnie, wypłata dywidendy przez spółkę powodowała spadek TQ.

W modelach zastosowano efekty stałe w przekroju wielowymiarowym, a statystyka F dowiodła słuszności wykorzystania danych zmiennych niezależnych. Z kolei opierając się na skorygowanym R^2 , możliwe było stwierdzenie, iż wykorzystane zmienne objaśniają TQ w 87,88% na podstawie 10 378 „spółka-rok” obserwacji. Dodatkowe badania przeprowadzone w ramach analizy wrażliwości dały zbliżone do powyższych wyniki (zob. tabela 41).

Tabela 41. Analiza wrażliwości – wpływ scoringów E, S i G (E, S, G, normE, normS i normG) na wartość rynkową (TQ i adjTQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

Wyszczególnienie	Zmienna objaśniana: TQ		Zmienna objaśniana: adjTQ			
	Konfiguracja modelu (1)		Konfiguracja modelu (2)		Konfiguracja modelu (3)	
	Wsp.	p	Wsp.	p	Wsp.	p
E	-	-	-0,0024	0,000	-	-
S	-	-	-0,0016	0,007	-	-
G	-	-	-0,0023	0,000	-	-
normE	-0,0061	0,000	-	-	-0,0058	0,000
normS	-0,0021	0,107	-	-	-0,0032	0,017
normG	-0,0057	0,000	-	-	-0,0053	0,000
RoTA	2,6093	0,000	2,6779	0,000	2,6801	0,000
SIZE	0,5544	0,000	0,5267	0,000	0,5264	0,000
GROW	-0,1936	0,000	-0,2226	0,000	-0,2223	0,000
FSTR	-0,1593	0,011	-0,1169	0,064	-0,1194	0,058
TURN	0,5814	0,000	0,5466	0,000	0,5471	0,000
DIV	-0,0683	0,000	-0,0644	0,000	-0,0639	0,000
ε	-2,9614	0,000	-3,9342	0,000	-3,5653	0,000
Test Hausmana	1 144,46	0,000	865,82	0,000	870,96	0,000
Chi ²	35,82	0,000	30,82	0,000	31,33	0,000
Efekty stałe	Tak		Tak		Tak	
Statystyka F	60,71	0,000	52,59	0,000	52,57	0,000
Skorygowane R ²	0,8788		0,8624		0,8623	
N	10 378		10 378		10 378	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Wyniki badań uzyskane w ramach przeprowadzonej analizy wrażliwości dowiodły ujemnego wpływu scoringów E, S i G na wartość rynkową, bez względu na zastosowany wariant zmiennych objaśniających E, S i G (tj. E, S i G lub normE, normS i normG) lub zmiennej objaśnianej TQ (tj. TQ oraz adjTQ). Oddziaływanie tych zmiennych na wartość rynkową należy uznać za jednoznacznie ujemne. We wszystkich wariantach modelu, zmienna aproksymująca wyniki przedsiębiorstw w obszarze E wyróżniała się większym wpływem na wartość rynkową niż te dotyczące obszarów S oraz G.

W wariancie (1) oraz (3) modelu, współczynniki regresji przy zmiennej normE wyniosły odpowiednio -0,0061 i -0,0058, podczas gdy dla zmiennej normS -0,0021 (w wariancie modelu (1) zmienna ta nie była istotna statystycznie) i -0,0032, a dla normG

-0,0057 i -0,0053. W wariancie modelu (2) współczynniki przy zmiennych E, S i G były z kolei równe -0,0024, -0,0016 oraz -0,0023. Zmienna RoTA oraz zmienne kontrolne (tj. SIZE, GROW, FSTR, TURN i DIV) we wszystkich wariantach modelu uznano za istotne statystycznie dla p mniejszego od 0,10 lub 0,01, a ich siła oraz kierunek oddziaływania były zbliżone do wyników analizy regresji przedstawionych w tabeli 39. Innymi słowy, zmienne RoTA, SIZE i TURN na TQ wpływały pozytywnie, podczas gdy GROW, FSTR i DIV negatywnie. W wariantach modelu (1), (2) i (3) zastosowano FE w przekroju dla spółek i momentów czasu jednocześnie, a wartości statystyk F i odpowiadające im poziomy prawdopodobieństwa potwierdziły istotny statystycznie związek między zmiennymi objaśniającymi modelu a TQ. Ponadto, zbudowane konfiguracje modeli pozwalały wyjaśnić od 86,23% do 87,88% zmienności modelowanych zmiennych zależnych, każdorazowo na podstawie 10 378 obserwacji.

6.5. Podsumowanie

W badaniach zastosowano trzy metody badawcze wykorzystujące wybrane miary statystyki opisowej, współczynnik korelacji Pearsona oraz analizę PLS z użyciem zmodyfikowanego modelu wyceny Ohlsona. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa została aproksymowana wskaźnikiem Q Tobina, podczas gdy za miarę wyników ESG spółek przyjęto scoringi ESG, E, S oraz G zaczerpnięte z bazy danych Refinitiv. Przyjęty proces badawczy umożliwił zarówno znalezienie odpowiedzi na dwa pytania badawcze, jak i weryfikację korespondujących z nimi dwóch hipotez badawczych, dotyczących kierunku wpływu łącznego scoringu ESG oraz siły oddziaływania scoringów E, S i G na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Początkowa obserwacja o potencjalnie ujemnej zależności między scoringiem ESG a wartością rynkową przedsiębiorstwa – poczyniona na podstawie zmian średnich wielkości wskaźnika TQ w poszczególnych przedziałach decyli scoringu ESG – znalazła również odzwierciedlenie w wynikach dalszych badań, tj. analizy korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona oraz analizy regresji danych panelowych. Odnośnie do pierwszej hipotezy badawczej, stanowiącej o występowaniu pozytywnego wpływu scoringu ESG na wartość przedsiębiorstwa, wyniki badań stworzyły podstawy do jej falsyfikacji. Wielkość scoringu ESG spółek publicznych rynków giełdowych krajów członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii wpływała negatywnie na ich wycenę rynkową. Jest to o tyle zaskakujące zjawisko, że przedsiębiorstwa K-28 podlegają jednocześnie wielu działaniom i biorą udział w wielu inicjatywach i regulacjach na rzecz zrównoważonych finansów, których

celem jest zrównoważenie gospodarki światowej, lecz finalnie wpływa poprawa tych wyników wpływa negatywnie na wycenę spółek. Mimo istnienia licznych globalnych problemów w obszarach ESG oraz działań na rzecz zrównoważonych finansów, inwestorzy najwyraźniej nadal działają w zgodzie z założeniami finansów tradycyjnych oraz po części finansów behawioralnych. Bardziej niż wyniki niefinansowe cenią wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz kierują się w swoich działaniach przede wszystkim perspektywą osiągnięcia korzyści ekonomicznych, a nie przyczyniania się do generowania korzyści dla otoczenia, które mogłyby ułatwić zrównoważenie funkcjonowania gospodarki światowej.

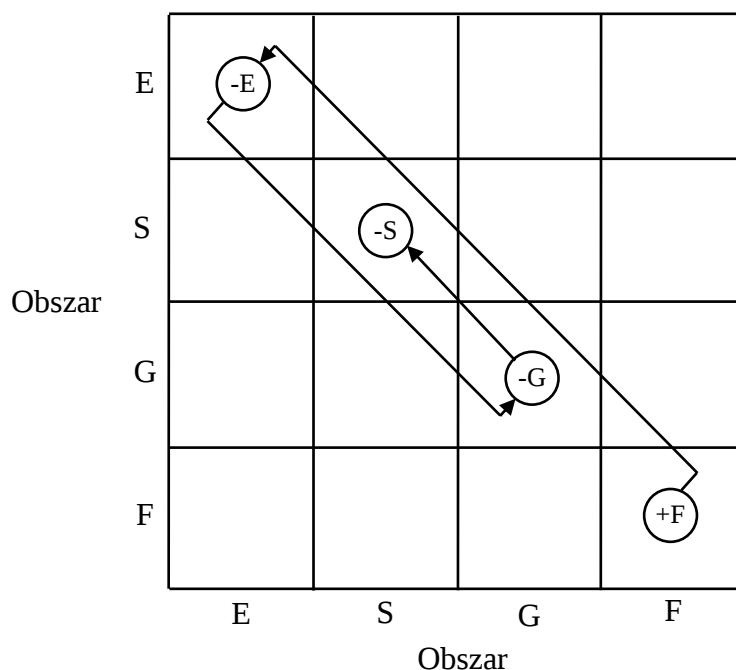
Podobnie jak w odniesieniu do scoringu ESG i TQ, poczyniona obserwacja na podstawie zmian średniej wielkości wskaźnika TQ w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G, stanowiąca, iż wraz ze wzrostem wielkości tych wskaźników ESG wartość przedsiębiorstwa maleje, znalazła potwierdzenie w dalszych wynikach badań. W ramach analizy korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona dowiedziono występowania negatywnej, lecz słabej (w przypadku scoringu E najsilniejszej) zależności między poszczególnymi scoringami ESG a TQ. Oznacza to, iż wzrost scoringu E, S lub G związany był ze spadkiem TQ i *vice versa*. Podobne rezultaty otrzymano z przeprowadzonej analizy regresji oszacowanej metodą najmniejszych kwadratów z wykorzystaniem danych panelowych. Wszystkie scoringi charakteryzowały się ujemnym oddziaływaniem na wartość rynkową badanych spółek, a spośród nich najsilniejszy wpływ na TQ wywierał scoring E.

Przeprowadzone badania dały zatem jednoznaczne wyniki w dwóch wymiarach. Po pierwsze, wielkość scoringów E, S i G negatywnie oddziaływała na TQ, tj. dodatnia zmiana tych scoringów wywoływała zmianę TQ o odwrotnym kierunku. Po drugie, spośród trzech komponentów scoringu ESG, scoring E wpływał najsilniej na wartość rynkową badanych spółek. Z jednej strony, pozwoliło to uzyskać odpowiedź na drugie postawione pytanie badawcze – „Który z komponentów ESG – środowiskowy (E), społeczny (S), czy zarządczy (G) – odgrywa największą rolę w kształtowaniu wartości rynkowej spółek publicznych rynków giełdowych K-28?”. Z drugiej zaś strony, wyniki tych badań nie stworzyły podstaw do falsyfikowania hipotezy badawczej, brzmiącej „Scoring środowiskowy (E), spośród pozostałych komponentów scoringu ESG, wpływa najsilniej na wartość rynkową spółek publicznych rynków giełdowych K-28”.

Siła oddziaływania zmiennych związanych z wynikami ESG przedsiębiorstwa (tj. zmienne ESG, E, S i G) na TQ była mniejsza od siły wpływu pozostałych zmiennych o charakterze finansowym. W połączeniu z dowiedzionym ujemnym charakterem zależności między scoringami ESG a wartością rynkową, powyższe dowodzi zachęcania spółek przez

inwestorów do funkcjonowania według rodzaju zrównoważonych finansów (F), określanego w klasyfikacji ESGF mianem błędnego (zob. rysunek 23).

Rysunek 23. Błędny rodzaj zrównoważonych finansów według klasyfikacji ESGF



Objaśnienia: E – obszar środowiskowy; S – obszar społeczny; G – obszar zarządczy; F – obszar finansowy; „+” – korzyści w obszarze; „-” – straty w obszarze. Kierunek strzałek wyznacza priorytety.
Źródło: opracowanie własne.

Ponieważ dla inwestorów kwestie finansowe są kluczowe i pozytywnie wpływają na wycenę przedsiębiorstw, a wyniki ESG mają znaczenie mniejsze i na wartość rynkową oddziałują ujemnie, więc obszar F ma nad nimi priorytet i tylko w nim tworzone są korzyści (oznaczone przez „+”) dla otoczenia. Spośród trzech obszarów ESG największe znaczenie dla uczestników rynku miał E, a następnie G. Relacje między wszystkimi obszarami można zatem zapisać jako:

$$F_{(benefit, impact)} > E_{(benefit, impact)} > G_{(benefit, impact)} > S_{(benefit, impact)} \quad (21)$$

W tym wypadku funkcję wartości dla otoczenia (tj. ESGF), o której mowa we wcześniejszej części pracy⁵⁴⁵ wyraża równanie:

⁵⁴⁵ Szerzej w podrozdziale 2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów.

$$\max ESGF = F_{(benefit, impact)}, \quad (22)$$

przy czym:

$$F_{benefit} > 0 \vee F_{impact} > 0, \quad (23)$$

a negatywne efekty zewnętrzne mają postać:

$$E_{benefit} \vee E_{impact} < 0 \quad (24)$$

$$G_{benefit} \vee G_{impact} < 0$$

$$S_{benefit} \vee S_{impact} < 0$$

Wobec powyższego nie można zatem twierdzić, iż poprzez finansową część obszaru zrównoważonych finansów tworzona jest wartość wspólna dla otoczenia „będąca ogółem działań podmiotów gospodarczych mających na celu co najmniej nie tworzenie szkód w żadnym z obszarów ESG, a docelowo generowanie korzyści w jednym z nich lub we wszystkich jednocześnie, przy zachowaniu perspektywy osiągnięcia korzyści finansowych w długim okresie”. Przeprowadzone badania dowodzą, iż aktualnie inwestorzy w K-28 podejmują decyzje dające zupełnie odwrotny od zamierzonego w zrównoważonych finansach efekt. Naruszone jest bowiem fundamentalne założenie dotyczące nietworzenia szkód w żadnym z obszarów ESG.

Ujemny kierunek oddziaływania analizowanych scoringów ESG na wartość rynkową należy traktować jako zjawisko negatywne lub co najmniej niepożądane. Biorąc pod uwagę, iż Unia Europejska w ciągu ostatnich lat poniosła wiele wysiłków oraz przeznaczyła znaczące środki finansowe na implementację działań na rzecz zrównoważonych finansów, oczekiwano zapewne zupełnie innych rezultatów. Paradoksalnie inwestorzy nagradzają spółki giełdowe za gorsze wyniki ESG wyższą wyceną rynkową, z kolei te o lepszych wynikach w tych obszarach karzą wyceną niższą. Przyjmując, iż racjonalne jest dbanie przez przedsiębiorstwa o otoczenie, z którego zasobów korzystają, zaobserwowane zjawiska należy uznać za wysoce niepożądane. Może to zostać jednak wytłumaczone poprzez przyjęcie nieco odmiennej perspektywy na kwestię racjonalności, tj. w zgodzie z finansami tradycyjnymi, według których racjonalne są tylko te działania, które prowadzą do osiągania korzyści ekonomicznych przez konkretny podmiot. W obecnej gospodarce, w UE oraz Wielkiej Brytanii, zdaje się zatem istnieć

zasadność dla funkcjonowania tylko dwóch rodzajów zrównoważonych finansów – błędnego według klasyfikacji ESGF lub finansów tradycyjnych zdefiniowanych przez D. Schoenmakera, w których realizowane są jedynie korzyści finansowe, nawet za cenę powstawania negatywnych efektów zewnętrznych w obszarach E, S i G.

ZAKOŃCZENIE

Począwszy od 1972 roku na forum międzynarodowym zwraca się uwagę, że obecny model funkcjonowaniu podmiotów gospodarczych prowadzi do nieodwracalnych oraz negatywnych w skutkach zmian w ekosystemie Ziemi. Z tego względu konieczne jest podjęcie odpowiednich działań zgodnych m.in. z wytycznymi zrównoważonych finansów. W koncepcji tej korzyści ESG współlistnieją z korzyściami ekonomicznymi, zatem zrównoważone finanse mogą sprzyjać rozwiązaniu części globalnych problemów obecnych zarówno w obszarach środowiska naturalnego, jak i społeczeństwa oraz kwestii zarządczych. Pomimo opisanych w pracy niedoskonałości, krytyki ze strony ekspertów oraz przeszkód związanych z wdrożeniem zrównoważonych finansów w praktyce gospodarczej, prowadzona od początku wieku polityka UE na ich rzecz spotkała się z aprobatą szerokiego grona interesariuszy. Postrzegana jest również jako znaczący krok w stronę osiągnięcia zrównoważonej gospodarki globalnej. Integralną częścią tej koncepcji jest pojęcie ESG (*Environmental, Social and Governance*), które w ciągu ostatnich lat znacząco zyskało na powszechności, w szczególności wśród inwestorów. Coraz częściej inkorporują oni wyniki ESG przedsiębiorstw do procesu ich wyceny na rynku. Zjawisko to spowodowało zapotrzebowanie na wiarygodne, zunifikowane i porównywalne informacje o niefinansowych wynikach przedsiębiorstw w obszarach ESG, co z kolei stanowiło przyczynek do wdrożenia licznych regulacji prawnych (m.in. NFRD i CSRD) oraz inicjatyw (np. standardy sprawozdawczości niefinansowej oraz scoringi i ratingi ESG) zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i krajowym.

Główną intencją niniejszej rozprawy była ocena siły oraz kierunku oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową spółek sektorów niefinansowych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych w państwach członkowskich UE oraz w Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022. Aby zrealizować przyjęty cel, konieczne było przeprowadzenie szeregu analiz i badań teoretyczno-empirycznych umożliwiających zrozumienie i oszacowanie relacji zachodzących między tymi dwoma miarami działalności przedsiębiorstwa. W badaniach empirycznych wykorzystano m.in. dane z bazy Refinitiv Eikon, które podlegały autorskiemu systemowi organizacji danych w celu zapewnienia ich możliwie jak najwyższej jakości, poprawności i wiarygodności. Przyjęty proces badawczy umożliwił zarówno znalezienie odpowiedzi na postawione pytania badawcze, jak i weryfikację związanych z nimi dwóch hipotez badawczych.

