

ADRIAN GAWĘDA

Wpływ zrównoważonych finansów na wartość rynkową spółek publicznych w Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii



Wpływ zrównoważonych
finansów na wartość rynkową
spółek publicznych
w Unii Europejskiej
i Wielkiej Brytanii



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

ADRIAN GAWĘDA

**Wpływ zrównoważonych
finansów na wartość rynkową
spółek publicznych
w Unii Europejskiej
i Wielkiej Brytanii**

Adrian Gawęda (ORCID: 0000-0002-3663-7076)
Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENCI

Magdalena Mikołajek-Gocejna
Artur Klimek

REDAKTOR INICJUJĄCY

Katarzyna Włodarczyk

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Monika Poradecka

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Elżbieta Pich

PROJEKT OKŁADKI

Polkadot Studio Graficzne
Aleksandra Woźniak, Hanna Niemierowicz

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © stock.adobe.com/Inna

© Copyright by Adrian Gawęda, Łódź 2026

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2026

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

<https://doi.org/10.18778/8445-002-4>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.11914.25.0.M

Ark. wyd. 23; ark. druk. 20,75

ISBN 978-83-8445-001-7
e-ISBN 978-83-8445-002-4

Żonie i Synowi

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział I	
Zrównoważone finanse w ujęciu globalnym	15
1.1. Geneza i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów	15
1.2. Definicja oraz istota zrównoważonych finansów	27
1.3. Globalne działania na rzecz zrównoważonych finansów	39
1.4. Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju	48
1.5. Podsumowanie	54
Rozdział II	
Zrównoważone finanse przedsiębiorstw	59
2.1. Zrównoważone finanse a dotychczasowe teorie finansów	59
2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji	60
2.1.2. Finanse behawioralne – wybrane aspekty	64
2.1.3. Zrównoważone finanse – nowy paradygmat w finansach	66
2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów	69
2.3. Klasyfikacja zrównoważonych finansów	74
2.4. Scoring i rating ESG jako ocena niefinansowej działalności przedsiębiorstw	85
2.4.1. Metodyka raportowania ESG przez przedsiębiorstwa	88
2.4.2. Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw	92
2.5. Podsumowanie	99
Rozdział III	
Wartość rynkowa przedsiębiorstw i jej determinanty	103
3.1. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym	103
3.2. Istota i funkcje wyceny przedsiębiorstw	110
3.3. Metody wyceny przedsiębiorstw	116
3.4. Finansowe determinanty wartości rynkowej przedsiębiorstw	122
3.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu	131
3.6. Podsumowanie	137

8 Spis treści

Rozdział IV

Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw	139
4.1. Inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów	139
4.2. Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych	148
4.2.1. Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD)	149
4.2.2. Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD)	155
4.3. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (ESRS)	161
4.4. Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w Wielkiej Brytanii	169
4.5. Podsumowanie	177

Rozdział V

Charakterystyka próby badawczej	181
5.1. Specyfika danych oraz procedura organizacji bazy danych	181
5.2. Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka	186
5.3. Standing finansowy badanych spółek	193
5.4. Wartość rynkowa badanych spółek	196
5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek	200
5.5.1. Scoringi i ratingi ESG	200
5.5.2. Scoringi i ratingi E, S oraz G	206
5.6. Podsumowanie	216

Rozdział VI

Badanie wpływu scoringów ESG na wartość rynkową spółek publicznych	219
6.1. Pytania i hipotezy badawcze	219
6.2. Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych	222
6.3. Wpływ kształtowania się scoringu ESG na wartość rynkową badanych spółek	236
6.4. Wpływ scoringów E, S i G na wartość rynkową badanych spółek	245
6.5. Wnioski z badań empirycznych	252
Zakończenie	257
Załączniki	263
Bibliografia	289
Spis rysunków	323
Spis tabel	325
Spis wykresów	327
Spis załączników	329

Wstęp

Według tradycyjnego podejścia do teorii finansów jednym z głównych celów działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej, rozumianej jako wartość 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 dla 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 pogłębiły globalne problemy w trzech obszarach – środowiskowym, społecznym i zarządczym (*Environmental, Social and Governance* – ESG). 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 obecnych pokoleń były zaspokojone bez narażania zdolności pokoleń przyszłych 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 publicznych, czyli przedsiębiorstw, których akcje są dopuszczone do obrotu na giełdowym rynku regulowanym.

Sformułowany w pracy **problem badawczy** dotyczy występowania zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową. Kształtowanie się wyników ESG sprzyja nie tylko pełniejszemu rozpoznaniu kierunków i mechanizmów kształtowania wartości spółek giełdowych, lecz także lepszemu uzasadnieniu roli wyników ESG w procesach podejmowania 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.

Za **cel monografii** 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) w latach 2010–2022. Cel ten znajduje odzwierciedlenie w dwóch zasadniczych aspektach analiz teoretyczno-empirycznych prezentowanych w monografii. Po pierwsze, zmierzają one do wykazania roli i znaczenia wyników ESG w kształtowaniu 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 wartości rynkowej. Zróżnicowane czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze, będące jednocześnie komponentami ESG, mogą w różny sposób determinować zmienność i niepewność kształtowania bieżących i przyszłych wycen 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 względem ich przydatności dla uczestników rynku giełdowego.

Wyniki ESG obejmują działania przedsiębiorstw na rzecz interesariuszy i środowiska, w którym funkcjonują, a także skutki tych aktywności. W monografii 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 kształtowaniu 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 wartość rynkową.

HB2: Scoring E – spośród scoringów E, S i G – wpływa najsilniej na wartość rynkową spółek publicznych rynków giełdowych K-28.

Główną motywacją podjęcia badań jest rosnące znaczenie wyników ESG dla inwestorów w wycenach spółek publicznych. Rezultaty badań prowadzonych w tym obszarze od lat przez różnych autorów dają niejednolite wnioski w zakresie wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstw, przez co problematyka ta pozostaje nadal aktualna. Jedni autorzy dowodzą istnienia pozytywnej zależności, twierdząc, iż – zgodnie z teorią interesariuszy (*Stakeholders Theory*)

– przedsiębiorstwo może przetrwać i prosperować jedynie wtedy, gdy zadba o interes wszystkich stron zainteresowanych jego działalnością. Drudzy dokumentują negatywny kierunek oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową, bazując na teorii akcjonariuszy (*Shareholders Theory*), według której jedynym społecznym zobowiązaniem przedsiębiorstwa jest dbanie o jego własny interes. Negatywna reakcja inwestorów na wyniki ESG może również wynikać z ostrożności wobec nieuczciwej praktyki biznesowej polegającej na fałszowaniu wyników ESG (głównie w obszarze E) – greenwashingu. Niemniej, powołując się na różny stopień efektywności informacyjnej rynku (*Efficient Market Hypothesis*), jeszcze inni dokumentują związek o niejednoznacznym charakterze lub brak korelacji między tymi zmiennymi. Niejednoznaczność jest również obecna w odniesieniu do obszaru wyników ESG o najsilniejszym wpływie na wartość rynkową przedsiębiorstw, co sprawia, iż rezultaty dotychczasowych badań empirycznych nie pozwalają na sformułowanie w pełni jednoznacznych rekomendacji dla uczestników rynku kapitałowego w tym zakresie. Poruszana problematyka ma istotne znaczenie nie tylko z perspektywy inwestorów, lecz również dla funkcjonowania gospodarki oraz realizacji celów społecznych i środowiskowych – zrównoważonego rozwoju. Rosnąca rola wyników ESG w procesach alokacji kapitału wpływa na finansowanie przedsiębiorstw, sprzyjając wspieraniu podmiotów prowadzących działalność w sposób odpowiedzialny i zrównoważony. W konsekwencji mechanizmy rynkowe oddziałują na ograniczanie negatywnego wpływu działalności gospodarczej na środowisko naturalne oraz na wzmacnianie długookresowej stabilności systemu finansowego. Ponadto badacze w swoich analizach skupiają się często na spółkach wybranego kraju i sektora oraz wykorzystują jedynie scoring ESG lub tylko jego komponenty. Powyższe wskazuje na istnienie luki badawczej w tym obszarze oraz skłania do podjęcia tematyki badań.

Wkład przeprowadzonych w monografii badań w dyscyplinę nauki ekonomia i finanse stanowią (1) wprowadzenie autorskiej definicji zrównoważonych finansów, (2) usystematyzowanie pojęcia ESG, (3) zastosowanie kompleksowego podejścia do oceny wpływu wyników ESG na wartość rynkową poprzez uwzględnienie w badaniach zarówno scoringu łącznego (tj. ESG), jak i jego komponentów (tj. scoringów E, S i G), (4) 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 do tej pory. Przedsiębiorstwa to podmioty gospodarcze o największym potencjale wpływu na otoczenie i wzrost gospodarczy krajów gospodarki światowej. Zrozumienie oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstw stanowi zatem dodatkową motywację do podjęcia problemu badawczego. Wiedza ta z jednej strony umożliwi inwestorom bardziej efektywne formułowanie strategii i realizowanie celów inwestycyjnych, a z drugiej pomoże kadrze zarządczej spółek publicznych podejmować działania maksymalizujące wartość rynkową przedsiębiorstwa w sposób bardziej precyzyjny. Co więcej, wyniki badań będą użyteczne dla prawodawców, zwłaszcza w zakresie zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych

finansów, gdyż dostarczą im wiedzy na temat efektów dotychczasowych inicjatyw i regulacji, przez co umożliwią im formułowanie przyszłych polityk oraz podejmowanie działań w sposób bardziej efektywny i precyzyjny.

Nowość naukowa pracy polega na połączeniu tradycyjnego modelu wyceny przedsiębiorstwa z syntetycznymi miarami ESG oraz na rozszerzeniu modelu wyceny Ohlsona (*Ohlson Valuation Model*) o zmienne niefinansowe, co pozwala na bardziej kompleksowe ujęcie determinant wartości rynkowej w warunkach gospodarki zrównoważonej.

Struktura monografii, którą tworzy sześć rozdziałów wraz z załącznikami, została podporządkowana realizacji przyjętego celu badawczego. Odzwierciedla ona sekwencję poznawczą: od identyfikacji istoty zrównoważonych finansów (rozdziały I–II) oraz wyceny przedsiębiorstwa i jego wartości rynkowej (rozdział III), poprzez analizę instytucjonalno-regulacyjną (rozdział IV), po modelowanie i empiryczną ocenę wpływu ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa (rozdziały V–VI).

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 porównawczą 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 scoringi i ratingi ESG jako miarę niefinansowej działalności przedsiębiorstw.

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

W czwartym rozdziale scharakteryzowano najważniejsze inicjatywy i regulacje na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw w K-28. Zbadano także praktykę sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich UE oraz w Wielkiej Brytanii.

Rozdział piąty jest pierwszym rozdziałem pracy w pełni empirycznym. 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 sytuację finansową, wartość rynkową oraz scoringi i ratingi ESG badanych spółek.

Zwieńczenie badań prowadzonych w monografii zawiera rozdział szósty. W pierwszej kolejności sprecyzowano metody i narzędzia badawcze, które

umożliwiły realizację wytyczonego celu i weryfikację przyjętych hipotez badawczych. W pracy wykorzystano:

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

Ostatecznie 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 analiz teoretycznych i badań empirycznych w pracy posłużono się tabelami, rysunkami i wykresami. Monografia została napisana na podstawie licznych materiałów źródłowych, stanowiących bogatą literaturę przedmiotu z zakresu ekonomii i finansów. Posiłowano 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 badawczego¹. Pozwala to uporządkować oraz dostarczyć odbiorcom usystematyzowaną wiedzę ułatwiającą zrozumienie omawianego pojęcia.

Od drugiej połowy XVIII wieku zauważalny jest wzrost wpływu działalności człowieka na jego otoczenie². Zjawisko to określa się mianem antropocenu, czyli epoki, w której człowiek stanowi nową siłę sprawczą zmian zachodzących na Ziemi³. Ewolucja wywołana działaniami człowieka odnosi się przede wszystkim do środowiska naturalnego i ma głównie charakter negatywny. Jak wskazał P.J. Crutzen, ich intensyfikacja trwa od początku lat pięćdziesiątych XX wieku⁴. Dwie dekady później po raz pierwszy zwrócono uwagę, iż przy utrzymaniu ówczesnych wzorców zachowań podmiotów gospodarczych⁵ (np. krajów,

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

2 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” 2008, vol. 36(1), s. 239–247.

3 P.J. Crutzen, *The Anthropocene: Geology of Mankind*, „Nature” 2002, vol. 415(1), 23.

4 *Ibidem*.

5 W pracy za synonim „podmiotu gospodarczego” przyjmuje się „uczestnika 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” 2004, vol. 11, s. 269–313.

przedsiębiorstw⁶, konsumentów i gospodarstw domowych) ekosystem Ziemi zostanie bezpowrotnie rozchwyany do końca kolejnego wieku⁷. Powyższa obawa stanowiła przyczynę 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).

Obecnie trzy obszary, tj. środowiskowy, społeczny i zarządczy (*Environmental, Social and Governance* – ESG), tworzą fundamenty zrównoważonego rozwoju⁸. 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 minimalizacji⁹. Według D.S. Armeanu, G. Vintili, S.C. Gherghiny 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 zwrotu¹⁰, tj. zrównoważonych przedsięwzięć, rozwiązań lub działań (*sustainable undertakings*)¹¹. Podmioty dokonujące zrównoważonych przedsięwzięć (przede wszystkim przedsiębiorstwa) należy postrzegać jako zrównoważone, jednakże pod warunkiem, iż oferują one również produkty i usługi wpisujące się w założenia zrównoważonego rozwoju (zrównoważone produkty i usługi)¹². 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*)¹³.

6 Przedmiotem monografii są przede wszystkim przedsiębiorstwa notowane na regulowanych rynkach kapitałowych, w związku z czym w pracy za synonim „przedsiębiorstwa” przyjmuje się „spółkę”.

7 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.

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

9 S. Smulders, *Environmental Policy and Sustainable Economic Growth: An Endogenous Growth Perspective*, „De Economist” 1995, vol. 143(21), s. 163–195.

10 Szersze rozważania na temat ESG i optymalnej stopy zwrotu zawarto w dalszej części pracy, w podrozdziale 2.3 – *Klasyfikacja zrównoważonych finansów*.

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

12 E. Kim, Y. Ha, S. Kim, *Public Debt, Corruption and Sustainable Economic Growth*, „Sustainability” 2017, vol. 9(3), s. 433–462.

13 D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 79.

Zrównoważone finanse¹⁴ 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 gospodarczego¹⁵. Co więcej, zrównoważone finanse od przełomu XX i XXI wieku nieustannie zyskują na popularności oraz znaczeniu, o czym świadczą wyniki badań bibliograficznych w tym obszarze, prowadzonych m.in. przez C.-M. Apostaię, F. de Souza Cunehę, E. Meirę, R.J. Orsato, a także S. Kumara i współautorów¹⁶. 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 gospodarkę¹⁷.

Poszukując genezy zrównoważonych finansów, niektórzy autorzy wskazują na ich powiązanie z etyką Platona, Sokratesa i Arystotelesa oraz z cnotami dianoetycznymi (intelektualnymi), a w szczególności sprawiedliwością¹⁸. Inni badacze podkreślają zaś, że zrównoważone finanse mają silne korzenie w chrześcijaństwie¹⁹,

14 Zapis „zrównoważone finanse” jest wprawdzie tożsamy z zapisem „finanse zrównoważone”, lecz z uwagi na to, iż częściej stosowanym zapisem jest „zrównoważony rozwój”, a nie „rozwoj zrównoważony”, w celu zachowania spójności w pracy będzie stosowany przede wszystkim zapis „zrównoważone finanse”.

15 Zrównoważone finanse bywają mylone z zielonymi finansami (*Green Finance*), lecz te stanowią podzbiór zrównoważonych finansów, a ich zakres jest znacznie węższy – zielone finanse koncentrują się wyłącznie na finansowaniu działań przynoszących korzyści środowiskowe.

16 C.M. Apostaię, *Sustainable Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Literature*, „International Journal of Management and Applied Science” 2020, vol. 6(6), s. 21–27; F.A.F. de Souza Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable Finance and Investment: Review and Research Agenda*, „Business Strategy and the Environment” 2021, vol. 30(8), 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” 2022, vol. 309(2), s. 1–44.

17 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” 1992, vol. 258(11), s. 1315–1319; P.M. Romer, *Endogenous Technological Change*, „Journal of Political Economy” 1990, vol. 98(5–2), s. 71–102.

18 J. Dobson, *Defending the Stockholder Model: A Comment on Hasnas and on Dunfee’s Mom*, „Business Ethics Quarterly” 1999, vol. 9(2), s. 337–345; E.W. Johnson, *Corporate Soulcraft in the Age of Brutal Markets*, „Business Ethics Quarterly” 1997, vol. 7(4), s. 109–124; S. Klein, *Don Quixote and the Problem of Idealism and Realism in Business Ethics*, „Business Ethics Quarterly” 1994, vol. 8(1), s. 43–64.

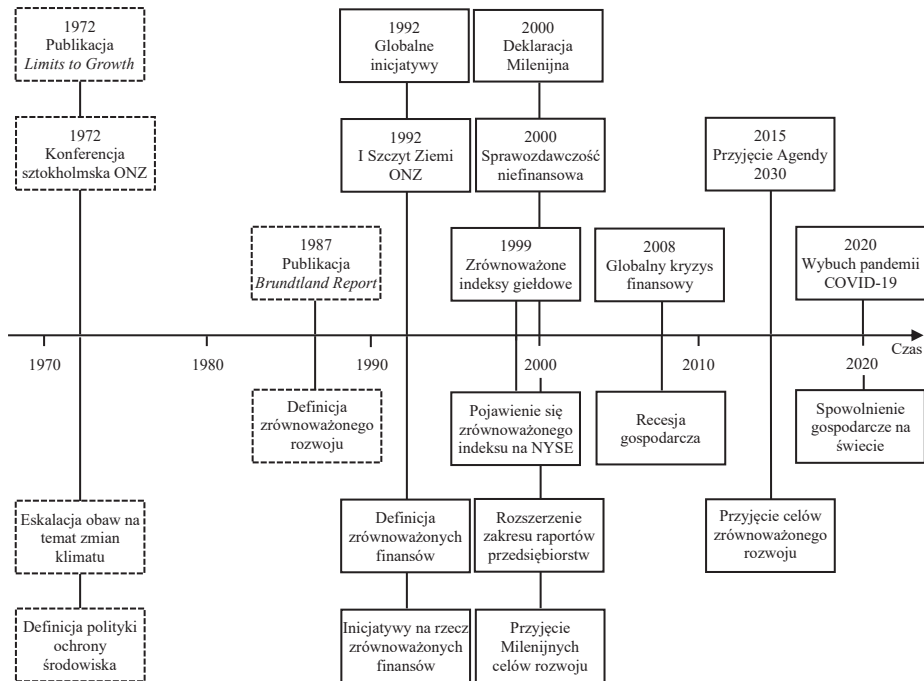
19 J.M. Puauschunder, *Big Data Ethics*, „Journal of Applied Research in Digital Economy” 2019, vol. 1, s. 55–75.

judaizmie²⁰ i islamie²¹ oraz wywodzą się z bankowości XVI wieku²². Dodatkowo wskazuje się, że mogą one wynikać z intensyfikacji negatywnego wpływu aktywności człowieka na środowisko naturalne, rozpoczętej w okresie rewolucji przemysłowej od 1760 roku²³. Badacze wskazują również, iż zrównoważone finanse są zbieżne z ideą społecznej odpowiedzialności (*social responsibility*)²⁴ i rozwijaną od 1950 roku koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR)²⁵. Podkreśla się także, że zrównoważone finanse zapoczątkowała popularyzacja praktyki społecznie odpowiedzialnych inwestycji (*Socially Responsible Investment*) w latach sześćdziesiątych XX wieku²⁶.

W literaturze finansów jako pierwsze odniesienie do tematyki zrównoważonych finansów S. Kumar i współautorzy wskazują publikację S.P. Ferrisa i K.P. Rykaczewskiego z 1986 roku o atutach i przypadłościach uwzględniania społecznych inwestycji (*Social Investing*) w portfelu inwestycyjnym²⁷. Co więcej, C.-M. Apostaie jako pierwsze opracowanie w tym obszarze z perspektywy makroekonomicznej przytacza pracę M.A. Qureshiego z 1991 roku, poświęconą problematyce krótkoterminowych pożyczek Banku Światowego udzielanych krajom rozwijającym się na zrównoważone przedsięwzięcia²⁸.

-
- 20 R.M. Green, *Guiding Principles of Jewish Business Ethics*, „Business Ethics Quarterly” 1997, vol. 7(2), s. 21–30; G.M. de la Cuesta, C. Valor, *Fostering Corporate Social Responsibility through Public Initiative: From the EU to the Spanish Case*, „Journal of Business Ethics” 2007, vol. 55(3), s. 275–293.
- 21 K.M. Islam, K.R.M. Miajee, *Business Ethics: An Islamic Perspective*, „International Journal of Islamic Business & Management” 2017, vol. 1(1), s. 7–9.
- 22 R. Milano, *Social Banking: A Brief History*, [w:] O. Weber, S. Remer (red.), *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*, Routledge, Oxfordshire 2011, s. 15–47.
- 23 G. Malhotra, K.S. Thakur, *Evolution of Green Finance: A Bibliometric Approach*, „Gedrag & Organisatie Review” 2020, vol. 33(2), s. 583–594.
- 24 Koncepcja społecznej odpowiedzialności powstała na początku XIX wieku i uważana jest za połączenie humanitaryzmu, filantropii oraz przedsiębiorczości. Przykładem takich działań było utworzenie przez sir G. Williama inicjatywy YMCA (Young Men’s Christian Associations) lub działalność charytatywna A. Carnegie’ego i J.D. Rockefellera. M. Heald, *Management’s Responsibility to Society: The Growth of an Idea*, „Business History Review” 1957, vol. 31(4), s. 375–384; 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” 2017, vol. 85, s. 347–373.
- 25 T.M. Jones, *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*, „California Management Review” 1980, vol. 22(2), s. 59–67; B.J. Richardson, *Keeping Ethical Investment Ethical: Regulatory Issues for Investing for Sustainability*, „Journal of Business Ethics” 2009, vol. 87(4), 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” 2011, vol. 1(4), s. 209–221.
- 26 B. Trelstad, *Impact Investing: A Brief History*, „Capitalism and Society” 2016, vol. 11(2), s. 1–14.
- 27 S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, Present...; S.P. Ferris, K.P. Rykaczewski, Social Investing and Portfolio Management*, „Business & Society” 1986, vol. 25(1), s. 1–7.
- 28 C.M. Apostaie, *Sustainable Finance...; M.A. Qureshi, Policy-based Lending by the World Bank*, „Journal of International Development” 1991, vol. 3(2), s. 101–113.

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 zachodzących od początku lat siedemdziesiątych XX wieku, kiedy to na forum międzynarodowym zaczęto wyrażać obawy na temat zależności między negatywnymi zmianami klimatu i wzrostem gospodarczym oraz potrzeb finansowania działań na rzecz zrównoważonego rozwoju (zob. rysunek 1.1).



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.

Rysunek 1.1. Kluczowe globalne wydarzenia wpływające na powstanie i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów w latach 1972–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Schoemaker, W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019, s. 11; United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The Evolution of Sustainable Finance*, 2017, <https://www.unepfi.org/news/25th-anniversary/timeline/> (dostęp: 15.02.2022).

Jak wskazują D. Schoenmaker oraz W. Schramade, koncepcja zrównoważonych finansów ma swoje początki w 1972 roku, kiedy powstały cztery lata wcześniej Klub Rzymski²⁹ opublikował raport *Limits to Growth*. Klub Rzymski, jako jedna z pierwszych organizacji międzynarodowych na świecie, wyraził 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 roku³⁰. Równoległe do publikacji *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 środowiska³¹. Piętnaście lat później ONZ powołała Komisję Brundtland, formalnie znaną jako Światowa Komisja ds. Środowiska i Rozwoju (The World Commission on Environment and Development). Jej celem było zjednoczenie wszystkich krajów w dążeniu do osiągnięcia zrównoważonego rozwoju, rozumianego jako rozwój, „który spełnia potrzeby pokoleń teraźniejszych bez narażania zdolności przyszłych pokoleń do zaspokajania ich własnych potrzeb”³². 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 warte omówienia.

Formalny początek zrównoważonych finansów dały dwa wydarzenia – założenie w 1992 roku pierwszej inicjatywy na rzecz zrównoważonych finansów, tj. Programu Banków na rzecz Środowiska i Zrównoważonego Rozwoju (Statement by Banks on the Environment and Sustainable Development, Banking Initiative)³³ oraz odbywający się w czerwcu tego samego roku I Szczyt Ziemi ONZ w Rio de Janeiro³⁴. Dostrzeżono wówczas potrzebę zmiany dotychczasowych sposobów finansowania działalności podmiotów gospodarczych (w szczególności przedsiębiorstw) na rzecz zrównoważonego rozwoju, gdyż finanse tradycyjne (*traditional*

29 Klub Rzymski (Club of Rome) to międzynarodowa organizacja zrzeszająca naukowców, przedsiębiorców oraz polityków w celu odnalezienia rozwiązań globalnych problemów środowiskowych oraz społecznych – D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 11.

30 D. Meadows, J. Randers, W. Behrens III, *Limits to Growth...*, s. 79.

31 United Nations, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment. Stockholm, 5–16 June 1972, 1972*, <https://wwwcdn.imo.org/localresources/en/KnowledgeCentre/ConferencesMeetings/Documents/A%20CONF.48%2014%20Rev.1.pdf> (dostęp: 29.08.2022).

32 *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, United Nations, New York 1987, s. 41.

33 Program Banków zmienił w 2003 roku nazwę na Inicjatywa Finansowa Programu Środowiskowego ONZ (United Nations Environment Programme Financial Initiative – UNEP FI) – stanowiła ona wsparcie dla Programu Środowiskowego ONZ (United Nations Environment Programme – UNEP).

34 United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The Evolution...*

finance)³⁵ wobec złożoności oraz specyfiki tej koncepcji były zawodne³⁶. Finanse tradycyjne bazują bowiem na założeniach odnoszących się do zysku i korzyści ekonomicznych, które dla zrównoważonego rozwoju nie miały fundamentalnego znaczenia³⁷. 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”³⁸, natomiast później została przez autorów rozszerzona do „strategii i praktyki operacyjnej, która podnosi konkurencyjność przedsiębiorstwa, poprawiając jednocześnie warunki bytowe społeczności lokalnych, w otoczeniu których prowadzi ono swoją działalność”³⁹. Z kolei D. Schoenmaker i W. Schramade pod tym pojęciem identyfikują „ogół działań podmiotów gospodarczych koncentrujących się na korzyściach dla środowiska naturalnego i społeczeństwa ponad perspektywę osiągania korzyści finansowych”⁴⁰. 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) finansowych⁴¹. Biorąc pod uwagę powyższe, w niniejszej pracy przez wartość wspólną rozumie się

35 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 punkcie 2.1.1 – *Finanse tradycyjne – zarys koncepcji*.

36 United Nations Environment Programme, *Report of the United Nations Conference on Environment and Development (Rio de Janeiro, 3–14 June 1992)*, 1992, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf (dostęp: 12.03.2023).

37 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.

38 M.E. Porter, M.R. Kramer, *Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, „Harvard Business Review” 2006, vol. 85(1), s. 78–85.

39 M.E. Porter, M.R. Kramer, *Creating Shared Value*, „Harvard Business Review” 2011, vol. 89(1), s. 62–77.

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

41 Należy odróżnić 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 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).

syntezę wymienionych definicji i definiuje 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 (New York Stock Exchange – NYSE) zrównoważonego indeksu giełdowego DJSI (Dow Jones Sustainability Index⁴²), a także pojawieniu się standardów i wytycznych sprawozdawczości informacji niefinansowych⁴³ dla przedsiębiorstw. Pierwsze z wymienionych zdarzeń spowodowało zainteresowanie inwestorów niefinansowymi wynikami działalności spółek oraz ich oddziaływaniem na otoczenie, w którym podmioty te funkcjonują⁴⁴. Celem drugiego było natomiast zaspokojenie rosnącego zapotrzebowania kapitałodawców, ubezpieczycieli oraz 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. Wprowadziła ona osiem Milenijnych celów rozwoju (*Millennium Development Goals* – MDGs), mających zapewnić poprawę warunków życia ludzi na świecie poprzez liczne partnerstwa i umowy międzynarodowe⁴⁵. Z punktu widzenia rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów ważne 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 (*Sustainable Development Goals* – SDGs), zastępujących MDGs, których termin realizacji

42 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” 2020, vol. 12(1), s. 17–32.

43 Informacje niefinansowe to 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”.

44 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.

45 United Nations, *Millennium 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).

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 naturalnego⁴⁶. Ponadto zarówno globalny kryzys finansowy z 2008 roku, jak i spowolnienie gospodarcze wywołane pandemią COVID-19 w 2020 roku (oraz to wywołane agresją Rosji na Ukrainę w 2022 roku) pokazały, iż większość gospodarek na świecie nadal pozostaje wrażliwa na tego rodzaju sytuacje oraz nie ma wypracowanych odpowiednich narzędzi przeciwdziałania im⁴⁷. W konsekwencji tych wydarzeń po 2020 roku nastąpił dalszy rozwój zrównoważonych finansów, przywiązujący coraz większą wagę do systematycznego uwzględniania czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego w decyzjach finansowych. Wyrazem tego było chociażby powołanie w 2021 roku grupy zadaniowej do spraw ujawniania informacji finansowych związanych z naturą (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures – TNFD)⁴⁸, która w 2023 roku opracowała ramy zarządzania ryzykiem i szansami związanymi z obszarami ESG oraz rekomendacje dla przedsiębiorstw dotyczące identyfikacji, oceny i raportowania zależności oraz wpływu ich działalności na te obszary⁴⁹. Razem z opublikowanymi w 2022 roku przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB) i obowiązującymi od 2024 roku standardami IFRS S1 (*General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*) i IFRS S2 (*Climate-related Disclosures*) ramy TNFD wpisują się w proces globalnej harmonizacji raportowania informacji na temat zrównoważonych finansów, łącząc raportowanie czynników ESG z informacją finansową⁵⁰. Tym samym okres po 2020 roku można uznać za etap rozwoju zrównoważonych finansów, w którym nacisk przesuwa się z deklaratywnego

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

47 E. Helleiner, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*, Oxford University Press, New York 2014, s. 35; A. Tooze, *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Penguin, New York 2019, s. 47.

48 S. Jonaj, A. Tóth, K.S. Afadzinu, B.G. Kálmán, *EU Sustainable Finance Framework*, „Journal of Infrastructure, Policy and Development” 2024, vol. 8(5), 9485; A. Rajchl, *The EU Sustainable Finance Framework*, 2022, <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/8dea75f98f65a824e389bdbd422f06d8-0430012022/related/Andreas-Rajchl-EU-Commission.pdf> (dostęp: 7.10.2025); European Commission, *Overview of sustainable finance*, b.r., https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en#the-eu-sustainable-finance-framework (dostęp: 7.10.2025).

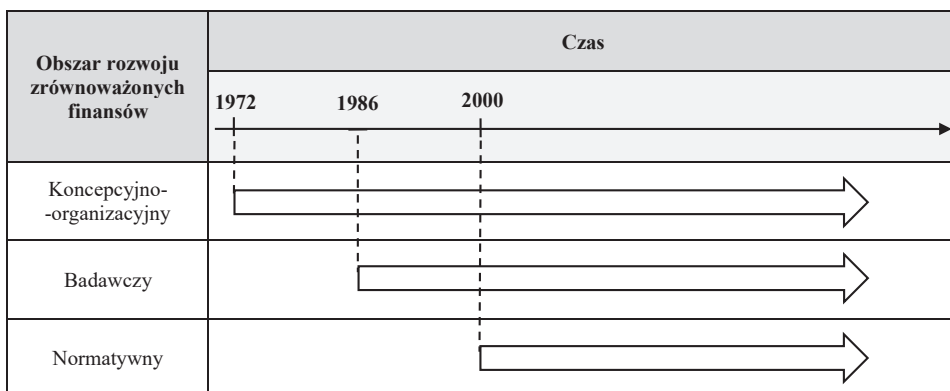
49 Task Force on Nature-related Financial Disclosures, *The TNFD Nature-related Risk and Opportunity Management and Disclosure Framework Final Draft – Beta v0.4*, 2023, https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/07/23-23882-TNFD_v0.4_Integrated_Framework_v7-1.pdf?v=1690527798 (dostęp: 2.06.2025).

50 International Accounting Standards Board, *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, 2025, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/#about> (dostęp: 12.09.2025).

podejścia do ujawniania określonych informacji w stronę bardziej kompleksowego, systemowego i mierzalnego zarządzania ryzykiem⁵¹. 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 świecie⁵².

Analizując rozwój pojęcia zrównoważonych finansów, można wyszczególnić trzy obszary, w których koncepcja ta się rozwijała (zob. rysunek 1.2), tj. obszary:

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



Rysunek 1.2. 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

51 G20 Sustainable Finance Working Group, *G20 Sustainable Finance Roadmap*, b.r., <https://g20sfwg.org/roadmap/> (dostęp: 20.12.2025); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *The 2023 Climate Risk Landscape*, 2023, <https://www.unepfi.org/themes/climate-change/2023-climate-risk-landscape/> (dostęp: 11.02.2025).

52 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.

sztokholmska ONZ oraz publikacja *Limits to Growth*). Choć zdarzenia z okresu do 1992 roku nie dotyczyły wprost ukonstytuowania zrównoważonych finansów, to w sposób pośredni przyczyniły się do opracowania koncepcyjnych podstaw ich 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 współautorami, jako początek rozwoju zrównoważonych finansów w obszarze badawczym wskazać należy 1986 rok⁵³. W dalszych latach idea zrównoważonych finansów rozwijana była m.in. przez G. Dowella, S. Harta i B. Yeunga⁵⁴, L. Dama i B. Scholtensa⁵⁵, a także innych naukowców badających istotność poszczególnych obszarów zrównoważonych finansów⁵⁶ oraz zależności między wpływem działalności przedsiębiorstw na otoczenie a ich wynikami finansowymi⁵⁷ i inwestycyjnymi⁵⁸. 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

53 S. Kumar, D. Sharma, S. Rao, W.M. Lim, S.M. Mangla, *Past, Present...*

54 G. Dowell, S. Hart, B. Yeung, *Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?*, „Management Science” 2000, vol. 46(8), s. 1059–1074.

55 L. Dam, B. Scholtens, *Toward a Theory of Responsible Investing: On the Economic Foundations of Corporate Social Responsibility*, „Resource and Energy Economics” 2015, vol. 41(8), s. 103–121.

56 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” 2004, vol. 52(1), 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” 2012, vol. 21(3), s. 239–250; G. Talan, G.D. Sharma, *Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment*, „Sustainability” 2019, vol. 11(2), s. 2–16; F.A.F. de Souza Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable Finance...*

57 G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2015, vol. 5(4), s. 210–233; R. Cerqueti, R. Ciciretti, A. Dalò, M. Nicolosi, *ESG Investing: A Chance to Reduce Systemic Risk*, „Journal of Financial Stability” 2021, vol. 54(6), s. 1–13.

58 G. Michelson, N. Wailes, S. Van Der Laan, G. Frost, *Ethical Investment Processes and Outcomes*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52(1), 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” 2015, vol. 5(3), 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” 2019, vol. 19(7), s. 117–129; L. Widyawati, *A Systematic Literature Review of Socially Responsible Investment and Environmental Social Governance Metrics*, „Business Strategy and the Environment” 2020, vol. 29(2), s. 619–637.

działania o charakterze regionalnym i lokalnym niż globalnym. Ponadto za prekursora i globalnego lidera we wdrażaniu działań na rzecz zrównoważonych finansów w skali regionalnej uznaje się Unię Europejską (UE)⁵⁹.

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. 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 finansowym⁶⁰. Według F. Taghizadeh-Hesarego oraz N. Yoshiny istotność zrównoważonych finansów w nadchodzących latach będzie rosła wraz z rozwojem rynków kapitałowych na świecie⁶¹, z kolei G. Giese i współautorzy przewidują, że w przyszłości informacje niefinansowe spółek giełdowych będą odzwierciedlone w wartości rynkowej tych podmiotów w takim samym stopniu jak informacje finansowe⁶². 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 kształtowaniu wartości 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 przedsiębiorstw do przetrwania, rozwoju i prosperowania w turbulentnym otoczeniu gospodarczym, a więc kwestiom fundamentalnym dla każdego przedsiębiorstwa.

59 Kluczowe działania na rzecz zrównoważonych finansów na przykładzie Unii Europejskiej omówiono w rozdziale IV – *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” 2019, vol. 11(499), s. 1–22; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance. Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, „Journal of Business Ethics” 2021, vol. 177, s. 193–212.

60 S. Dikau, U. Volz, *Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance*, „Ecological Economics” 2021, vol. 184(6), s. 1–13.

61 F. Taghizadeh-Hesary, N. Yoshino, *The Way to Induce Private Participation in Green Finance and Investment*, „Finance Research Letters” 2019, vol. 31(12), s. 98–103.

62 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” 2021, vol. 47(3), s. 1–20.

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, a także zmniejszanie nierówności ekonomicznych wymagają po pierwsze stworzenia odpowiednich rozwiązań, a po drugie ich finansowania⁶³. Wsparciem powyższych wyzwań są zrównoważone finanse, które mają umożliwić niwelowanie negatywnych efektów zewnętrznych (*externalities*)⁶⁴ działalności przedsiębiorstw 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 finansowej⁶⁵. Ponadto wymiar ekonomiczny w zrównoważonych finansach nie jest uważany za „cel” sam w sobie, lecz za „sposób” osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego⁶⁶.

Choć pojęcie zrównoważonych finansów w literaturze jest obecne od blisko czterech dekad, to nadal nie ma spójnej definicji, przez co różni autorzy interpretują zrównoważone finanse w niejednorodny sposób. Jak zaznaczają F. de Souza Cunha, E. Meira i R.J. Orsato, brak definicyjnego konsensusu zrównoważonych finansów jest rezultatem „nadmiernego rozproszenia” literatury⁶⁷. Z kolei L. Fabregat-Aibar i współautorzy dodają, iż badania nad materią tego pojęcia rozwijają się w sposób fragmentaryczny⁶⁸. Autorzy reprezentujący różne dyscypliny naukowe (np. ekonomię i finanse, nauki o zarządzaniu i jakości, nauki socjologiczne oraz nauki prawne) w swoich badaniach często (świadomie lub nie oraz

63 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” 2021, vol. 30(1), s. 404–421.

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

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

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

67 F.A.F. de Souza Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable Finance...*, s. 3821–3838.

68 L. Fabregat-Aibar, M.G. Barberà-Marine, A. Terceño, L. Pié, *A Bibliometric and Visualization Analysis of Socially Responsible Funds*, „Sustainability” 2019, vol. 11(9), s. 2526–2539.

poprawnie lub nie) odwołują się do zrównoważonych finansów, lecz jedynie z perspektywy dyscyplin, w ramach których prowadzą badania. Powoduje to sytuację, w której zrównoważone finanse – podobnie jak pojęcie „wartość” – mają 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 pojęcia⁶⁹, 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 określenie, co składa się na zrównoważone finanse i odróżnia je od finansów tradycyjnych⁷⁰. Z jednej strony A.K. Höchstädter i B. Scheck twierdzą, że ujednoczenie i zdefiniowanie terminów związanych ze zrównoważonymi finansami jest ważne dla utrzymania ich wiarygodności⁷¹. Z drugiej zaś A. O'Rourke oraz J. Sandberg i współautorzy uważają, iż poszukiwanie jednorodnej definicji tej koncepcji może być niepraktyczne z uwagi na złożoność zagadnień z nią związanych⁷².

Ze względu na to, iż zrównoważone finanse odnoszą się do różnych uczestników otoczenia gospodarczego, przy przeglądzie ich definicji zasadna jest segmentacja interpretacji (zob. tabela 1.1). Zaproponowany podział zakłada interpretacje o charakterze mikro- i makroekonomicznym, ogólnym oraz niejednoznacznym. 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 z którym wzajemnie oddziałuje. 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/

69 Szersze rozważania na temat pojęcia „wartość” zawarto w podrozdziale 3.1 – *Wartość rynkowa przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym*.

70 I. Ari, M. Koc, *Philanthropic – Crowdfunding – Partnership: A Proof-of-concept Study for Sustainable Financing in Low-carbon Energy Transitions*, „Energy” 2021, vol. 222(5), 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” 2021, vol. 292(8), s. 112751–112762.

71 A.K. Höchstädter, B. Scheck, *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, „Journal of Business Ethics” 2015, vol. 132(2), s. 449–475.

72 A. O'Rourke, *The Message and Methods of Ethical Investment*, „Journal of Cleaner Production” 2003, vol. 11(6), s. 683–693; J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedesström, I. Hamilton, *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, „Journal of Business Ethics” 2009, vol. 87(4), s. 519–533.

II stopnia), czyli tej części otoczenia, na które pojedyncze przedsiębiorstwo nie ma wpływu (np. czynniki demograficzne, polityczno-prawne i społeczno-kulturowe)⁷³. Interpretacje ogólne zawierają jedynie zgeneralizowane zasady postępowania w ramach zrównoważonych finansów, z kolei interpretacje niejednoznaczne zawierają treści, których nie można zaklasyfikować do żadnej z grup interpretacji według ustanowionych kryteriów.

Tabela 1.1. Interpretacje pojęcia zrównoważonych finansów przez wybranych autorów

Charakter interpretacji	Autor/zy interpretacji (rok)	Definicja pojęcia zrównoważonych finansów
1	2	3
Makroekonomiczny	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 do osiągnięcia SDGs.
Mikroekonomiczny	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 głównym celem przedsiębiorstwa jest długoterminowe kreowanie wartości wspólnej.
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.

⁷³ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 72.

Tab. 1.1 (cd.)

1	2	3
Ogólny	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. de Carvalho 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.
	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.
	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.	

1	2	3
Ogólny	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. de Souza 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.
	S. Kumar i in. (2022)	Wszystkie aktywności sprawiające, że finanse są zrównoważone oraz że przyczyniają się do realizacji założeń zrównoważonego rozwoju.
	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.
Niejednoznaczny	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 (Rio de Janeiro, 3–14 June 1992)*, 1992, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf (dostęp:

12.03.2023); A. Soppe, *Sustainable Corporate Finance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 53(1–2), s. 213–224; B. Scholtens, *Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2006, vol. 68(1), 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” 2009, vol. 1(3), 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” 2011, vol. 6(39), s. 67–95; M. Haigh, *Publishing and Defining Sustainable Finance and Investment*, „Journal of Sustainable Finance & Investment” 2012, vol. 2(2), s. 88–94; L. Dziawgo, *Greening Financial Market*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2014, vol. 3, 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 Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2015, vol. 5(4), 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” 2016, vol. 5(33), s. 303–329; M.C.R. de Carvalho Ferreira, V.A. Sobreiro, H. Kimura, F.L. de Moraes Barboza, *A Systematic Review of Literature about Finance and Sustainability*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2016, vol. 6(2), 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” 2016, vol. 113(1), s. 835–849; R. Niemczyk, *Koncepcja „zrównoważenia” z perspektywy finansów*, [w:] K. Raczkowski, M. Zioto (red.), *Sfera finansowa wobec wyzwań zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2017, s. 11–38; European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final), 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097> (dostęp: 30.06.2023); A. Alińska, S. Frydrych, E. Klein, *Finanse w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego: Studia i Prace” 2018, vol. 1, s. 27–44; O. Jaeggi, G.W. Ziero, J. Tobin-de la Puente, J.F. Kölbl, *Understanding Sustainable Finance*, [w:] K. Wendt (red.), *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*, [w:] T. Walker, S.D. Kibsey, R. Crichton (red.), *Designing a Sustainable Financial System. Development Goals and Socio-Ecological Responsibility*, Palgrave 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*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (dostęp: 13.02.2022); M.A. Urban, D. Wójcik, *Dirty Banking: Probing the Gap in Sustainable Finance*, „Sustainability” 2019, vol. 11(6), s. 1–23; D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019, s. 4; C.M. Apostaie, *Sustainable Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Literature*, „International Journal of Management and Applied Science” 2020, vol. 6(6), s. 21–27; A. Rizzello, A. Kabli, *Sustainable Financial Partnerships for the SDGs: The Case of Social Impact Bonds*, „Sustainability” 2020, vol. 12(13), s. 1–22; M. Zioto, *Finanse zrównoważone. Rozwój, ryzyko, rynek*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2020, s. 5–6; European Commission, *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*, 2021, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/qanda_21_1806/QANDA_21_1806_EN.pdf (dostęp: 12.06.2023); Y.A. Danilov,

Sustainable Finance: A New Theoretical Paradigm, „World Economy and International Relations” 2021, vol. 65(9), s. 5–13; F.A.F. de Souza Cunha, W. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable Finance and Investment: Review and Research Agenda*, „Business Strategy and the Environment” 2021, vol. 30(8), 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” 2022, vol. 309(2), s. 1–44; Swiss Sustainable Finance, *Glossary*, b.r., <https://www.sustainablefinance.ch/en/resources/glossary.html> (dostęp: 13.03.2023); 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).

Choć postrzeżenie zrównoważonych finansów przez różnych autorów jest bardzo 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 interesariuszach funkcjonujących w jego bliższym otoczeniu. Co więcej, mimo iż niejednoznaczne 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 naturalnemu⁷⁴. 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 społecznym⁷⁵. Pojawiają się także poglądy, iż zrównoważone finanse to dobro publiczne samo w sobie⁷⁶ oraz wskazuje się na behawioralne determinanty perspektywy ekonomicznej⁷⁷. Ponadto koncepcja zrównoważonych finansów bywa porównywana do kombinacji zrównoważonego

74 M.C.R. de Carvalho Ferreira, V.A. Sobreiro, H. Kimura, F.L. de Moraes Barboza, *A Systematic Review of Literature about Finance and Sustainability*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2016, vol. 6(2), s. 112–147.

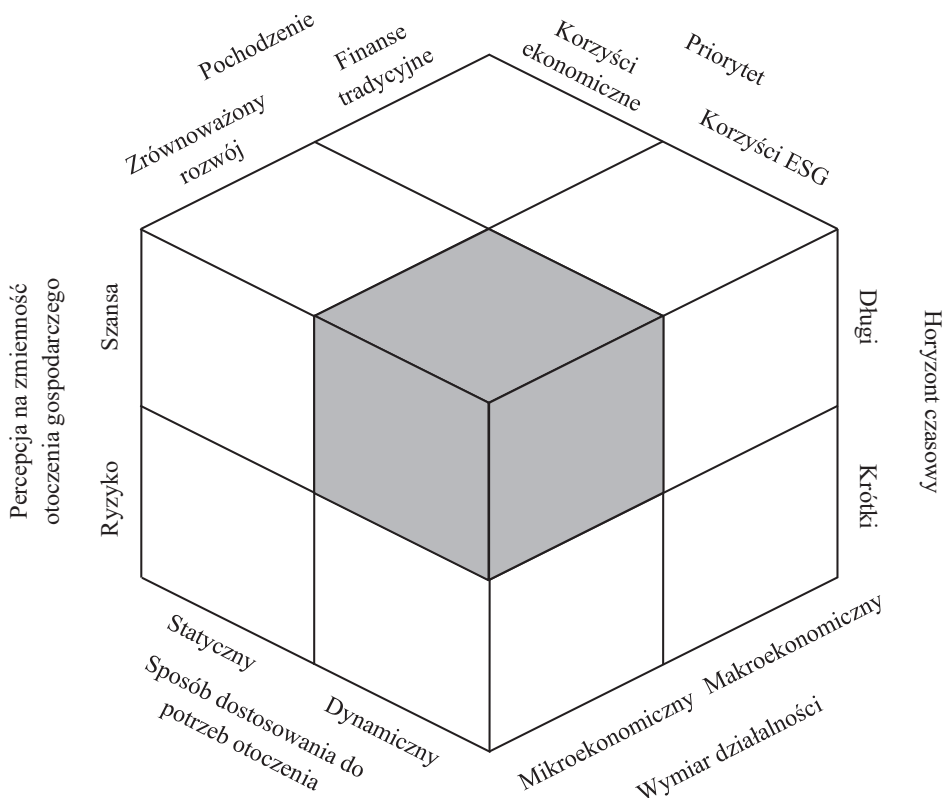
75 N.M.P. Bocken, *Sustainable Venture Capital – Catalyst for Sustainable Start-up Success?*, „Journal of Cleaner Production” 2015, vol. 108(A), s. 647–658.

76 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” 2016, vol. 113(1), s. 835–849.

77 I. Arribas, M.D. Espinós-Vañó, F. García, R. Tamošiunienė, *Negative Screening and Sustainable Portfolio Diversification*, „Entrepreneurship and Sustainability Issues” 2019, vol. 6(4), s. 1566–1586.

rozwoju społeczno-gospodarczego oraz systemu finansowego uwzględniającego zarówno finanse publiczne, jak i finanse sektora prywatnego⁷⁸.

W obliczu impasu definicyjnego dotyczącego zrównoważonych finansów zasadne jest ich określenie na podstawie rozumowania indukcyjnego oraz wcześniej dokonanej charakterystyki (zob. rysunek 1.3).



Objaśnienia: szarym kolorem oznaczono obszar wyznaczający zrównoważone finanse.

Rysunek 1.3. Charakterystyka zrównoważonych finansów

Źródło: opracowanie własne na podstawie F.A.F. de Souza Cunha, E. Meira, R.J. Orsato, *Sustainable Finance...*, s. 3821–3838.

Choć zrównoważone finanse stanowią część finansów⁷⁹ – czyli dyscypliny naukowej, której przedmiotami są opis i ocena zdarzeń powodujących przepływ

78 C. Strandberg, *Best Practices in Sustainable Finance*, Strandberg Consulting, Burnaby 2005, s. 37.

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

pieniądza między podmiotami gospodarczymi⁸⁰, a także analiza motywacji i skutków decyzji finansowych podejmowanych w warunkach ryzyka przez różne grupy interesu⁸¹ – to koncepcja ta, jak już wspomniano, wywodzi się przede wszystkim ze zrównoważonego rozwoju oraz stanowi wielowymiarowe narzędzie realizacji jego fundamentalnych postulatów⁸². Tym samym w zrównoważonych finansach podmioty gospodarcze przedkładają osiągnięcie korzyści 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 ryzyko⁸³, 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, konstytuującą 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 przy zaspokojeniu oczekiwań społecznych. Zasadniczym celem zrównoważonych finansów jest zapewnienie warunków dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego, w którym kreowana będzie wartość wspólna.

80 S. Flejterski, *Współczesne nauki o finansach – status metodologiczny, struktura, otoczenie, paradygmaty*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2017, https://www.pte.pl/pliki/2/1/Konferencja_ENE_referat_S_Flejterski.pdf (dostęp: 26.04.2022).

81 I. Friend, *Methodology in Finance*, „The Journal of Finance” 1973, vol. 28(2), s. 257–272; S.C. Myers, *Finance Theory and Financial Strategy*, „Journal of Applied Analytics” 1984, vol. 14(1), s. 126–137; R.A. Haugen, *Finance from a New Perspective*, „Financial Management” 1996, vol. 25(1), 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.