Badania dotyczące zależności między wynikami niefinansowymi a finansowymi i/lub wartością rynkową spółek trwają od wielu lat i płynące z nich wnioski w przeważającej

większości wskazują na występowanie istotnego wpływu wyników ESG na wartość rynkową spółek, o różnej sile oraz odmiennym kierunku. Co do zasady ich autorzy byli zgodni, iż zależność występująca między tymi dwoma zmiennymi powinna mieć charakter dodatni. Wynika to między innymi z faktu, iż przedsiębiorstwo, funkcjonując w danym otoczeniu oraz korzystając z jego zasobów, powinno w swoich działaniach uwzględniać oczekiwania jego interesariuszy. Takie postępowanie powinno zostać określone mianem racjonalnego, w szczególności przez uczestników regulowanych rynków giełdowych, a także wiązać się z wyższą wartością rynkową tych spółek w porównaniu do przedsiębiorstw generujących głównie negatywne efekty zewnętrzne. Byłoby to zgodne z koncepcją wartości dla interesariuszy, zgodnie z którą spółka może przetrwać na rynku oraz dobrze prosperować tylko wtedy, gdy służy wszystkim swoim grupom interesu, a nie jedynie swoim właścicielom.

Wyniki przeprowadzonych badań dowiodły występowania relacji o przeciwnym, niż zakładano, kierunku. Lepsze wyniki ESG spółek (wyższe scoringi ESG) wpływały na spadek ich wartości rynkowej. Na tej podstawie, pierwsza hipoteza badawcza przyjmująca występowanie pozytywnej oraz istotnej statystycznie relacji między wynikami ESG a wartością rynkową spółek publicznych rynków giełdowych K-28 została falsyfikowana. Ten rezultat stoi w opozycji do wniosków większości badaczy z ostatnich lat. Różnica ta może wynikać z fragmentarycznego podejścia do badań. Autorzy często skupiali się na podmiotach o określonej charakterystyce, np. spółkach z danego sektora/danej branży oraz z siedzibą w danym kraju – np. spółki z branży lotnictwa w Korei Południowej – zatem wyniki badań były skrzywione z uwagi na specyfikę próby badawczej. Pozytywna zależność między wspomnianymi zmiennymi mogła być bardziej zasadna niż w pozostałych wypadkach. W przytoczonym przykładzie wysokie wyniki ESG mogłyby być efektem stosowania rozwiązań zmniejszających zużycie paliwa i emisje CO₂ w transporcie lotniczym, co z kolei oznaczałoby mniejsze koszty. Tym samym, wysokie wyniki ESG osiągnięte w ten sposób przyczyniały się do lepszych wyników finansowych i finalnie wyższej wyceny rynkowej spółki. W przeciwieństwie do powyższego, przedmiotem badań przeprowadzonych w rozprawie były spółki zróżnicowane zarówno pod względem sytuacji finansowej, przynależności sektorowej, jak i kraju siedziby. Takie podejście umożliwiło wyciągnięcie wniosku, iż dla podmiotów o przyjętej charakterystyce (tj. spółek giełdowych sektorów niefinansowych w K-28), lepsze wyniki ESG obniżają ich wycenę rynkową.

Takie same wnioski (w zakresie zależności między zmiennymi) pojawiły się w wypadku scoringów dotyczących obszarów środowiskowego (scoring E), społecznego (scoring S) i kwestii zarządczych (scoring G) osobno, a także ich różnych wariantów (tj. normE, normS

i normG). We wszystkich scenariuszach wielkość wskaźników E, S i G destymulowała wartość rynkową analizowanych podmiotów. Najsilniejszy wpływ na wartość rynkową wywierał natomiast scoring E. Wyniki tej części badań empirycznych nie stworzyły zatem podstaw ku falsyfikacji drugiej hipotezy badawczej, zgodnie z którą scoring E, odznacza się największą siłą wpływu na wartość rynkową badanych podmiotów. Uzasadnieniem takiego wyniku może być fakt, iż wyeliminowanie problemów środowiskowych w gospodarce globalnej jest trudniejsze niż rozwiązanie problemów np. w obszarze G. Każde przedsiębiorstwo zмага się z innymi problemami zarządczymi, natomiast problemy w zakresie środowiska naturalnego są wspólne dla wszystkich podmiotów globalnie. Niemożliwa jest eliminacja problemów E wysiłkami np. tylko spółek z siedzibą w Chinach, mimo iż, jest to kraj o największym udziale emisji CO₂. Podobnie możliwe nie będzie całkowite zwalczenie problemów E, gdy wysiłki w tym celu będą podejmowały spółki ze wszystkich krajów świata za wyjątkiem Chin. Niezbędne są bowiem działania wszystkich podmiotów gospodarczych na świecie, co czyni problemy środowiskowe najistotniejszymi. Pogląd ten jest natomiast odzwierciedlony w działaniach uczestników rynku.

Rezultaty badań świadczące o negatywnym wpływie wyników ESG na wycenę rynkową badanych spółek są o tyle zaskakujące, że funkcjonują one w regionie świata, w którym prowadzona jest jedna z najbardziej zaawansowanych polityk na rzecz zrównoważonych finansów. W takim wypadku oczekiwany był scenariusz zupełnie inny, w którym przedsiębiorstwa za swoją dbałość o otoczenie oraz transparentność działania w obszarach ESG byłyby nagradzane przez inwestorów wyższą wyceną. 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 osiągania korzyści finansowych. Tym samym, nadal prawdziwe i obowiązujące jest stwierdzenie M. Friedmana z początku lat 70. XX wieku, że „społeczną odpowiedzialnością biznesu jest zwiększanie jego zysków”⁵⁴⁶.

Przeprowadzone w rozprawie doktorskiej badania i uzyskane na ich podstawie wnioski dostarczają dowodów na temat (i) charakteru zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową oraz (ii) roli obszaru środowiskowego jako najistotniejszego spośród trzech obszarów niefinansowej działalności przedsiębiorstw w kontekście kształtowania się ich wartości rynkowej. Wyniki badań mają także charakter aplikacyjny. Po pierwsze, mogą zostać zastosowane przez inwestorów podczas formułowania

⁵⁴⁶ Cytat w oryginale brzmi „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”. M. Friedman, *The Social...*, op. cit., s. 1–11.

strategii i realizacji celów inwestycyjnych zgodnych z ich preferencjami w stopniu większym niż dotychczas. Po drugie, mogą służyć kadry zarządczej spółek publicznych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych w państwach członkowskich UE oraz Wielkiej Brytanii jako pewnego rodzaju drogowskaz w zakresie działań maksymalizujących wartość rynkową. Chcąc realizować ten cel, zarządzający przedsiębiorstwami powinni osiągać wyniki ESG jedynie w stopniu, w jakim obligują ich obowiązujące regulacje – lepsze wyniki ESG będą bowiem prowadziły do pomniejszania wartości rynkowej podmiotu poniżej tej, która wynika z wdrożenia obowiązujących regulacji prawnych. Po trzecie, dostarczają prawodawcom na całym świecie informacji na temat skutków formułowanych i wdrażanych przez nich regulacji w zakresie zrównoważonych finansów. Na ich podstawie mogą oni zrewidować swoje założenia i odpowiednio je dostosować tak, aby (i) podmioty zobowiązane do ich przestrzegania i ich interesariusze (zwłaszcza właściciele), dostrzegali w tych działaniach własne korzyści oraz aby (ii) tego rodzaju polityki nie były postrzegane jedynie przez pryzmat koniecznych do poniesienia kosztów.

Rezultaty badań mają również wymiar dydaktyczny oraz mogą zostać uwzględnione w podręcznikach z zakresu finansów. Wyniki ESG są determinantami wyceny rynkowej przedsiębiorstw oraz mają znaczenie, chociażby dla sukcesu polityk UE na rzecz zrównoważonych finansów. Istotne zatem jest, aby działalność przedsiębiorstw w obszarach ESG oraz jej skutki były przedmiotem edukacji. Brak dostosowania oferty dydaktycznej do zmieniających się warunków ekonomicznych oraz przekazywanie wiedzy w sposób niezmienny od lat skutkować będzie powielaniem przez przyszłe pokolenia błędów pokoleń przeszłych i teraźniejszych. Uniemożliwi to również wdrożenie m.in. zrównoważonych wzorców produkcji i konsumpcji, które w ramach polityk UE na rzecz zrównoważonych finansów określane jest mianem jednych z kluczowych na drodze do zrównoważenia gospodarki światowej.

W rozprawie przeprowadzono obszerne badania, które pozostawiają również przestrzeń dla dalszych analiz. Kolejni badacze mogą konstruować modele opisujące wartość rynkową przedsiębiorstwa z zastosowaniem większej liczby zmiennych kontrolnych (np. wiek podmiotu, ryzyko lub koszt kapitału). Taki zabieg powinien umożliwić zwiększenie poziomu objaśnienia wariancji zmiennej objaśnianej. Możliwe jest również zastosowanie innych aproksymat wartości rynkowej, jak chociażby wycena metodami majątkową, dochodową, mieszaną lub z zastosowaniem wskaźnika C/Z, MV/BV albo BHAR. Potwierdziłoby to, czy wyniki badań są wrażliwe (*robust*) na te zmiany. W rozprawie skupiono się na spółkach krajów członkowskich UE oraz Wielkiej Brytanii, lecz interesującym kierunkiem badań są podmioty z siedzibą

w krajach pozostałej części Europy, Azji, Ameryk Południowej i Północnej lub Oceanii i Afryki. Fakt, iż polityki na rzecz zrównoważonych finansów innych krajów nie są na tak zaawansowanym stopniu, jak w K-28, nie świadczy to, iż wyniki ESG nie są tam brane pod uwagę przy wycenie przedsiębiorstw. Podobny wniosek można wysnuć dla przedsiębiorstw nienotowanych na regulowanych rynkach giełdowych oraz spółek sektora finansowego, które z uwagi na odmienną charakterystykę względem pozostałej części próby badawczej nie zostały przeanalizowane. W badaniach wykorzystano scoringi i ratingi ESG prezentowane przez Refinitiv. Mając na uwadze, iż każda agencja wykorzystuje inny zestaw danych oraz różną metodykę do kalkulacji wskaźników ESG, porównanie wyników z zastosowaniem scoringów i ratingów od różnych podmiotów dla tej samej zbiorowości przedsiębiorstw stanowiłoby ciekawą analizę. Finalnie, w pracy wykorzystano 13-letni okres badawczy, od 2010 do 2022 roku. Działania na rzecz zrównoważonych finansów na świecie podejmowane są od wielu lat, dlatego podobne do przeprowadzonych w ramach rozprawy badania, lecz w innym horyzoncie czasowym (dłuższym lub krótszym), również stanowią potencjalny kierunek przyszłych badań.

Nie ulega wątpliwości, że problematyka zrównoważonych finansów jest i nadal będzie aktualna z uwagi na rosnące znaczenie kwestii środowiskowych, społecznych i zarządczych w kontekście globalnych wyzwań ekonomicznych. Nacisk na długoterminową stabilność i zrównoważony rozwój w strategiach inwestycyjnych również odgrywa kluczową rolę. Zmiany klimatyczne, degradacja środowiska naturalnego i rosnące nierówności społeczne sprawiają, że integracja kryteriów ESG w procesach decyzyjnych staje się nie tylko kwestią etyczną, ale także strategiczną. Regulacje prawne i inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów, takie jak chociażby Cele Zrównoważonego Rozwoju, Porozumienie Paryskie, Europejski Zielony Ład i europejskie standardy raportowania zrównoważenia wymuszają na przedsiębiorstwach większą transparentność i odpowiedzialność w zakresie ich wpływu na otoczenie. To z kolei przyczynia się do wzrostu znaczenia zrównoważonych finansów, jako kluczowego elementu w budowaniu bardziej odpornych na kryzysy rynków finansowych. Rosnąca świadomość społeczeństwa na temat zrównoważonych finansów i zrównoważonego rozwoju dodatkowo pogłębia ten efekt. W kontekście akademickim, badania nad zrównoważonymi finansami dostarczają cennych danych i analiz, które pomagają w lepszym zrozumieniu korzyści i wyzwań związanych z implementacją zrównoważonych finansów do praktyki gospodarczej. Kontynuowanie i rozwijanie badań w tym obszarze jest zatem niezbędne do kształtowania przyszłych polityk i strategii, gdyż dostarczają one narzędzi do kształtowania kierunków zmian chociażby w odniesieniu do celu działalności przedsiębiorstwa, aby finalnie, przyczynić się do długoterminowego dobrobytu ekonomicznego i społecznego.

BIBLIOGRAFIA

- Achdou Y., Han J., Lions P.-L., Moll B., Income and Wealth Distribution in Macroeconomics: A Continuous-Time Approach, *Review of Economic Studies*, vol. 89, 2022.
- Aggarwal R., Dow S., Corporate governance and business strategies for climate change and environmental mitigation, *The European Journal of Finance*, vol. 18, no. 3, 2011.
- Agyeman J., Bullard R.D., Evans B., *Just Sustainabilities: Development in an Unequal World*, MIT Press, Cambridge 2003.
- Ahlström H., Monciardini D., The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance. Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms, *Journal of Business Ethics*, vol. 177, 2021.
- Ahlström H., Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance, *Sustainability*, vol. 11, no. 2, 2019.
- Akerlof G.A., The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970.
- Alda M., ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream, *Finance Research Letters*, vol. 36, 2020.
- Alińska A., Frydrych S., Klein E., *Finanse w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego: Studia i Prace, vol. 1, 2018.
- Amadae S.M., *Neoclassical Economics*, [in:] M.T. Gibbons, D. Coole, E. Ellis, K. Ferguson (eds.), *The Encyclopedia of Political Thought*, Wiley-Blackwell, Hoboken 2014.
- Amel-Zadeh A., Serafeim G., Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey, *Financial Analysts Journal*, vol. 74, no. 3, 2018.
- Anderson J., *Environmental Finance*, [in:] V. Ramiah and G.N. Gregoriou (eds.), *Handbook of Environmental and Sustainable Finance*, Elsevier, London 2016.
- Apostaie C.M., Sustainable Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Literature, *International Journal of Management and Applied Science*, vol. 6, no. 6, 2020.
- Arditti F.D., Risk and the Required Return on Equity, *The Journal of Finance*, vol. 22, no. 1, 1967.
- Ari I., Koc M., Philanthropic – crowdfunding – partnership: A proof-of-concept study for sustainable financing in low-carbon energy transitions, *Energy*, vol. 222, no. 5, 2021.
- Armeanu D.S., Vintila G., Gherghina S.C., Empirical Study towards the Drivers of Sustainable Economic Growth in EU–28 Countries, *Sustainability*, vol. 10, 2018.
- Arora S., Sur J.K., Chauhan Y., Does corporate social responsibility affect shareholder value? Evidence from the COVID-19 crisis, *International Review of Finance*, vol. 22, no. 2, 2022.
- Arribas I., Espinós-Vañó M.D., García F., Tamošiunienė R., Negative screening and sustainable portfolio diversification, *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, vol. 6, no. 4, 2019.
- Arrow K.J., The Economics of Moral Hazard: Further Comment, *The American Economic Review*, vol. 58, no. 3–1, 1963.
- Arystoteles, *Etyka Nikomachejska*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1982.
- Avetisyan E., Hockerts K., The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression, *Business Strategy and the Environment*, vol. 26, no. 3, 2017.
- Awoyera P.O., Adesina A., Plastic wastes to construction products: Status, limitations and future perspective, *Case Studies in Construction Materials*, vol. 12, no. 6, 2020.
- Bailey I., Caprotti F., The Green Economy: Functional Domains and Theoretical Directions of Enquiry, *Environment and Planning A: Economy and Space*, vol. 46, no. 8, 2014.
- Bajic S., Yurtoglu B.B., CSR, Market Value, and Profitability: International Evidence, [in:] S. Boubaker, D. Cumming, D.C. Nguyen (eds.), *Research Handbook of Finance and Sustainability*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2018.
- Baldini M., Dal Maso L., Liberatore G., Mazzi F., Terzani S., Role of country and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure, *Journal of Business Ethics*, vol. 150, no. 1, 2018.
- Baltagi B.H., *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley & Sons, Chichester 2001.
- Baltagi B.H., Panel Data and Difference-in-Differences Estimation, [in:] A.J. Culyer (eds.), *Encyclopedia of Health Economics*, Elsevier, Amsterdam 2014.
- Banz R.W., The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, *Journal of Financial Economics*, vol. 9, no. 1, 1981.
- Bartlett C., Ghoshal S., *Managing across borders*, Harvard Business School Press, Boston 1989.
- Bebchuk L., Cohen A., Ferrell A., What matters in corporate governance?, *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 2, 2009.
- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.

- Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R., Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance*, vol. 26, no. 6, 2022.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York 1932.
- Bhattacharyya N., Dividend policy: a review, *Managerial Finance*, vol. 33, no. 1, 2007.
- Bina O., The Green Economy and Sustainable Development: an Uneasy Balance?, *Environment and Planning C: Government and Policy*, vol. 31, no. 6, 2013.
- Black F., Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing, *Journal of Business*, vol. 45, no. 3, 1972.
- Black F., Litterman R., Global Portfolio Optimization, *Financial Analysts Journal*, vol. 48, no. 5, 1992.
- Black F., Scholes M., The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, vol. 81, no. 3, 1973.
- Boatright J.R., *Ethics in Finance*, Blackwell, London 1999.
- Bocken N.M.P., Sustainable venture capital – Catalyst for sustainable start-up success?, *Journal of Cleaner Production*, vol. 108, no. A., 2015.
- Boffo R., Patalano R.Q., ESG Investing: Practices, progress and challenges, <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.
- Bosch-Badia M.T., Montllor-Serrats J., Tarrazon M.A., Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer, *Theoretical Economics Letters*, vol. 3, 2013.
- Bose S., Evolution of ESG Reporting Frameworks, [in:] D.C. Esty, T. Cort (eds.), *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham 2020.
- Bracking S., Financialisation, climate finance, and the calculative challenges of managing environmental change, *Antipode*, vol. 51, no. 3, 2019.
- Brammer S., Brooks C., Pavelin S., Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, *Financial Management*, vol. 35, no. 3, 2006.
- Brundtland Report, *Our Common Future*, The United Nations World Commission on Environment and Development, United Nations, New York 1987.
- Buallay A., Between cost and value: investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance, *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 20, no. 4, 2019.
- Bullock S., Cockfield J., ESG ratings: key considerations for stakeholders, *Financier Worldwide Magazine*, <https://www.financierworldwide.com/esg-ratings-key-considerations-for-stakeholders#.ZCyyLH-ZByHg>.
- Busch D., Ferrarini G., Grünewald S., Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (eds.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021.
- Busch D., Ferrarini G., van der Hurk A., The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (eds.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021.
- Busch T., Bauer R., Orlitzky M., Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues, *Business & Society*, vol. 5, no. 33, 2016.
- Capelle-Blancard G., Monjon S., Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost, *Journal of Business Ethics*, vol. 21, no. 3, 2012.
- Carlsson H.J., Nilsson J., Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies, *Business Strategy and the Environment*, vol. 31, no. 3, 2022.
- Castellas E.I.-P., Ormiston J., Findlay S., Financing social entrepreneurship, *Social Enterprise Journal*, vol. 14, no. 2, 2018.
- Cerqueti R., Ciciretti R., Dalò A., Nicolosi M., ESG investing: A chance to reduce systemic risk, *Journal of Financial Stability*, vol. 54, no. 6, 2021.
- Chaffee E.C., The origins of corporate social responsibility, *University of Cincinnati Law Review*, vol. 85, 2017.
- Chatzitheodorou K., Skouloudis A., Evangelinos K., Nikolaou I., Exploring socially responsible investment perspectives: A literature mapping and an investor classification, *Sustainable Production and Consumption*, vol. 19, no. 7, 2019.
- Chen H.Y., Yang S.S., Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 63, 2020.
- Chen Z., Xie G., ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors, *International Review of Financial Analysis*, vol. 83, 2022.
- Cheng R., Kim H., Ryu D., ESG performance and firm value in the Chinese market, *Investment Analyst Journal*, vol. 52, no. 2, 2023.
- Cho S.Y., Lee C., Pfeiffer R.J., Corporate social responsibility performance and information asymmetry, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 32, no. 1, 2013.
- Choi J., Wang H., Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance, *Strategic Management Journal*, vol. 30, no. 8, 2009.

- Cieciela J., Tomaszewski A., Ekonometryczna analiza danych panelowych, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2003.
- Clark R., Reed J., Sunderland T., Bridging funding gaps for climate and sustainable development: Pitfalls, progress and potential of private finance, *Land Use Policy*, vol. 71, no. 2, 2018.
- Clarke T., Boersma M., Sustainable Finance? A Critical Analysis of the Regulation, Policies, Strategies, Implementation and Reporting on Sustainability in International Finance, *Inquiry: Design of a Sustainable Financial System*, United Nations Environment Programme Inquiry: Design of a Sustainable Financial System, New York 2016.
- Clément A., Robinot É., Trespeuch L., The use of ESG scores in academic literature: a systematic literature review, *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, vol. 17, 2023.
- Cobb C., Douglas P., A Theory of Production, *American Economic Review*, vol. 18, no. 1, 1928.
- Cohen G., Jalles J.T., Loungani S., Marto R., Wang G., Decoupling of Emission on GDP: Evidence form Aggregate and Provincial Chinese Data (WP/18/85), International Monetary Fund, Washington 2018.
- Collison D., Cobb G., Power D., Stevenson L., FTSE4Good: Exploring its implications for corporate conduct, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 22, no. 1, 2009.
- Copeland T., Koller T., Murring J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York 1990.
- Cornell B., Damodaran A., Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?, *The Journal of Impact and ESG Investing*, vol. 1, no. 1, 2020.
- Corvellec H., Stowell A.F., Johansson N., Critiques of the circular economy, *Journal of Industrial Ecology*, vol. 26, no. 2, 2022.
- Coulson A., KPMG's True Value methodology: A critique of economic reasoning on the value companies create and reduce for society, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, vol. 7, no. 4, 2016.
- Cox P., Brammer S., Millington A., An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004.
- Crippa M., Guizzardi D., Pagani F., Banja M., Muntean M., Schaaf E., Becker W., Monforti-Ferrario F., Quadrelli R., Risquez Martin A., Taghavi-Moharamli P., Köykkä J., Grassi G., Rossi S., Brandao De Melo J., Oom D., Branco A., San-Miguel J., Vignati E., GHG emissions of all world countries, https://edgar.jrc.ec.europa.eu/report_2023.
- Crisóstomo V.L., Fatima S.F., Felipe C.V., Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil, *Social Responsibility Journal*, vol. 7, 2011.
- Crutzen P.J., The Anthropocene: geology of mankind, *Nature*, vol. 415, no.1, 2002.
- Cucchiella F., D'Adamo I., Gastaldi M., Koh S.C.L., Santibanez-Gonzalez E.D.R., Assessment of GHG Emission in Europe: Future Estimates and Policy Implications, *Environmental Engineering and Management Journal*, vol. 19, no. 1, 2020.
- Cuesta de la G.M., Valor C., Fostering corporate social responsibility through public initiative: From the EU to the Spanish case, *Journal of Business Ethics*, vol. 55, no. 3, 2007.
- Cui J., Jo H., Na H., Does corporate social responsibility affect information asymmetry?, *Journal of Business Ethics*, vol. 148, no. 3, 2018.
- Cunha F.A.F. de S., Meira E., Orsato R.J., Sustainable finance and investment: Review and research agenda, *Business Strategy and the Environment*, vol. 30, no. 8, 2021.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa-Rzeszów 2007.
- D'Mello R., Farhat J., A comparative analysis of proxies for an optimal leverage ratio, *Review of Financial Economics*, vol. 17, no. 3, 2008.
- Dalal K.K., Thaker N., ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies, *Indian Journal of Corporate Governance*, vol. 18, 2019.
- Daly H., Farley J., *Ecological Economics: Principles and Applications*, Island Press, Washington 2011.
- Dam L., Scholtens B., Toward a theory of responsible investing: On the economic foundations of corporate social responsibility, *Resource and Energy Economics*, vol. 41, no. 8.
- Damodaran A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York 2017.
- Damodaran A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Wiley, Hoboken 2002.
- Damodaran A., *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*, Columbia Business School Publishing, New York 2017.
- Damodaran A., *The Dark Side of Valuation, Second Edition. Valuing Young, Distressed and Complex Business*, Pearson Education, London 2009.
- Damodaran A., *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, Wiley, New York 2011.

- Danielson M.G., Heck J.L., Shaffer D., Shareholder Theory – How Opponents and Proponents Both Get it Wrong, *Journal of Applied Finance*, vol. 18, no. 2, 2008.
- Danilov Y.A., Sustainable Finance: A new theoretical paradigm, *World Economy and International Relations*, vol. 65, no. 9, 2021.
- De Bondt W.F.M., Thaler R., Does the Stock Market Overreact?, *The Journal of Finance*, vol. 40, no. 3, 1985.
- de la Fuente G., Velasco P., Pretending to be sustainable: Is ESG disparity a symptom?, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, vol. 20, 2024.
- Delmas M., Blass V.D., Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings, *Business Strategy and the Environment*, vol. 19, no. 4, 2010.
- Deloitte, ESG Ratings: do they add value? How to get prepared? ESG in defining value, <https://www2.deloitte.com/ce/en/pages/about-deloitte/articles/esg-ratings-do-they-add-value.html>.
- Deloitte, Globally consistent ESG reporting, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-globally-consistent-esg-reporting.pdf>.
- den Hollander M.C., Bakker C.A., Hultink E.J., Product Design in a Circular Economy: Development of a Typology of Key Concepts and Terms, *Journal of Industrial Ecology*, vol. 21, no. 3, 2017.
- Derwall J., Guenster N., Bauer R., Koedijk K., The Eco-Efficiency Premium Puzzle, *Financial Analysts Journal*, vol. 61, no. 2, 2005.
- Dev A., Global Reporting Initiative: Sustainability Reporting, Proceedings of the 6th International Conference on Technology and Operation of Offshore Support Vessels, Singapore 2016, https://www.researchgate.net/profile/Arun-Dev-6/publication/318362775_Global_Reporting_Initiative_Sustainability_Reporting/links/59703aa20f7e9b44173676bf/Global-Reporting-Initiative-Sustainability-Reportin-g.pdf.
- Dhaliwal D.S., Li O.Z., Tsang A., Yang Y.G., Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 33, 2014.
- Dikau S., Volz U., Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance, *Ecological Economics*, vol. 184, no. 6, 2021.
- Dimson E., Marsh P., Staunton M., Divergent ESG Ratings, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 47, no. 1, 2020.
- Dixon F., Sustainable Finance, *CADMUS*, vol. 4, no. 1, 2019.
- Dobija M., Rachunkowość zarządcza i controlling, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dobson J., Defending the Stockholder Model: A Comment on Hasnas and on Dunfee's Mom, *Business Ethics Quarterly*, vol. 9, no. 2, 1999.
- Dopfer K., The economic agent as rule maker and rule user: Homo Sapiens Oeconomicus, *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 14, no. 2, 2004.
- Doppelt B., Leading Change Toward Sustainability: A Change-Management Guide for Business Government and Civil Society, Routledge, Abingdon 2017.
- Dorfleitner G., Utz S., Wimmer M., Patience pays off – corporate social responsibility and long-term stock returns, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 8, no. 2, 2018.
- Dornbusch R., Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy*, vol. 84, no. 6, 1976.
- Dowell G., Hart S., Yeung B., Do corporate global environmental standards create or destroy market value?, *Management Science*, vol. 46, no. 8, 2000.
- Drenda L., Teoria wartości, wartość teorii, *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, tom 259, 2016.
- Dyllick T., Muff K., Clarifying the meaning of sustainable business. Introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability, *Organization & Environment*, vol. 29, no. 2, 2016.
- Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.U. L 184 z 6.7.2001, str. 1), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02001L0034-20070120>.
- Dziawgo L., Greening financial market, *Copernican Journal of Finance & Accounting*, vol. 3, no. 2014.
- Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G., The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance, *Management Science*, vol. 60, no. 11, 2014.
- Eccles R.G., Klimenko S., The investor revolution, *Harvard Business Review*, vol. 97, no. 3, 2019.
- Eccles R.G., Serafeim G., Krzus M.P., Market interest in nonfinancial information, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 23, 2011.
- Edmans A., The End of ESG, *Financial Management*, vol. 52, no. 1, 2023.
- Egorova A.A., Grishunina S.V., Karminskaya A.M., The Impact of ESG factors on the performance of Information Technology Companies, *Procedia Computer Science*, vol. 199, no. 2022.
- Emran M.S., Microfinance and missing markets, *Canadian Journal of Economics*, vol. 541, 2021.

- English J.R., Applied Equity Analysis, McGraw-Hill, New York 2001.
- Entine J., The myth of social investing, Organization & Environment, vol. 16, no. 3, 2003.
- Epstein G.A., Financialization and the world economy, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2005.
- Equator Principles, About the Equator Principles, <https://equator-principles.com/about-the-equator-principles/>.
- Erragragui E., Lagoarde-Segot T., Solving the SRI puzzle? A note on the mainstreaming of ethical investment, Finance Research Letters, vol. 18, 2016.
- Escrig-Olmedo E., Muñoz-Torres M.J., Fernandez-Izquierdo M.A., Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies, International Journal of Sustainable Economy, vol. 2, no. 4, 2010.
- Etiope G., Fridriksson T., Italiano F., Winiwarter W., Theloke J., Natural emissions of methane from geothermal and volcanic sources in Europe, Journal of Volcanology and Geothermal Research, vol. 165, 2007.
- Etiope G., Natural emissions of methane from geological seepage in Europe, Atmospheric Environment, vol. 43, no. 7, 2009.
- European Commission, A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF.
- European Commission, Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>.
- European Commission, Consolidated text: Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02003L0087-0210101&qid=1675929431390>.
- European Commission, European Commission appoints members of the High-Level Expert Group on sustainable finance, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4502.
- European Commission, Executive summary of the impact assessment accompanying to the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council SWD(2021) 150 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021SC0150>.
- European Commission, Green paper – The EU corporate governance framework, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52011DC0164>.
- European Commission, Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/qanda_21_1806/QANDA_21_1806_EN.pdf.
- European Commission, Regulating financial services for sustainable growth, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52010DC0301>.
- European Commission, Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth, https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en.
- European Commission, The European Green Deal COM(2019) 640 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1576150542719&uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>.
- European Financial Reporting Advisory Group, Annex to Explanatory Note <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F04%2520Annex%2520to%2520the%2520Explanatory%2520Note%2520November%25202022.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, Appendix I – Disclosure Requirements Index, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F18%2520Appendix%2520I%2520ESRS%2520Index%2520.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, Cover Letter, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F01%2520EFRAG%2527s%2520Cover%2520Letter%2520to%2520the%2520first%2520set%2520of%2520ESRS%25202022%2520November%25202022.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, Due process note, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F02%2520Due%2520process%2520note%2520-%2520First%2520set%2520of%2520ESRS%2520-%25202022%2520November%25202022.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, ESRS 1 General requirements, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F06%2520Draft%2520ESRS%25201%2520General%2520requirements%2520November%25202022.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, ESRS 2 General disclosures, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F07%2520Draft%2520ESRS%25202%2520General%2520disclosures%2520November%25202022.pdf>.
- European Financial Reporting Advisory Group, Explanatory note, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F03%2520Explanatory%2520note%2520-%2520First%2520set%2520of%2520ESRS%2520-%25202022%2520November%25202022.pdf>.

[2520Explanatory%2520note%2520Fist%2520set%2520of%2520ESRS%2520Article%252029%2520b
last.pdf](#).

European Financial Reporting Advisory Group, Facts, <https://www.efrag.org/About/Facts>.

European Financial Reporting Advisory Group, First Set of draft ESRS & Basis for conclusions, <https://www.efrag.org/lab6>.

European Financial Reporting Advisory Group, First Set of draft ESRS, <https://www.efrag.org/lab6>.

Eurosif, European SRI study, <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>.

Fabregat-Aibar L., Barberà-Marine M.G., Terceño A., Pié L., A bibliometric and visualization analysis of socially responsible funds, *Sustainability*, vol. 11, no. 9, 2019.

Falk H., Gordon L.A., Imperfect Markets and the Nature of Goodwill, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 4, no. 4, 1977.

Fama E.F., Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, 1980.

Fama E.F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, 1970.

Fama E.F., French K.R., The Cross Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 2, 1972.

Fatemi A.M., Glaum M., Kaiser S., ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure, *Global Finance Journal*, vol. 38, 2018.

Ferrarini G., Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer, [in:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grunewald (eds.), *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021.

Ferreira M.C.R. de C., Sobreiro V.A., Kimura H., Barboza F.L. de M., A systematic review of literature about finance and sustainability, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, vol. 6, no. 2, 2016.

Ferrell A., Liang H., Renneboog L., Socially Responsible Firms, *Journal of Financial Economics*, vol. 122, no. 3.

Ferri G., Liu L., Assessing the effort of rating agencies in emerging economies: Some empirical evidence, *European Journal of Finance*, vol. 11, no. 3, 2005.

Ferris S.P., Rykaczewski K.P., Social investing and portfolio management, *Business & Society*, vol. 25, no. 1, 1986.

Fieseler C., On the corporate social responsibility perceptions of equity analysts, *Business Ethics: A European Review*, vol. 20, no. 2, 2011.

Filbeck G., Gorman R.F., The relationship between the environmental and financial performance of public utilities, *Environmental and Resource Economics*, vol. 29, no. 2, 2004.

Filbeck G., Gorman R.F., Zhao X., The "Best Corporate Citizens": Are They Good for Their Shareholders?, *Financial Review*, vol. 44, 2009.

Fiodor B., Czaja S., Graczyk A., Jakubczyk Z., *Podstawy ekonomii środowiska i zasobów naturalnych*, C.H. Beck, Warszawa 2002.

Fischer T.M., Sawczyn A.A., The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation. Evidence from German listed firms, *Journal of Management Control*, vol. 24, no. 2, 2013.

Fisher-Vanden K., Thorburn K.S., Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth, *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 62, 2011.

Flammer C., Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, *Management Science*, vol. 61, no. 11, 2015.