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

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

W literaturze wskazuje się także cele pośrednie zrównoważonych finansów, jak np.⁸⁴:

- 1) optymalizacja sposobu eksploatacji nieodnawialnych zasobów naturalnych;
- 2) wsparcie podmiotów w procesie przechodzenia do niskoemisyjnej gospodarki;
- 3) uniemożliwienie pracy dzieci;
- 4) zapewnienie godnych warunków pracy;
- 5) niwelowanie nierówności społecznych;
- 6) stworzenie zrównoważonego systemu finansowego;
- 7) utworzenie optymalnych wzorców produkcji i konsumpcji;
- 8) zwiększenie transparentności działalności podmiotów gospodarczych;
- 9) odejście od maksymalizacji korzyści w krótkim okresie (*short-termism*⁸⁵) 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 koncepcją (zob. rysunek 1.4).

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 jednocześnie⁸⁶. Uczestników otoczenia gospodarczego w odniesieniu do zrównoważonych finansów można zaklasyfikować do czterech grup⁸⁷:

- 1) 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;
- 2) dostawców (*providers*) – do tej zbiorowości zalicza się przede wszystkim kapitałodawców (inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych);
- 3) odbiorców (*receivers*) – wskazać tu należy między innymi rynki finansowe oraz przedsiębiorstwa publiczne i prywatne;

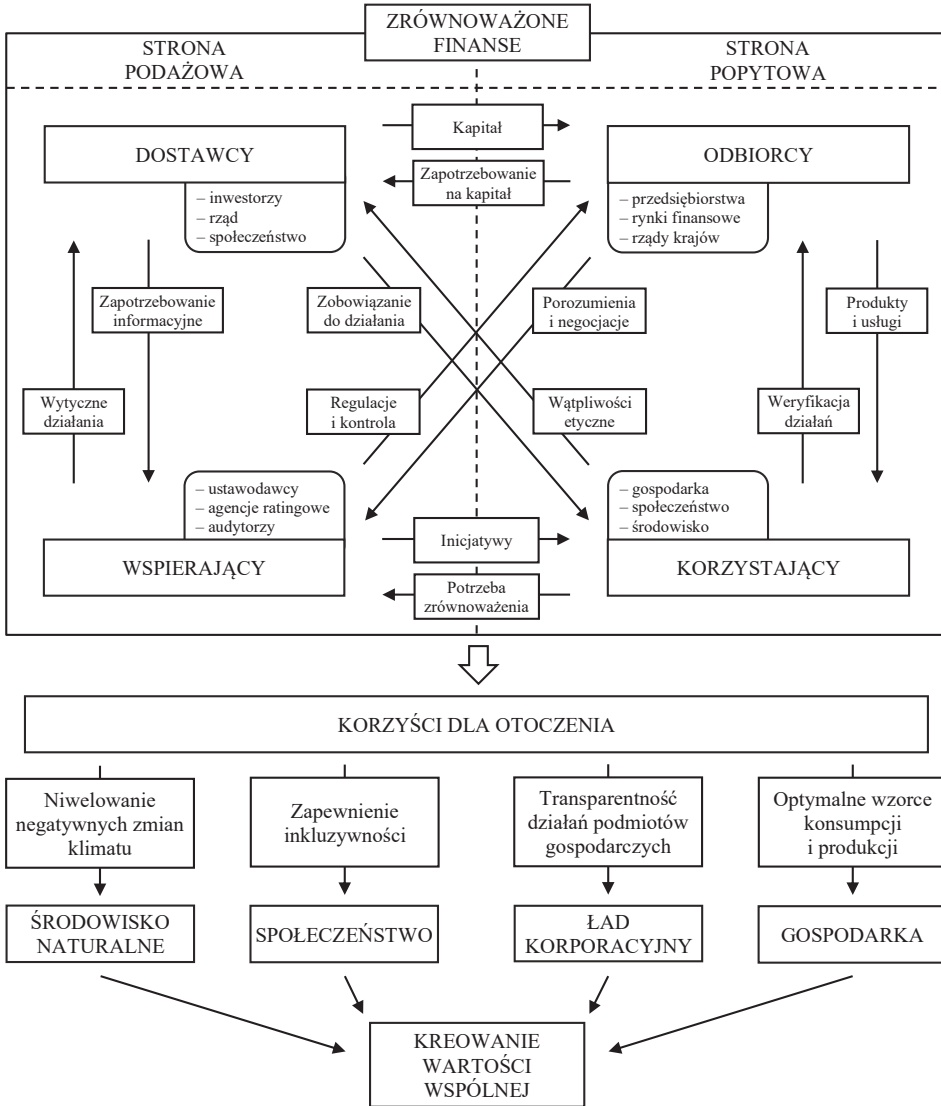
84 D. Schoenmaker, *Working Paper...*, s. 5–8.

85 *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” 2020, vol. 13(11), 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” 2016, vol. 42, s. 1169–1194.

86 P. Cox, S. Brammer, A. Millington, *An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52(1), s. 27–43; E.I.-P. Castellás, J. Ormiston, S. Findlay, *Financing Social Entrepreneurship*, „Social Enterprise Journal” 2018, vol. 14(2), s. 130–155.

87 D. Schoenmaker, *Working Paper...*, s. 33–37.

- 4) korzystających (*beneficiaries*) – zbiór ten stanowią środowisko naturalne, społeczeństwo, gospodarki krajów oraz konsumenci dóbr i usług, czyli interesariusze bezpośrednio doświadczający skutków działalności pozostałych grup.



Rysunek 1.4. Relacje między uczestnikami otoczenia gospodarczego w koncepcji zrównoważonych finansów
Źródło: opracowanie własne.

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 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 oraz wytycznych dla zrównoważonych finansów, a 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, powstałe w wyniku skutków aktywności odbiorców. Odbiorcy funkcjonują także w zgodzie z porozumieniami wypracowanymi ze wspierającymi, natomiast wspierający, oprócz tworzenia fundamentów dla efektywnego funkcjonowania zrównoważonych finansów w przyszłości, wprowadzają w życie liczne inicjatywy odpowiadające na zapotrzebowanie korzystających. Fundamentalnym warunkiem sukcesu zrównoważonych finansów jest zatem doprowadzenie do 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, ile brak jego optymalnej alokacji. Kluczowy wniosek z poczynionych rozważań jest taki, 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. Należy brać pod uwagę nie tylko wpływ poszczególnych podmiotów gospodarczych na ich otoczenie, niezbędne jest również uwzględnienie łącznego ich oddziaływania na środowisko, w którym funkcjonują na poziomie systemowym.

Według R. Clarka i współautorów zrównoważone finanse to tematyka aktualna i rozwijająca się, jednak pozostająca w pewnych sferach enigmatyczna, a tym samym wymagająca prowadzenia dalszych badań teoretycznych i empirycznych⁸⁸. 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 siedemdziesiątych 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

88 R. Clark, J. Reed, T. Sunderland, *Bridging Funding Gaps for Climate and Sustainable Development: Pitfalls, Progress and Potential of Private Finance*, „Land Use Policy” 2018, vol. 71(2), s. 335–346.

oraz porozumień międzynarodowych na rzecz zrównoważonych finansów i nakładanie na podmioty łamiące przyjęte zasady adekwatnych sankcji (np. grzywny finansowe w wysokości równowartości działań niezbędnych do poprawy stanu środowiska naturalnego nakładane na emitentów przekraczających dopuszczalne normy emisji zanieczyszczeń).

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. Za główną przesłankę powyższego T. Lagoarde-Segot uznaje koncentrację podmiotów rynków finansowych na osiągnięciu zysku w krótkim terminie⁸⁹, podczas gdy R. Fletcher podkreśla ich rosnącą rolę w światowej gospodarce⁹⁰ – określaną przez G.A. Epsteina mianem finansjalizacji światowej gospodarki⁹¹. Z kolei R. Foroohar oraz M. Mazzucato zwracają uwagę na negatywne konsekwencje dla gospodarki coraz bardziej zdominowanej przez działalność spekulacyjną niż produkcyjną⁹². Natomiast 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 rentowności⁹³. Według F. Dixona główną przyczyną problemów w obszarach ESG są nieodpowiednie wzorce produkcji i konsumpcji, które skłaniają do niepożądanych działań zarówno dostawców produktów i usług (np. wytwarzanie produktów w sytuacji ograniczonego 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 cenę⁹⁴.

89 T. Lagoarde-Segot, *Sustainable Finance. A Critical Realist Perspective*, „Research in International Business and Finance” 2019, vol. 47, s. 1–9.

90 R. Fletcher, *Capitalizing on Chaos: Climate Change and Disaster Capitalism*, „Ephemera: Theory & Politics in Organization” 2012, vol. 12(1), s. 97–112.

91 G.A. Epstein, *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2005, s. 13–17.

92 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.

93 J. Sandberg, C. Juravle, T.M. Hedesström, I. Hamilton, *The Heterogeneity...*

94 F. Dixon, *Sustainable Finance*, „CADMUS” 2019, vol. 4(1), s. 47–64.

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 światowej⁹⁵. Jednym z głównych celów funkcjonowania przedsiębiorstw – przyjętym od lat, nadal aktualnym oraz najbardziej rozpowszechnionym – jest kreowanie wartości dla właścicieli (*Shareholders Value Approach*)⁹⁶. Podejście to należy uznać za racjonalne, gdyż w warunkach 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) za 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 pozostaje⁹⁷. Powyższy cel przedsiębiorstwa po raz pierwszy został przedstawiony przez M. Friedmana w 1962 roku⁹⁸, 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) 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

95 P. Hawken, *The Ecology...*, s. 92; E. Richard, *Multinational Enterprise...*, s. 190–221.

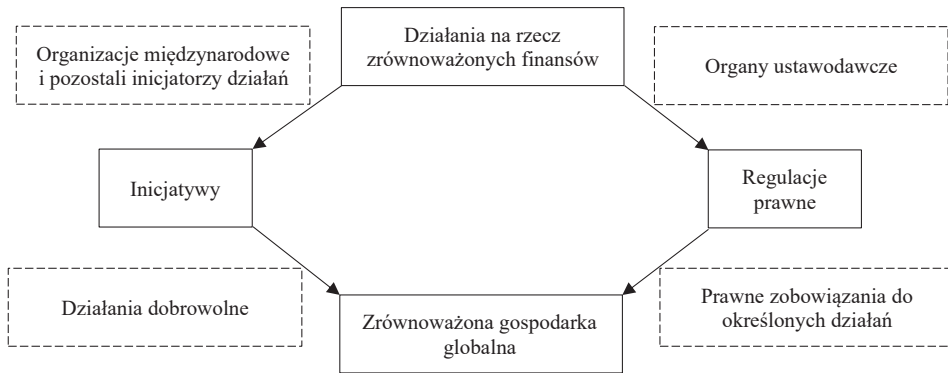
96 Koncepcję *Shareholders Value Approach* omówiono szerzej w punkcie 2.1.1 – *Finanse tradycyjne – zarys koncepcji*. M. Friedman, *Capitalism & Freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962, s. 23–25; *idem*, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, „The New York Times Magazine”, 13.09.1970, s. 1–11; J. Green, *The Cynic’s Lexicon: A Dictionary of Amoral Advice*, Routledge, Oxfordshire 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” 2000, vol. 25, s. 33–52; A. Damodaran, *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*, Columbia Business School Publishing, New York 2017, s. 22.

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

98 Jak wskazuje A. Ferrel, tak sformułowany cel przedsiębiorstwa został zdefiniowany co najmniej 30 lat wcześniej – w 1932 roku – lecz nie zostało to 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.

te muszą 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.

Na skutek pogłębienia się problemów w obszarach ESG⁹⁹ 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 1.5).

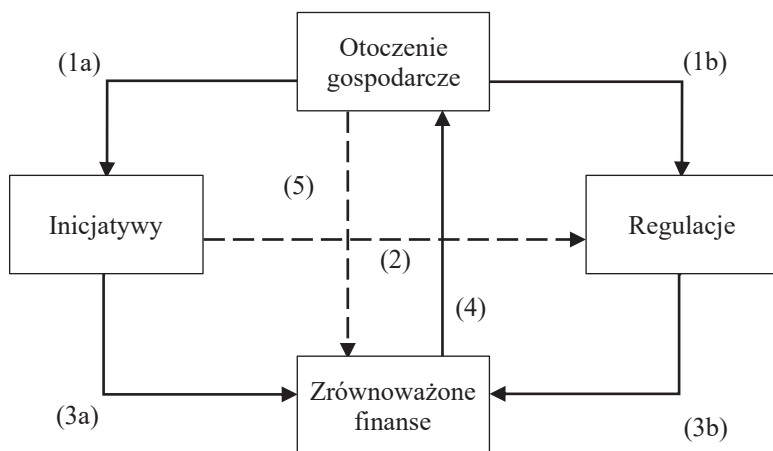


Rysunek 1.5. Klasyfikacja działań na rzecz zrównoważonych finansów w procesie budowy zrównoważonej gospodarki globalnej
Źródło: opracowanie własne.

Działania na rzecz zrównoważonych finansów stanowią zbiór wytycznych wyznaczanych głównie przez organizacje międzynarodowe oraz organy ustawodawcze. Ich 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.

⁹⁹ Szersze rozważania na temat pojęcia ESG oraz problemów w tych obszarach zawarto w dalszej części pracy, w podrozdziale 2.2 – *Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów*.

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 ze zobowiązań nie niesie dla nich konsekwencji prawnych ani ekonomicznych¹⁰⁰. W przeciwieństwie do inicjatyw regulacje stanowią przepisy prawa, których nieprzestrzeganie związane jest z określonymi następstwami, oraz mają zasięg maksymalnie regionalny (np. regulacje na rzecz zrównoważonych finansów w UE)¹⁰¹. Inicjatywy oraz regulacje tworzą ramę normatywną dla zrównoważonych finansów, która pozostaje we wzajemnym oddziaływaniu z otoczeniem gospodarczym (zob. rysunek 1.6).



Rysunek 1.6. Model funkcjonowania zrównoważonych finansów w gospodarce

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

100 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.

101 Regulacje na rzecz zrównoważonych finansów omówiono w rozdziale IV – *Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw*.

porozumieniu z poszczególnymi grupami interesariuszy. Na podstawie tak skonstruowanych oraz wdrożonych działań zrównoważone finanse w sposób bezpośredni oddziałują na otoczenie gospodarcze (4). Co więcej, dzięki konsultacjom prowadzonym 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. tabela 1.2 i rysunek 1.7).

Tabela 1.2. Charakterystyka wybranych globalnych inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów od 1983 do 2022 roku

Nazwa inicjatywy (rok)	Charakterystyka inicjatywy
1	2
Ratingi ESG (1983)	System syntetycznych mierników dzielących 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 omówienia propozycji ich rozwiązania. Do najważniejszych konferencji i ich efektów zaliczyć należy: I Szczyt Ziemi (First World Summit) w Rio de Janeiro w 1992 roku (przedstawienie koncepcji zrównoważonego rozwoju i zrównoważonych finansów); Trzecia konferencja ONZ w sprawie zmian klimatu (3rd United Nations Climate Change Conference of the Parties – COP3) w 1997 roku w Kioto (przedstawienie Protokołu z Kioto (Kyoto Protocol)); Milenijny Szczyt ONZ (UN Millenium Summit) w 2000 roku w Nowym Jorku (przyjęcie Deklaracji Milenijnej (Millenium Declaration) oraz ośmiu MDGs); Szczyt ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju (UN Summit on Sustainable Development) w 2015 roku w Nowym Jorku (przyjęcie Agendy 2030 (The 2030 Agenda for Sustainable Development) oraz 17 SDGs); 21 Konferencja ONZ w sprawie zmian klimatu (21st United Nations Climate Change Conference of the Parties – COP21) w 2015 roku w Paryżu (zawarcie Porozumienia paryskiego (Paris Agreement)).
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 gazów cieplarnianych (<i>Greenhouse Gases</i> – GHG) średnio o 5% do 2012 roku względem poziomu z 1990 roku.

Tab. 1.2 (cd.)

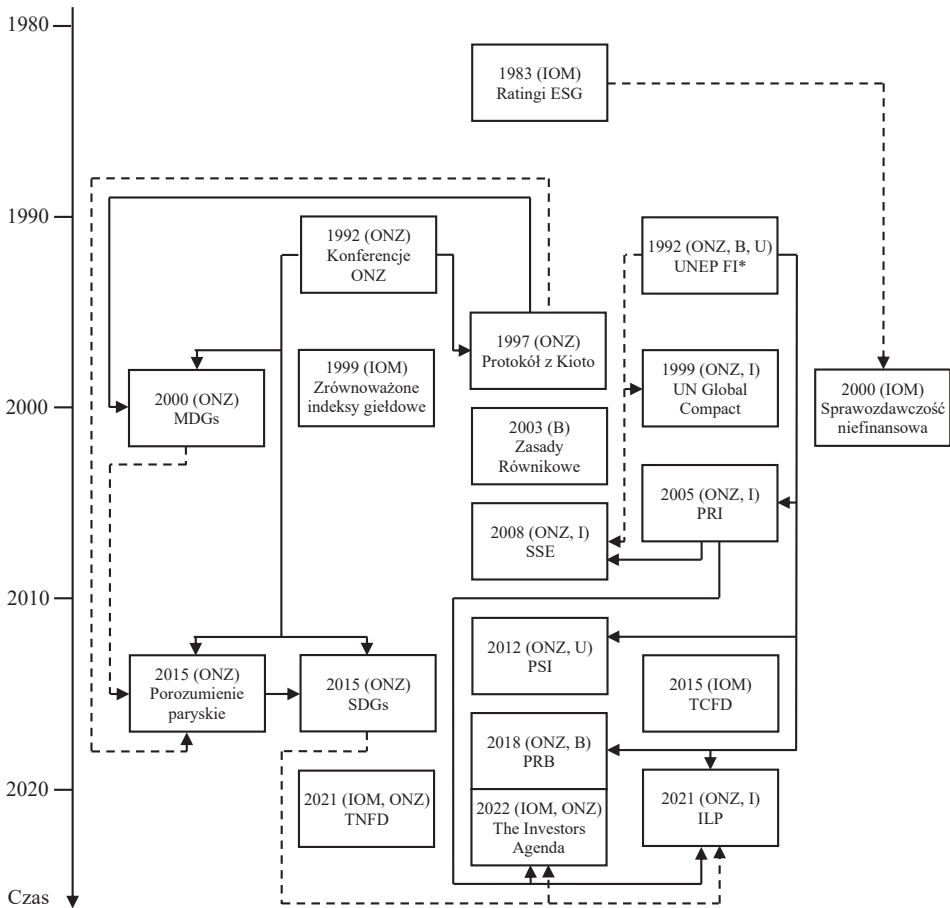
1	2
UN Global Compact (1999)	Platforma wymiany wiedzy i doświadczeń pomiędzy inwestorami, przedsiębiorstwami, przedstawicielami wybranych grup społecznych oraz pozostałymi stronami interesu w zakresie zrównoważonych finansów.
Zrównoważone indeksy giełdowe (1999)	Statystyczne miary wyceny grupy spółek 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, do 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.
PRI (2005)	Niezależna organizacja dostarczająca sześć 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 cztery zasady 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°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 inkluzywny 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 sześć 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.

1	2
TNFD (2021)	Grupa zadaniowa, której celem jest wsparcie zmiany kierunku przepływów kapitałowych od przedsięwzięć mających negatywny wpływ na naturę, do takich, które oddziałują na środowisko naturalne co najmniej w stopniu neutralnym.
The Investor 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.

Objaśnienia: * – przez podmioty sektora finansowego rozumie się banki, przedsiębiorstwa mające na celu pozyskanie kapitału od inwestorów i ich dalsze inwestycje (tj. przedsiębiorstwa inwestycyjne) oraz ubezpieczycieli.

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” 2017, vol. 26(3), s. 316–330; United Nations, *Report of the Conference A/CONF.151/26/Rev.1 (Vol. I)*, 1992, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N92/836/55/PDF/N9283655.pdf?OpenElement> (dostęp: 28.08.2022); United Nations, *Report of the Conference of the Parties on Its Third Session, Held at Kyoto from 1 to 11 December 1997*, 1998, <https://unfccc.int/cop3/resource/docs/cop3/07.htm> (dostęp: 28.08.2022); United Nations, *United Nations Millennium Declaration*, 2000, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_55_2.pdf (dostęp: 28.08.2022); United Nations, *Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015. A/RES/70/1. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_70_1_E.pdf (dostęp: 28.08.2022); United Nations, *The Paris Agreement*, b.r., <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement> (dostęp: 28.08.2022); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Finance Initiative*, b.r., <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative> (dostęp: 21.09.2022); United Nations Global Compact, *UN Global Compact Strategy 2021–2023*, 2021, <https://unglobalcompact.org/library/5869> (dostęp: 2.10.2022); E. Ortas, J.M. Moneva, *Sustainability Stock Exchange Indexes and Investor Expectations: Multivariate Evidence from DJSI-Stoxx*, „Revista Española de Financiación y Contabilidad” 2011, vol. 40(151), s. 395–416; Equator Principles, *About the Equator Principles*, b.r., <https://equator-principles.com/about-the-equator-principles/> (dostęp: 20.01.2023); Principles for Responsible Investment, *Principles for Responsible Investment*, b.r., <https://www.unpri.org/> (dostęp: 21.08.2022); Sustainable Stock Exchange, *Results and Impact. Annual Report 2021*, 2021, <https://sseinitiative.org/sites/sseinitiative/files/documents/2021-results-and-impact.pdf> (dostęp: 28.08.2022); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Sustainable Insurance: Insuring for sustainable development*, 2017, <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); Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *2022 Status Report*, 2022, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf> (dostęp: 27.01.2023); United Nations, *The Sustainable Development Goals Report 2022*, 2022, <https://unstats.un.org/sdgs/report/2022/> (dostęp: 26.08.2022); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Responsible Banking*, b.r., <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/> (dostęp: 19.11.2022); Task Force on Nature-related Financial Disclosures, b.r. <https://tnfd.global/> (dostęp: 27.01.2023); United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Investment Leadership Programme*, b.r.,

<https://www.unepfi.org/investm-ent/investment/> (dostęp: 27.01.2023); The Investor Agenda, *The Investor Agenda*, b.r., <https://theinvestoragenda.org/> (dostęp: 27.01.2023).



Objaśnienia: linią ciągłą zaznaczono bezpośredni wpływ jednej inicjatywy na drugą, a 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.

Rysunek 1.7. Wybrane inicjatywy globalne na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od 1983 do 2022 roku oraz występujące między nimi relacje

Źródło: opracowanie własne na podstawie United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The Evolution...*

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 uczestniczyli również inwestorzy (I), banki (B) i ubezpieczyciele (U). Zaprezentowane inicjatywy nie stanowią zbioru zamkniętego, a na rysunku 1.7 uwzględniono aktualnie najbardziej rozpoznawalne globalnie oraz te, które w minionych latach odegrały kluczową rolę w rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów na świecie¹⁰². 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.

Spośród 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 finansów¹⁰³. 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. Inicjatywa Finansowa Programu Środowiskowego ONZ 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 następnych. Podobnie było z konferencjami ONZ. Konferencja 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).

102 United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The Evolution...*

103 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.

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 kopalnych, przyczynił się do intensywnego wzrostu gospodarczego mierzonego poziomem PKB (produkt krajowy brutto)¹⁰⁴. Jednakże zarówno postęp, jak i wzrost – od co najmniej 1970 roku – przyczyniły się także do ukształtowania błędnych wzorców konsumpcji stymulujących masową produkcję¹⁰⁵, a także do jednoczesnego wzrostu emisji gazów¹⁰⁶ (zob. wykres 1.1). 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)¹⁰⁷.

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 czterech latach (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 badane pokrywało się z latami o intensywniejszym wzroście gospodarczym względem roku poprzedniego, z kolei 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 świecie¹⁰⁸.

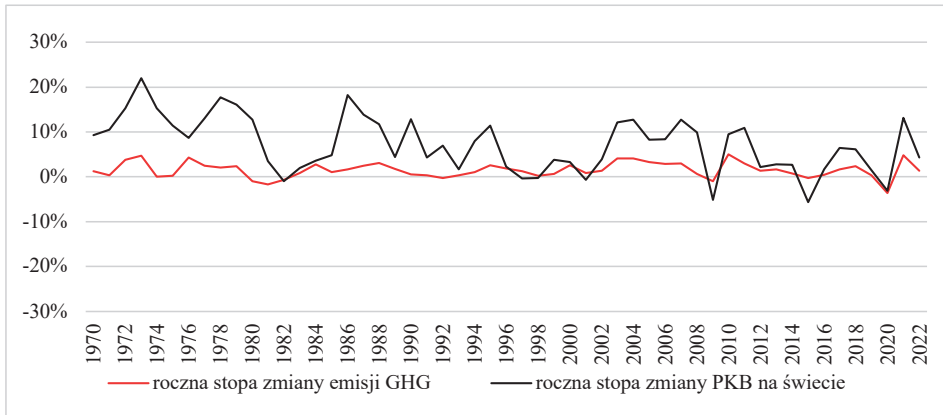
104 H. Daly, J. Farley, *Ecological Economics: Principles and Applications*, Island Press, Washington 2011, s. 27.

105 F. Dixon, *Sustainable...*

106 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...*, s. 239–247.

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

108 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” 2014, vol. 20(1), 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,



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

Wykres 1.1.1. Roczne stopy zmian globalnego nominalnego PKB i łącznej wielkości emisji GHG na świecie w latach 1970–2022 (rok/rok)

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Crippa, D. Guizzardi, F. Paganì, 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*, 2023, https://edgar.jrc.ec.europa.eu/report_2023 (dostęp: 31.10.2023); Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change 2014: Synthesis Report*, 2014, https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/SYR_AR5_FINAL_full.pdf (dostęp: 31.10.2023); World Bank, *World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files*, b.r., <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#> (dostęp: 31.12.2023).

Pomimo zmian w otoczeniu gospodarczym od powstania funkcji produkcji C. Cobba i P. Douglasa w 1928 roku¹⁰⁹ praca (*labour input*) i kapitał (*capital input*) pozostają jednymi z najpopularniejszych czynników używanych w modelach ekonomicznych, problemy środowiskowe i społeczne, mimo iż istotne, nie są zaś w nich uwzględniane¹¹⁰. Oczywiście odpowiedzią na niedoskonałości dotychczasowych sposobów funkcjonowania zarówno gospodarek, jak i przedsiębiorstw jest

Assessment of GHG Emission in Europe: Future Estimates and Policy Implications, „Environmental Engineering and Management Journal” 2020, vol. 19(1), s. 131–142; M. González-Sánchez, J.L. Martín-Ortega, *Greenhouse Gas Emissions Growth in Europe: A Comparative Analysis of Determinants*, „Sustainability” 2020, vol. 12(3), s. 1012–1033.

109 C. Cobb, P. Douglas, *A Theory of Production*, „American Economic Review” 1928, vol. 18(1), s. 139–165.

110 D. Schoemaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 79.

zatem włączenie kwestii ESG do tych modeli¹¹¹, co rodzi zapotrzebowanie na rozwiązania wpisujące się w koncepcję zrównoważonego rozwoju¹¹².

Zrównoważony rozwój to szerokie spektrum pojęć związanych z godzeniem kwestii środowiskowych, społecznych oraz zarządczych ze wzrostem gospodarczym¹¹³. 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 Ziemi¹¹⁴, tj. stopnia, po którego przekroczeniu ekosystem utraci możliwość powrotu do stanu pierwotnego. Choć A.V. Norstrom i współautorzy 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 ograniczeń¹¹⁵. Jak twierdzi T. Gladwin, zrównoważony rozwój charakteryzuje się pięcioma głównymi cechami¹¹⁶:

- 1) kompletnością – koncepcja zrównoważonego rozwoju w sposób holistyczny uwzględnia działania gospodarcze, społeczeństwa, systemów środowiskowych, a także motywacje zachowań ludzi zarówno w teraźniejszości, jak i przyszłości;
- 2) pośrednictwem – zrównoważony rozwój wymaga zrozumienia systemowo powiązanych ze sobą wyzwań stojących przed światem;
- 3) równością – dystrybucja zasobów pomiędzy obecnymi i przyszłymi pokoleniami odbywa się w sposób sprawiedliwy;
- 4) odpowiedzialnością – zrównoważony rozwój skupia się na tych obszarach, które – pozostawione bez nadzoru – mogą doprowadzić do globalnych problemów, natomiast wykorzystanie obszarów deficytowych odbywa się do stopnia, który nie przekracza potencjału odnowy;

111 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” 2016, vol. 7(4), s. 517–530.

112 F. Dixon, *Sustainable...*

113 A. Niñerola, M.-V. Sánchez-Rebull, A.-B. Hernández-Lara, *Tourism Research on Sustainability: A Bibliometric Analysis*, „Sustainability” 2019, vol. 11(5), s. 1377–1394.

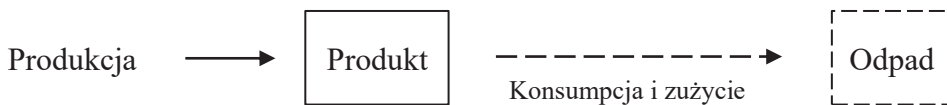
114 K. Raworth, *Doughnut Economics: Seven Ways to Think Like a 21st-Century Economist*, Random House, London 2017, s. 27.

115 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. Sjostedt, *Three Necessary Conditions for Establishing Effective Sustainable Development Goals in the Anthropocene*, „Ecology and Society” 2014, vol. 19(3), s. 8–20.

116 T. Gladwin, J. Kennelly, T. Krause, *Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research*, „Academy of Management Review” 1995, vol. 20(4), s. 874–907.

- 5) bezpieczeństwem – 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*)¹¹⁷, której celem jest minimalizacja powstawania odpadów i nie pogarszanie stanu środowiska przy jednoczesnym nieograniczaniu wzrostu gospodarczego¹¹⁸. 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”¹¹⁹. W odróżnieniu od gospodarki linearnej, w której następuje jednorazowa konsumpcja wyprodukowanego dobra¹²⁰ (zob. rysunek 1.8), w gospodarce o obiegu zamkniętym ekonomiczna i środowiskowa wartość materiałów jest teoretycznie zachowywana bez końca za pomocą chociażby procesu recyklingu¹²¹ (zob. rysunek 1.9).



Rysunek 1.8. Gospodarka o obiegu liniowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie P.B. Sørensen, *From the Linear Economy to the Circular Economy: A Basic Model*, „Finanz-Archiv: Zeitschrift für das Gesamte Finanzwesen” 2018, vol. 74(1), s. 71–87.

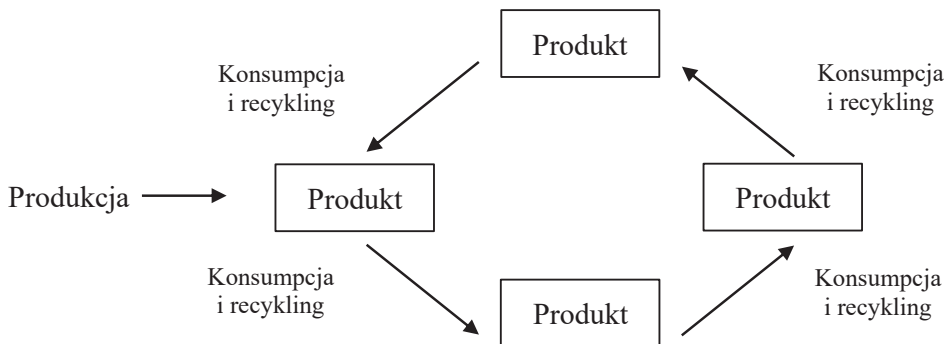
117 J.-S. Thomas, J.-P. Birat, *Methodologies to Measure the Sustainability of Materials – Focus on Recycling Aspects*, „Metallurgical Research and Methodology” 2013, vol. 110(1), s. 3–16.

118 J. Kulczycka, E. Pędziwiatr, *Gospodarka o obiegu zamkniętym – definicje i ich interpretacje*, [w:] J. Kulczycka (red.), *Gospodarka o obiegu zamkniętym w polityce i badaniach naukowych*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauki, Kraków 2019, s. 9–21.

119 M. Geissdoerfer, P. Savaget, N.M.P. Bocken, E.J. Hultink, *The Circular Economy: A New Sustainability Paradigm?*, „Journal of Cleaner Production” 2017, vol. 143, s. 757–768.

120 P.B. Sørensen, *From the Linear Economy to the Circular Economy: A Basic Model*, „Finanz-Archiv: Zeitschrift für das Gesamte Finanzwesen” 2018, vol. 74(1), s. 71–87.

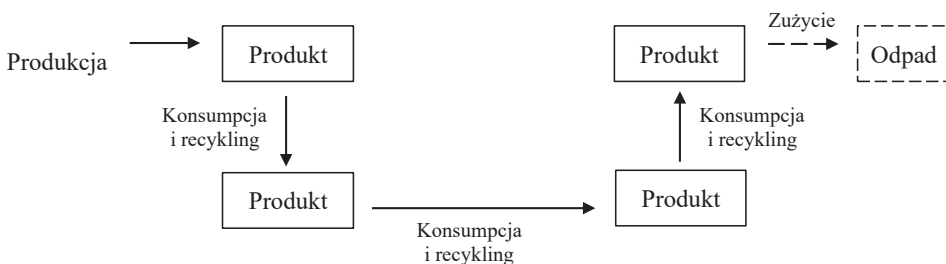
121 M.C. den Hollander, C.A. Bakker, E.J. Hultink, *Product Design in a Circular Economy: Development of a Typology of Key Concepts and Terms*, „Journal of Industrial Ecology” 2017, vol. 21(3), s. 517–525.



Rysunek 1.9. Gospodarka o obiegu zamkniętym

Źródło: opracowanie własne na podstawie W.R. Stahel, *The Circular Economy*, „Nature” 2018, vol. 531, 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 wdrożenia¹²². Konsensusem w tej sytuacji jest podejście pośrednie, eliminujące przypadłości oraz zawierające zalety dotychczasowych modeli, tj. gospodarka o obiegu półotwartym/półzamkniętym (zob. rysunek 1.10).



Rysunek 1.10. 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” 2017, vol. 6(1), s. 31–34.

Model gospodarki liniowej z uwagą na prostotę swych założeń (kup – użyj – wyrzucić) jest aktualnie najczęściej wykorzystywanym w większości krajów na świecie¹²³. Duża produkcja odpadów w tym modelu prowadzi jednakże do potrzeby

122 H. Corvellec, A.F. Stowell, N. Johansson, *Critiques of the Circular Economy*, „Journal of Industrial Ecology” 2022, vol. 26(2), s. 1–12.

123 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*, [w:] E.G. Popkova, A.V. Bogoviz (red.), *Circular Economy in Developed and Developing Countries: Perspective, Methods and Examples*, Emerald Publishing Limited, Bingley 2021, s. 3–10.

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 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)¹²⁴, a niektóre wyłącznie raz lub tylko w pewnym stopniu (np. magnez, lit, tytan, rtęć)¹²⁵. 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 recesji¹²⁶. 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 kapitału¹²⁷ jest fundamentalnym warunkiem dla realizacji zrównoważonych przedsięwzięć. Podsygnalizowane jest to faktem, iż w przypadku braku potencjału zyskowności zachodzi konieczność przedwczesnego zakończenia projektów z powodu braku możliwości realizacji założeń inwestycji oraz wycofania środków pieniężnych przez kapitałodawców. W zrównoważonych finansach rola finansów ulega zmianie z nadrzędnej na służebną¹²⁸. Zrównoważone finanse nie stanowią narzędzia osiągania jedynie korzyści ekonomicznych, ich nadrzędnym celem jest bowiem umożliwienie realizacji założeń zrównoważonego rozwoju. Jeśli spojrzeć na zrównoważony rozwój

124 P.O. Awoyera, A. Adesina, *Plastic Wastes to Construction Products: Status, Limitations and Future Perspective*, „Case Studies in Construction Materials” 2020, vol. 12(6), 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” 2017, vol. 115, s. 409–422.

125 B.K. Reck, T.E. Graedel, *Challenges in Metal Recycling*, „Science” 2012, vol. 337(6095), 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” 2016, vol. 449, s. 135–144.

126 C.S. Holling, *Understanding the Complexity of Economic, Ecological, and Social System*, „Ecosystems” 2001, vol. 4(5), s. 390–405.

127 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”.

128 D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 29.

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 myślenia¹²⁹. 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 wszystkie podzespoły bolidu (systemu gospodarczego) nie będą dopracowane, kierowcy (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) nie będą zachowywać się zespołowo, wszystkie możliwe strategie (plany rozwoju zrównoważonych finansów) nie zostaną rozpatrzone, a 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, poczynając od 1972 roku, wskazuje się, że przy braku wprowadzenia zmian do sposobów funkcjonowania podmiotów gospodarczych ekosystem Ziemi wkrótce utraci możliwość 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.

Nadrzędnym celem zrównoważonego rozwoju jest zapewnienie warunków do rozwoju obecnym pokoleniom w taki sposób, aby nie ograniczać zdolności do rozwoju przyszłych pokoleń. 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 zrównoważone finanse można interpretować jako

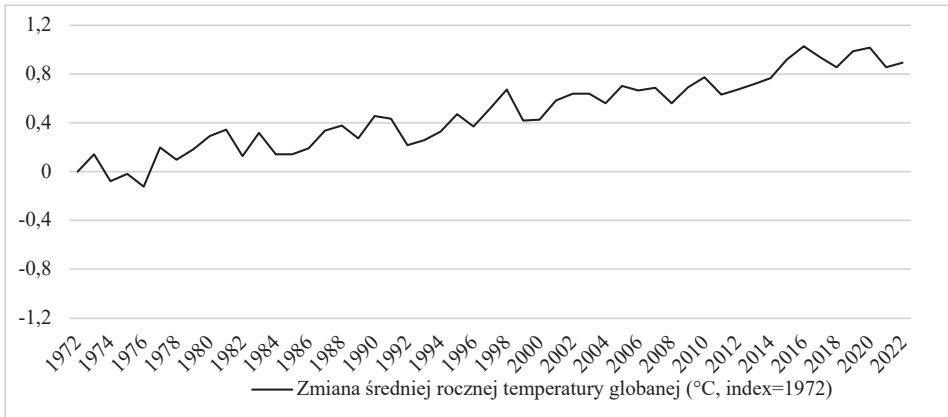
129 F. Valenzuela, S. Böhm, *Against Wasted Politics: A Critique of the Circular Economy*, „Ephemera” 2017, vol. 17(1), s. 23–60.

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. koncentracja na osiągnięciu 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 obrażą dla godności człowieka”. Podobne opinie do przytoczonej 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 chęć ich wypełnienia bez względu na potencjalne koszty¹³⁰. 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 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 ocieplenie¹³¹ (zob. wykres 1.2).

130 United Nations, *Report of the Conference A/CONF.48/14/Rev.1*; United Nations, *Resolution A/RES/70/1...*

131 European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. The European Green Deal COM(2019) 640 final, 2019*, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 2.02.2023).

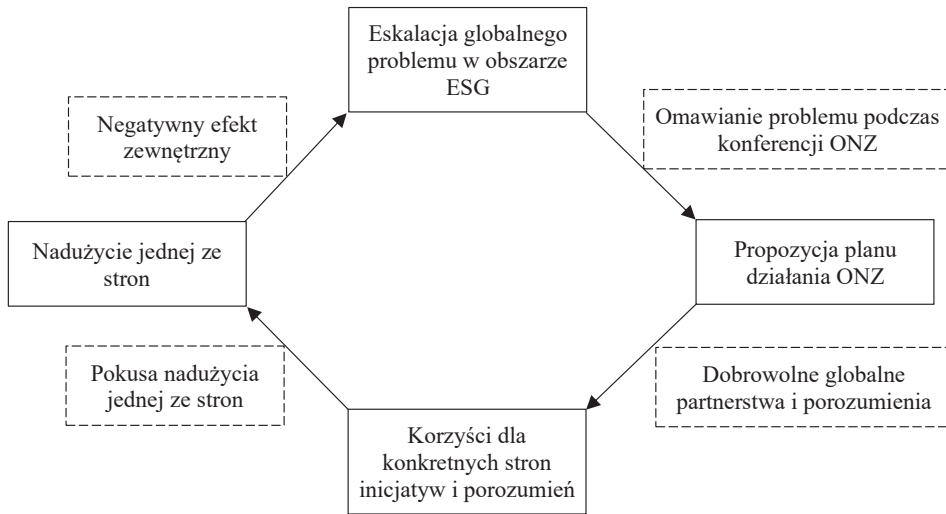


Wykres 1.2. Zmiana średniej rocznej temperatury globalnej w latach 1972–2022 w odniesieniu do temperatury z 1972 roku (°C)

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

W 2022 roku średnia roczna temperatura globalna była wyższa o 0,89°C 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 ESG¹³². Dodatkowo od czasu Konferencji sztokholmskiej można dostrzec regularnie pojawiające się „błędne koło” działań ONZ na rzecz rozwiązania globalnych problemów w obszarach ESG (zob. rysunek 1.11).

132 H.K. Mohajan, *Greenhouse Gas Emissions Increase Global Warming*, „International Journal of Economic and Political Integration” 2016, vol. 1(2), s. 21–34.



Rysunek 1.11. „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 zawiązanie 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*)¹³³. 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 przedsiębiorstwa¹³⁴, które tak samo jak kraje rozwinięte wykorzystują pojawiające się możliwości do realizacji własnych korzyści ekonomicznych (np. minimalizacja kosztów produkcji lub optymalizacja łańcucha dostaw). Mimo licznych korzyści płynących z partnerstw

133 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.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3(4), s. 305–360; E. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, vol. 88(2), s. 288–307.

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

globalnych, które kraje rozwijające się osiągną pod postacią np. wyższych wpływów do budżetu państwa z tytułu opodatkowania przedsiębiorstw zagranicznych, nowych miejsc pracy oraz łatwiejszego dostępu do edukacji i lekarstw, kraje te doświadczają wielu negatywnych efektów zewnętrznych (m.in. degradacji środowiska naturalnego, wzrostu zanieczyszczenia powietrza i wzrostu korupcji na stanowiskach administracji państwowej)¹³⁵. Ostatecznie 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 stanu 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 sukces ten zostanie 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.

135 United Nations, *Resolution adopted by the General Assembly on 27 July 2015. A/RES/69/313. Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development (Addis Ababa Action Agenda)*, 2015, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_69_313.pdf (dostęp: 28.08.2022).

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 tradycyjnych¹. Zgodnie z nią głównym celem przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości², a dokładniej – wartości dla akcjonariuszy, czyli jego właścicieli³. Zmiany zachodzące w zewnętrznym otoczeniu przedsiębiorstwa wymuszają jednak ich adaptację do nowych warunków funkcjonowania⁴, a także powodują redefinicję dotąd obowiązujących paradygmatów⁵.

-
- 1 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” 2017, vol. 43(4), s. 340–353; D. Radoiu, C.M. Batusaru, *Sustainable Value of Companies*, „Management of Sustainable Development Journal” 2022, vol. 14(1), s. 10–15.
 - 2 F.D. Arditti, *Risk and the Required Return on Equity*, „The Journal of Finance” 1967, vol. 22(1), s. 19–36; A. Damodaran, *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, Wiley, New York 2011, s. 18.
 - 3 T. Copeland, T. Koller, J. Murring, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York 1990, s. 86–89.
 - 4 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” 2016, vol. 40(4), s. 437–454.
 - 5 I. Bailey, F. Caprotti, *The Green Economy: Functional Domains and Theoretical Directions of Enquiry*, „Environment and Planning A: Economy and Space” 2014, vol. 46(8), s. 1797–1813; O. Bina, *The Green Economy and Sustainable Development: an Uneasy Balance?*, „Environment

Włączenie zrównoważenia do finansów jest zasadne, ponieważ 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. Soppé'a zgodnie z założeniami finansów tradycyjnych w czasach recesji oraz kryzysów gospodarczych główny nacisk kładzie się na osiąganie 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 na racjonalnych przesłankach zachowań podmiotów gospodarczych, o tyle sposób zarządzania finansami nigdy nie będzie wolny od subiektywizmu i braku pełnej racjonalności⁶.

2.1.1. Finanse tradycyjne – zarys koncepcji

W finansach tradycyjnych podstawą są informacje księgowowe⁷, a analiza wskaźnikowa stanowi główne narzędzie oceny efektywności przedsiębiorstw oraz atrakcyjności papierów wartościowych⁸. Finanse tradycyjne opierają się na założeniach ekonomii neoklasycznej⁹ oraz były rozwijane m.in. przez:

and Planning C: Government and Policy” 2013, vol. 31(6), s. 1023–1047; D. Gibbs, K. O'Neill, *Future Green Economies and Regional Development: A Research Agenda*, „Regional Studies” 2017, vol. 51(1), s. 161–173; R. Krueger, C. Schulz, D. Gibbs, *Institutionalizing Alternative Economic Spaces? An Interpretivist Perspective on Diverse Economies*, „Progress in Human Geography” 2017, vol. 42(4), s. 569–598.

- 6 Przez sformułowanie „brak pełnej racjonalności” rozumie się m.in. decyzje inwestorów bazujące głównie na heurystykach (emocjach oraz intuicji), a nie na racjonalnych przesłankach. Przykładem heurystyki jest chociażby efekt kosztów utopionych, według którego inwestor nie dokonuje sprzedaży posiadanych akcji spółki w momencie drastycznego spadku ich wartości, gdyż poniość 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. Soppé, *Sustainable Corporate Finance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 53(1–2), s. 213–224; D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47(2), s. 263–292.
- 7 A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York 1932, s. 87.
- 8 B. Graham, D.L. Dodd, *Securities Analysis*, McGraw-Hill, New York 1934, s. 14.
- 9 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” 1987, vol. 38(1–2), s. 19–46; A. Midttun, *Perspectives on Commercial*

- 1) hipotezę błędzenia losowego (*Random Walk Hypothesis*), wstępnie opracowaną przez L. Bacheliergo, według której przyszłe ceny akcji spółek na giełdach papierów wartościowych są niemożliwe do przewidzenia¹⁰;
- 2) model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Assets Pricing Model* – CAPM) H. Markowitza, stanowiący narzędzie kalkulacji kosztu kapitału własnego oraz oceny stopnia efektywności rynku giełdowego¹¹;
- 3) 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 maksymalizowana¹²;
- 4) teorię rynku efektywnego (*Efficient Market Hypothesis* – EMH) E. Famy, zakładającą uwzględnienie wszystkich informacji w cenach rynkowych oraz nieomyślność rynków finansowych w procesie wyceny instrumentów finansowych¹³;
- 5) koncepcję wartości dla akcjonariuszy (*Shareholders Value Approach* – SVA), wedle której jedynym obowiązkiem społecznym przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla jego właścicieli¹⁴;
- 6) model wyceny opcji (*Option Pricing Model* – OPM) F. Blacka i M. Scholesa, stanowiący matematyczne ujęcie rynku w celu wyceny kontraktów opcyjnych¹⁵;
- 7) teorię agencji (*Agency Theory*) M.C. Jensena oraz W.H. Mecklinga o istnieniu konfliktu interesu między agentem (menedżerem) a pryncypałem (właścicielem)¹⁶;

Positioning in the Deregulated European Electricity Markets, [w:] idem (red.), *Elsevier Global Energy Policy and Economics Series: European Energy Industry Business Strategies*, Elsevier Science Limited, Oxford 2001, s. 1–22; S.M. Amadae, *Neoclassical Economics*, [w:] M.T. Gibbons, D. Coole, E. Ellis, K. Ferguson (red.), *The Encyclopedia of Political Thought*, Wiley-Blackwell, Hoboken 2014, s. 2545–2549.

- 10 D.C.A. Meine, D.D. Vvedensky, *Emergence of Speculation in a Hierarchical Agent-based Model*, „Physica A: Statistical Mechanics and its Applications” 2023, vol. 619, s. 1–16.
- 11 H. Markowitz, *Portfolio Selection*, „Journal of Finance” 1952, vol. 7(1), s. 77–91; W. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „Journal of Finance” 1964, vol. 19(9), 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” 1965, vol. 47(2), s. 13–37.
- 12 F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48(3), s. 261–297; *idem*, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, s. 433–443.
- 13 E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25(2), s. 383–417.
- 14 M. Friedman, *Capitalism & Freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962, s. 23–25; *idem*, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, „The New York Times Magazine”, 13.09.1970, s. 1–11.
- 15 F. Black, M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, vol. 81(3), s. 637–654.
- 16 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature of Man*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 3(2), s. 4–19.

- 8) teorię arbitrażu cenowego (*Arbitrage Pricing Theory* – APT) S.A. Rossa, objaśniającą wymaganą stopę zwrotu jako funkcję więcej niż jednej zmiennej oraz tłumaczącą zjawisko osiągnięcia równowagi cen akcji na rynkach kapitałowych¹⁷.

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 kapitałowych¹⁸. 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)¹⁹. Zważywszy na to, iż operacje finansowe dotyczą 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 nauki²⁰. 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)²¹. W tradycyjnym ujęciu finansów zakłada się także, że zachowania podmiotów gospodarczych są zgodne z teorią racjonalnych oczekiwań (*rational expectations*)²². J. Mutha i perspektywą *homo oeconomicus*²³, natomiast przedmiotem badań tego obszaru są tylko te zjawiska, które mogą zostać wycenione przez rynek²⁴.

W finansach tradycyjnych najważniejszą grupą interesariuszy są właściciele przedsiębiorstwa, gdyż, w przeciwieństwie do pozostałych uczestników otoczenia

17 S.A. Ross, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, „Journal of Economic Theory” 1976, vol. 13(3), s. 341–360.

18 M.G. Danielson, J.L. Heck, D. Shaffer, *Shareholder Theory – How Opponents and Proponents Both Get it Wrong*, „Journal of Applied Finance” 2008, vol. 18(2), s. 1–5.

19 H. Markowitz, *Risk Adjustment*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 1990, vol. 5(2), s. 213–225.

20 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature...*

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

22 Według teorii racjonalnych oczekiwań uczestnicy rynku podejmują decyzje bazujące na wszelkich dostępnych informacjach dotyczących bieżących uwarunkowań gospodarczych, a w swoim działaniu uwzględniają potencjalne skutki tych decyzji – J. Muth, *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, „Econometrica” 1961, vol. 29(3), s. 315–335.

23 *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” 2004, vol. 14(2), s. 177–195.

24 H.M. Markowitz, *Normative Portfolio Analysis: Past, Present, and Future*, „Journal of Economics and Business” 1990, vol. 42(2), s. 99–103.

gospodarczego, z jednej strony ponoszą ryzyko rezydualne²⁵ (*residual risk*), z drugiej zaś mają prawo do rezydualnych zysków²⁶ (*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 niż rynek finansowy, gdyż rynek pracy jest znacznie mniej płynny i elastyczny²⁷. Co więcej, według finansów tradycyjnych akcjonariusze są optymalnie przystosowani do maksymalizacji bogactwa społeczeństwa poprzez maksymalizację własnego dobrobytu²⁸. Powyższe M. Friedman tłumaczy tym, iż interes pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa jest pochodną wartości akcjonariuszy, gdyż tylko poprzez własny wzrost i rozwój przedsiębiorstwo jest w stanie dostarczać lepsze produkty i usługi²⁹.

Tradycyjne podejście do finansów uznaje się za racjonalne i intuicyjnie atrakcyjne, jednakże wymaganie od uczestników rynku działań zgodnych z jednolitymi oczekiwaniami racjonalności skutkuje powstawaniem wielu 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 dłużej jak cel przedsiębiorstwa będzie sprowadzał się 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 behawioralnych³⁰.

25 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” 1960, vol. 22(3), s. 10–16.

26 Zysk rezydualny to nadwyżka zrealizowanej stopy zwrotu ponad minimalną zakładaną stopę zwrotu inwestora (tj. nad kosztem zainwestowanego kapitału) – A. Marshall, *Principles of Economics*, MacMillan, London 1890, 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” 2013, vol. 3, s. 11–15.