Flejterski S., Współczesne nauki o finansach – status metodologiczny, struktura, otoczenie, paradygmaty. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, https://www.pte.pl/pliki/2/1/Konferencja_ENE_referat_S_Flejterski.pdf.

Fletcher R., Capitalizing on chaos: Climate change and disaster capitalism, *Ephemera: Theory & Politics in Organization*, vol. 12, no. 1, 2012.

Foroohar R., Makers and takers: How wall street destroyed main street, Crown Business, New York 2016.

Freeman R.E., Strategic Management: A Stakeholder Approach, Cambridge University Press, Cambridge 2010.

Freeman R.E., Wicks A.C., Parmar B., Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited, *Organizational Science*, vol. 15, no. 3, 2004, s. 364–369.

Friede G., Busch T., Bassen A., ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, vol. 5, no. 4, 2015.

Friedman M., *Capitalism & Freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962.

Friedman M., The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *The New York Times Magazine*, 13th September, 1970.

Friedman M., There's No Such Thing As a Free Lunch, Open Court, Chicago 1975.

Friend I., Methodology in Finance, *The Journal of Finance*, vol. 28, no. 2, 1973.

- Gajdka J., Walińska E., Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Galant A., Cadez S., Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches, *Ekonomika Istraživanja*, vol. 30, no. 1, 2017.
- Garcia A.S., Orsato R.J., Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance, *Business Strategy and the Environment*, vol. 29, no. 8, 2020.
- Garcia A.S., Wesley M.C., Orsato R.J., Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets, *Journal of Cleaner Production*, vol. 150, 2017.
- Gawęda A., ESG Rating and Market Valuation of the Firm: Sector Approach, *European Journal of Sustainable Development*, vol. 11, no. 4, 2022.
- Gawęda A., Sustainability Reporting: Case of European Stock Companies, *European Journal of Sustainable Development*, vol. 10, no. 4, 2021.
- Gawęda A., Złoty M., The impact of ESG ratings on the market performance of commodity stock sector before and during the COVID-19 pandemic, *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, vol. 23, no. 3, 2023.
- Geels F.W., Sovacool B.K., Schwanen T., Sorrell S., Sociotechnical transitions for deep decarbonization, *Science*, vol. 357, no. 6357, 2017.
- Geels F.W., The impact of the financial-economic crisis on sustainability transitions: Financial investment governance and public discourse, *Environmental Innovation and Societal Transitions*, vol. 6, no. 39, 2011.
- Geissdoerfer M., Savaget P., Bocken N.M.P., Hultink E.J., The circular economy: A new sustainability paradigm?, *Journal of Cleaner Production*, vol. 143, 2017.
- Gerster R., Sustainable Finance: Achievements, Challenges, Outlook, Gerster Consulting, Richterswill 2011.
- Giannetti M., Simonov A., On the determinants of entrepreneurial activity: Social norms, economic environment and individual characteristics, *Swedish Economic Policy Review*, vol. 11, 2004.
- Giannopoulos G., Fagernes R.V.K., Elmarzouky M., Hossain K.A.B.M.A., The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms, *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 15, no. 6, 2022.
- Gibbs D., O'Neill K., Future Green Economies and Regional Development: A Research Agenda, *Regional Studies*, vol. 51, no. 1, 2017.
- Gibson H.D., Palivos T., Tavlas G.S., The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview, *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, 2014.
- Giese G., Lee L., Melas D., Nagy Z., Nishikawa L., Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 47, no. 3, 2021.
- Gifford S., Risk and Uncertainty, [in:] Z.J. Acs, D.B. Audretsch (eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Springer, London 2003.
- Gladwin T., Kennelly J., Krause T., Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research, *Academy of Management Review*, vol. 20, no. 4, 1995.
- Global Reporting Initiative, ESG standards, frameworks and everything in between, <https://www.globalreporting.org/media/jxkgggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf>.
- Global Reporting Initiative, GRI standards, <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>.
- Global Reporting Initiative, Our mission and history, <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>.
- Global Reporting Initiative, The GRI standards: A guide for policy makers, <https://www.globalreporting.org/media/nmmnwfsm/gri-policymakers-guide.pdf>.
- González-Sánchez M., Martín-Ortega J.L., Greenhouse Gas Emissions Growth in Europe: A Comparative Analysis of Determinants, *Sustainability*, vol. 12, no. 3, 2020.
- Goodland R., Ledec G., Neoclassical economics and principles of sustainable development, *Ecological Modelling*, vol. 38, no. 1–2, 1987.
- Graham B., Dodd D.L., *Securities Analysis*, McGraw–Hill, New York 1934.
- Graham B., *The Intelligent Investor*, Harper Collins Publishers, New York 2003.
- Green J., *The Cynic's Lexicon: A Dictionary Of Amoral Advice*, Routledge, Oxfordshire 1984.
- Green R.M., Guiding Principles of Jewish Business Ethics, *Business Ethics Quarterly*, vol. 7, no. 2, 1997.
- Greene W.H., *Econometric Analysis*, Pearson Education Limited, Essex 2012.
- Gregory R.P., Why ROE, ROA, and Tobin's Q in regressions aren't good measures of corporate financial performance for ESG criteria, <https://ssrn.com/abstract=3775789>.
- Griffin J.J., Mahon J.F., The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research, *Business & Society*, vol. 36, 1997.
- Grossman G., Krueger A., Economic growth and the environment, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, no. 2, 1995.
- Guenster N., Bauer R., Derwall J., Koedijk K., The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency, *European Financial Management*, vol. 17, no. 4, 2011.

- Gyönyöróvá L., Stachoň M., Stašek D., ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, vol. 11, 2021.
- Haigh M., Connecting sustainability goals to financing activity, *The Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 2, no. 2, 2012.
- Haigh M., Publishing and defining sustainable finance and investment, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 2, no. 2, 2012.
- Hakansson N., To Pay or Not to Pay Dividends?, *Journal of Finance*, vol. 37, no. 2, 1982.
- Hamilton J.T., Pollution as news: media and stock market reactions to the toxics release inventory data, *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 28, 1995.
- Han J.-J., Kim H.J., Yu J., Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea, *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, vol. 1, 2016.
- Hao J.P., Kang F., Corporate environmental responsibilities and executive compensation: A risk management perspective, *Business and Society Review*, vol. 124, no. 1, 2019.
- Haugen R.A., Finance from a New Perspective, *Financial Management*, vol. 25, no. 1, 1996.
- Haugen R.A., *The New Finance: the Case against Efficient Markets*, Prentice Hall, London 1995.
- Hausman J.A., Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*, vol. 46, no. 6, 1978, 1251–1271.
- Hawken P., *The ecology of commerce*, Harper Business, New York 1993.
- Heald M., Management's Responsibility to Society: The Growth of an Idea, *Business History Review*, vol. 31, no. 4, 1957.
- Hendriksen E.S., *Accounting Theory*, Richard D. Irvin Incorporated, Homewood 1982.
- Herodot, *Dzieje*, Spółdzielnia Wydawnicza „Czytelnik”, Warszawa 2002.
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Financing a Sustainable European Economy, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.
- High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Financing a Sustainable European Economy. Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.
- Hill R.P., Ainscough T., Shank T., Manullang D., Corporate social responsibility and socially responsible investing: a global perspective, *Journal of Business Ethics*, vol. 70, no. 2, 2007.
- Hitchcock D., Willard M., *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations* (2nd ed.), Earthscan, London 2009.
- Höchstädter A.K., Scheck B., What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners, *Journal of Business Ethics*, vol. 132, no. 2, 2015.
- Hockerts K., Moir L., Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004, 85–98.
- Holling C.S., Understanding the Complexity of Economic, Ecological, and Social System, *Ecosystems*, vol. 4, no. 5, 2001.
- Hołuj A., Ekonomiczne i ekologiczne efekty zewnętrzne w planowaniu przestrzennym, *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, tom 4, nr 336, 2018.
- Hong H., Kacperczyk M., The price of sin: The effects of social norms on markets, *Journal of Financial Economics*, vol. 93, no. 1, 2009.
- Hongjoo J., Development finance, blended finance and insurance, *International Trade Politics and Development*, vol. 4, no. 1, 2020.
- Howard-Grenville G.G., Joshi J.A., Tihanyi L., Understanding and tackling societal grand challenges through management research, *Academy of Management Journal*, vol. 59, no. 6, 2016.
- Hsiao C., *Analysis of panel data*, Cambridge University Press, New York 2003.
- Huang W.M., Lee G.M.W., Wu C.C., GHG emissions, GDP growth and the Kyoto Protocol: A revisit of Environmental Kuznets Curve hypothesis, *Energy Policy*, vol. 36, no. 1, 2008.
- Huber B.M., Comstock M., Polk D., Wardwell L., ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>.
- Humphrey J.E., Lee D.D., Shen Y., The independent effects of environmental, social and governance initiatives on the performance of UK firms, *Australian Journal of Management*, vol. 37, no. 2, 2012.
- Humphrey J.E., Tan D.T., Does it really hurt to be responsible?, *Journal of Business Ethics*, vol. 122, 2014.
- Hunt S., Hunter M., Refinitiv name to be scrapped in fresh LSEG rebrand, *The Standard*, <https://www.standard.co.uk/business/refinitiv-to-be-scrapped-in-fresh-lseg-rebrand-london-stock-exchange-b1103471.html>.
- Hutton R.B., D'Antonio L., Socially responsible investing, *Business & Society*, vol. 37, 1998.
- Ignatowski R., *Konsolidowanie sprawozdań finansowych w teorii i praktyce rachunkowości*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995.
- Ilyina L.A., Panteleeva Y.A., Tikhonov V.S., Babordina O.A., Criticism of the Linear Model of Economic Development and its Opposition to the Model of the Circular Economy, [in:] E.G. Popkova and A.V.

- Bogoviz (eds.), *Circular Economy in Developed and Developing Countries: Perspective, Methods and Examples*, Emerald Publishing Limited, Bingley 2021.
- Ingarden R., *Przeżycie, dzieło, wartość*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1966.
- Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change 2014: Synthesis Report*, https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/SYR_AR5_FINAL_full.pdf.
- International Capital Market Association, *Sustainable Finance*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Sustainable-Finance-High-Level-Definitions-May-2020-051020.pdf>.
- International Financial Reporting Standards, IFRS Foundation: Constitution, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2018.pdf>.
- International Organization for Standardization, *Country codes – officially assigned codes*, <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/>.
- Islam K.M., Miajee K.R.M., *Business Ethics: An Islamic Perspective*, International Journal of Islamic Business & Management, vol. 1, no. 1, 2017.
- Jacobs B.I., Levy K.N., *Residual Risk: How Much is Too Much? Artificial limits on a portfolio's residual risk can lead to a suboptimal behavior on the part of investors and managers*, Journal of Portfolio Management, vol. 22, no. 3, 1960.
- Jacobs B.W., Singhal V.R., Subramanian R., *An empirical investigation of environmental performance and the market value of the firm*, Journal of Operations Management, vol. 28, no. 5, 2005.
- Jaeggi O., Ziero G.W., Tobin-de la Puente J., Kölbel J.F., *Understanding Sustainable Finance*, [in:] K. Wendt (eds.), *Positive Impact Investing: A Sustainable Bridge between Strategy, Innovation, Change and Learning*, Springer, Berlin 2018.
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Jajuga K., *Rynek wtórny papierów wartościowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Janicka M., Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Does Short-Termism Influence the Market Value of Companies? Evidence from EU Countries*, Journal of Risk and Financial Management, vol. 13, no. 11, 2020.
- Janicka M., *Wprowadzenie do problematyki finansów zrównoważonych*, [w:] M. Janicka, T. Miziolek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
- Jazownik L., *Społeczny sens oraz społeczne funkcjonowanie wartości, aksjologii i edukacji aksjologicznej. Analiza metadyskursywna i jej edukacyjne implikacje*, [w:] B. Myrdzik, I. Morawska (red.), *Czytanie tekstów kultury. Metodologia – badania – metodyka*, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, no. 4, 1976.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *The Nature of Man*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 3, no. 2, 1994.
- Jo H., Harjoto M.A., *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*, Journal of Business Ethics, vol. 103, 2011.
- Johnsen D.B., *Socially responsible investing: a critical appraisal*, Journal of Business Ethics, vol. 43, no. 3, 2003.
- Johnson E.W., *Corporate Soulcraft in the Age of Brutal Markets*, Business Ethics Quarterly, vol. 7, no. 4, 1997.
- Joliet R., Titova Y., *Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions*, Journal of Banking & Finance, vol. 97, 2018.
- Jones T.M., *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*, California Management Review, vol. 22, no. 2, 1980.
- Justice P., Hale J., *Morningstar Sustainability Rating*, https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_downloads/press_kits/2016/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology.pdf.
- Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa 2008.
- Kahneman D., Slovic P., Tversky A., *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, Science, vol. 185, no. 4157, 1974.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica, vol. 47, no. 2, 1979.
- Kaldor N.C., *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*, The Review of Economic Studies, vol. 33, no. 4, 1966.
- Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1996.
- Kamiński R., *Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego. Regulacje prawne i doświadczenia praktyczne w Unii Europejskiej i Polsce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.

- Kang H.C., Anderson R.M., Eom K.S., Kang S.K., Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance, *Journal of Corporate Finance*, vol. 43, no. 4, 2017.
- Karmańska A., Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej, Difin, Warszawa 2009.
- Kaspereit T., Lopatta K., The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets, *Business Ethics: A European Review*, vol. 25, no. 1, 2016.
- Keynes J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, London 1936.
- Khan M., Corporate governance, ESG, and stock returns around the world, *Financial Analysts Journal*, vol. 75, no. 4, 2019.
- Khan M.A., ESG disclosure and firm performance: A bibliometric and meta-analysis, *Research in International Business and Finance*, vol. 61, 2022.
- Kim E., Ha Y., Kim S., Public Debt, Corruption and Sustainable Economic Growth, *Sustainability*, vol. 9, 2017.
- Kim J.M., Yang I., Yang T., Koveos P., The impact of R&D intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value, *Finance Research Letters*, vol. 40, 2021.
- Klein S., Don Quixote and the Problem of Idealism and Realism in Business Ethics, *Business Ethics Quarterly*, vol. 8, no. 1, 1994.
- Koellner T., Weber O., Fenchel M., Scholz R., Principles for sustainability rating of investment funds, *Business Strategy and the Environment*, vol. 14, no. 1, 2005.
- Koh S., Durand R., Limkriangkrai M., The Value of Saints and the Price of Sin, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 35, 2015.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Amanging the Value of Companies*, Wiley, Hoboken 2010.
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>.
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>.
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>.
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0034>.
- Komisja Europejska, Europejski Zielony Ład, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0016.02/DOC_1&format=PDF.
- Komisja Europejska, Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego COM(2018) 97 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>.
- Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PL>.
- Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/1119, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32021R1119>.
- Komisja Europejska, Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych – metodyka sprawozdawczości niefinansowej (2017/C 215/01), [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)).
- Kosiń P., Wycena niektórych inwestycji długoterminowych w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 55, 2012.
- Kotsantonis S., Serafeim G., Four Things No One Will Tell You About ESG Data, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 31, no. 2, 2019.
- Kowal D., Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004.
- KPMG, Big shifts, small steps, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf>.
- Kraciuk J., Kryzys finansowy strefy euro, *Optimum. Studia Ekonomiczne*, tom 4, nr 64, 2013.
- Krueger R., Schulz C., Gibbs D., Institutionalizing alternative economic spaces? An interpretivist perspective on diverse economies, *Progress in Human Geography*, vol. 42, no. 4, 2017.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, PARK, Bielsko-Biała 1992.
- Kulczycka J., Pędziwiatr E., Gospodarka o obiegu zamkniętym – definicje i ich interpretacje, N. Iwaszczuk, E. Pietrzyk-Sokulska [w:], *Gospodarka o obiegu zamkniętym w polityce i badaniach naukowych*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauki, Kraków 2019.
- Kumar S., Sharma D., Rao S., Lim W.M., Mangla S.M., Past, present and the future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research, *Annals of Operation Research*, vol. 309, no. 2, 2022.