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

28 D.J. Morrissey, *The Riddle of Shareholder Rights and Corporate Social Responsibility*, „Brooklyn Law Review” 2015, vol. 80(2), s. 353–395.

29 M. Friedman, *The Social Responsibility...*

30 D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory...*

2.1.2. Finanse behawioralne – wybrane aspekty

W przeciwieństwie do finansów tradycyjnych finanse behawioralne (*behavioural finance*) badają motywów zachowań poszczególnych grup interesów oraz związki między ich decyzjami a zdarzeniami na rynkach finansowych. Początek finansów behawioralnych datuje się na lata siedemdziesiąte ubiegłego wieku³¹, jednakże pierwsze badania w tym zakresie miały miejsce już od połowy XX wieku. Dla nurtu finansów behawioralnych istotne znaczenie miały:

- 1) koncepcja ograniczonej racjonalności (*Bounded Rationality*) H.A. Simona, w której racjonalność decydentów jest ograniczona przez trudność problemu wymagającego podjęcia decyzji oraz czas dostępny na podjęcie decyzji, a decydenci dążą do rozwiązania satysfakcjonującego, lecz nieoptymalnego³²;
- 2) 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 korzyści³³;
- 3) zjawisko asymetrii informacji (*Information Asymmetry*) zdefiniowane przez G.A. Akerlofa, według którego jedni uczestnicy rynku mają więcej informacji niż inni, co prowadzi do błędnej wyceny instrumentów finansowych przez rynek³⁴;
- 4) teoria gier (*Game Theory*) J.F. Nasha, dowodząca, iż optymalne zachowanie uczestników gry (np. inwestorów na rynku finansowym) to takie, w którym żaden z graczy nie ma motywacji do odejścia od wybranej strategii po uwzględnieniu wyboru innych graczy³⁵;
- 5) innowacyjne badania D. Kahnemana oraz A. Tversky'ego, włączające aspekty psychologii do badań nad zachowaniami i preferencjami uczestników rynków finansowych³⁶;
- 6) 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 nieznanymi informacji na temat przedsiębiorstwa oraz jego działalności³⁷.

31 A. Soppe, *Sustainable Corporate...*

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

33 K.J. Arrow, *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, „The American Economic Review” 1963, vol. 58(3–1), s. 537–539.

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

35 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” 1950, vol. 36(1), s. 48–49.

36 D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory...*

37 A.W. Lo, *The Adaptive Market Hypothesis*, „The Journal of Portfolio Management” 2004, vol. 30(5), s. 15–48.

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 informacyjnej rynku³⁸. W finansach behawioralnych hipoteza rynków efektywnych E. Famy 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 zauważa leżący na chodniku studolarowy banknot i chce go sięgnąć, ekonomista mówi: »Daj spokój – gdyby wartość tego banknotu naprawdę wynosiłaby 100 dolarów, to ktoś już by go podniósł!«³⁹. 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. Thalera⁴⁰, według której inwestorzy przesadnie reagują na bodźce informacyjne, w efekcie czego ceny akcji są zawyżane, a chwilę później korygowane⁴¹. 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 uważano⁴². Co więcej, M.C. Jensen i W.H. Meckling wyróżniają cztery wzajemnie powiązane ze sobą obszary w finansach behawioralnych, w skład których wchodzi⁴³: natura człowieka i jego zachowania, koszty prze-

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

39 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...*

40 *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” 1976, vol. 84(6), s. 1161–1176.

41 W.F.M. De Bondt, R. Thaler, *Does the Stock Market Overreact?*, „The Journal of Finance” 1985, vol. 40(3), s. 793–805.

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

43 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *The Nature...*

kazywania 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 multidyscyplinarnej⁴⁴. W finansach behawioralnych analizowane są zachowania uczestników rynku⁴⁵. Poprzez wprowadzenie psychologii wyboru do analizy zdarzeń związanych z finansami rozwinięta została quasiracjonalna ekonomia, przedstawiająca mocne dowody przeciwko tradycyjnym finansom⁴⁶ oraz perspektywie *homo oeconomicus*, w wyniku czego finanse tradycyjne zostały wzbogacone o behawioralne heurystyki⁴⁷.

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 oportunistyczne 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”⁴⁸. 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 końcowo

44 *Ibidem*.

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

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

47 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.

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

zrównoważone finanse znacząco różnią się od tradycyjnego i behawioralnego ujęcia finansów, a co za tym idzie – postrzegania roli przedsiębiorstwa w procesach gospodarczych (zob. tabela 2.1).

Tabela 2.1. Porównawcza 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 Finance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 53(1–2), 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 decydentów⁴⁹. Według R. Sparkesa oraz C.J. Cowtona inwestorzy dokonują tylko takich inwestycji, których realizacja nie narusza ich zasad

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

etyki, jest zgodna z ich moralnością⁵⁰. 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 kapitałodawców⁵¹. Wielu autorów twierdzi również, iż odpowiedzialność przedsiębiorstw wobec społeczeństwa znacząco wykracza poza kreowanie korzyści właścicielskich⁵², a redukcja przedsiębiorstwa do roli jedynie generatora wartości dla akcjonariuszy znacząco ogranicza jego potencjał do działania⁵³.

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, na jego korzyść powinien zatem działać. Takie podejście sprawia również, iż w zrównoważonych finansach ponoszenie ryzyka rezydualnego oraz osiąganie zysków dotyczy wszystkich grup interesu. W perspektywie, w której mniejszość podmiotów gospodarczych kontroluje większość światowych zasobów pieniężnych⁵⁴, wytyczne zrównoważonych finansów nabierają niemożliwego do spełnienia charakteru, jednakże – w obliczu pesymistycznych i możliwych do spełnienia prognoz w obszarze środowiskowym i społecznym – wydają się jedynym słusznym, choć teoretycznym wyborem.

-
- 50 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” 2004, vol. 52(1), s. 45–57.
- 51 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” 2018, vol. 150(1), s. 79–98; A. O’Rourke, *The Message and Methods of Ethical Investment*, „Journal of Cleaner Production” 2003, vol. 11(6), s. 683–693.
- 52 E. Erragragui, T. Lagoarde-Segot, *Solving the SRI Puzzle? A Note on the Mainstreaming of Ethical Investment*, „Finance Research Letters” 2016, vol. 18, s. 32–42; C. Revelli, *Socially Responsible Investing (SRI): From Mainstream to Margin?*, „Research in International Business and Finance” 2017, vol. 39, s. 711–717; J. Cui, H. Jo, H. Na, *Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?*, „Journal of Business Ethics” 2018, vol. 148(3), s. 1–24; S.Y. Cho, C. Lee, R.J. Pfeiffer, *Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2013, vol. 32(1), s. 71–83; J. Choi, H. Wang, *Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial Performance*, „Strategic Management Journal” 2009, vol. 30(8), s. 895–907.
- 53 L. Zsolnai, *The Morality of Economic Man*, „European Business Review” 2004, vol. 16(4), s. 81–203.
- 54 F.T. Pfeffer, N. Waticus, *The Wealth Inequality of Nations*, „American Sociological Review” 2021, vol. 86(4), s. 567–602; T.J. Sargent, N. Wang, J. Yang, *Earnings Growth and the Wealth Distribution*, „Proceedings of the National Academy of Sciences” 2021, vol. 118(15), 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” 2022, vol. 89, s. 45–86.

2.2. Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów

Pojęciem immanentnie związanym ze zrównoważonymi finansami jest ESG. Jest to skrót anglojęzyczny, który powszechnie występuje w literaturze przedmiotu, lecz nie jest tłumaczony na język polski i na żaden inny język urzędowy⁵⁵. Rozwinięciem akronimu ESG, jak zaznaczono wcześniej, są słowa *Environmental, Social and Governance*, co można interpretować jako działalność przedsiębiorstw w obszarach środowiska naturalnego (E), społeczeństwa (S) oraz ładu korporacyjnego lub ogólnie zarządzania (G)⁵⁶. Pojęcie ESG jest nieostre i nie ma jasnych granic wytyczających, czym jest, a czym nie jest⁵⁷. Ponadto nie odnosi się ono do niczego konkretnego i nie ma większego potencjału interpretacyjnego. Dopiero w połączeniu z innymi pojęciami nabiera sensu i wyrazu⁵⁸ (zob. tabela 2.2).

Tabela 2.2. Interpretacja pojęć związanych z ESG

Pojęcie związane z ESG (pol./ang.)	Interpretacja pojęcia
1	2
ESG/ESG	Tzw. pojęcie parasol (<i>umbrella concept</i>) dla ogółu pojęć związanych z przyczynami wywołującymi określone efekty w obszarach ESG.
Obszary/aspekty ESG/ESG areas/aspects	Miejsca, w których występują czynniki ESG, czyli środowisko naturalne (E), społeczeństwo (S) oraz ład korporacyjny (G).
Czynniki ESG/ESG factors	Przyczyny wywołujące zarówno pozytywne, jak i negatywne zjawiska w obszarach ESG. Pojęciem stosowanym synonimicznie jest pojęcie „kwestie ESG”.
Problemy ESG/ESG issues	Ogół określonych negatywnych zjawisk powstałych w obszarach ESG na skutek występowania czynników ESG. Pojęcie „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.

55 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.

56 *Ibidem*, s. 17–42.

57 R.T. Trahan, B. Jantz, *What is ESG? Rethinking the „E” Pillar*, „Business Strategy and Environment” 2023, vol. 32(1), s. 1–10.

58 P. Tettamanzi, G. Venturini, M. Murgolo, *Sustainability and Financial Accounting: A Critical Review on the ESG Dynamics*, „Environmental Science and Pollution Research” 2022, vol. 29, 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” 2022, vol. 31(3), s. 1–14.

Tab. 2.2 (cd.)

1	2
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 formułowane 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>).
Scoring ESG/ <i>ESG scoring/score</i>	Punktowa oraz najczęściej znormalizowana miara działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG, stanowiąca aproksymantę wpływu tych podmiotów na otoczenie. Synonimem pojęcia „scoring ESG” jest „scoring zrównoważenia” (<i>sustainability scoring/score</i>).
Komponent ESG/ <i>ESG components</i>	Składowa scoringu ESG stanowiąca jego wyniki w jednym z trzech obszarów – środowiskowym (scoring E), społecznym (scoring S) lub zarządczym (scoring G).
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.

1	2
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 mają 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 problematyki finansów zrównoważonych*, [w:] M. Janicka, T. Miziołek (red.), *Finanse zrównoważone: ESG – Przedsiębiorstwa – Sektor finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2022, 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*, 2020, <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf> (dostęp: 3.04.2023); International Capital Market Association, *Sustainable Finance*, b.r., <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/> (dostęp: 3.04.2023); Swiss Sustainable Finance, *Glossary*, b.r., <https://www.sustainablefinance.ch/en/resources/glossary.html> (dostęp: 13.03.2023).

Największe interpretacyjne niespójności występują w odniesieniu do określeń „obszar”, „czynnik” i „problem”/„korzyść” ESG oraz „wynik”, „dane”, „informacje” ESG, a także „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 skutku⁵⁹, 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 oraz informacji ESG, dlatego stosowanie wymiennie tych trzech pojęć nie jest poprawne merytorycznie. Pomiędzy wynikami, scoringami, ratingami i wskaźnikami ESG zachodzi

⁵⁹ *Słownik języka polskiego PWN*, hasło: czynnik, b.r., <https://sjp.pwn.pl/szukaj/czynnik.html> (dostęp: 8.04.2023).

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 o 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 ESG⁶⁰. Ostatecznie pojęciem „wskaźnik ESG” można określić zarówno scoring, jak 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 ESG⁶¹. Interpretacja pozostałych pojęć ESG nie sprawia większych problemów.

Należy również podkreślić, iż występowanie większości czynników ESG nie rodzi ani problemów, ani korzyści ESG, kluczowy jest bowiem ich charakter oraz kierunek zmian i oddziaływanie na obszary ESG (zob. rysunek 2.1).

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 GHG⁶² (z wyjątkiem f-gazów⁶³), 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 korzyści (np. segregacja odpadów) lub problemów ESG (np. wycinka drzew i *greenwashing*⁶⁴).

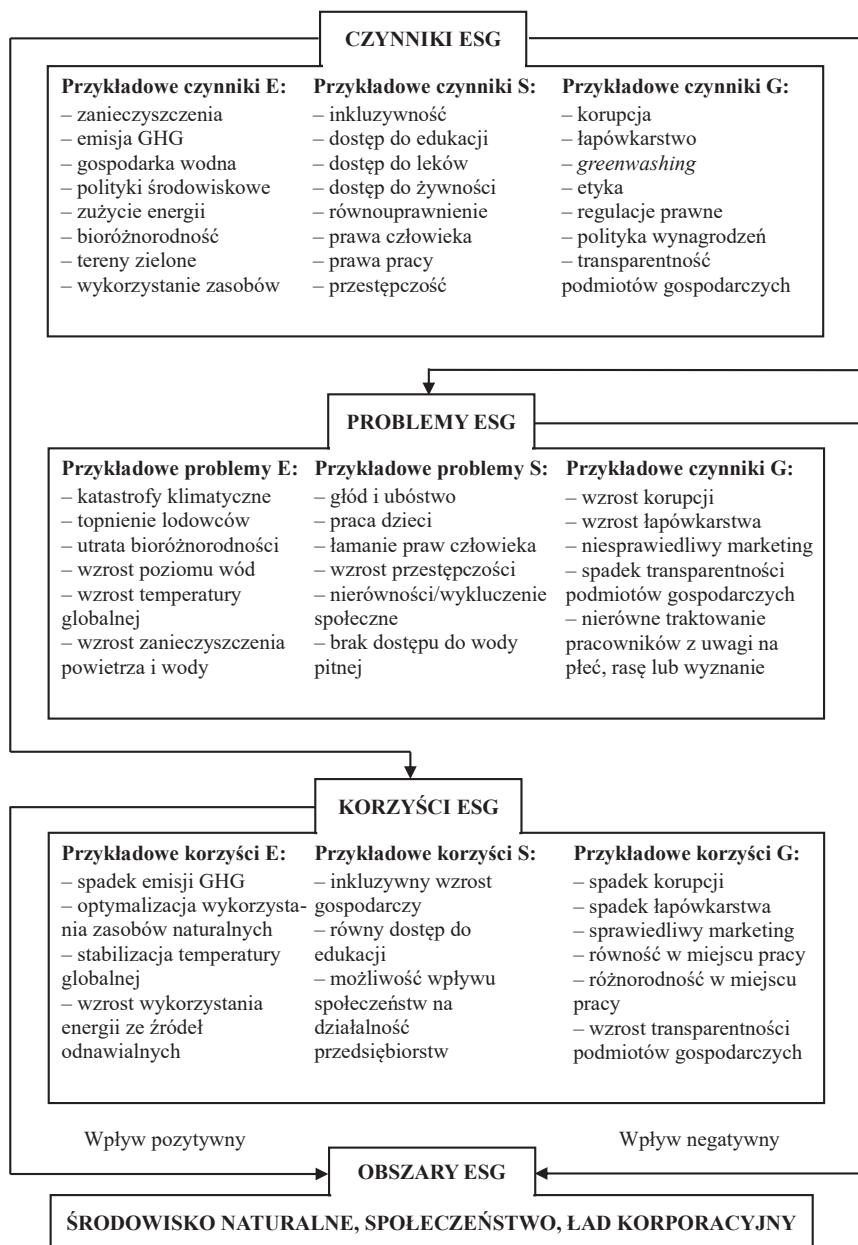
60 Szersze rozważania na ten temat zawarto w podrozdziale 2.4 – *Scoring i rating ESG jako ocena niefinansowej działalności przedsiębiorstw*.

61 *Słownik języka polskiego PWN*, hasło: *wskaźnik*, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/wskaznik;2537925.html> (dostęp: 8.04.2023).

62 W.C. Trogler, *Physical Properties and Mechanisms of Formation of Nitrous Oxide*, „Coordination Chemistry Reviews” 1999, vol. 187, s. 303–327; J. Perez-Ramirez, 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” 2003, vol. 44, s. 117–151; G. Etiope, T. Fridriksson, F. Italiano, W. Winiwarer, J. Theloke, *Natural Emissions of Methane from Geothermal and Volcanic Sources in Europe*, „Journal of Volcanology and Geothermal Research” 2007, vol. 165, s. 76–86; G. Etiope, *Natural Emissions of Methane from Geological Seepage in Europe*, „Atmospheric Environment” 2009, vol. 43(7), s. 1430–1443.

63 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” 2021, vol. 141, s. 1–55.

64 *Greenwashing* to sytuacja, w której przedsiębiorstwa przedstawiają swoją działalność jako zrównoważoną, podczas gdy w rzeczywistości ich operacje negatywnie oddziałują na otoczenie.



Rysunek 2.1. Wpływ czynników ESG na obszary ESG z uwzględnieniem potencjalnych problemów i korzyści ESG

Źródło: opracowanie własne na podstawie United Nations Environment Programme Finance Initiative, *The global state of sustainable insurance – Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance*, 2009, <https://www.unepfi.org/industries/insurance/the-global-state-of-sustainable-insurance-understanding-and-integrating-environmental-social-and-governance-factors-in-insurance/> (dostęp: 8.04.2023).

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 kapitału zainwestowanego przez kapitałodawców. Włączenie ESG ma również na celu bardziej efektywne niż dotychczas wywieranie wpływu na przedsiębiorstwa, których działalność ma potencjał oddziaływania na otoczenie⁶⁵. 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 rozwoju⁶⁶. 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 2.3).

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 finansowego⁶⁷. Choć zrównoważone finanse skupiają się

65 Eurosif, *European SRI study 2018*, 2018, <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf> (dostęp: 9.04.2023).

66 D. Hitchcock, M. Willard, *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations*, Earthscan, London 2009, s. 19–22; M. Haigh, *Connecting Sustainability Goals to Financing Activity*, „The Journal of Sustainable Finance & Investment” 2012, vol. 2(2), 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” 2020, vol. 36, s. 101313–101328.

67 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” 2018, vol. 195, s. 585–592; A. MacDonald, A. Clarke, L. Huang, *Multi-stakeholder Partnerships for Sustainability: Designing Decision-making Processes for Partnership Capacity*, „Journal of

na obszarach ESG, to aspekt korzyści finansowych w długim terminie jest dla tej koncepcji jednym z kluczowych na drodze do pomyślnej realizacji wytycznych zrównoważonego rozwoju⁶⁸.

Tabela 2.3. 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
1	2	3	4	5
Finanse środowiskowe/ <i>Environmental finance</i>	J. Anderson (2016)	Finansowanie przedsięwzięć, których realizacja ma zapewnić ochronę oraz poprawę środowiska naturalnego.	E	Degradacja środowiska naturalnego
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

Business Ethics” 2019, vol. 160(2), s. 409–426; Y.A. Danilov, *Sustainable Finance: A New Theoretical Paradigm*, „World Economy and International Relations” 2021, vol. 65(9), s. 5–13.

68 R. Joliet, Y. Titova, *Equity SRI Funds Vacillate between Ethics and Money: An Analysis of the Funds’ Stock Holding Decisions*, „Journal of Banking & Finance” 2018, vol. 97, s. 70–86; W. Li, M. Zheng, Y. Zhang, G. Cui, *Green Governance Structure, Ownership Characteristics, and Corporate Financing Constraints*, „Journal of Cleaner Production” 2020, vol. 260, s. 121008–121022.

Tab. 2.3 (cd.)

1	2	3	4	5
Finanse mieszane/ <i>Blended finance</i>	J. Hongjoo (2020)	Prywatne i publiczne źródła finansowania pełniące funkcję katalizatora w procesie osiągnięcia 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*, [w:] V. Ramiah, G.N. Gregoriou (red.), *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” 2016, vol. 104, 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” 2011, vol. 2, s. 15–19; D. Zhang, *Energy Finance: Background, Concept, and Recent Developments*, „Emerging Markets Finance and Trade” 2011, vol. 54(8), s. 1687–1692; C.C.C. Wabnitz, R. Blasiak, *The Rapidly Changing World of Ocean Finance*, „Marine Policy” 2019, vol. 107, s. 103526–103540; M.-J. Moore, *The Social Finance and Social Innovation Nexus*, „Journal of Social Entrepreneurship” 2012, vol. 32, s. 115–132; J. Morduch, *The Microfinance Promise*, „Journal of Economic Literature” 1999, vol. 37, s. 1569–1614; M.S. Emran, *Microfinance and Missing Markets*, „Canadian Journal of Economics” 2021, vol. 54(1), s. 34–67; J. Hongjoo, *Development Finance, Blended Finance and Insurance*, „International Trade Politics and Development” 2020, vol. 4(1), 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” 2020, vol. 26(4–5), 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 Sense: Refining Our Knowledge of Development Finance Using Aid Data*, „World Development” 2011, vol. 39(11), s. 1891–1906.

Inną propozycją segmentacji zrównoważonych finansów jest klasyfikacja D. Schoenmakera. Uwzględnia ona 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 2.4)⁶⁹.

69 D. Schoenmaker, *Working Paper: A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2019, s. 14.

Tabela 2.4. 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 I	Średni
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 for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam 2019, s. 14.

W finansach tradycyjnych w odniesieniu do przedsiębiorstw kluczowa jest wartość dla właścicieli, stanowiąca optymalną kombinację korzyści finansowych i ryzyka (zob. równanie 2.1).

$$\max SV = F_{(profit, risk)}, \quad (2.1)$$

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

gdzie:

SV (*Shareholder Value*) – wartość dla akcjonariuszy;

F (*Financial*) – perspektywa finansowa (możliwość osiągnięcia 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”⁷⁰. 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 jest zgodne z koncepcją wartości dla akcjonariuszy⁷¹. Jak twierdził M. Friedman, jedynym obowiązkiem przedsiębiorstwa wobec jego otoczenia jest wykorzystywanie zasobów i realizacja działań

70 D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019, s. 32.

71 M. Friedman, *The Social Responsibility...*

mających na celu zwiększenie swoich zysków, o ile pozostaje to zgodne z panującym prawem⁷². 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 mogą zostać odrzucone przez 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 otoczenie⁷³, tj. *sin companies*⁷⁴. W tym ujęciu krótkookresowa perspektywa finansowa pozostaje wiodąca, jednakże poczynione jest założenie odnośnie do realizacji korzyści dla otoczenia w wymiarze społecznym oraz środowiskowym (zob. równanie 2.2).

$$SEV = SV + EVSV' = FV + SEV \max SV' = F_{(profit,risk)}, \quad (2.2)$$

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

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 (1) wartość dla właścicieli będzie maksymalizowana, (2) przy danym poziomie ryzyka wynikającym z wpływu działalności podmiotu na jego otoczenie, a (3) korzyści dla środowiska i społeczeństwa zostaną zrealizowane przynajmniej na minimalnym pozytywnym poziomie⁷⁵.

⁷² *Ibidem*.

⁷³ T. Dyllick, K. Muff, *Clarifying the Meaning of Sustainable Business. Introducing a Typology from Business-as-usual to True Business Sustainability*, „Organization & Environment” 2016, vol. 29(2), s. 156.

⁷⁴ Za tzw. *sin companies* uznaje się podmioty zajmujące się wielorybnictwem, dystrybucją i produkcją broni, a także sprzedają wyrobów tytoniowych i alkoholowych – H. Hong, M. Kacperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, vol. 93(1), s. 15–36.

⁷⁵ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 24.

Zrównoważone finanse 2.0 w klasyfikacji D. Schoenmakera jako pierwsze odchodzą od short-termizmu na rzecz średniego okresu. W wersji 2.0 kreowana jest wartość dla interesariuszy poprzez ustanowienie za priorytet optymalizacji korzyści w wymiarze środowiskowym, społecznym oraz finansowym jednocześnie (zob. równanie 2.3)⁷⁶.

$$IV = FV + SEV \max IV = F_{(integrated\ profit, integrated\ risk)}, \quad (2.3)$$

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 negatywny⁷⁷. Podejście to ma jednak zdecydowaną wadę, wynikającą z faktu, iż założenie odnośnie do SEV będzie spełnione nawet wtedy, gdy $EV > 0, SV < 0$ oraz $EV > (-SV)$, co końcowo, mimo realizacji korzyści w obszarze środowiska, oznaczać może straty w obszarze społecznym.

W koncepcji zrównoważonych finansów 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 działanie ma umożliwić kreowanie wartości wspólnej przez maksymalizację korzyści dla otoczenia przy założeniu korzyści finansowych (zob. równanie 2.4)⁷⁸.

⁷⁶ D. Schoenmaker, *Working Paper...*, s. 17.

⁷⁷ D. Schoenmaker, W. Schramade, *Principles...*, s. 30.

⁷⁸ D. Schoenmaker, *Working Paper...*, s. 20.

$$CV = SEVFV_{t+1}^{\min} = (1 + r^{fair})FV_t^{\min} \max CV = F_{(impact,risk)}, \quad (2.4)$$

$$\text{zastrzeżenie: } F'_{impact} > 0, F'_{risk} < 0, FV_{t+1} \geq$$

$$\geq FV_{t+1}^{\min}, r^{fair} \geq r^{market} \geq 0,$$

gdzie:

CV (*Common Value*) – wartość wspólna;

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

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

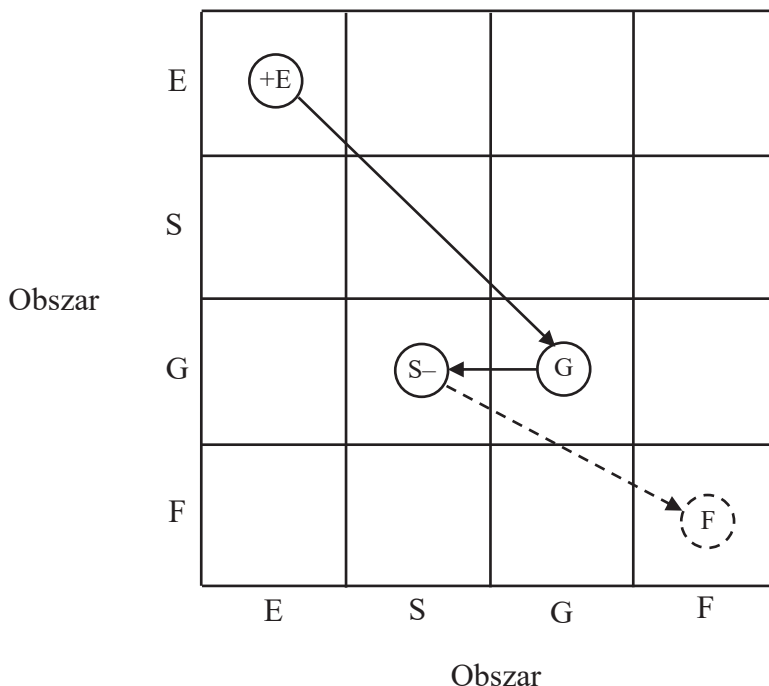
r^{fair} – godziwa stopa zwrotu;

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. Założenie to jest zasadne, ponieważ finanse są niezbędne do realizacji zrównoważonego rozwoju, natomiast brak perspektywy osiągnięcia pozytywnych stóp zwrotu mógłby przyczynić się 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 przedsięwzięć 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 zrównoważonych finansów z uwzględnieniem korzyści i szkód w obszarach środowiskowym, społecznym, zarządczym oraz finansowym przedstawia macierz ESGF (*Environmental, Social, Governance and Financial*) (zob. rysunek 2.2).



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

Rysunek 2.2. Macierz klasyfikacyjna zrównoważonych finansów ESGF

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowany na rysunku 2.2 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. Według EGS obszar środowiskowy (E) ma priorytet nad obszarem zarządczym (G), a 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 i 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 założenie o oddziaływaniu na obszary nieuwzględnione (w wypadku rodzaju EGS mowa o obszarze F)

według sprawiedliwej stopy wpływu (*fair impact rate* – i^{fair}). Stopa i^{fair} może natomiast przyjmować zarówno pozytywne, jak i negatywne wielkości, lecz w wypadku wielkości ujemnych 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 2.5).

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 założeniem oddziaływania na pozostałe sfery zrównoważonych finansów według stopy i^{fair} . 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 wpływają na pozostałe obszary (w tym przypadku S, G i F) według sprawiedliwej stopy wpływu – i^{fair} . W rodzaju środowiskowo-społecznym zawarta jest hierarchizacja przedkładająca osiągnięcie 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 osiągnięcia korzyści w danym obszarze. Wyjątki stanowią dwa rodzaje zrównoważonych finansów: finansowy oraz błędny. 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 powielwały niedoskonałości dotychczasowych podejść, w długim okresie kluczowe jest zachowanie perspektywy osiągnięcia korzyści finansowych. Wynika to z faktu, iż choć kwestia zrównoważenia jest istotna, to aspekty finansowe są niezbędne dla funkcjonowania każdego podmiotu gospodarczego na świecie.

Tabela 2.5. Klasyfikacja zrównoważonych finansów ESGF

Rodzaj zrównoważonych finansów	Priorytet maksymalizacji	Równanie maksymalizacji	Założenie
1	2	3	4
Środowiskowy	E	$\max ESGF = \max E_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > 0, \quad E_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{fair}) S_t G_{t+1} = (1 + i^{fair}) G_t F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Środowiskowo-społeczny	E > S	$\max ESGF = ES_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > 0, E_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$G_{t+1} = (1 + i^{fair}) G_t F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Środowiskowo-zarządczy	E > G	$\max ESGF = EG_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > 0, E_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{fair}) S_t F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Środowiskowo-społeczno-zarządczy	E > S > G	$\max ESGF = ESG_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > S_{benefit} > G_{benefit} > 0, E_{impact} \geq S_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Środowiskowo-zarządczo-społeczny	E > G > S	$\max ESGF = EGS_{(benefit, impact)}$ $E_{benefit} > G_{benefit} > 0, S_{benefit} \geq E_{benefit} \geq S_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Społeczny	S	$\max ESGF = S_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > 0, S_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{fair}) E_t G_{t+1} = (1 + i^{fair}) G_t F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Społeczno-środowiskowy	S > E	$\max ESGF = SE_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > E_{benefit} > 0, S_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$G_{t+1} = (1 + i^{fair}) G_t F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Społeczno-zarządczy	S > G	$\max ESGF = SG_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > G_{benefit} > 0, S_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$E_{opt} = (1 + i^{fair}) E F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Społeczno-środowiskowo-zarządczy	S > E > G	$\max ESGF = SEG_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > G_{benefit} > E_{benefit} > 0, S_{impact} \geq E_{impact} \geq G_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$

Tab. 2.5 (cd.)

1	2	3	4
Spoleczno-zarządczo-środowiskowy	$S > G > E$	$\max ESGF = SGE_{(benefit, impact)}$ $S_{benefit} > G_{benefit} > 0, S_{impact} \geq G_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{fair}) F_t$
Zarządczy	G	$\max ESGF = G_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > 0, G_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{air}) E_t, G_{t+1} = (1 + i^{air}) G_t, F_{t+1} = (1 + i^{air}) F_t$
Zarządczo-środowiskowy	$G > E$	$\max ESGF = GE_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > E_{benefit} > 0, G_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$S_{t+1} = (1 + i^{air}) S_t, F_{t+1} = (1 + i^{air}) F_t$
Zarządczo-społeczny	$G > S$	$\max ESGF = GS_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > S_{benefit} > 0, G_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$E_{t+1} = (1 + i^{air}) E_t, F_{t+1} = (1 + i^{air}) F_t$
Zarządczo-społeczno-środowiskowy	$G > S > E$	$\max ESGF = GSE_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > S_{benefit} > E_{benefit} > 0, G_{impact} \geq S_{impact} \geq E_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{air}) F_t$
Zarządczo-środowiskowo-społeczny	$G > E > S$	$\max ESGF = GES_{(benefit, impact)}$ $G_{benefit} > E_{benefit} > S_{benefit} > 0, G_{impact} \geq E_{impact} \geq S_{impact} > 0$	$F_{t+1} = (1 + i^{air}) F_t$
Finansowy	F	$\max ESGF = F_{(benefit, impact)}$ $F_{benefit} > 0, F_{impact} > 0$	$E_{benefit} \vee E_{impact} \geq 0, S_{benefit} \vee S_{impact} \geq 0$ $\geq 0, F_{benefit} \vee F_{impact} \geq 0$
Błędny	$F > ESG$	$\max F = F_{(benefit, impact)}$ $F_{benefit} > 0, F_{impact} > 0$	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.

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 przedsiębiorstw ich wynikami ESG⁷⁹. Przyczynił się on przede wszystkim do ulepszenia sposobów, w jakie przedsiębiorstwa ujawniają informacje niefinansowe⁸⁰, a także do jednoczesnego rozwoju scoringów i ratingów ESG⁸¹, które po raz pierwszy pojawiły się na początku lat osiemdziesiątych 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 roku⁸². 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 odbiorców⁸³. Jak podkreślają G. Ferri i L. Liu, znaczenie scoringów i ratingów ESG rosło przede

79 R.B. Hutton, L. D'Antonio, *Socially Responsible Investing*, „Business & Society” 1998, vol. 37, s. 281–305; S. Schueth, *Socially Responsible Investing in the United States*, „Journal of Business Ethics” 2003, vol. 43(3), s. 189–194; D.B. Johnsen, *Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal*, „Journal of Business Ethics” 2003, vol. 43(3), 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” 2007, vol. 70(2), s. 165–174; C. Fieseler, *On the Corporate Social Responsibility Perceptions of Equity Analysts*, „Business Ethics: A European Review” 2011, vol. 20(2), s. 131–147.

80 K. Hockerts, L. Moir, *Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52(1), s. 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” 2008, vol. 82(1), 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” 2020, vol. 63, s. 101407–101421.

81 T. Koellner, O. Weber, M. Fenchel, R. Scholz, *Principles for Sustainability Rating of Investment Funds*, „Business Strategy and the Environment” 2005, vol. 14(1), s. 54–70; D. Collison, G. Cobb, D. Power, L. Stevenson, *FTSE4Good: Exploring Its Implications for Corporate Conduct*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal” 2009, vol. 22(1), s. 35–58; S. Scalet, T.F. Kelly, *CSR Rating Agencies: What Is Their Global Impact?*, „Journal of Business Ethics” 2010, vol. 94(1), s. 69–88; M. Delmas, V.D. Blass, *Measuring Corporate Environmental Performance: The Trade-offs of Sustainability Ratings*, „Business Strategy and the Environment” 2010, vol. 19(4), s. 245–260.

82 E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent ESG Ratings*, „The Journal of Portfolio Management” 2020, vol. 47(1), s. 75–87.

83 F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, „Review of Finance” 2022, vol. 26(6), s. 1315–1344.

wszystkim na skutek rozwoju giełd papierów wartościowych oraz regulacji w zakresie raportowania ESG na świecie⁸⁴. Co więcej, w miarę jak scoring i ratingi ESG przekształcały się z niszy w masowy nurt, wiele agencji ratingowych ESG było przedmiotem przejęć większych agencji ratingowych ESG lub dostawców informacji finansowych i niefinansowych o bardziej ugruntowanej pozycji na rynku⁸⁵.

Jak zostało to omówione w jednym z poprzednich podrozdziałów⁸⁶, scoring oraz rating ESG są pojęciami tożsamymi. 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 specjalistów (lub jednostkę), stanowiący syntetyczną miarę 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 ostatecznie 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 wykorzystuje 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 subiektywizmu⁸⁷. 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 (obciążone błędem) wykorzystywane są przez agencje ratingowe. Mimo iż wykorzystanie danych niepodlegających ingerencji ludzi należałoby określić jako obiektywne, to obiektywny nie jest sam sposób, w jaki dane te zostaną wykorzystane. Największym subiektywizmem obciążone są założenia konstrukcji scoringu ESG formułowane przez ludzi, a to stwarza brak

84 G. Ferri, L. Liu, *Assessing the Effort of Rating Agencies in Emerging Economies: Some Empirical Evidence*, „European Journal of Finance” 2005, vol. 11(3), s. 283–295.

85 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 w 2019 roku agencję RobecoSAM, która powstała z połączenia szwajcarskiej agencji ratingowej SAM z holenderską spółką zarządzającą aktywami Robeco (Rotterdamsch Beleggings Consortium) w 2010 roku – F. Berg, J.F. Kölbl, R. Rigobon, *Aggregate Confusion...*

86 Dokładnie w podrozdziale 2.2 – *Pojęcie ESG w koncepcji zrównoważonych finansów*.

87 J. Entine, *The Myth of Social Investing*, „Organization & Environment” 2003, vol. 16(3), s. 352–368; E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent...*; F. Berg, J.F. Kölbl, R. Rigobon, *Aggregate Confusion...*; G. Serafeim, A. Yoon, *Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement*, „Review of Accounting Studies” 2023, vol. 28, s. 1500–1530.

porównywalności scoringów ESG oferowanych przez różne agencje ratingowe ESG. Oczywiście występowanie takiego zjawiska jest logiczne, gdyż gdyby scoringi ESG wszystkich 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 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 bezpośredniej porównywalności.

Rating ESG, podobnie jak scoring ESG, to kompleksowa ocena działalności przedsiębiorstwa w obszarach ESG⁸⁸ włączająca informacje niefinansowane do analiz ilościowych. Zarówno scoring, jak i rating ESG są przyznawane 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). Wszystkie atuty oraz przypadłości przypisywane scoringowi ESG są właściwe również dla ratingu ESG⁸⁹.

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 istocie⁹⁰. Stwierdzenie to można uznać poniekąd za słuszne, gdyż oba rodzaje wskaźników pełnią podobne funkcje, mianowicie⁹¹:

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

88 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” 2010, vol. 2(4), s. 442–461; E. Avetisyan, K. Hockerts, *The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression*, „Business Strategy and the Environment” 2017, vol. 26(3), s. 316–330.

89 E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, *Divergent...*; L. Gyönyörövá, M. Stachoń, D. Stašek, *ESG Ratings: Relevant Information or Misleading Clue? Evidence from the S&P Global 1200*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2021, vol. 11, s. 1–35.

90 M. Złoty, *Znaczenie scoringów...*

91 B. Lepczyński, *Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na polskim rynku obligacji*, „Journal of Management and Finance” 2017, vol. 15(2–2), s. 61–76.

- 2) 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;
- 3) 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 niewypłacalności⁹². Choć ratingi te różnią się znacząco w swej budowie oraz 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 informacyjną⁹³. Określenie zakresu raportowania ESG jest czynnością trudną z uwagi na brak sztywnego znaczenia samego pojęcia ESG, a także jego kompleksowość oraz złożoność⁹⁴. 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 dostarcza błędne stosowanie zamiennie dwóch podstawowych pojęć związanych ze sprawozdawczością niefinansową przedsiębiorstw,

92 *Ibidem*.

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

94 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.

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. Cechy charakterystyczne standardów to przede wszystkim skupienie się na interesie publicznym oraz niezależność⁹⁵. Wytyczne wyznaczają ramy konceptualizujące informacje ESG i należy je definiować jako zbiór zasad i wskazówek określających postępowanie w sytuacji braku standardów⁹⁶. W przeciwieństwie do standardów wytyczne dopuszczają elastyczność w zakresie ich interpretacji i stosowania, jednakże w przypadku braku odpowiednich regulacji raportowania ESG nieprzestrzeganie którejkolwiek 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 2.3).

Standardy oraz wytyczne zyskują na znaczeniu poprzez wdrażanie regulacji obligujących przedsiębiorstwa do raportowania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem⁹⁷. 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 2.3 dostarczycieli standardów i wytycznych najbardziej popularne i uznane, a także najczęściej stosowane przez przedsiębiorstwa są standardy sprawozdawczości niefinansowej GRI (Global Reporting Initiative)⁹⁸.

Global Reporting Initiative 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

95 Global Reporting Initiative, *ESG standards, frameworks and everything in between*, 2022, <https://www.globalreporting.org/media/jxkgrggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf> (dostęp: 7.04.2023).

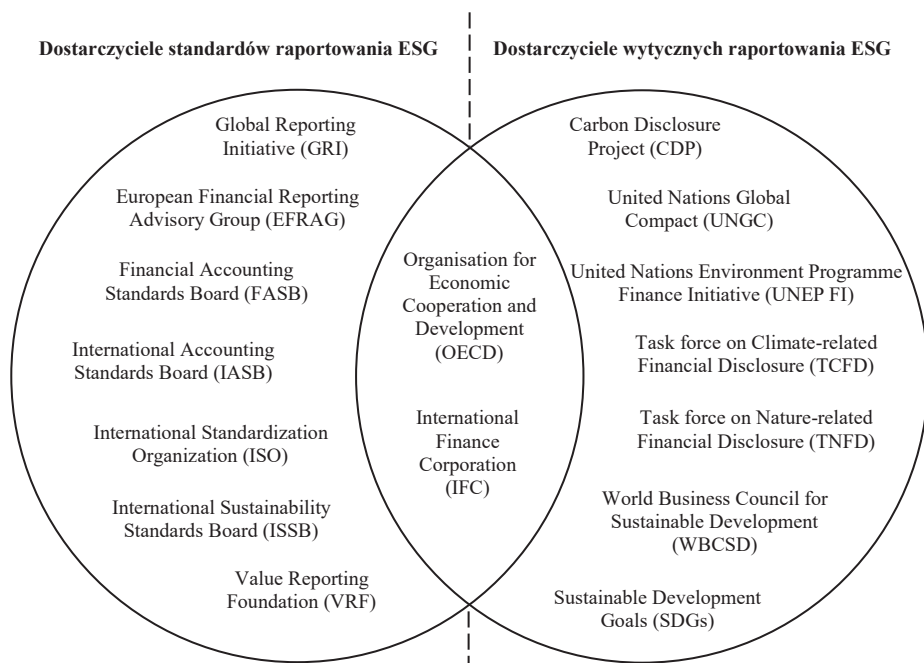
96 *Ibidem*.

97 Regulacje obligujące przedsiębiorstwa do raportowania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem na przykładzie Unii Europejskiej omówiono w podrozdziale 4.2 – *Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych*.

98 S. Bose, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, [w:] D.C. Esty, T. Cort (red.), *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 13–33; KPMG, *Big shifts, small steps*, 2022, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf> (dostęp: 6.04.2023).

organizację standardy raportowania ESG, wywierające na poszczególne spółki presję zwiększania przejrzystości swoich działań⁹⁹. Standardy GRI wspomagają raportowanie przez przedsiębiorstwa czynników ESG na poziomie podstawowym (profilowym) oraz szczegółowym (specyficznym). Czynniki profilowe uwzględniają chociażby¹⁰⁰:

- 1) stosowane strategie działań w obszarach ESG;
- 2) profil organizacyjny;
- 3) obszary działalności wyróżniające się potencjałem generowania efektów zewnętrznych;
- 4) zaangażowanie interesariuszy;
- 5) etykę.



Rysunek 2.3. Wybrani dostawcy standardów i wytycznych raportowania ESG

Źródło: Global Reporting Initiative, *ESG standards, frameworks and everything in between*, 2022, <https://www.globalreporting.org/media/jxkgrggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf> (dostęp: 7.04.2023).

Do czynników specyficznych GRI zalicza informacje dotyczące podejścia przedsiębiorstwa do kwestii zarządczych, a także informacje na temat wyników

⁹⁹ Global Reporting Initiative, *Vision, mission and history*, b.r., <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/> (dostęp: 7.04.2023).

¹⁰⁰ A. Sajnog, *Jakość raportowania...*

jego działalności w obszarach środowiskowym, społecznym i ekonomicznym (zob. tabela 2.6).

Tabela 2.6. Kategorie oraz podkategorie czynników ESG stosowanych w standardach GRI

Kategoria czynników ESG	Podkategoria czynników ESG	Przykładowe czynniki ESG
Społeczne (<i>Social/People</i>)	Praktyki zatrudnienia i godnej pracy	Zatrudnienie, stosunki pracowników z kierownictwem, bezpieczeństwo w pracy, higiena pracy, równość płciowa, różnorodność, szkolenia i edukacja, ocena dostawców pod względem praktyk zatrudnienia, mechanizmy skargowe związane z praktyką zatrudnienia
	Prawa człowieka	Brak dyskryminacji, praca dzieci, system okresowej oceny pracownika, praca przymusowa, ocena dostawców pod względem poszanowania praw człowieka, mechanizmy skargowe związane z nieposzanowaniem praw człowieka
	Spółeczeństwo	Zapobieganie korupcji, zgodność z obowiązującymi regulacjami, społeczności lokalne, ocena dostawcy pod względem 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 (<i>Environment/Planet</i>)	Nie dotyczy	Materiały i surowce, zgodność z regulacjami, transport, energia, gospodarka wodna, gospodarka odpadami, bioróżnorodność, emisja zanieczyszczeń, ocena środowiskowa dostawców, mechanizmy skargowe związane ze środowiskiem
Ekonomiczne (<i>Economic/Profit</i>)	Nie dotyczy	Wyniki ekonomiczne, praktyki zakupowe, pośredni wpływ ekonomiczny, obecność na rynku

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

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 kluczowy¹⁰¹. Global Reporting Initiative takie podejście argumentuje tym, 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 i J. Cockfield podają, iż na koniec 2022 roku funkcjonowało w gospodarce światowej około 140 agencji ratingowych ESG¹⁰², jedna z czterech najbardziej znanych spółek konsultingowych na świecie – Deloitte – doniosła, że takich podmiotów było ponad 600¹⁰³. Bez względu na to, która informacja jest poprawna oraz zważywszy, iż nie ma jednej spójnej metodyki nadawania ratingów ESG i jedna 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 2.7).

Tabela 2.7. 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
1	2	3
Bloomberg	X	X
Carbon Delta	X	–

101 Global Reporting Initiative, *GRI standards*, b.r., <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/> (dostęp: 9.04.2023).

102 S. Bullock, J. Cockfield, *ESG Ratings: key considerations for stakeholders*, „Financier Worldwide Magazine”, 2022, <https://www.financierworldwide.com/esg-ratings-key-considerations-for-stakeholders#.ZCylvLH-ZByHg> (dostęp: 31.03.2023).

103 E. Brugman, P. Van Assche, *The impact of ESG on valuation*, Deloitte, b.r., <https://www.deloitte.com/be/en/services/consulting-financial/blogs/apr23-the-impact-of-esg-on-valuation.html> (dostęp: 5.04.2023).

1	2	3
Carbone 4	X	–
Corporate Knights	–	X
CSR Hub	–	X
Environmental Performance Index	–	X
EthiFinance	X	–
Ethos	X	–
Fitch Ratings	–	X
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*, 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/> (dostęp: 5.04.2023); Sia Partners, *ESG data market: changes and challenges for financial players*, 2021, <https://www.sia-partners.com/en/insights/publications/esg-data-market-changes-and-challenges-financial-players> (dostęp: 5.04.2023).

Najbardziej rozpoznawane na świecie są przede wszystkim te podmioty, które pełnią zarówno funkcje dostawcy danych i informacji ESG, jak i agencji ratingowej ESG. Są to Bloomberg, Morningstar, MSCI, Refinitiv¹⁰⁴ oraz S&P Global, nato-

¹⁰⁴ Od 1 grudnia 2023 roku nazwa Refinitiv została zmieniona na LSEG na skutek zawarcia 10-letniego partnerstwa z Microsoft oraz ogólnej zmiany wizerunku (rebrandingu) 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,

miast Refinitiv analizuje działalność przedsiębiorstwa w sposób najbardziej kompleksowy spośród nich wszystkich¹⁰⁵.

Refinitiv to globalny dostawca danych i informacji w zakresie standingu finansowego przedsiębiorstw, ich wyników inwestycyjnych oraz ESG. Jest względnie młodym podmiotem, gdyż został założony w 2018 roku. Spółkę tę utworzono na skutek sprzedaży przez Thomson Reuters 55% posiadanej własności intelektualnej w zakresie produktów związanych z oceną finansową i ryzyka przedsiębiorstw funduszowi *private equity*¹⁰⁶ należącemu do Blackstone Group LP¹⁰⁷. Rok później Londyńska Giełda Papierów Wartościowych (London Stock Exchange – LSE) 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)¹⁰⁸. Refinitiv od 2002 roku dostarcza również wskaźniki ESG przedsiębiorstw nadane według autorskiej metodyki (*Refinitiv ESG scores methodology*)¹⁰⁹ – pod warunkiem dostępności danych. Wskaźniki ESG Refinitiv podlegają cotygodniowemu odświeżeniu i okresowej aktualizacji do sześciu lat wstecz. Są one nadawane przez tę agencję ratingową ponad 15 000 spółek prywatnych i giełdowych funkcjonujących w 76 krajach na świecie, które stanowią ponad 88% globalnej kapitalizacji rynkowej (dotyczy spółek giełdowych)¹¹⁰. Wszystkie składowe scoringów i ratingów ESG Refinitiv, a także dane finansowe i rynkowe przedsiębiorstw są dostępne za pośrednictwem bazy danych Refinitiv Eikon¹¹¹ (Refinitiv Eikon database)¹¹². Refinitiv nie predefiniuje „dobrych i złych wyników/wskaźników ESG”, publikowane scoringi i ratingi ESG odzwierciedlają wyniki

tj. Refinitiv – S. Hunt, M. Hunter, *Refinitiv name to be scrapped in fresh LSEG rebrand*, 2023, <https://www.standard.co.uk/business/refinitiv-to-be-scrapped-in-fresh-lseg-rebrand-london-stock-exchange-b1103471.html> (dostęp: 17.12.2023).

105 A.S. Garcia, M.C. Wesley, R.J. Orsato, *Sensitive Industries Produce Better ESG Performance: Evidence from Emerging Markets*, „Journal of Cleaner Production” 2017, vol. 150, s. 135–147; A. Sajnog, *Jakość raportowania...*; B.M. Huber, M. Comstock, D. Polk, L. Wardwell, *ESG Reports...*

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

107 Thomson Reuters, *Thomson Reuters and Blackstone close Financial & Risk transaction*, 2018, <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/october/thomson-reuters-and-blackstone-close-financial-and-risk-transaction.html> (dostęp: 5.04.2023).

108 LSEG, *About us*, b.r., <https://www.refinitiv.com/en/about-us> (dostęp: 5.04.2023).

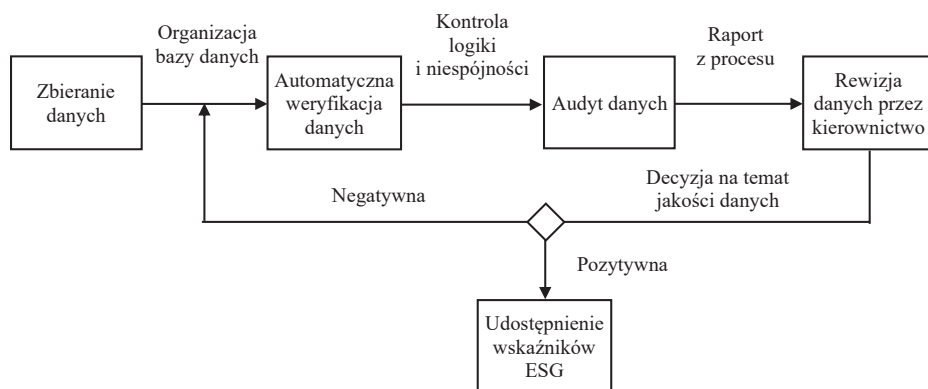
109 LSEG, *Environmental, Social and Governance scores from LSEG*, 2024, https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf (dostęp: 5.04.2023).

110 *Ibidem*.

111 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.

112 Refinitiv, *Refinitiv Eikon – your trusted source of financial data, news and analysis*, b.r., https://www.refinitiv.com/-/content/dam/marketing/en_us/documents/brochures/eikon-overview-brochure.pdf (dostęp: 5.04.2023).

poszczególnych przedsiębiorstw na tle innych podmiotów z danego sektora lub kraju (zob. rysunek 2.4).