- Lagasio V., Cucari N., Corporate governance and environmental social governance disclosure: a meta-analytical review, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, no. 4, 2019.
- Lagoarde-Segot T., Sustainable finance. A critical realist perspective, *Research in International Business and Finance*, vol. 47, 2019.
- Lapinskienė G., Tvaronavičienė M., Vaitkus S., Greenhouse gases emissions and economic growth – evidence substantiating the presence of environmental Kuznets curve in the EU, *Technological and Economic Development of Economy*, vol. 20, no. 1, 2014.
- Lepczyński B., Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na polskim rynku obligacji, *Journal of Management and Finance*, vol. 15, no. 2-2, 2017.
- Lewicka H., Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych, [w:] D. Pitulec, J. Szynal (red.), *Społeczeństwo i Ekonomia. Society and Economics*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014.
- Li W., Zheng M., Zhang Y., Cui G., Green governance structure, ownership characteristics, and corporate financing constraints, *Journal of Cleaner Production*, vol. 260, 2020.
- Limkriangkrai M., Koh S., Durand R.B., Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence, *International Review of Finance*, vol. 17, no. 3, 2016.
- Lintner J., The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, vol. 47, no. 2, 1965.
- Lo A.W., The Adaptive Market Hypothesis, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 30, no. 5, 2004.
- Lo S.-F., Sheu H.-J., Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, no. 2, 2007.
- Löff H., Sahamkham M., Stephan A., Is Corporate Social Responsibility investing a free lunch? The relationship between ESG, tail risk, and upside potential of stocks before and during the COVID-19 crisis, *Finance Research Letters*, vol. 46, 2022.
- Luo G., Natural Selection and Market Efficiency in a Futures Market with Random Shocks, *Journal of Futures Markets*, vol. 21, 2001.
- Lyon T., Lu Y., Shi X., Yin Q., How do investors respond to Green Company Awards in China?, *Ecological Economics*, vol. 94, 2013.
- MacDonald A., Clarke A., Huang L., Multi-stakeholder partnerships for sustainability: Designing decision-making processes for partnership capacity, *Journal of Business Ethics*, vol. 160, no. 2, 2019.
- Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2014.
- Malhotra G., Thakur K.S., Evolution of Green Finance: A Bibliometric Approach, *Gedrag & Organisatie Review*, vol. 33, no. 2, 2020.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2000.
- Markowitz H., Normative Portfolio Analysis: Past, Present, and Future, *Journal of Economics and Business*, vol. 42, no. 2, 1990.
- Markowitz H., Portfolio Selection, *Journal of Finance*, vol. 7, 1952.
- Markowitz H., Risk adjustment, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 5, no. 2, 1990.
- Marsat S., Williams B., Does the market value social pillar?, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419387.
- Marshall A., *Principles of Economics*, MacMillan, London 1890.
- Mason A.M., Statistical Analysis: Multilevel Methods, [in:] J.D. Wright (eds.) *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Elsevier, Amsterdam 2015.
- Matschke M.J., Brösel G., *Business Valuation: Functions, Methods, Principles*, UVK Verlag. München 2021.
- Mazur A., *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011.
- Mazzucato M., *The value of everything*, Hachette, New York 2018.
- McGahan A.M., Porter M.E., The persistence of shocks to profitability, *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, 1999.
- Meadows D., Randers J., Behrens W. III, *Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*, Universe Books, New York 1972.
- Meine D.C.A., Vvedensky D.D., Emergence of speculation in a hierarchical agent-based model, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 619, 2023.
- Meitner M., *The Market Approach of Comparable Company Valuation*, Springer, Heidelberg 2006.
- Met Office Hadley Centre, HadCRUT5, <https://www.metoffice.gov.uk/hadobs/hadcrut5/data/current/download.html>.
- Michael V., Paul A., A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability, *Academy of Management Journal*, vol. 40, no. 3, 1997.
- Michalczyk G., *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa. Luka informacyjna sprawozdawczości finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2013.

- Michelson G., Wailes N., Van Der Laan S., Frost G., Ethical Investment Processes and Outcomes, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004.
- Miciuła I., Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości, *Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica*, tom 2, nr 300, 2014.
- Middtun A., Perspectives on Commercial Positioning in the Deregulated European Electricity Markets, [in:] A. Middtun (ed.), *Elsevier Global Energy Policy and Economics Series: European Energy Industry Business Strategies*, Elsevier Science Ltd., Oxford 2001.
- Milano R., Social banking: a brief history, [in:] O. Weber, S. Remer (eds.), *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*, Routledge, Oxfordshire 2011.
- Mill J.S., *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*, J.W. Parker, London 1844.
- Miller M., Modigliani F., Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, vol. 34, no. 4, 1961.
- Modigliani F., Miller M., Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, vol. 53, 1963.
- Modigliani F., Miller M., The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol. 43, no. 3, 1958.
- Mohajan H.K., Greenhouse Gas Emissions Increase Global Warming, *International Journal of Economic and Political Integration*, vol. 1, no. 2, 2016.
- Moore M.-J., The Social Finance and Social Innovation Nexus, *Journal of Social Entrepreneurship*, vol. 32, 2012.
- Morduch J., The Microfinance Promise, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, 1999.
- Morrissey D.J., The Riddle of Shareholder Rights and Corporate Social Responsibility, *Brooklyn Law Review*, vol. 80, no. 2, 2015.
- Muszyńska J., Modelowanie danych panelowych, *Ekonomia i Zarządzanie*, tom 1, 2006.
- Muth J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, vol. 29, no. 3, 1961.
- Myers S.C., Capital Structure Puzzle, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1984, Working Paper No. 1393.
- Myers S.C., Finance Theory and Financial Strategy, *Journal of Applied Analytics*, vol. 14, no. 1, 1984.
- Naffa H., Fain M., A factor approach to the performance of ESG leaders and laggards, *Finance Research Letters*, vol. 44, 2022.
- Nakajima T., ESG Investment, [in:] T. Nakajima, S. Hamori, X. He, G. Liu, W. Zhang, Y. Zhang, T. Liu (eds.), *ESG Investment in the Global Economy*, Springer Nature Singapore, Singapore 2021.
- Narula R., Rao P., Rao A.A., Impact of ESG on firm value: a conceptual review of the literature, *Journal of Social and Economic Development*, vol. 25, 2023.
- Nash J.F., Equilibrium points in n-person games, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 36, no. 1, 1950.
- National Aeronautics and Space Administration, Global Mean Estimates based on Land and Ocean Data, https://data.giss.nasa.gov/gistemp/graphs/graph_data/Global_Mean_Estimates_based_on_Land_and_Ocean_Data/graph.txt.
- Ng A.W., From sustainability accounting to a green financing system: institutional legitimacy and market heterogeneity in a global financial center, *Journal of Cleaner Production*, vol. 195, 2018.
- Nielsen K.P., Noergaard R.W., CSR and mainstream investing: A new match? An analysis of the existing ESG integration methods in theory and practice and the way forward, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 1, no. 4, 2011.
- Niemczyk R., Koncepcja "zrównoważenia" z perspektywy finansów, [w:] K. Raczkowski, M. Ziolo, (red.), *Sfera finansowa wobec wyzwań zrównoważonego rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2017.
- Niñerola A., Sánchez-Rebull M.-V., Hernández-Lara A.-B., Tourism Research on Sustainability: A Bibliometric Analysis, *Sustainability*, vol. 11, no. 5, 2019.
- Nollet J., Filis G., Mitrocostas E., Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach, *Economic Modelling*, vol. 52, 2016.
- Nordhaus W.D., An optimal transition path for controlling greenhouse gases, *Science*, vol. 258, no. 11, 1992.
- Norstrom A.V., Dannenberg A., McCarney G., Milkoreit M., Diekert F., Engstrom G., Fishman R., Gars J., Kyriakopoulou E., Manoussi V., Meng K., Metian M., Sanctuary M., Schluter M., Schoon M., Schultz L., Sjostedt M., Three necessary conditions for establishing effective Sustainable Development Goals in the Anthropocene, *Ecology and Society*, vol. 19, no. 3, 2014.
- North P., The Business of the Anthropocene? Substantivist and Diverse Economies Perspectives on SME Engagement in Local low Carbon Transitions, *Progress in Human Geography*, vol. 40, no. 4, 2016.
- O'Rourke A., The message and methods of ethical investment, *Journal of Cleaner Production*, vol. 11, no. 6, 2003.
- Ohlson J.A., Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Evidence, *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, no. 1, 2001.

- Ohlson J.A., Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation, *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, no. 2, 1995.
- Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L., Corporate social and financial performance: A meta-analysis, *Organization Studies*, vol. 24, no. 3, 2003.
- Ortas E., Moneva J.M., Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 40, no. 151, 2011.
- Osterwalder A., Pigneur Y., *Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, Wiley, New York 2010.
- Owsiak S., *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2015.
- Panos G.A., Wilson J.O.S., Financial literacy and responsible finance in the FinTech era: capabilities and challenges, *The European Journal of Finance*, vol. 26, no. 4–5, 2020.
- Parker D.H., *The Philosophy of Value*, The University of Michigan Press, Michigan 1957.
- Pedersen L.H., Fitzgibbons S., Pomorski Ł., Responsible investing: The ESG-efficient frontier, *Journal of Financial Economics*, vol. 142, 2021.
- Peiris D., Evans J., The relationship between environmental social governance factors and U.S. stock performance, *Journal of Investing*, vol. 19, 2010.
- Perez F., Sanchez L.E., Assessing the evolution of sustainability reporting in the mining sector, *Environmental Management*, vol. 43, no. 6, 2009.
- Perez-Ramirez J., Kapteijn F., Schöffel K., Moulijn J.A., Formation and control of N₂O in nitric acid production. Where do we stay today?, *Applied Catalysis B: Environment*, vol. 44, 2003.
- Pfeffer F.T., Watis N., The Wealth Inequality of Nations, *American Sociological Review*, vol. 86, no. 4, 2021.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Podstawy analizy fundamentalnej. Podejście strategiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pigou A.C., *The Economics of Welfare*, MacMillan, London 1920.
- Pizzi S., Rosati F., Venturelli A., The determinants of business contribution to the 2030 agenda: Introducing the SDG reporting score, *Business Strategy and the Environment*, vol. 30, no. 1, 2021.
- Plumlee M., Brown D., Hayes R.M., Marshall R.S., Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 34, 2015.
- Polskie Wydawnictwo Naukowe, Słownik języka polskiego – czynnik, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/czynnik.html>.
- Polskie Wydawnictwo Naukowe, Słownik języka polskiego – szum informacyjny, <https://sjp.pwn.pl/sjp/szum-informacyjny>.
- Polskie Wydawnictwo Naukowe, Słownik języka polskiego – wskaźnik, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/wska%C5%B4Anik.html>.
- Porter M.E., Kramer M.R., Creating Shared Value, *Harvard Business Review*, vol. 89, no. 1, 2011.
- Porter M.E., Kramer M.R., Creating shared value: How to reinvent capitalism – And unleash a wave of innovation and growth, [in:] G.G. Lenssen, N.C. Smith (Eds.), *Managing sustainable business: An executive education case and textbook*, 2018.
- Porter M.E., Kramer M.R., Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility, *Harvard Business Review*, vol. 85, no. 1, 2006.
- Prahalad C.K., Doz Y., *The multinational mission*, Free Press, New York 1987.
- Principles for Responsible Investment, Principles for Responsible Investment, <https://www.unpri.org/download?ac=10948>.
- Puaschunder J.M., Big Data Ethics, *Journal of Applied Research in Digital Economy*, vol. 1, 2019.
- Quazi A.M., O'Brien D., An Empirical Test of a Cross-National Model of Corporate Social Responsibility, *Journal of Business Ethics*, vol. 25, 2000.
- Qureshi M.A., Policy-based lending by the world bank, *Journal of International Development*, vol. 3, no. 2, 1991.
- Radoiu D., Batusaru C.M., Sustainable Value of Companies, *Management of Sustainable Development Journal*, vol. 14, no. 1, 2022.
- Rappaport A., Corporate Performance Standards and Shareholder Value, *The Journal of Business Strategy*, vol. 3, no. 4, 1983.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York 1998.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Wiley, New York 1986.
- Rappaport A., Ten Ways to Create Shareholder Value, *Harvard Business Review*, September, 2006.
- Ratner B., The correlation coefficient: Its values range between +1/–1, or do they?, *Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing*, vol. 17, 2009.
- Raworth K., *Doughnut Economics: Seven Ways to Think Like a 21st-Century Economist*, Random House, London 2017.

- Rebai S., Azaiez M.N., Saidane D., A multi-attribute utility model for generating a sustainability index in the banking sector, *Journal of Cleaner Production*, vol. 113, no. 1, 2016.
- Reck B.K., Graedel T.E., Challenges in Metal Recycling, *Science*, vol. 337, no. 6095, 2012.
- Refinitiv, About us, <https://www.refinitiv.com/en/about-us>.
- Refinitiv, Environmental, Social and Corporate Governance – ESG, <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data>.
- Refinitiv, Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf.
- Refinitiv, ESG data in Eikon. Quick start guide, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/esg-data-in-eikon-march-2021.pdf.
- Refinitiv, Refinitiv Eikon – your trusted source of financial data, news and analysis, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/brochures/eikon-overview-brochure.pdf.
- Refinitiv, Refinitiv ESG scores, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf.
- Refinitiv, The Refinitiv Business Classification Methodology, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/trbc-business-classification-methodology.pdf.
- Refinitiv, The Refinitiv Business Classification, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/trbc-business-classification-quick-guide.pdf.
- Reilly G., Souder D., Ranucci R., Time horizon of investments in the resource allocation process: Review and framework for next steps, *Journal of Management*, vol. 42, 2016.
- Revelli C., Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?, *Research in International Business and Finance*, vol. 39, 2017.
- Richard E., *Multinational enterprise and economic analysis*, University Press, Cambridge 1996.
- Richardson B.J., Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for sustainability, *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no. 4, 2009.
- Rizzello A., Kabli A., Sustainable financial partnerships for the SDGs: The case of social impact bonds, *Sustainability*, vol. 12, no. 13, 2020.
- Rojek T., Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia*, nr 46, 2011.
- Rokeach M., *The nature of human values*, The Free Press, New York 1973.
- Romer P.M., Endogenous Technological Change, *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 5–2, 1990.
- Ross S.A., The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, vol. 13, no. 3, 1976.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/2772, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772.
- Rozporządzenie Komisji (UE) 2023/1803 z dnia 13 sierpnia 2023 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1803>.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600>.
- Ruhaya A., Alam M.M., Said J., Zamri M., The impacts of environmental, social and governance factors on firm performance: Panel Study of Malaysian Companies, *Management Environmental Quality*, vol. 29, 2018.
- Rumniak P., Kierunki zmian raportowania w przedsiębiorstwach, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 59, 2013.
- Sagan A., *Wartość dla klienta w układach rynkowych. Aspekty metodologiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011.
- Sajnog A., Jakość raportowania informacji niefinansowych z obszaru ESG, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
- Samy B.N., Mohamed G., The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value, *Applied Financial Economics*, vol. 12, no. 12, 2002.
- Sandberg J., Juravle C., Hedesström T.M., Hamilton I., The heterogeneity of socially responsible investment, *Journal of Business Ethics*, vol. 87, no. 4, 2009.
- Sandberg J., Toward a Theory of Sustainable Finance, [in:] T. Walker, S.D. Kibsey, R. Crichton (eds.), *Designing a Sustainable Financial System. Development Goals and Socio-Ecological Responsibility*, Palgrave Macmillan, Cham 2018.

- Sargent T.J., Wang N., Yang J., Earnings growth and the wealth distribution, *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 118, no. 15, 2021.
- Sariatli F., Linear Economy Versus Circular Economy: A Comparative and Analyzer Study for Optimization of Economy for Sustainability, *Visegrad Journal on Bioeconomy and Sustainable Development*, vol. 6, no. 1, 2017.
- Scalet S., Kelly T.F., CSR rating agencies: what is their global impact?, *Journal of Business Ethics*, vol. 94, no. 1, 2010.
- Scheler M., *Pisma z antropologii filozoficznej i teorii wiedzy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1987.
- Schmutz B., Tehrani M., Fulton L., Rathgeber A.W., Dow Jones Sustainability Indices, Do They Make a Difference? The U.S. and the European Union Companies, *Sustainability*, vol. 12, no. 1, 2020.
- Schoenmaker D., *A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam 2019.
- Schoenmaker D., *From Risk to Opportunity*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2017.
- Schoenmaker D., Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019.
- Schoenmaker D., Working paper: *A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2019.
- Scholtens B., Finance as a driver of corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, vol. 68, no. 1, 2006.
- Schuetz S., Socially responsible investing in the United States, *Journal of Business Ethics*, vol. 43, no. 3, 2003.
- Searcy C., Elkhawas D., Corporate sustainability ratings: An investigation into how corporations use the Dow Jones Sustainability Index, *Journal of Cleaner Production*, vol. 35, 2012.
- Selvam M., Gayathri J., Vasanth V., Lingaraja K., Marxiaoli S., Determinants of Firm Performance: A Subjective Model, *International Journal of Social Science Studies*, vol. 4, no. 7, 2016.
- Serafeim G., Yoon A., Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement, *Review of Accounting Studies*, vol. 28, 2023.
- Shanaev S., Ghimire B., When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns, *Finance Research Letters*, vol. 46, 2022.
- Sharpe W., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, vol. 19, no. 9, 1964.
- Sheffrin H., *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press, Brighton 2000.
- Shiller R., *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton 2012.
- Sia Partners, ESG data market: changes and challenges for financial players, <https://www.sia-partners.com/en/insights/publications/esg-data-market-changes-and-challenges-financial-players>.
- Simon H.A., A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, 1995.
- Singh N., Hui D., Singh R., Ahuja I.P.S., Feo L., Fraternali F., Recycling of plastic solid waste: A state of art review and future applications, *Composites Part B: Engineering*, vol. 115, 2017.
- Sinha A., Mishra S., Sharif A., Yarovaya L., Does green financing help to improve environmental & social responsibility? Designing SDG framework through advanced quantile modelling, *Journal of Environmental Management*, vol. 292, no. 8, 2021.
- Smulders S., Environmental policy and sustainable economic growth: an endogenous growth perspective, *De Economist*, vol. 143, no. 2, 1995.
- Soppe A., Sustainable Corporate Finance, *Journal of Business Ethics*, vol. 53, no. 1–2, 2004.
- Soppe A., Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing, *Indian School of Business WP Indian Management Research Journal*, vol. 1, no. 3, 2009.
- Sørensen P.B., From the Linear Economy to the Circular Economy: A Basic Model, *Finanz-Archiv: Zeitschrift für das Gesamte Finanzwesen*, vol. 74, no. 1, 2018.
- Sovacool B.K., Griffiths S., Kim J., Bazilian M., Climate change and industrial F-gases: A critical and systematic review of developments, sociotechnical systems and policy options for reducing synthetic greenhouse gas emissions, *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, vol. 141, 2021.
- Sparkes R., Cowton C.J., The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility, *Journal of Business Ethics*, vol. 52, no. 1, 2004.
- Sparkes R., *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons, West Sussex 2002.
- Stahel W.R., The circular Economy, *Nature*, vol. 531, 2018.
- Stichele M.V., Sustainable finance in new EU legislation: focus on climate investment, <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2018/06/Sustainable-finance-in-new-EU-legislation.pdf>.
- Stock J.H., Watson M.W., *Introduction to Econometrics*, Pearson Education Limited, Harlow 2015.
- Strandberg C., *Best Practices in Sustainable finance*, Strandberg Consulting, Burnaby 2005.
- Sun W., Louche C., Perez R., *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A post-crisis Agenda*, Emerald Group Publishing, Bingley 2011.

- Sustainable Stock Exchange, Results and Impact Report 2021, <https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2022/06/2021-results-and-Impact.pdf>.
- Swiss Sustainable Finance, Glossary, https://www.sustainable-finance.ch/en/resources/what-sustainable-finance/glossary.html#anchor_PQWWKP.
- Szablewski A., Turniak R., Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2004.
- Szczepański J., Elementarne pojęcia socjologii, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1970.
- Taghizadeh-Hesary F., Yoshino N., The way to induce private participation in green finance and investment, Finance Research Letters, vol. 31, no. 12, 2019.
- Talan G., Sharma G.D., Doing well by doing good: A systematic review and research agenda for sustainable investment, Sustainability, vol. 11, no. 2, 2019.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2022 Status Report, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report-t.pdf>.
- Task Force on Nature-related Financial Disclosures, Introducing the TNFD framework, <https://framework.tnfd.global/introducing-the-tnfd-framework/>.
- Tessin A., Sheldon N.D., Hendy I., Chappaz A., Iron limitation in the Western Interior Seaway during the Late Cretaceous OAE 3 and its role in phosphorus recycling and enhanced organic matter preservation, Earth and Planetary Science Letters, vol. 449, 2016.
- Tettamanzi P., Venturini G., Murgolo M., Sustainability and Financial Accounting: a Critical Review on the ESG Dynamics, Environmental Science and Pollution Research, vol. 29, 2022.
- Thaler R.H., Quasi Rational Economics, Russell Sage Foundation, New York 1991.
- The Investors Agenda, The Agenda, <https://theinvestoragenda.org/-focus-areas/3067966.html>.
- Thomas J.-S., Birat J.-P., Methodologies to measure the sustainability of materials – focus on recycling aspects, Metallurgical Research and Methodology, vol. 110, no. 1, 2013.
- Thomson Reuters, Thomson Reuters and Blackstone close Financial & Risk transaction, <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/october/thomson-reuters-and-blackstone-close-financial-and-risk-transaction.html>.
- Tierney M.J., Nielson D.L., Hawkins D.G., Roberts J.T., Finley M.G., Powers R.M., Parks B., Wilson S.E., Hicks R.L., More Dollars than Sense: Refining Our Knowledge of Development Finance Using Aid Data, World Development, vol. 39, no. 11, 2011.
- Torre M.L., Mango F., Cafaro A., Leo S., Does the ESG index affect stock return? Evidence from the Eurostoxx50, Sustainability, vol. 12, no. 16, 2020.
- Trahan R.T., Jantz B., What is ESG? Rethinking the “E” pillar, Business Strategy and Environment, vol. 32, no. 1, 2023.
- Trelstad B., Impact Investing: A Brief History, Capitalism and Society, vol. 11, no. 2, 2016.
- Trogler W.C., Physical properties and mechanisms of formation of nitrous oxide, Coordination Chemistry Reviews, vol. 187, 1999.
- Tucker J., Jones S., Environmental, social, and governance investing: investor demand, the great wealth transfer, and strategies for ESG investing, Journal of Financial Service Professionals, vol. 74, 2020.
- Tvede L., The Psychology of Finance, Norwegian University Press, Oslo 1990.
- Tversky A., Kahneman D., The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, Science, vol. 211, 1981.
- U.S. Securities and Exchange Committee, Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc., https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm#ex991902_30.
- UN Global Compact, UN Global Compact Strategy 2021–2023, https://ungc-communications-assets.s3.amazonaws.com/docs/about_the_gc/UN-GLOBAL-COMPACT-STRATEGY-2021-2023.pdf.
- Unia Europejska, Rodzaje aktów prawnych, https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pl.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, Finance Initiative, <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative>.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, Global state of sustainable insurance, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/global-state-of-sustainable-insurance_01.pdf.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, Investment Leadership Programme, <https://www.unepfi.org/investm-ent/investment/>.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, Principles for Responsible Banking Released, <https://www.unep-fi.org/industries/banking/pri-nciples-for-responsible-banking-released/>.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, Principles for Sustainable Insurance: Insuring for sustainable development, <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/09/EXTRANET-10-15-Butch-UNEP-FI-NA-members-meeting-PSI-Sep-2017-final.pdf>.
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, The Financial System We Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development, United Nations, New York 2015.

- United Nations Environment Programme Financial Initiative, The evolution of sustainable finance, <https://www.unepfi.org/news/25th-anniversary/timeline/>.
- United Nations Environment Programme, Report of the United Nations Conference on Environment and Development A/CONF.151/26/Rev.1, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf.
- United Nations, Millenium Declaration A/RES/55/2, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N0-0/559/51/PDF/N0055951.pdf?OpenElement>.
- United Nations, Paris Agreement, https://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/english_paris_agreement.pdf.
- United Nations, Report of the Conference A/CONF.151/26/Rev.1 (Vol. I), <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N92/836/55/PDF/N9283655.pdf?OpenElement>.
- United Nations, Report of the Conference A/CONF.48/14/Rev.1, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/NL7/300/05/IMG/NL730005.pdf?OpenElement>.
- United Nations, Report of the Conference FCCC/CP/1997/7, <https://unfccc.int/sites/default/files/resource/docs/cop3/07.pdf>.
- United Nations, Resolution A/RES/69/313, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_69_313.pdf.
- United Nations, Resolution A/RES/70/1, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N15/291/89/PDF/N1529189.pdf?OpenElement>.
- United Nations, The SDG Report 2022, <https://unstats.un.org/sdgs/report/20-22/The-Sustainable-Development-Goals-Report-2022.pdf>.
- Urban M.A., Wójcik D., Dirty Banking: Probing the Gap in Sustainable Finance, Sustainability, vol. 11, no. 6, 2019.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Artykuł 43, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf>.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Artykuł 55, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf>.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Artykuł 33, pkt 4, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19941210591/U/D19940591Lj.pdf>.
- Valenzuela F., Böhm S., Against wasted politics: A critique of the circular economy, Ephemera, vol. 17, no. 1, 2017.
- Van Dijk-de Groot M.L., Nijhof A.H.J., Socially Responsible Investment Funds: a review of research priorities and strategic options, Journal of Sustainable Finance & Investment, vol. 5, no. 3, 2015.
- Vandekerckhove W., Leys J., Van Braeckel D., A speech-act model for talking to management. Building a framework for evaluating communication within the SRI engagement process, Journal of Business Ethics, vol. 82, no. 1, 2008.
- Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D., The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value, Strategic Management Journal, vol. 8, no. 5, 1987.
- Velte P., Archival research on integrated reporting: a systematic review of main drivers and the impact of integrated reporting on firm value, Journal of Management and Governance, vol. 26, 2022.
- Velte P., Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany, Journal of Global Responsibility, vol. 8, no. 2, 2017.
- Verheyden T., Eccles R.G., Feiner A., ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 28, no. 2, 2016.
- von Neumann J., Morgenstern O., Theory of Games and Economic Behavior, Princeton University Press, Princeton 1944.
- Wabnitz C.C.C., Blasiak R., The rapidly changing world of ocean finance, Marine Policy, vol. 107, 2019.
- Waldron D., If cash is king, what about its role as a determinant of shareholder value, International Journal of Business Strategy, vol. 11, no. 1, 2011.
- Wang Y., Zhi Q., The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies, Energy Procedia, vol. 104, 2016.
- Waring G.F., Industry differences in the persistence of firm-specific returns, American Economic Review, vol. 86, 1996.
- Widyawati L., A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics, Business Strategy and the Environment, vol. 29, no. 2, 2020.
- Wiercioch M., Rachunkowość kreatywna a granice prawa, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, nr 374, 2018.
- Wong W.C., Batten J.A., Ahmad A.H., Mohamed-Arshad S.B., Nordin S., Adzis A.A., Does ESG certification add firm value?, Finance Research Letters, vol. 39, 2021.

- World Bank, World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files, <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#>.
- World Bank, World Development Report 1992: Development and the Environment, Oxford University Press, New York 1992.
- World Meteorological Organization, The State of Greenhouse Gases in the Atmosphere Based on Global Observations through 2021, WMO Greenhouse Gas Bulletin, vol. 18, 2022.
- Wójcik-Jurkiewicz M., Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 53, nr 109, 2016.
- Wren D.A., The History of Management Thought, Wiley, New York 2005.
- Wu M.L., Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis, The Journal of American Academy of Business, vol. 8, no. 1, 2006.
- Xie J., Nozawa W., Yagi M., Fujii H., Managi S., Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?, Business Strategy and the Environment, vol. 28, no. 2, 2019.
- Yang Y., Zhang H., Review of research on ESG performance, executive background and firm value, Frontiers in Humanities and Social Sciences, vol. 4, no 3, 2024.
- Yoo S., Managi S., Disclosure or action: evaluating ESG behaviour towards financial performance, Finance Research Letters, vol. 44, 2022.
- Yu E.P., Guo Q., Luu B.V., Environmental, social and governance transparency and firm value, Business Strategy and the Environment, vol. 27, no. 7, 2018.
- Yu X., Xiao K., Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises, Sustainability, vol. 14, 2022.
- Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
- Zeng S., Zhang S., Literature Review of Carbon Finance and Low Carbon Economy for Constructing Low Carbon Society in China, Low Carbon Economy, vol. 2, 2011.
- Zhang D., Energy Finance: Background, Concept, and Recent Developments, Emerging Markets Finance and Trade, vol. 54, no. 8, 2011.
- Zioło M., Finanse Zrównoważone: Rozwój, ryzyko, rynek, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020.
- Złoty M., Znaczenie scoringów ESG na międzynarodowym rynku finansowym, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022.
- Zsolnai L., The morality of economic man, European Business Review, vol. 16, no. 4, 2004.

SPIS TABEL

Tabela 1. Interpretacje pojęcia zrównoważonych finansów przez wybranych autorów.....	22
Tabela 2. Charakterystyka wybranych globalnych inicjatyw i podmiotów działających na rzecz zrównoważonych finansów.....	36
Tabela 3. Komparatywna analiza wybranych teorii finansów	58
Tabela 4. Interpretacja pojęć związanych z ESG.....	60
Tabela 5. Klasyfikacja zrównoważonych finansów z uwagi na priorytet obszaru ESG oraz niwelowane efekty zewnętrzne	64
Tabela 6. Klasyfikacja zrównoważonych finansów według D. Schoenmakera	66
Tabela 7. Klasyfikacja zrównoważonych finansów ESGF	72
Tabela 8. Kategorie oraz podkategorie czynników ESG stosowanych w standardach GRI....	81
Tabela 9. Przykładowi dostawcy danych, informacji oraz scoringów i ratingów ESG na rynku globalnym na koniec 2022 roku.....	82
Tabela 10. Obszary oraz kategorie czynników ESG wykorzystywane przez Refinitiv.....	86
Tabela 11. Mapa scoringów do ratingów ESG przez Refinitiv	88
Tabela 12. Najważniejsze inicjatywy i regulacje Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od początku XXI wieku	92
Tabela 13. Elementy sprawozdań niefinansowych wybranych przedsiębiorstw według dyrektywy 2014/95/EU	101
Tabela 14. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważenia – ESRS (<i>European Sustainability Reporting Standards</i>)	112
Tabela 15. Wykaz globalnych i Unii Europejskiej działań na rzecz zrównoważonych finansów uwzględnionych w europejskich standardach sprawozdawczości zrównoważenia.....	115
Tabela 16. Zestawienie liczby spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii raportujących informacje ESG w latach 2010–2022	122
Tabela 17. Praktyka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022	123
Tabela 18. Pojęcie wartości z perspektywy wybranych dziedzin nauki	129
Tabela 19. Wybrane koncepcje wartości przedsiębiorstwa	131
Tabela 20. Pozytywne i negatywne cechy wybranych metod wyceny przedsiębiorstw.....	147
Tabela 21. Makro- i mikronośniki wartości przedsiębiorstwa według D. Kowala.....	155
Tabela 22. Przegląd badań wybranych autorów pod kątem wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa.....	160

Tabela 23. Wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w okresie 2010–2022 (mld EUR)	176
Tabela 24. Średnie wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR)	177
Tabela 25. Średnie wielkości wybranych wskaźników finansowych badanych spółek w latach 2010–2022	178
Tabela 26. Średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR, %, indeks=2010)	180
Tabela 27. Średnie wartości kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach (mld EUR)	181
Tabela 28. Średnie ratingi i scoringi ESG oraz ich zmiany w latach 2010–2022	184
Tabela 29. Średnie wielkości scoringu ESG badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach	187
Tabela 30. Średnie wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych sektorach oraz krajach	195
Tabela 31. Klasyfikacja i interpretacja znormalizowanych scoringów ESG	211
Tabela 32. Opis zmiennych uwzględnionych w badaniu	213
Tabela 33. Oczekiwany kierunek wpływu wybranych zmiennych uwzględnionych w badaniu na TQ	214
Tabela 34. Wybrane statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach	215
Tabela 35. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringu ESG w latach 2010–2022	218
Tabela 36. Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringu ESG	219
Tabela 37. Wpływ wyników ESG (ESG) na wartość rynkową (TQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	221
Tabela 38. Analiza wrażliwości – wpływ wyników ESG (ESG, normESG) na wartość rynkową (TQ, adjTQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	225
Tabela 39. Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringów E, S i G	229
Tabela 40. Wpływ wyników w obszarach E, S i G (E, S, G) na wartość rynkową (TQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	230
Tabela 41. Analiza wrażliwości – wpływ scoringów E, S i G (E, S, G, normE, normS i normG) na wartość rynkową (TQ i adjTQ) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	233

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Kluczowe globalne wydarzenia z perspektywy powstania i rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów w latach 1972–2020	13
Rysunek 2. Obszary rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów od 1972 roku	17
Rysunek 3. Charakterystyka zrównoważonych finansów.....	26
Rysunek 4. Relacje między uczestnikami otoczenia gospodarczego w koncepcji zrównoważonych finansów.....	28
Rysunek 5. Klasyfikacja działań na rzecz zrównoważonych finansów w procesie budowy zrównoważonej gospodarki globalnej.....	33
Rysunek 6. Model funkcjonowania zrównoważonych finansów w gospodarce	34
Rysunek 7. Wybrane inicjatywy globalne na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od 1983 do 2022 roku oraz występujące między nimi relacje.....	35
Rysunek 8. Gospodarka o obiegu liniowym	42
Rysunek 9. Gospodarka o obiegu zamkniętym.....	43
Rysunek 10. Gospodarka o obiegu półzamkniętym.....	43
Rysunek 11. „Błędne koło” działań ONZ wobec globalnych problemów w obszarach ESG .	48
Rysunek 12. Wpływ czynników ESG na obszary ESG z uwzględnieniem potencjalnych problemów i korzyści ESG	63
Rysunek 13. Macierz klasyfikacyjna zrównoważonych finansów ESGF.....	71
Rysunek 14. Wybrani dostawcy standardów i wytycznych raportowania ESG	80
Rysunek 15. Proces konstruowania wskaźników ESG przez Refinitiv	85
Rysunek 16. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa.....	143
Rysunek 17. Dwuznaczność oczekiwanej stopy zwrotu inwestora	149
Rysunek 18. Podstawowe i kontrolne procedury organizacji danych podjęte w celu stworzenia bazy danych.....	165
Rysunek 19. Podstawowe i kontrolne procedury organizacji bazy danych podjęte w celu przeprowadzenia badań empirycznych	167
Rysunek 20. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 roku z uwagi na kraj siedziby spółek	170
Rysunek 21. Proces ustalenia finalnej próby badawczej na potrzeby badań empirycznych .	173
Rysunek 22. Liczebność finalnej próby badawczej z uwagi na kraj siedziby badanych spółek	175
Rysunek 23. Błędny rodzaj zrównoważonych finansów według klasyfikacji ESGF	236