Rysunek 2.4. Proces konstruowania wskaźników ESG przez Refinitiv

Źródło: opracowanie własne na podstawie LSEG, *Environmental, Social and Governance scores from LSEG*, 2024, https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf (dostęp: 5.04.2023).

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 (*Non-Government Organizations – NGOs*), dokumentów giełdowych oraz innych źródeł internetowych zawierających istotne dane i informacje. Zebrane dane są następnie organizowane do bazy 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 kończy 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 ESG¹¹³ (zob. tabela 2.8)¹¹⁴.

Tabela 2.8. 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
1	2	3	4
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)	Miara wydajności i zdolności przedsiębiorstwa do zmniejszenia zużycia zasobów oraz znalezienia bardziej ekologicznych rozwiązań poprzez udoskonalenie łańcucha dostaw	Gospodarka wodna	
		Energia	
		Zrównoważone opakowania	
S, <i>Social</i> – społeczny (62/0,40)	Spółeczność (14/0,10)	Zaangażowanie przedsiębiorstwa w ochronę zdrowia publicznego i przestrzeganie etyki biznesowej	Spółeczność
	Prawa człowieka (8/0,10)	Skuteczność przedsiębiorstwa w zakresie przestrzegania praw człowieka	Prawa człowieka

113 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.

114 LSEG, *LSEG ESG Scores*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf (dostęp: 5.04.2023).

1	2	3	4
S, <i>Social</i> – społeczny (62/0,40)	Odpowiedzialność produkcyjna (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 zapewnienia satysfakcji z pracy, zdrowego i bezpiecznego miejsca pracy, różnorodności i równych szans na rozwój pracownikom przez przedsiębiorstwo	Równość
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
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 (wykorzystanie pracy dzieci), ładu korporacyjnego (zawyżanie wynagrodzeń kadry zarządczej), akcjonariuszy (wykorzystywanie tajnych informacji) oraz pracowników (strajki)	Podatki
			Prawa intelektualne
			Środowisko naturalne
			Rachunkowość
			Ład korporacyjny

Źródło: opracowanie własne na LSEG, *Environmental, Social...*

Refinitiv przypisuje arbitralnie ustanowione wagi poszczególnym obszarom, co stanowi bazę obliczeniową dla zbiorczego wskaźnika ESG. Największy udział w 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

mieści się w przedziale od 0,00 do 1,00¹¹⁵, jednakże jest to wskaźnik, który po przemnożeniu przez scoring ESG tworzy dwa nowe wskaźniki zbiorcze, czyli scoring i rating ESGC (*Environmental, Social, Governance and Controversies*)¹¹⁶.

Wskaźniki ESG Refinitiv uchodzą za przejrzyste, są oparte na wysokiej jakości danych oraz względnie obiektywne, a przez to wiarygodne. Ponadto metodyka ESG Refinitiv bazuje na pięciu zasadach¹¹⁷:

- 1) uwzględnieniu 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) nagradzaniu 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) sprawiedliwej ocenie – wskaźniki ESG uwzględniają potencjał przedsiębiorstw do generowania korzyści ESG, wynikający z ich rozmiaru aproksymowanego wartością aktywów całkowitych lub kapitalizacji rynkowej;
- 4) stosowaniu benchmarków – aby odzwierciedlić pozycję przedsiębiorstw na danym rynku, w procesie nadawania wskaźników ESG wyniki tych podmiotów są ujednocinane z wynikami charakterystycznymi dla sektora oraz kraju, w których podmioty te funkcjonują;
- 5) prostocie przekazu – wskaźniki ESG są normalizowane do wartości procentowych oraz przedstawiane pod postacią korespondujących symboli w celu ułatwienia ich interpretacji (zob. tabela 2.9).

Przedsiębiorstwa, których rating ESG kształtuje się na poziomie D, uznawane są za „zacofane”, czyli te, które nie osiągają zadowalających 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

115 Wynik scoringu C równy 0,00 oznacza mnóstwo poważnych skandali, w które dane przedsiębiorstwo było zaangażowane, jest to zatem 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.

116 LSEG, *Environmental, Social...*

117 *Ibidem*.

informacji niefinansowych oraz które tworzą korzyści ESG są liderzy ESG, czyli przedsiębiorstwa z przyznanym ratingiem na poziomie co najmniej A-.

Tabela 2.9. Mapa scoringów do ratingów ESG agencji 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 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” 2022, vol. 44, s. 1–8; LSEG, *Environmental, Social...*

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 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 uznaje maksymalizację wartości wspólnej.

Pojęciem nierozzerwalnie złączonym ze zrównoważonymi finansami jest ESG. Podobnie jak zrównoważone finanse ESG nie ma 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 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 syntetyczne miary działalności przedsiębiorstw w obszarach ESG. Wskaźniki ESG formułowane są na podstawie ujawnianych przez poszczególne przedsiębiorstwa danych i informacji 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. kreowania 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 ESG¹¹⁸. 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.

118 H. Ahlström, *Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance*, „Sustainability” 2019, vol. 11(499), s. 1–22; R.G. Eccles, S. Klimenko, *The Investor Revolution*, „Harvard Business Review” 2019, vol. 97(3), s. 106–116; S. Zadek, *Financing a Just Transition*, „Organization & Environment” 2019, vol. 32(1), s. 18–25; A. Gawęda, *Sustainability Reporting: Case of European Stock Companies*, „European Journal of Sustainable Development” 2021, vol. 10(4), s. 41–53.

Rozdział III

Wartość rynkowa przedsiębiorstw i jej determinanty

3.1. 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 jej interpretacji na przestrzeni lat.

Jedną z pierwszych prób interpretacji wartości pojawiła się już w V w. p.n.e. Herodot z Halikarnasu w swojej relacji z wojen perskich zatytułowanej *Dzieje* zawarł próbę definicji wartości stanowiącą cechę rzeczy, a dokładniej coś, „czego strata sprawi twemu sercu największy ból”¹. 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, musi zatem występować równoważna wartość dóbr będących przedmiotem jednej transakcji. Dzięki temu żadna ze stron miała nie być stratna w wyniku wymiany, a nośnikiem² wartości był pieniądź³. Wnioski płynące z roz-

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

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

3 Arystoteles, *Etyka nikomachejska*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1982, s. 126.

ważań Herodota zostały potwierdzone na początku XX wieku przez M. Schelera. Filozof ten stwierdził, że w próbie definicji pojęcia wartości niezbędna jest odpowiedź na pytanie, czy występuje wartościowanie dowolnego podmiotu względem określonego przedmiotu, stanowiące o wartości⁴.

Biorąc pod uwagę powyższe, należy wnioskować, iż nic nie jest wartościowe *a priori*, ponieważ wpieryw 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 odbiorcą⁵. Za słuszne można uznać spostrzeżenie, że wartość nie jest samodzielna. Może bowiem istnieć przedmiot bez wartości, jednakże wartość bez przedmiotu nie występuje⁶. Co więcej, 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 wartość⁷. Wynika więc z tego, że wartość jest pojęciem subiektywnym. Wartość pełni również pewne funkcje, do których L. Jazownik zalicza⁸:

- 1) funkcję waloryzującą (motywacyjną i sterującą) – wartość ukierunkowuje i motywuje działania ludzi;
- 2) funkcję normalizującą – wartość służy ujednocnieniu poprzez kontrolę, hierarchizację oraz korygowanie;
- 3) funkcję tożsamościową – normy i sposoby realizacji wartości prowadzą do kreowania kulturowej tożsamości jednostek;
- 4) 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 3.1).

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

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

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

7 D.H. Parker, *The Philosophy of Value*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1957, s. 121; M. Rokeach, *The Nature of Human Values*, Free Press, New York 1973, s. 37; L. Drenda, *Teoria wartości, wartość teorii*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, t. 259, s. 39–48.

8 L. Jazownik, *Spółeczny 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. 59.

Tabela 3.1. Pojęcie wartości z perspektywy wybranych dziedzin nauki

Dziedzina nauki	Definicja pojęcia wartości
Filozofia	Wszystko to, co stanowi cel dążeń ludzkich, a więc 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 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 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 siedemdziesiątych 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*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, 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*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009, s. 104; A. Mazur, *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Wydawnictwo 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. Szyal (red.), *Społeczeństwo 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 warunkowany jest nieobiektywną naturą ludzi. Podobne zjawisko ma miejsce w psychologii, która wprost definiuje wartość jako uczucie, w więc 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 na podstawie wielu różnorodnych koncepcji (zob. tabela 3.2).

Tabela 3.2. Wybrane koncepcje wartości przedsiębiorstwa

Koncepcja wartości przedsiębiorstwa	Definicja
1	2
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 godziwa	Wartość sprzedaży aktywów lub transferu zobowiązań w transakcji rynkowej między stronami niezależnymi.
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.

1	2
Wartość odtworzeniowa	Kwota, 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 księgową	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 of Value*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1957, 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; art. 33 pkt 4 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r. Nr 121, poz. 591), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19941210591/U/D19940591Lj.pdf> (dostęp: 15.11.2023).

Rozpatrując kwestię wartości przedsiębiorstwa, należy wpięrow 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”⁹, z kolei firma to nazwa, pod którą to przedsiębiorstwo (osoba prawna) funkcjonuje¹⁰. 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

⁹ Art. 55 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf> (dostęp: 25.11.2023).

¹⁰ *Ibidem*, art. 43.

pomniejszonego o zobowiązania¹¹. Takie odchylenie definiowane jest jako m.in. wartość nazwy, logo, reputacji lub renomy, a więc firmy danego przedsiębiorstwa¹² 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 ważną jest również wartość rynkowa przedsiębiorstwa¹³. 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, wymaga bowiem 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 mają identyczny dostęp do informacji mogących determinować wycenę przedsiębiorstwa w sposób zgodny z rzeczywistością, co świadczy o występowaniu asymetrii informacji¹⁴. 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 motywacji¹⁵. W praktyce działania uczestników rynku

11 Sytuację, w której wartość zapłaty jest mniejsza od wartości nabycia, określa się mianem *goodwill*, w przeciwnym razie mowa jest o *badwill*. European Union, 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 (Dz.Urz. UE L 237/1 z 26 września 2023 r.), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1803> (dostęp: 15.11.2023).

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

13 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*).

14 E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25(2), s. 383–417.

15 W tym rozumieniu wartość przedsiębiorstwa nie obejmuje transakcji prywatnych ani wycen dokonywanych w procesach przejęć i połączeń (*Merger and Acquisition – M&A*) – G. Michalczyk, *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa. Luka informacyjna*

podlegają licznym heurystykom¹⁶ i skrzywieniom¹⁷, które zniekształcają obraz rzeczywistości oraz pogląd na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Przydatną techniką oszacowania rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa jest analiza fundamentalna¹⁸. W jej ramach oceniane są zewnętrzne uwarunkowania funkcjonowania spółki, jej przeszła oraz bieżąca sytuacja finansowa, a także sporządzana jest prognoza na temat wyników finansowych podmiotu, co stanowi podstawę do wyceny i określenia niedowartościowania lub przewartościowania przedsiębiorstwa przez rynek¹⁹. Ponadto uzyskana w ten sposób wycena może zostać nazwana fundamentalną (lub rzeczywistą/wewnętrzną/nieodłączną), 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*), półsilnej (*semi-strong efficiency*) i silnej (*strong-form efficiency*)²⁰, oraz zważywszy na niemożność zachowania pełnego obiektywizmu podczas wyceny przedsiębiorstwa w dowolny sposób, wartość rynkowa spółki często odbiega od wartości, którą posiadałaby na rynkach w pełni efektywnych informacyjnie. Jest to jednak sytuacja hipotetyczna, gdyż żaden rynek nie jest w pełni efektywny pod tym względem²¹. Wynika to między innymi z rozbieżnego podejścia do wartościowania przedsiębiorstw przez jego akcjonariuszy, potencjalnych inwestorów, podmioty sporządzające 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 za pożądaną uznają sytuację, w której

sprawozdawczości finansowej, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2013, s. 35.

16 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” 1974, vol. 185(4157), s. 1124–1131.

17 *Ibidem*.

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

19 Niedowartościowanie występuje w sytuacji, gdy wartość fundamentalna jest mniejsza od wartości rynkowej przedsiębiorstwa, a przewartościowanie w sytuacji odwrotnej.

20 Słaba efektywność informacyjna sugeruje przede wszystkim, że ruchy cenowe akcji odzwierciedlają tylko część dostępnych informacji. Efektywność informacyjna w wersji półsilnej zakłada, że rynek odzwierciedla wszystkie publicznie dostępne informacje o 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 Markets...*

21 A. Damodaran, *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, Wiley, New York 2011, s. 18.

cena akcji spółki będzie jak najniższa przed nabyciem przez nich tego instrumentu finansowego, lecz jednocześnie będzie miała przesłanki do wzrostu w przyszłości. Analitycy wyceniający spółkę będą 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, z wyjątkiem sytuacji skrajnej, w której przedsiębiorstwo nie byłoby nic warte.

3.2. Istota i funkcje wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstwa w literaturze jest opisywana jako efekt procesu oraz sam proces pomiaru wartościowego podmiotu, łącznie z jego składnikami majątku oraz teraźniejszymi i przyszłymi efektami decyzji dokonanych przed ten podmiot w przeszłości²². Istotą wyceny przedsiębiorstwa jest estymacja jego wartości rynkowej wyrażonej w określonych jednostkach pieniężnych przy użyciu ustalonych metodyk, zasad oraz narzędzi wyceny²³. W literaturze wskazuje się na liczne cele pomiaru wartości, jednakże za najważniejsze uchodzą²⁴:

- 1) wynikające ze zmian własnościowych:
 - kupno-sprzedaż przedsiębiorstwa,
 - wystąpienie lub wyłączenie aktualnych udziałowców ze spółki,
 - wywłaszczenie przedsiębiorstwa lub jego części;
- 2) wynikające ze zmian strukturalnych:
 - przyjęcie nowych udziałowców,
 - podjęcie decyzji o fuzji lub przejęciu,
 - podział przedsiębiorstwa na części,
 - likwidacja przedsiębiorstwa;
- 3) związane z kwestiami podatkowymi:
 - ustalenie wysokości podatku od spadku lub darowizny, której przedmiotem jest całe przedsiębiorstwo, jego część lub udział w przedsiębiorstwie,

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

23 I. Miciuła, *Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2014, t. 2, nr 300, s. 183–193.

24 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.

- ustalenie wysokości podatku od czynności cywilnoprawnych na skutek transakcji kupna-sprzedaży, której przedmiotem jest całe przedsiębiorstwo, jego część lub udział w przedsiębiorstwie;
- 4) 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 technicznej²⁵), 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 przewartościowania/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 kapitału²⁶.

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 zamiarem realizacji więcej niż jednego celu jednocześnie może doprowadzić do efektu rozbieżnego z tym, 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 pożądaný efekt jest rozbieżny, są (1) ustalenie przewartościowania 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 pożądaný 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

²⁵ 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.

²⁶ A. Damodaran, *The Little Book...*, s. 20.

(lub aktywów pomniejszonych o zobowiązania, tj. aktywów netto). W przypadku sprzedaży posiadanych akcji akcjonariusze mogliby znacząco pomnożyć za-inwestowany 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 pożądanym wynikiem byłaby wycena względnie niska. Wysoka wycena oznaczałaby konieczność zapłacenia wyższego podatku, na pokrycie którego nowy nabywca (podmiot otrzymujący darowiznę lub spadek) mógłby nie mieć wystarczających środków, co w skrajnym scenariuszu skutkowałoby utratą możliwości nabycia części lub całości majątku. Z powyższych rozważań wynika zatem, że pożądanym wynikiem wyceny jest wypadkową celu, w którym pomiar wartości jest dokonywany.

Do funkcji pomiaru wartości przedsiębiorstwa zalicza się przede wszystkim²⁷:

- 1) funkcję doradczą/decyzyjną – wycena najczęściej stanowi efekt licznych przeprowadzonych analiz oraz badań określających sytuację przedsiębiorstwa na rynku (standingu finansowego, charakterystyki działalności, pozycji konkurencyjnej, relacji z otoczeniem, możliwości rozwojowych itp.), a także dostarcza wielu informacji, na podstawie których mogą być formułowane rekomendacje odnośnie do przyszłych kierunków rozwoju spółki;
- 2) 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;
- 3) funkcję argumentacyjną/uzasadniającą – wycena dostarcza licznych uzasadnień wzmacniających pozycję przedsiębiorstwa na rynku;
- 4) funkcję komunikacyjną – wynik pomiaru wartości przedsiębiorstwa jest swego 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, ponieważ dana sytuacja tych spółek (tj. niedowartościowanie) wynika z wcześniejszej weryfikacji (niekoniecznie prawidłowej) informacji na temat tego podmiotu przez rynek. Inwestor takim działaniem może narazić się na długoterminowe zamrożenie kapitału na skutek utrzymywania pozycji długich²⁸ w oczekiwaniu na zrealizowanie zakła-

²⁷ *Ibidem*, s. 3–13; M.J. Matschke, G. Brösel, *Business Valuation: Functions, Methods, Principles*, UVK Verlag, München 2021, s. 13–15.

²⁸ Pozycja długa (*long position*) oznacza nabycie akcji przez inwestora, przy czym zajęcie pozycji krótkiej (*short position*) jest równoznaczne z wystawieniem akcji na sprzedaż.

danego 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 postrzeżenie tej sytuacji, spółki niedowartościowane mają teoretycznie większe predyspozycje do wzrostu wartości (wzrostu cen akcji), a zarazem do 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”²⁹. Stworzenie zdywersyfikowanego portfolio inwestycyjnego może zatem pomóc w osiągnięciu pożądanego wyniku oraz ograniczyć ryzyko z inwestowania w papiery wartościowe³⁰.

Wycena spółki odgrywa istotną rolę na każdym etapie jej rozwoju³¹. Mikro- i małe przedsiębiorstwa, które wchodzi na rynek, w celu pozyskania zewnętrznego finansowania swojej działalności (choćby w postaci *venture capital*, *private equity*³² lub kredytu bankowego) za pomocą wyceny mogą potwierdzić wartość posiadanych aktywów oraz innych zasobów (np. zasobów ludzkich lub odpowiednio opracowanej i funkcjonującej działalności operacyjnej). 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 (*Initial Price Offering* – IPO), wyceniają również akcje przy wykorzystaniu jednej z dostępnych metod.

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

30 F. Black, R. Litterman, *Global Portfolio Optimization*, „Financial Analysts Journal” 1992, vol. 48(5), s. 28–43.

31 A. Damodaran, *The Little Book...*, s. 21.

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

Z uwagi na szereg zastosowań wyceny oraz występowanie szumu informacyjnego³³ odnośnie do pomiaru wartości przedsiębiorstwa funkcjonują cztery główne mity. Należą do nich przede wszystkim takie stwierdzenia, jak³⁴:

- 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 biorą bowiem udział podmioty (tj. ludzie) bazujące na określonej wiedzy, umiejętnościach, dotychczasowych doświadczeniach i przeczuciach, czyli pewnego rodzaju skrzywieniach. 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 końcowej 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 micie tym obecne jest również założenie, iż dane ilościowe w wycenie mogłyby odgrywać ważniejszą rolę niż dane jakościowe. Stwierdzenie to pod tym względem jest nieprawdziwe, gdyż wycena nieuwzględniająca informacji jakościowych mogłaby być zaledwie wynikiem działań na liczbach, niepopartych sensem ekonomicznym, podczas gdy na działalność podmiotu składają się również czynniki jakościowe (np. poglądy polityczne, 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.

33 Szum informacyjny oznacza „nadmiar informacji utrudniający wyodrębnienie informacji prawdziwych i istotnych” – *Słownik języka polskiego PWN*, hasło: *szum informacyjny*, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/szum-informacyjny> (dostęp: 15.11.2023).

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

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 miałyby 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. Im 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 ostatecznie 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. Popęlanie 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 lepszymi³⁵.

Odnośnie do mitu trzeciego – przedsiębiorstwa funkcjonują w nieustannie zmieniającym się otoczeniu, a więc na działalność tych podmiotów oddziałuje wiele niemożliwych do przewidzenia czynników. Wycena powinna uwzględniać możliwość wprowadzenia korekt w okresie do realizacji zakładanego horyzontu czasowego na skutek zdarzeń istotnie wpływających na działalność wycenianej spółki, które to mogły być nieobecne lub nie mieć większego znaczenia w momencie formułowania założeń. Doskonałym zobrazowaniem powyższego jest atak Rosji na Ukrainę na początku 2022 roku. Z jednej strony zdarzenie to natychmiast 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). 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 moment³⁶, do kolejnej transakcji, która wyznaczy nową cenę waloru na rynku. Wynika to ze sposobu, w jaki funkcjonuje rynek³⁷. Dowolna zmiana ceny akcji spółki może wpływać i zazwyczaj wpływa na decyzje inwestycyjne obecnych

35 A. Damodaran, *The Little Book...*, s. 24.

36 Wyjątek stanowią akcje charakteryzujące się brakiem płynności.

37 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.

właściciele przedsiębiorstwa oraz pozostałe strony zainteresowane nabyciem udziałów w spółce, powodując natychmiastową ponowną zmianę wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Przykładowo, jeśli wycena akcji dowolnej spółki wynosi X jednostek pieniężnych i 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.

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 poczynił analityk, a trafność prognoz była jedynie efektem przypadku i (lub) szczęścia. Oznacza to, iż w długim horyzoncie czasowym tego typu podejście nie miałoby 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, iż „w inwestowaniu sukces nie bierze się z racji, lecz z popełniania błędów z mniejszą częstotliwością niż inni”³⁸. Należy je jednak uzupełnić o dość trywialny, lecz prawdziwy i często zapominany fakt, iż kluczowe jest również ponoszenie przy tym strat mniejszych niż realizowane zyski.

3.3. Metody wyceny przedsiębiorstw

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

- 1) metody bazujące na modelach wartości bieżącej netto lub teorii opcji oraz metody porównawcze³⁹;

³⁸ A. Damodaran, *The Little Book...*, s. 21–25.

³⁹ M. Meitner, *The Market Approach of Comparable Company Valuation*, Springer, Heidelberg 2006, s. 81.

- 2) metody rynkowe, bazujące na majątku jednostki lub podejściu dochodowym oraz mieszane⁴⁰;
- 3) metody bezpośrednie (zwane dochodowymi), majątkowe i porównawcze⁴¹;
- 4) metody oparte na opcjach realnych, a także porównawcze i dochodowe⁴²;
- 5) metody majątkowe, dochodowe, mieszane, mnożnikowe oraz niekonwencjonalne⁴³.

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 tożsame⁴⁴. Klasyfikacją, która dokonuje podziału technik wyceny w sposób najdokładniejszy, jest ostatnia z wymienionych powyżej, tj. rozróżnienie na metody majątkowe, dochodowe, mieszane, mnożnikowe oraz niekonwencjonalne (zob. rysunek 3.1).

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 podstaw⁴⁵. Modele majątkowe bazują głównie na informacjach księgowych mogących podlegać manipulacjom księgowym, które z kolei stanowią nielegalną część działań w ramach tzw. kreatywnej księgowości⁴⁶. O ile samo stosowanie kreatywnej księgowości nie oznacza niczego złego, o tyle wykorzystanie luk w regulacjach prawnych wbrew prawu jest nielegalne, a w długim horyzoncie czasu fałszowanie dokumentacji księgowych zazwyczaj prowadzi

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

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

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

43 D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 21.

44 A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy...*, s. 137.

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

46 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” 2018, nr 374, s. 132–142.

do bankructwa przedsiębiorstwa lub co najmniej do 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 zachęcenia inwestorów do zakupu akcji (zawyżenie wyniku finansowego).