SPIS WYKRESÓW

Wykres 1. Roczne stopy zmian globalnego nominalnego PKB i łącznej wielkości emisji GHG na świecie w latach 1970–2022 (rok/rok, %)	40
Wykres 2. Zmiana średniej rocznej temperatury globalnej w latach 1972–2022 w odniesieniu do temperatury z 1972 roku (°C).....	47
Wykres 3. Struktura ilościowa spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022.....	119
Wykres 4. Struktura ilościowa spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022 (udział %).....	119
Wykres 5. Zmiana liczby spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz liczebności podmiotów sprawozdających te informacje w latach 2010–2022 (r/r, %)	120
Wykres 6. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31.12.2022 roku w podziale na przynależność sektorową spółek.....	172
Wykres 7. Liczebność finalnej próby badawczej w podziale na przynależność sektorową spółek.....	175
Wykres 8. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami ESG w latach 2010–2022	184
Wykres 9. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami E w latach 2010–2022	189
Wykres 10. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami S w latach 2010–2022 ...	190
Wykres 11. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami G w latach 2010–2022...	190
Wykres 12. Średnie scoringi E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022.....	191
Wykres 13. Roczne zmiany średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022	191
Wykres 14. Tempo zmian średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 (indeks=2010).....	192
Wykres 15. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022.....	227
Wykres 16. Zmiany średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022	227
Wykres 17. Tempo zmian średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022	228

SPIS ZAŁĄCZNIKÓW

Załącznik 1. Szczegółowe zestawienie zmian emisji GHG oraz nominalnego PKB wszystkich krajów na świecie w podziale na regiony świata (Mt, %, mld USD)	267
Załącznik 2. Liczba spółek giełdowych w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej w latach 2010–2022	276
Załącznik 3. Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na dzień 31.12.2022 roku w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii	277
Załącznik 4. Szczegółowy wykaz liczby badanych spółek w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii	278
Załącznik 5. Nominalne PKB krajów spółek poddanych badaniu w latach 2010–2022 (mld EUR).....	279
Załącznik 6. Średnie wyniki badanych spółek w obszarach E, S i G w latach 2010–2022...	280
Załącznik 7. Wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringów E, S i G w latach 2010–2022	281

Załącznik 1. Szczegółowe zestawienie zmian emisji GHG oraz nominalnego PKB wszystkich krajów na świecie w podziale na regiony świata (Mt, %, mld USD)

Region	Kraj/terytorium	Łączna emisja GHG wyrażona jako ekwiwalent CO ₂				PKB wyrażony w cenach bieżących			
		Mt (2022 rok)	% Δ 1972	% Δ 1992	% sumy	mld USD (2022 rok)	% Δ 1972	% Δ 1992	% sumy
Afryka	Algieria	284,45	244	80	1	191,91	2736	300	0
	Andora	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	3,35	2856	177	0
	Angola	66,48	193	96	0	106,71	b.d.	1184	0
	Benin	20,69	632	367	0	17,40	4141	926	0
	Botswana	12,61	203	46	0	20,35	12275	391	0
	Burkina Faso	36,50	460	204	0	18,88	3164	463	0
	Burundi	7,48	215	137	0	3,07	1145	184	0
	Czad	89,84	814	378	0	12,70	2070	575	0
	Demokratyczna Republika Konga	61,64	352	127	0	58,07	841	606	0
	Dżibuti	2,23	118	11	0	3,52	b.d.	635	0
	Egipt	377,78	495	128	1	476,75	5027	1039	0
	Erytrea	6,95	67	35	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Etiopia	192,47	256	180	0	126,78	b.d.	1108	0
	Gabon	18,63	135	-11	0	21,07	4795	277	0
	Gambia	2,34	218	131	0	2,27	3742	218	0
	Ghana	53,01	553	334	0	72,84	3348	1036	0
	Gwinea	29,28	453	261	0	21,23	b.d.	546	0
	Gwinea Bissau	3,24	265	87	0	1,63	1763	622	0
	Gwinea Równikowa	11,55	9503	5839	0	11,81	17956	8670	0
	Kamerun	43,17	433	46	0	44,34	2860	267	0
	Kenia	117,89	351	177	0	113,42	5282	1282	0
	Komory	0,92	273	160	0	1,24	b.d.	172	0

Kongo	25,96	748	126	0	14,62	3459	398	0
Lesotho	3,02	64	25	0	2,55	3056	207	0
Liberia	5,31	209	255	0	4,00	b.d.	b.d.	0
Libia	104,51	7	32	0	45,75	b.d.	35	0
Madagaskar	34,98	71	36	0	14,95	1015	303	0
Malawi	20,92	591	208	0	13,16	3142	632	0
Mali	49,38	345	266	0	18,83	3769	565	0
Maroko	114,77	355	140	0	134,18	2544	298	0
Mauretania	16,67	226	101	0	10,38	2549	379	0
Mauritius	6,41	549	199	0	12,90	b.d.	300	0
Mozambik	40,07	297	281	0	17,85	b.d.	576	0
Namibia	13,10	94	94	0	12,61	b.d.	268	0
Niger	43,24	264	244	0	13,97	1781	313	0
Nigeria	407,69	72	24	1	477,39	3789	899	0
Republika Środkowoafrykańska	13,45	577	61	0	2,38	934	69	0
Reunion	3,15	535	119	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Rwanda	9,03	100	61	0	13,31	5302	556	0
Sahara Zachodnia	0,49	357	88	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Senegal	30,61	290	176	0	27,68	1608	256	0
Seszele	1,20	749	207	0	1,59	5083	266	0
Sierra Leone	7,12	117	87	0	3,97	753	484	0
Somalia	33,36	76	62	0	8,13	1849	b.d.	0
Suazi	3,39	70	3	0	4,85	3208	278	0
Sudan	146,96	262	113	0	51,66	1693	634	0
Sudan Południowy	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Święta Helena	0,02	506	217	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Tanzania	89,38	308	180	0	75,71	b.d.	1545	0
Togo	11,09	430	246	0	8,13	2321	380	0
Tunezja	49,82	316	91	0	46,66	1986	201	0
Uganda	56,49	313	187	0	45,56	2954	1494	0

	Wybrzeże Kości Słoniowej	36,18	400	205	0	70,02	3686	528	0
	Wyspy Świętego Tomasza i Książęca	0,26	546	177	0	0,55	b.d.	b.d.	0
	Wyspy Zielonego Przylądka	1,30	419	360	0	2,31	b.d.	548	0
	Zambia	30,33	122	83	0	29,78	1459	836	0
	Zimbabwe	30,19	34	-17	0	20,68	672	206	0
	Łącznie	2 879,01	208	98	5	2 535,49	3604	572	3
Ameryka Łacińska	Anguilla	0,03	545	158	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Antigua i Barbuda	0,36	81	43	0	1,76	b.d.	252	0
	Antyle Holenderskie	2,15	-85	-30	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Argentyna	382,99	64	43	1	632,77	1722	177	1
	Aruba	0,50	716	86	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Bahamy	1,88	0	75	0	12,90	2083	315	0
	Barbados	0,93	53	13	0	5,64	b.d.	188	0
	Belize	0,98	193	91	0	2,82	4175	445	0
	Bermudy	0,35	80	72	0	7,55	3108	349	0
	Boliwia	58,46	75	70	0	43,07	3325	663	0
	Brazylia	1 310,50	232	76	2	1 920,10	3186	485	2
	Chile	137,01	143	122	0	301,03	2439	555	0
	Curacao	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Dominika	0,15	232	68	0	0,61	b.d.	161	0
	Dominikana	41,86	250	110	0	113,64	5618	879	0
	Ekwador	76,94	406	84	0	115,05	3511	536	0
	Falklandy (Malwiny)	0,03	461	253	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Grenada	0,19	194	86	0	1,26	b.d.	305	0
	Gujana	7,79	63	91	0	15,36	5281	4011	0
	Gujana Francuska	0,59	312	58	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Gwadelupa	1,26	156	30	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Gwatemala	45,02	349	182	0	95,00	4421	810	0
	Haiti	14,87	122	74	0	20,25	5345	797	0
	Honduras	23,74	278	134	0	31,72	3850	542	0

	Jamajka	7,71	-18	-25	0	17,10	812	384	0
	Kajmany	0,34	740	173	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Kolumbia	215,54	134	49	0	343,94	3866	489	0
	Kostaryka	16,86	158	46	0	68,38	5422	698	0
	Kuba	44,38	0	-7	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Martynika	1,08	133	25	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Meksyk	819,87	250	67	2	1 414,19	3029	289	1
	Nikaragua	21,03	136	102	0	15,67	1679	774	0
	Panama	18,48	168	115	0	76,52	4473	851	0
	Paragwaj	45,57	302	117	0	41,72	5325	483	0
	Peru	105,14	167	124	0	242,63	2540	575	0
	Portoryko	15,26	-61	-33	0	113,43	1692	228	0
	Saint Kitts i Nevis	0,15	118	104	0	0,96	4091	297	0
	Saint Lucia	0,43	330	159	0	2,07	b.d.	206	0
	Saint Vincent i Grenadyny	0,15	159	67	0	0,95	3339	241	0
	Salwador	13,07	110	42	0	32,49	2471	459	0
	Sint Maarten	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,57	b.d.	b.d.	0
	Surinam	4,50	122	114	0	3,62	1061	795	0
	Trynidad i Tobago	45,91	370	145	0	27,90	2475	413	0
	Urugwaj	41,91	41	25	0	71,18	3151	453	0
	Wenezuela	169,52	70	0	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Wyspy Dziewicze_Brytyjskie	0,08	590	242	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Wyspy Turks i Caicos	0,10	1553	763	0	1,14	b.d.	b.d.	0
	Łącznie	3 695,66	158	63	7	5 795,98	2550	348	6
Ameryka Północna	Kanada	756,81	52	28	1	2 139,84	1792	261	2
	Mariany Północne	0,00	497	63	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Saint Pierre i Miquelon	0,04	-12	-48	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Samoa Amerykańskie	0,01	38	13	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Stany Zjednoczone	6 017,44	2	-3	11	27 073,51	2017	315	27
	Łącznie	6 774,31	6	0	13	29 213,35	1998	311	29

Azja	Afganistan	29,12	90	126	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Arabia Saudyjska	810,51	621	202	2	1 108,15	11367	708	1
	Bahrajn	69,98	262	105	0	44,39	b.d.	834	0
	Bangladesz	281,08	122	101	1	460,20	7218	1351	0
	Bhutan	3,07	306	170	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Brunei Darussalam	14,83	292	72	0	16,68	6060	299	0
	Chiny	15 684,87	589	263	29	17 963,17	15700	4108	18
	Filipiny	265,30	185	137	0	404,28	4358	569	0
	Hongkong	39,14	209	-18	0	359,84	6202	245	0
	Indie	3 943,26	373	158	7	3 385,09	4637	1075	3
	Indonezja	1 240,83	447	164	2	1 319,10	11894	930	1
	Irak	367,94	283	240	1	264,18	6322	47615	0
	Iran	951,98	295	136	2	388,54	2165	b.d.	0
	Izrael	87,75	14	89	0	522,03	b.d.	b.d.	1
	Japonia	1 182,77	12	-12	2	4 231,14	1230	8	4
	Jemen	38,01	481	82	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Jordania	34,54	899	129	0	47,45	5917	793	0
	Kambodża	50,02	176	150	0	29,96	5826	b.d.	0
	Katar	194,65	491	510	0	237,30	46405	3003	0
	Kazachstan	331,53	22	-8	1	220,62	b.d.	785	0
	Kirgistan	21,94	0	-5	0	10,93	b.d.	372	0
	Korea Południowa	725,74	585	90	1	1 665,25	15230	368	2
	Koreańska Republika Ludowo-Demokratyczna	81,29	-22	-45	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Kuwejt	167,86	112	273	0	184,56	4046	829	0
	Laotańska Republika Ludowo-Demokratyczna	36,86	425	342	0	15,72	b.d.	1294	0
	Liban	31,93	314	207	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Makau	2,41	535	130	0	21,98	b.d.	347	0
	Malediwy	2,42	6818	1432	0	6,19	b.d.	2073	0
	Malezja	353,92	920	215	1	406,31	7956	587	0
	Mongolia	62,79	295	136	0	16,81	b.d.	1176	0

	Myanmar	169,39	144	126	0	59,36	9256	2579	0
	Nepal	56,74	124	87	0	40,83	3887	1100	0
	Oman	137,24	877	260	0	114,67	31157	821	0
	Pakistan	546,10	409	141	1	376,53	3899	670	0
	Papua-Nowa Gwinea	9,10	351	119	0	30,63	3467	600	0
	Singapur	70,47	677	90	0	466,79	17052	795	0
	Sri Lanka	38,80	91	65	0	74,40	2813	667	0
	Syryjska Republika Arabska	46,31	184	-36	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Tadżykistan	22,83	61	21	0	10,49	b.d.	386	0
	Tajlandia	463,87	286	87	1	495,34	5957	344	0
	Tajwan	307,68	423	94	1	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Timor Wschodni	2,48	212	269	0	3,16	b.d.	b.d.	0
	Turcja	687,53	495	194	1	905,99	4350	472	1
	Turkmenistan	128,92	172	119	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Uzbekistan	227,21	95	36	0	80,39	b.d.	521	0
	Wietnam	489,16	419	309	1	408,80	b.d.	4043	0
	Zachodni Brzeg i Strefa Gazy	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	19,11	b.d.	b.d.	0
	Zjednoczone Emiraty Arabskie	295,11	657	217	1	507,53	b.d.	836	1
	Łącznie	30 807,29	355	164	58	36 923,92	5681	504	37
Europa	Albania	7,98	-13	29	0	18,88	b.d.	2795	0
	Armenia	9,38	-44	-33	0	19,50	b.d.	1432	0
	Austria	76,74	-1	-4	0	471,40	2037	142	0
	Azerbejdżan	68,88	36	22	0	78,72	b.d.	17538	0
	Belgia	114,03	-34	-21	0	578,60	1455	146	1
	Białoruś	99,87	13	-18	0	72,79	b.d.	327	0
	Bośnia i Hercegowina	29,32	79	28	0	24,53	b.d.	b.d.	0
	Bułgaria	68,41	-28	-20	0	89,04	b.d.	760	0
	Chorwacja	24,18	-15	1	0	70,96	b.d.	b.d.	0
	Cypr	10,63	206	64	0	28,44	b.d.	311	0
	Czarnogóra	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	6,10	b.d.	b.d.	0

Dania	45,80	-41	-38	0	395,40	1602	159	0
Estonia	13,81	-36	-53	0	38,10	b.d.	b.d.	0
Finlandia	54,81	-22	-33	0	280,83	1805	150	0
Francja	430,36	-35	-22	1	2 782,91	1268	99	3
Gibraltar	0,69	836	166	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Grecja	76,03	40	-25	0	219,07	1197	88	0
Grenlandia	0,54	898	721	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Gruzja	18,05	-43	-34	0	24,61	b.d.	567	0
Hiszpania	328,66	61	4	1	1 397,51	2263	122	1
Irlandia	62,42	46	7	0	529,24	8277	846	1
Islandia	4,77	30	44	0	27,84	3216	293	0
Liechtenstein	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Litwa	20,85	-33	-33	0	70,33	b.d.	b.d.	0
Luksemburg	8,48	-52	-34	0	82,27	4226	430	0
Łotwa	11,11	-43	-48	0	41,15	b.d.	b.d.	0
Macedonia Północna	11,18	-5	-4	0	13,56	b.d.	457	0
Majotta	0,04	669	190	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Malta	2,18	125	-8	0	17,77	5920	488	0
Mołdawia	12,32	-45	-51	0	14,42	b.d.	b.d.	0
Monako	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Montserrat	0,04	63	4	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Niderlandy	167,85	-17	-28	0	991,11	1712	173	1
Niemcy	784,00	-41	-32	1	4 072,19	1258	91	4
Norwegia	69,97	22	15	0	579,27	3237	343	1
Polska	400,82	-22	-18	1	688,18	b.d.	629	1
Portugalia	59,71	89	-8	0	251,95	2142	134	0
Republika Czeska	125,06	-43	-27	0	290,92	b.d.	736	0
Rosja	2 579,80	27	-7	5	2 240,42	b.d.	387	2
Rumunia	117,06	-38	-36	0	301,26	b.d.	1099	0
San Marino	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

	Serbia	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	63,50	b.d.	b.d.	0
	Serbia i Czarnogóra	69,94	49	3	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Słowacja	45,56	-23	-24	0	115,47	b.d.	645	0
	Słowenia	18,28	24	-3	0	62,12	b.d.	b.d.	0
	Szwajcaria	45,56	-15	-20	0	807,71	b.d.	188	1
	Szwecja	60,64	-45	-26	0	585,94	1097	106	1
	Ukraina	208,61	-70	-74	0	160,50	b.d.	117	0
	Węgry	66,21	-31	-17	0	178,79	b.d.	362	0
	Wielka Brytania	426,56	-50	-45	1	3 070,67	1707	160	3
	Włochy	394,75	-8	-22	1	2 010,43	1284	52	2
	Wyspa Man	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Wyspy Normandzkie	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Wyspy Owcze	0,05	10	6	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Łącznie	7 251,99	-17	-23	14	23 864,41	2004	151	24
Oceania	Australia	571,38	71	24	1	1 675,42	3119	415	2
	Fidżi	2,98	97	40	0	4,94	1461	223	0
	Guam	0,04	26	30	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Kiribati	0,11	271	212	0	0,22	1079	368	0
	Mikronezja	0,05	1928	1111	0	0,43	b.d.	140	0
	Nauru	0,00	85	15	0	0,15	b.d.	b.d.	0
	Niue	0,00	-19	24	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Nowa Kaledonia	5,69	300	183	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Nowa Zelandia	82,72	39	15	0	247,23	2484	494	0
	Palau	1,42	-34	-33	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Polinezja Francuska	1,12	399	20	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Samoa	0,55	214	92	0	0,83	b.d.	529	0
	Tonga	0,28	258	47	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Tuvalu	0,01	129	30	0	0,06	b.d.	519	0
	Vanuatu	0,59	79	27	0	0,98	b.d.	370	0
	Wyspy Cooka	0,12	316	127	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

	Wyspy Marshalla	0,00	146	10	0	0,28	b.d.	207	0
	Wyspy Salomona	0,59	294	110	0	1,60	3830	493	0
	Łącznie	667,66	67	23	1	1 932,15	2975	414	2
Transport międzynarodowy	Transport lotniczy	425,96	135	62	1	n.d	n.d	n.d	n.d
	Transport morski	750,70	91	71	1	n.d.	n.d	n.d	n.d
	Łącznie	1 176,66	105	67	2	n.d	n.d	n.d	n.d
Łącznie	-	53 252,58	111	62	100	100 265,31	2753	305	100

Objaśnienia: zapisy „n.d.” oraz „b.d.” oznaczają odpowiednio „nie dotyczy” i „brak danych”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych M. Crippa, D. Guizzardi, F. Pagani, M. Banja, M. Muntean, E. Schaaf, W. Becker, F. Monforti-Ferrario, R. Quadrelli, A. Risquez Martin, P. Taghavi-Moharamli, J. Köykkä, G. Grassi, S. Rossi, J. Brandao De Melo, D. Oom, A. Branco, J. San-Miguel, E. Vignati, *GHG emissions...*, op. cit., (dostęp 31.10.2023 r.); Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change...*, op. cit., (dostęp 31.10.2023 r.); World Bank, *World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files*, <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#>, (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 2. Liczba spółek giełdowych w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022

Kraj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
AUS	58	59	59	60	61	61	61	64	64	68	70	73	74
BEL	120	120	119	124	128	136	141	145	147	147	149	153	157
BGR	164	166	160	169	172	170	170	170	173	181	181	185	195
CYP	73	80	86	85	83	88	90	93	97	105	104	113	128
CZE	7	8	8	8	8	9	10	10	12	13	18	20	28
DEU	627	640	653	662	675	706	729	757	788	809	837	885	902
DNK	105	108	108	113	117	123	126	132	147	151	171	199	202
ESP	106	112	119	121	131	148	157	172	198	210	220	239	275
EST	18	18	19	19	19	20	21	22	23	24	25	32	37
FIN	95	95	97	101	109	121	128	139	149	154	158	188	201
FRA	513	530	541	557	587	613	630	657	675	680	689	737	754
GBR	1 030	1 066	1 089	1 126	1 200	1 256	1 313	1 402	1 488	1 515	1 567	1 746	1 796
GRC	159	162	164	166	172	170	172	180	183	185	184	179	180
HRV	71	71	72	70	73	76	79	77	78	79	85	89	89
HUN	27	29	31	32	33	33	34	36	36	35	37	40	52
IRL	61	66	67	74	78	84	86	89	95	98	99	108	109
ITA	171	176	184	198	214	235	248	274	293	332	356	411	461
LTU	20	20	21	22	25	26	26	27	28	29	31	31	31
LUX	31	37	36	38	46	48	49	53	59	61	65	80	87
LVA	9	9	9	10	10	10	12	13	13	13	13	15	16
MLT	21	23	25	27	30	31	33	35	39	40	42	43	47
NLD	91	94	95	99	108	111	120	124	131	133	139	160	161
POL	346	461	535	575	607	632	653	680	697	706	716	756	767
PRT	42	42	42	44	44	45	46	47	49	49	49	49	49
ROU	115	115	116	122	125	139	267	283	278	289	290	319	330
SVK	23	29	29	31	32	32	21	20	21	18	20	25	25
SVN	25	26	27	27	27	27	27	29	30	28	32	31	31
SWE	311	336	349	366	429	504	595	701	764	807	854	1 018	1 069
Łącznie	4 439	4 698	4 860	5 046	5 343	5 654	6 044	6 431	6 755	6 959	7 201	7 924	8 253

Objaśnienia: sektory oznaczono akronimami stanowiącymi pierwsze litery ich pełnych nazw: AES – *Academic & Educational Services*, BM – *Basic Materials*, CC – *Consumer Cyclicals*, CN-C – *Consumer Non-Cyclical*s, E – *Energy*, H – *Healthcare*, I – *Industrials*, RE – *Real Estate*, T – *Technology*, U – *Utilities*. Kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes...*, op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 3. Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na dzień 31.12.2022 roku w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii

Kraj	Sektor													
	AES	BM	CC	CN-C	E	F	GA	H	I	IAO	RE	T	U	Łącznie
AUS	0	8	7	6	3	15	0	2	15	0	6	8	4	74
BEL	0	13	17	17	5	14	0	24	14	0	36	15	2	157
BGR	0	8	18	21	3	57	0	4	22	0	46	9	7	195
CYP	0	8	18	19	8	29	0	5	21	0	10	10	0	128
CZE	0	1	5	4	0	5	0	1	4	0	4	3	1	28
DEU	1	44	139	36	20	164	0	84	139	0	80	174	21	902
DNK	0	9	20	10	3	27	0	34	38	0	11	47	3	202
ESP	2	18	28	6	8	16	0	18	42	1	101	22	13	275
EST	0	1	6	3	1	7	0	1	10	0	4	3	1	37
FIN	2	11	29	12	4	26	0	14	53	0	5	42	3	201
FRA	3	36	159	45	20	63	0	97	124	0	53	140	14	754
GBR	5	156	219	73	92	521	1	154	223	0	81	248	23	1 796
GRC	0	19	36	16	11	16	0	3	44	0	10	17	8	180
HRV	0	1	30	16	2	13	0	1	19	0	3	3	1	89
HUN	0	3	4	4	2	10	0	3	7	0	8	7	4	52
IRL	0	13	9	8	10	13	0	26	11	0	1	16	2	109
ITA	0	15	112	21	12	78	0	25	90	0	16	74	18	461
LTU	0	0	6	8	1	4	0	0	2	0	3	2	5	31
LUX	0	7	13	8	4	19	1	4	11	0	10	9	1	87
LVA	0	0	2	3	1	4	0	1	2	0	0	2	1	16
MLT	0	0	6	3	0	10	0	0	6	0	11	11	0	47
NLD	0	10	19	15	7	26	0	14	27	0	10	28	5	161
POL	3	53	145	47	24	90	0	52	140	0	28	169	16	767
PRT	0	6	12	4	2	6	0	0	7	0	2	7	3	49
ROU	0	33	71	38	17	16	0	5	97	0	34	16	3	330
SVK	0	4	1	5	0	4	0	2	8	0	1	0	0	25
SVN	0	3	5	2	1	9	0	1	5	0	3	2	0	31
SWE	7	50	114	49	30	85	0	213	173	0	79	259	10	1 069
Łącznie	23	530	1 250	499	291	1 347	2	788	1 354	1	656	1 343	169	8 253

Objaśnienia: sektory oznaczono akronimami stanowiącymi pierwsze litery ich pełnych nazw: AES – *Academic & Educational Services*; BM – *Basic Materials*; CC – *Consumer Cyclical*s; CN-C – *Consumer Non-Cyclical*s; E – *Energy*; F – *Financial*s; GA – *Government Activity*; H – *Healthcare*; I – *Industrial*s; IAO – *Institutions, Associations & Organizations*; RE – *Real Estate*; T – *Technology*; U – *Utilities*. Kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes*..., op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 4. Szczegółowy wykaz liczby badanych spółek w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii

Kraj	Sektor													
	AES	BM	CC	CN-C	E	F	GA	H	I	IAO	RE	T	U	Łącznie
AUS	0	4	4	1	3	0	0	0	7	0	3	5	2	29
BEL	0	5	4	3	2	0	0	6	2	0	7	7	1	37
BGR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CYP	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	3
CZE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
DEU	0	20	30	6	5	0	0	16	49	0	9	47	4	186
DNK	0	5	5	4	1	0	0	11	11	0	0	5	0	42
ESP	0	6	8	1	4	0	0	5	11	0	1	3	6	45
EST	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FIN	0	6	9	5	1	0	0	2	15	0	1	10	1	50
FRA	0	10	31	14	6	0	0	15	35	0	10	14	4	139
GBR	1	34	77	31	18	0	0	18	89	0	23	40	10	341
GRC	0	0	2	1	2	0	0	0	10	0	1	2	4	22
HRV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
HUN	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	4
IRL	0	5	3	6	0	0	0	10	7	0	0	2	0	33
ITA	0	5	13	3	4	0	0	5	10	0	1	7	9	57
LTU	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LUX	0	2	1	2	1	0	0	1	1	0	2	3	0	13
LVA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MLT	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
NLD	0	3	5	5	3	0	0	3	14	0	4	8	0	45
POL	0	7	2	1	4	0	0	1	3	0	1	4	3	26
PRT	0	4	0	2	1	0	0	0	1	0	0	2	2	12
ROU	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
SVK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SVN	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
SWE	1	14	23	6	2	0	0	24	36	0	12	31	3	152
Łącznie	2	131	219	93	60	0	0	119	302	0	75	191	50	1 242

Objaśnienia: sektory oznaczono akronimami stanowiącymi pierwsze litery ich pełnych nazw: AES – *Academic & Educational Services*; BM – *Basic Materials*; CC – *Consumer Cyclical*s; CN-C – *Consumer Non-Cyclical*s; E – *Energy*; F – *Financial*s; GA – *Government Activity*; H – *Healthcare*; I – *Industrial*s; IAO – *Institutions, Associations & Organizations*; RE – *Real Estate*; T – *Technology*; U – *Utilities*. Kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes...*, op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 5. Nominalne PKB krajów spółek poddanych badaniu w latach 2010–2022 (mld EUR)

Kraj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
AUT	296	310	319	324	333	344	358	369	385	397	381	406	416
BEL	363	376	386	393	403	417	430	445	460	479	460	503	504
CYP	19	20	19	18	17	18	19	20	22	23	22	24	23
CZE	158	165	163	159	158	170	177	194	211	226	216	238	233
DEU	2 564	2 694	2 745	2 811	2 927	3 026	3 135	3 267	3 365	3 473	3 405	3 602	3 699
DNK	243	248	255	259	266	273	283	295	302	310	312	337	334
ESP	1 073	1 064	1 031	1 021	1 033	1 078	1 114	1 162	1 204	1 246	1 118	1 207	1 212
FIN	188	198	201	204	207	211	218	226	233	240	238	251	253
FRA	1 995	2 058	2 089	2 117	2 150	2 198	2 234	2 297	2 363	2 438	2 310	2 501	2 505
GBR	1 872	1 913	2 111	2 096	2 311	2 645	2 434	2 360	2 421	2 527	2 723	2 883	2 834
GRC	224	203	188	180	177	176	174	177	180	183	165	182	160
HUN	100	102	100	102	106	113	116	127	136	147	138	154	152
IRL	167	172	176	179	195	263	270	298	327	357	373	426	416
LUX	42	44	47	49	52	54	56	58	60	62	65	72	71
MLT	7	7	7	8	9	10	11	12	13	14	13	15	16
NLD	639	650	653	660	672	690	708	738	774	813	797	855	843
POL	359	377	385	388	406	430	425	466	499	533	526	576	573
PRT	180	176	168	170	173	180	186	196	205	214	201	215	213
ROU	128	139	139	143	151	160	167	186	206	224	220	241	241
SRB	32	35	34	36	35	36	37	39	43	46	47	53	50
SVN	36	37	36	36	38	39	40	43	46	49	47	52	50
SWE	375	413	430	442	439	455	466	480	471	477	481	538	535

Objaśnienia: kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (dostęp 31.12.2023 r.); International Organization for Standardization, *Country codes...*, op. cit., (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 6. Średnie wyniki badanych spółek w obszarach E, S i G w latach 2010–2022

Okres	Średni rating E	Średni scoring E	Δ E	% Δ E	Scoring E (indeks=2010)	Średni rating S	Średni scoring S	Δ S	% Δ S	Scoring S (indeks=2010)	Średni rating G	Średni scoring G	Δ G	% Δ G	Scoring G (indeks=2010)
2010	B-	52,24	n.d.	n.d.	100,0	B-	51,47	n.d.	n.d.	100,0	B-	50,34	n.d.	n.d.	100,0
2011	B-	52,07	-0,17	-0,3	99,7	B-	52,32	0,84	1,6	101,6	B-	50,47	0,14	0,3	100,3
2012	B-	52,97	0,90	1,7	101,4	B-	53,68	1,36	2,6	104,3	B-	50,34	-0,13	-0,3	100,0
2013	B-	53,21	0,25	0,5	101,9	B-	54,64	0,97	1,8	106,2	B-	50,43	0,09	0,2	100,2
2014	B-	52,63	-0,58	-1,1	100,8	B-	55,69	1,05	1,9	108,2	B-	50,85	0,43	0,8	101,0
2015	B-	53,90	1,27	2,4	103,2	B	58,40	2,71	4,9	113,5	B-	52,20	1,34	2,6	103,7
2016	B-	55,05	1,15	2,1	105,4	B	60,72	2,32	4,0	118,0	B-	52,02	-0,18	-0,3	103,3
2017	B-	54,50	-0,54	-1,0	104,3	B	63,14	2,42	4,0	122,7	B-	51,97	-0,05	-0,1	103,2
2018	B-	50,46	-4,05	-7,4	96,6	B	60,50	-2,65	-4,2	117,5	B-	51,27	-0,69	-1,3	101,9
2019	B-	51,89	1,43	2,8	99,3	B	60,32	-0,18	-0,3	117,2	B-	51,91	0,64	1,2	103,1
2020	C+	49,63	-2,26	-4,4	95,0	B	58,44	-1,88	-3,1	113,5	B-	55,56	3,65	7,0	110,4
2021	B-	52,69	3,06	6,2	100,9	B	60,52	2,08	3,6	117,6	B	60,49	4,93	8,9	120,2
2022	B-	54,40	1,71	3,2	104,1	B	61,14	0,62	1,0	118,8	B	60,96	0,47	0,8	121,1

Objaśnienia: zapis n.d. oznacza „nie dotyczy”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).

Załącznik 7. Wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringów E, S i G w latach 2010–2022

Przedział decyli scoringów E, S i G	Śr. TQ w przedziale E	Zm. śr. TQ w przedziale E	% zm. śr. TQ w przedziale E	Tempo zmian śr. TQ w przedziale E (indeks=2010)	Śr. TQ w przedziale S	Zm. śr. TQ w przedziale S	% zm. śr. TQ w przedziale S	Tempo zmian śr. TQ w przedziale S (indeks=2010)	Śr. TQ w przedziale G	Zm. śr. TQ w przedziale G	% zm. śr. TQ w przedziale G	Tempo zmian śr. TQ w przedziale G (indeks=2010)
min. – d1	1,736	n.d.	n.d.	100,0	1,483	n.d.	n.d.	100,0	1,460	n.d.	n.d.	100,0
d1 – d2	1,504	-0,232	-13,4	86,6	1,451	-0,031	-2,1	97,8	1,233	-0,227	-15,5	84,5
d2 – d3	1,436	-0,068	-4,5	82,7	1,322	-0,129	-8,9	89,1	1,134	-0,098	-8,0	77,7
d3 – d4	1,180	-0,256	-17,9	68,0	1,289	-0,034	-2,5	86,9	1,155	0,020	1,8	79,1
d4 – d5	1,108	-0,071	-6,1	63,8	1,168	-0,121	-9,4	78,8	1,257	0,102	8,9	86,1
d5 – d6	1,128	0,020	1,8	65,0	1,161	-0,007	-0,6	78,3	1,240	-0,017	-1,4	84,9
d6 – d7	1,153	0,025	2,2	66,4	1,045	-0,117	-10,0	70,5	1,325	0,084	6,8	90,8
d7 – d8	1,030	-0,123	-10,7	59,3	1,011	-0,034	-3,2	68,2	1,158	-0,166	-12,6	79,3
d8 – d9	0,939	-0,091	-8,8	54,1	1,071	0,060	5,9	72,2	1,045	-0,114	-9,8	71,6
d9 – maks.	0,848	-0,091	-9,7	48,9	1,061	-0,010	-0,9	71,5	1,058	0,014	1,3	72,5

Objaśnienia: zapis „n.d.” oznacza „nie dotyczy”, „min.” to „minimum”, „maks.” maksimum, z kolei „d1”, „d2”, „d3”, ... określają decyle, (tj. pierwszy decyl, drugi decyl, trzeci decyl, ...) scoringów E, S i G. Dla scoringu E: „min” – 0,00; „d1” – 13,58; „d2” – 26,46; „d3” – 37,63; „d4” – 46,60; „d5” – 55,09; „d6” – 63,61; „d7” – 71,25; „d8” – 78,42; „d9” – 85,65; „maks.” – 95,98. Dla scoringu S: „min” – 7,27; „d1” – 24,68; „d2” – 36,80; „d3” – 45,70; „d4” – 53,70; „d5” – 60,98; „d6” – 67,89; „d7” – 74,50; „d8” – 80,46; „d9” – 87,23; „maks.” – 95,75. Dla scoringu G: „min” – 7,71; „d1” – 23,19; „d2” – 32,49; „d3” – 40,67; „d4” – 47,89; „d5” – 54,98; „d6” – 61,62; „d7” – 68,17; „d8” – 75,12; „d9” – 82,85; „maks.” – 93,98.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv (dostęp 31.12.2023 r.).