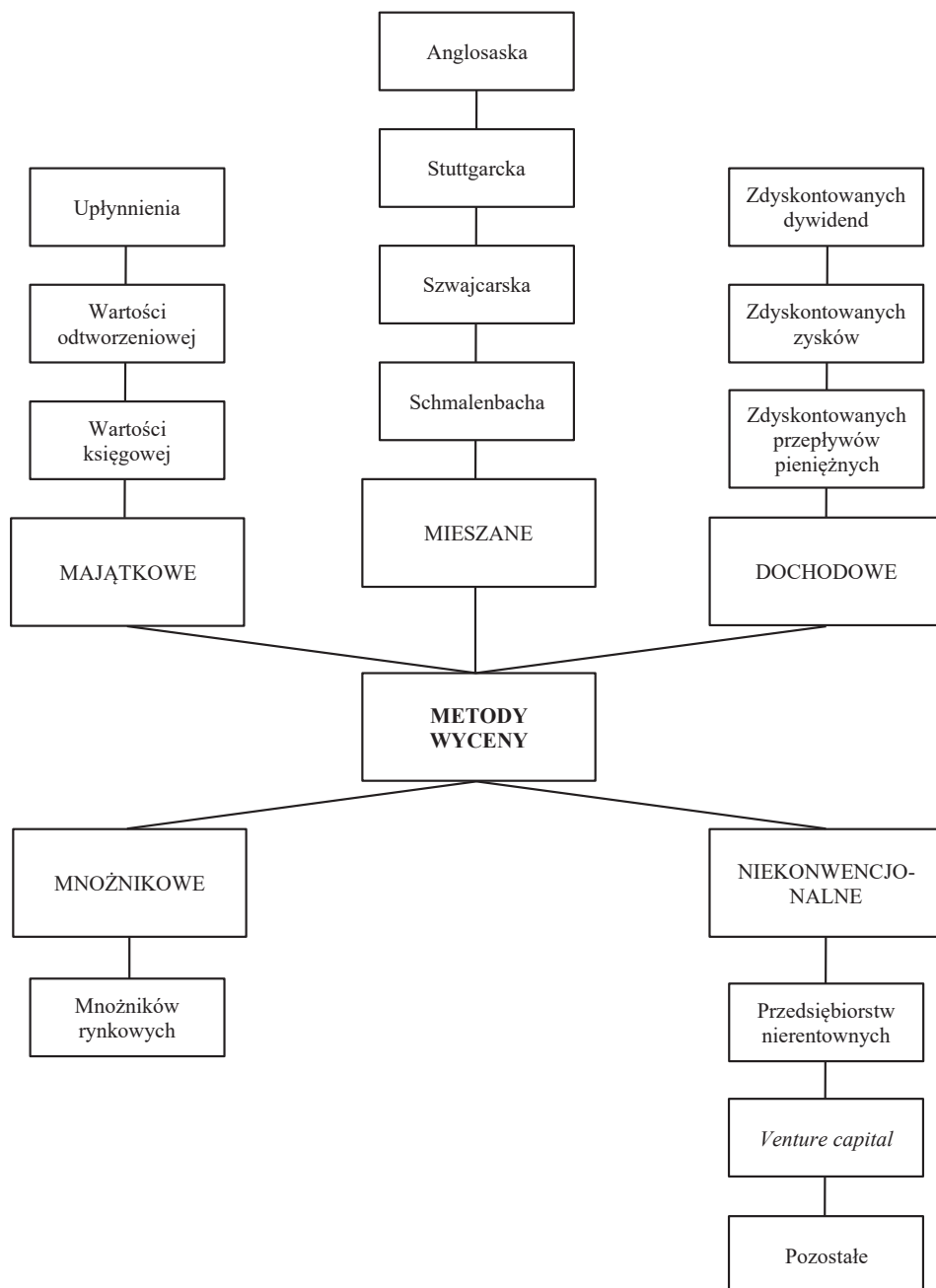
U podstaw metod dochodowych leży przekonanie, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jest w stanie wygenerować zysku – lub innej kategorii finansowej (np. przepływów pieniężnych) – od momentu rozpoczęcia prac nad wyceną do ostatniego okresu prognozy. Najczęściej stosowanymi metodami dochodowymi są zdyskontowane przepływy pieniężne (*Discounted Cash Flow* – DCF), zdyskontowane zyski (*Discounted Future Earnings* – DFE) oraz zdyskontowane dywidendy (*Dividend Discount Model* – DDM)⁴⁷. Nazwy metod wskazują jednocześnie na ich cechę charakterystyczną, czyli kategorię finansową, na której bazują. Poszczególne strumienie korzyści finansowych (tj. przepływy pieniężne, zyski, dywidendy) mogą zmaterializować się dopiero w przyszłych okresach po dokonaniu wyceny. W literaturze uważa się, że dokładniejsze, mniej podatne na manipulacje księgowe (jednocześnie wrażliwe na założenia dotyczące prognoz) i bardziej reprezentatywne niż metody majątkowe są metody dochodowe⁴⁸. Z kolei miernikiem ekonomicznym określającym stopień realizacji celu powinna być kategoria przepływu pieniądza netto wyrażona jako *cash flow*, a nie zysk. Jest to również zgodne z poglądem A. Rappaporta, który stwierdził, że „zysk jest opinią”, a „gotówka jest faktem”⁴⁹. Za główne narzędzie wyceny spośród metod dochodowych uznaje się to wykorzystujące przepływy pieniężne, a dokładnie metodę DCF. Argumentowane jest to również tym, iż wskaźniki liczone na podstawie bilansu i rachunku zysków i strat nie pokazują pełnej sytuacji przedsiębiorstwa, składowe tych sprawozdań finansowych są bowiem narażone na manipulację księgową, a włączenie do analizy rachunku przepływów pieniężnych pozwala na eliminację tego typu ingerencji w informacje księgowe⁵⁰.

47 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” 2012, nr 55, s. 464.

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

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

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



Rysunek 3.1. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnóg, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 153.

Powyższe uzasadnienie nie jest jednak do końca poprawne, gdyż wyklucza możliwość jakiegokolwiek ingerencji w zapisy księgowe związane z pozycjami rachunku przepływów pieniężnych. Każda manipulacja księgowa 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 – wartości zatankowanego przez pracowników paliwa⁵¹. Działanie to prowadziło z jednej strony do zwiększenia wartości aktywów, a z drugiej 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 pomniejszył 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 licznych założeń oraz prognoz, które w sposób umyślny lub nie będą zniekształcały końcowy 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, w sytuacji odwrotnej mowa jest zaś o wycenie dochodowo-majątkowej. Metody mieszane większość swoich cech charakterystycznych czerpią z metod majątkowych i dochodowych, atuty i przypadłości typowe dla tych dwu technik będą zatem znamienne także dla metod mieszanych. O ile formuła kalkulacji wyceny metodami mieszanymi nie stwarza większych trudności, trzeba jednak pamiętać, iż w pierwszej kolejności jest m.in. wycena metodą dochodową, którą należy określić jako bardziej skomplikowaną niż wycena metodą majątkową.

Kolejną zbiorowość metod wyceny przedsiębiorstwa stanowią techniki mnożnikowe. Narzędzia tego rodzaju uznają rynek za główny weryfikator wartości przedsiębiorstwa, której pomiar przeprowadzany jest w sposób pośredni⁵². Metody te są jednymi z najprostszych oraz najczęściej stosowanych zarówno w praktyce, jak i w badaniach naukowych⁵³. Wynika to z faktu, iż większość danych, z których składają się mnożniki, jest podawana do publicznej wiadomości

51 D.R. Beresford, N. Katzenbach, C.B. Rogers Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc.*, 2003, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm#ex991902_30 (dostęp: 26.11.2023).

52 A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Podstawy analizy...*, s. 172.

53 J.R. English, *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001, s. 289.

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, które można postawić metodom mnożnikowym, jest uproszczone i modelowe ujęcie 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 księgowy z wynikami rynkowymi) w jeden syntetyczny wskaźnik.

W poczet ostatniej grupy metod wyceny – niekonwencjonalnych – zalicza się te techniki, które 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 decydują okoliczności, takie jak chociażby: cel użycia metody, dostępność danych na temat wyników przedsiębiorstwa niezbędnych do obliczeń oraz możliwość formułowania wniosków na podstawie metody. Bezzasadne będzie użycie metody DCF w celu wyceny bankrutującej spółki. Co więcej, w wypadku inwestora niemającego skonkretyzowanych oczekiwań względem żadnej ze spółek i szukającego najlepszej okazji spośród wszystkich spółek w danej grupie, wysoce uciążliwe będzie przeprowadzenie wyceny tych podmiotów za pomocą jakiegokolwiek metody mieszanej czy dochodowej. Wynika to z kompleksowości oraz czasochłonności tych metod. Lepszym rozwiązaniem będzie więc wykorzystanie np. mnożników rynkowych. Ponadto nielogiczne będzie użycie tych narzędzi wyceny, które wykorzystują wiele różnych niedostępnych informacji na temat analizowanej spółki.

Każda metoda ma swoje zalety oraz wady (zob. tabela 3.3), a popularność części metod wyceny przedsiębiorstwa nie stanowi o ich wyższości nad pozostałymi.

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.

Tabela 3.3. Pozytywne i negatywne cechy wybranych metod wyceny przedsiębiorstw

Grupa metod	Aspekt pozytywny	Aspekt negatywny
Majątkowe	<ul style="list-style-type: none"> • Względna łatwość obliczeń • Szybkość wykonania 	<ul style="list-style-type: none"> • Brak związku z dochodowością • Niejednoznaczność wyników
Dochodowe	<ul style="list-style-type: none"> • Prezentują potencjał zarobku spółki • Wycena uwzględnia <i>gross</i> składników • Wartość rozpatrywana w kwestiach dochodowości 	<ul style="list-style-type: none"> • Subiektywizm założeń prognozy • Złożoność wyceny • Czasochłonność • Wymagają dużej ilości danych
Mieszane	<ul style="list-style-type: none"> • Uwzględnienie wyników różnych metod 	<ul style="list-style-type: none"> • Wymagają dużej ilości danych • Czasochłonność
Mnożnikowe	<ul style="list-style-type: none"> • Mogą uwzględniać wyniki rynkowe i księgowe w ramach jednego wskaźnika • Oparte na ogólnodostępnych danych • Łatwe w obliczeniu • Oparte na prostych założeniach 	<ul style="list-style-type: none"> • Uwzględniają tylko niektóre informacje na temat działalności spółki • Wymagają małej ilości danych, lecz dla wielu przedsiębiorstw • Uproszczają wielowymiarowość działalności przedsiębiorstwa
Niekonwencjonalne	<ul style="list-style-type: none"> • Skupiają się na względnie nietypowych przedsiębiorstwach 	<ul style="list-style-type: none"> • Skupiają się tylko na względnie nietypowych przedsiębiorstwach

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wiercioch, *Rachunkowość kreatywna a granice prawa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2018, nr 374, s. 132–142; J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 22–24; A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press, New York 1998, s. 14–15; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 125.

3.4. Finansowe determinanty wartości rynkowej przedsiębiorstw

W literaturze przedmiotu na temat wartości przedsiębiorstwa powszechne jest sformułowanie, iż nie jest możliwe sporządzenie listy wszystkich jej determinant⁵⁴. Wynika to z faktu, że choć pojęcie wartości przedsiębiorstwa ma względnie ugruntowaną definicję, to jednak różni autorzy mogą przyjmować różne stanowiska co do czynników na nią oddziałujących oraz mogą korzystać z różnych koncepcji

54 H. Falk, L.A. Gordon, *Imperfect Markets and the Nature of Goodwill*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1977, vol. 4(4), s. 433–463.

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 rynkowa przedsiębiorstwa może być efektem zróżnicowanych odczuć różnych osób względem określonej spółki. Należy zatem podtrzymać stwierdzenie, iż na wartość rynkową przedsiębiorstwa może wpływać teoretycznie nieograniczona liczba czynników⁵⁵.

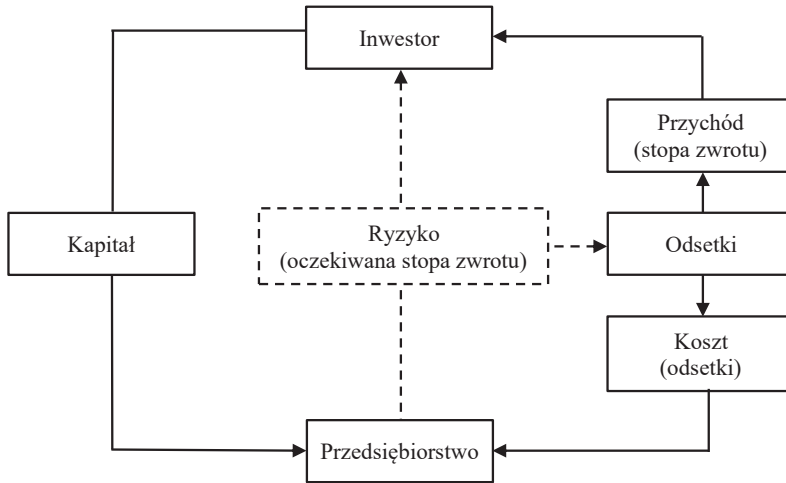
Determinantami wartości rynkowej przedsiębiorstwa są przede wszystkim ryzyko oraz koszt kapitału⁵⁶. Ryzyko oznacza ewentualność osiągnięcia wyniku odmiennego niż zakładany i może mieć charakter zarówno pozytywny, jak i negatywny. Ryzyko pozytywne oznacza sytuację, w której zrealizowano wynik inwestycji 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. Gifford⁵⁷ należy wskazać, iż – w przeciwieństwie do ryzyka – niepewność jest zjawiskiem niemierzalnym, którego prawdopodobieństwa wystąpienia nie można oszacować. Co do zasady większe ryzyko związane z inwestycją w dane przedsiębiorstwo z jednej strony wiąże się z potencjalnie niższą jego wartością rynkową, 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, ma 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 inwestycyjnych⁵⁸ 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 3.2).

55 R. Ignatowski, *Konsolidacja sprawozdań...*, s. 93.

56 A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa–Rzeszów 2007, s. 55–59.

57 S. Gifford, *Risk and Uncertainty*, [w:] Z.J. Acs, D.B. Audretsch (red.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Springer, London 2003, s. 303–318.

58 Alternatywy inwestycyjne są związane z kosztem alternatywnym, czyli możliwościami utraconymi na skutek podjęcia działania innego niż to, które do zrealizowania tych możliwości mogłoby doprowadzić.



Rysunek 3.2. Dwuznaczność oczekiwanej stopy zwrotu inwestora

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 59.

Jak wspomniano, 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. Będzie to prowadzić do niższej wartości rynkowej przedsiębiorstwa, co wynika z poniższego równania⁵⁹:

$$MV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + CoC)^t} \quad (3.1)$$

gdzie:

MV (*Market Value*) – wartość rynkowa;

CF (*Cash Flow*) – przepływy pieniężne w okresie *t*;

CoC (*Cost of Capital*) – koszt kapitału;

t (*Time*) – okres prognozy.

Ważną determinantą wartości rynkowej jest również struktura kapitału przedsiębiorstwa, definiowana jako udział zobowiązań (lub kapitału własnego)

⁵⁹ A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna...*, s. 170.

w aktywach całkowitych⁶⁰. Jak twierdzą F. Modigliani i M.H. Miller, dla każdego przedsiębiorstwa istnieje optymalna struktura kapitału, która prowadzi do maksymalizacji wartości rynkowej tego podmiotu⁶¹. 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*)⁶², umożliwiającej optymalizację kosztu kapitału spółki przy odpowiedniej jego strukturze⁶³. Najlepiej obrazuje to jedna z najczęściej wykorzystywanych w praktyce miar kosztu kapitału, czyli średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – *WACC*), który wyrażony jest przez następujący wzór⁶⁴:

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_i \times W_i, \quad (3.2)$$

gdzie:

C_i (*Cost*) – koszt i -tego składnika kapitału;

W_i (*Weight*) – udział i -tego składnika kapitału w kapitale całkowitym;

n – liczba składników kapitału.

Średni ważony koszt kapitału 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:

$$WACC = C_E \times W_E + (C_{STD} \times W_{STD} + C_{LTD} \times W_{LTD}) \times (1 - T), \quad (3.3)$$

gdzie:

C_E (*Cost of Equity*) – koszt kapitału własnego;

60 S.C. Myers, *Capital Structure Puzzle*, „Working Paper”, no. 1393, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1984, s. 1–35; M. Harris, A. Raviv, *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46(1), s. 297–355.

61 F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48(3), s. 261–297.

62 Zjawisko tarczy (osłony) podatkowej polega na obniżeniu *WACC* na skutek finansowania działalności w odpowiedniej części długiem oraz na konieczności zapłaty odsetek z tego tytułu. Z uwagi na fakt, iż zapłacone odsetki pomniejszają podstawę opodatkowania, zasadne jest stwierdzenie, że nominalne oprocentowanie w wysokości 10%, w gospodarce z 20-procentową 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*.

63 F. Modigliani, M.H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, s. 433–443.

64 A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnóg, *Analiza fundamentalna...*, s. 150–151.

W_E (*Weight of Equity*) – udział kapitału własnego w kapitale całkowitym;
 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.⁶⁵:

$$C_D = r(1 - T), \quad (3.4)$$

gdzie:

CD (*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 (*Capital Assets Pricing Model* – CAPM). 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 równanie⁶⁶:

$$C_E = \frac{d_0 \times (1 + g)}{P} + g, \quad (3.5)$$

gdzie:

d_0 (*Dividend*) – dywidenda w okresie bieżącym;
 P (*Price*) – cena akcji;
 g (*Growth Rate*) – stałe tempo wzrostu dywidendy;
 pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Drugim ze wspomnianych modeli wyceny kapitału własnego jest CAPM i opisuje go poniższa formuła⁶⁷:

65 A. Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York 2017, s. 833–837.

66 *Ibidem*, s. 227.

67 A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie wartości...*, s. 64–65.

$$C_E = R_{RF} + [\beta \times (R_M - R_{RF})], \quad (3.6)$$

gdzie:

R_{RF} (*Risk Free Rate*) – stopa wolna od ryzyka;

β – 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 jako⁶⁸:

$$\beta = Corr_{(F,M)} \times (\sigma_F : \sigma_M). \quad (3.7)$$

Biorąc pod uwagę równanie 3.1, można je również przedstawić jako:

$$MV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{[1 + (R_{RF} + [\beta \times (R_M - R_{RF})]) \times W_E + (C_{STD} \times W_{STD} + C_{LTD} \times W_{LTD}) \times (1 - T)]^t}. \quad (3.8)$$

Z równania 3.7 wynika, iż maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa może zostać zrealizowana na wiele sposobów. Punktem wyjściowym może być zwiększenie wartości CF w okresie, chociażby poprzez 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), które w efekcie mogą przekładać się na powielanie jego wartości 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

68 A. Damodaran, *Corporate Finance...*, s. 278.

własnego oraz kapitałów obcych, to podejmowanie działań zmniejszających jego składowe (z 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 CF ⁶⁹. Na podstawie równania 3.8 wysnuć można jeszcze jeden wniosek. Podmioty określane jako bardziej ryzykowne – o wyższym wskaźniku β – 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, uzasadnione jest zatem 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 zysków⁷⁰. Z kolei A. Rappaport dowiódł, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest zależna od przesłanek wzrostu tego podmiotu (np. stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży), jego marży zysku operacyjnego oraz kosztu i struktury kapitału⁷¹. Na podobne czynniki uwagę zwraca A. Dulinić, 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. Kerina i D. Weeksa oraz H. Naffę i M. Fainę⁷². W kontekście wartości przedsiębiorstwa N. Hakansson i N. Bhattacharyya podkreślają istotność prowadzonej przez spółkę polityki wypłat dywidendy akcjonariuszom⁷³. Natomiast A. Gawęda i M. Złoty dowodzą, iż nie bez znaczenia dla wartości przedsiębiorstwa pozostają sektor, do którego przynależy dane przedsiębiorstwo, oraz występowanie kryzysu gospodarczego w okresie analizy⁷⁴. Listę czynników oddziałujących na wartość spółki

69 *Ibidem*, s. 1225–1227.

70 B.N. Samy, G. Mohamed, *The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value*, „Applied Financial Economics” 2002, vol. 12(12), s. 843–849.

71 A. Rappaport, *Corporate Performance Standards and Shareholder Value*, „The Journal of Business Strategy” 1983, vol. 3(4), s. 28–38; *idem*, *Creating Shareholder Value: A Guide...*, s. 74–80.

72 N. Varaiya, R.A. Kerin, D. Weeks, *The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value*, „Strategic Management Journal” 1987, vol. 8(5), s. 487–497; H. Naffa, M. Fain, *A Factor Approach to the Performance of ESG Leaders and Laggards*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–8.

73 N. Hakansson, *To Pay or Not to Pay Dividends?*, „Journal of Finance” 1982, vol. 37(2), s. 415–428; N. Bhattacharyya, *Dividend Policy: A Review*, „Managerial Finance” 2007, vol. 33(1), s. 4–13.

74 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” 2023, vol. 23(3), s. 1–16.

R.W. Banz rozszerza o wielkość przedsiębiorstwa, mierzoną m.in. wartością kapitału własnego lub aktywów całkowitych⁷⁵. Istotność ryzyka związanego z inwestowaniem w spółki na poszczególnych rynkach potwierdzają F. Black oraz E.F. Fama i K.R. French⁷⁶. Ponadto J.M. Kim, I. Yang, T. Yang i P. Koveos udokumentowali występowanie istotnie statystycznego związku między wzrostem intensywności wydatków przedsiębiorstwa na badania i rozwój (B+R, *Research and Development* – R&D) a jego wartością rynkową⁷⁷. Inni naukowcy podkreślają znaczenie makroekonomicznych uwarunkowań działalności przedsiębiorstwa, do których zaliczają poziom edukacji obywateli, poziom rozwoju gospodarki mierzony wartością PKB oraz dobrobyt społeczeństwa (aproxymowany wielkością PKB *per capita*) kraju, w którym dane przedsiębiorstwo funkcjonuje⁷⁸.

Poza identyfikacją czynników oddziałujących na wartość rynkową przedsiębiorstwa badacze podejmują się również ich klasyfikacji. Przykładowo, A. Rappaport dzieli nośniki wartości przedsiębiorstwa na⁷⁹:

- 1) operacyjne – stopa zmiany przychodów ze sprzedaży, marża wyniku operacyjnego oraz stopa podatku dochodowego;
- 2) inwestycyjne – wydatki na aktywa trwałe i obrotowe;
- 3) finansowe – koszt i struktura kapitału;
- 4) ogólne – zakładany okres wzrostu przedsiębiorstwa.

O determinantach wartości przedsiębiorstwa w sposób względnie szeroki traktuje D. Kowal, rozróżniając makronośniki (charakterystyczne dla sektora, do którego spółka przynależy) oraz mikronośniki (dotyczące bezpośrednio spółki) wartości przedsiębiorstwa (zob. tabela 3.4).

75 R.W. Banz, *The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks*, „Journal of Financial Economics” 1981, vol. 9(1), s. 3–18; A. Gawęda, *ESG Rating and Market Valuation of the Firm: Sector Approach*, „European Journal of Sustainable Development” 2022, vol. 11(4), s. 91–104.

76 F. Black, *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*, „Journal of Business” 1972, vol. 45(3), s. 444–455; E.F. Fama, K.R. French, *The Cross Section of Expected Stock Returns*, „The Journal of Finance” 1972, vol. 47(2), s. 427–465.

77 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” 2021, vol. 40, s. 1–8.

78 R.G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, „Management Science” 2014, vol. 60(11), s. 2835–2857; M.A. Khan, *ESG Disclosure and Firm Performance: A Bibliometric and Meta-analysis*, „Research in International Business and Finance” 2022, vol. 61, 101668; V. Michael, A. Paul, *A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability*, „Academy of Management Journal” 1997, vol. 40(3), s. 534–559.

79 A. Rappaport, *Ten Ways to Create Shareholder Value*, „Harvard Business Review”, September 2006, s. 2–10.

Tabela 3.4. Makro- i mikroosiłniki wartości przedsiębiorstwa według D. Kowala

Makroosiłniki wartości	Mikroosiłniki wartości	Sposoby kreacji wartości
1	2	3
Stopa zmiany przychodów netto ze sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> • Udział w rynku • Struktura sprzedaży • Wielkość rynku 	<ul style="list-style-type: none"> • Ekspansja na nowe rynki zbytu • Globalizacja prowadzonej działalności • Efektywność operacyjna (np. minimalizacja kosztów przy danym poziomie produkcji) • Konkurencja cenowa • Utrzymanie rynków rentownych
Rentowność sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> • Cena sprzedawanych produktów • Koszty materiałów • Wynagrodzenia pracowników 	<ul style="list-style-type: none"> • Zwiększenie efektywności sprzedaży • Restrukturyzacja kosztów działalności operacyjnej • Zwiększenie wydajności produkcji • Outsourcing • Zarządzanie procesami
Stopa podatkowa	<ul style="list-style-type: none"> • Strategie podatkowe 	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Okres amortyzacji aktywów • Skala działalności operacyjnej • Wymiana majątku 	<ul style="list-style-type: none"> • Inwestowanie w projekty potencjalnie kreujące wartość w przyszłości • Absorbowanie niewykorzystywanych aktywów trwałych • Sprzedaż niewykorzystywanych aktywów trwałych
Inwestycje w kapitał obrotowy netto	<ul style="list-style-type: none"> • Cykl regulowania zobowiązań krótkoterminowych • Cykl rotacji należności krótkoterminowych oraz zapasów 	<ul style="list-style-type: none"> • Wydłużenie terminów regulowania zobowiązań • Skrócenie cyklu należności • Inwestowanie wolnej gotówki • Optymalizacja stanu zapasów • Wdrożenie systemu ułatwiającego zarządzanie zobowiązaniami i należnościami
Struktura i koszt kapitału	<ul style="list-style-type: none"> • Koszt kapitału • Poziom zadłużenia 	<ul style="list-style-type: none"> • Pozyskiwanie kapitału z odpowiednich źródeł • Pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania • Wyznaczenie i osiągnięcie optymalnego WACC • Wykorzystanie dźwigni finansowej
Okres przewagi konkurencyjnej	<ul style="list-style-type: none"> • Zwrot z inwestycji • Strategia rynkowa • Siła konkurencji 	<ul style="list-style-type: none"> • 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. 445–460.

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”⁸⁰. Podobnie jak przedstawione dotychczas klasyfikacje determinant wartości przedsiębiorstwa tak i to twierdzenie 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 rynkową przedsiębiorstwa⁸¹, to są one nadal często bagatelizowane.

3.5. 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 ESG⁸²), mają kluczowe znaczenie z perspektywy finansowej i inwestycyjnej spółki⁸³. Pozwalają one rozpoznać potencjalne szanse i zagrożenia związane z działalnością spółki⁸⁴. Jak zostało wspomniane, 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.

80 T. Rojek, *Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 46, s. 609–623.

81 G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2015, vol. 5(4), s. 210–233.

82 Szerzej na ten temat w podrozdziale 5.5 – *Scoringi i ratingi ESG badanych spółek*.

83 A. Amel-Zadeh, G. Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, „Financial Analysts Journal” 2018, vol. 74(3), s. 87–103.

84 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” 2020, vol. 74, s. 1–10.

Kwestia wpływu wyników ESG na wyniki finansowe przedsiębiorstwa, a ostatecznie na jej wartość, jest przedmiotem debaty od początku lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku⁸⁵. Według J.T. Hamiltona rynek może reagować na wyniki ESG przedsiębiorstw na trzy różne sposoby, mianowicie może⁸⁶:

- 1) 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 wartością rynkową;
- 2) 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 wyższą wartością rynkową takie podmioty, a dokładnie ich uczciwość i chęć działania w sposób etyczny;
- 3) ocenić wyniki ESG błędnie – ponieważ niektóre przedsiębiorstwa mogą prezentować nieprawdziwe wyniki ESG w celu osiągnięcia wyższej wartości rynkowej (tj. *greenwashing*) oraz biorąc pod uwagę, iż niemożliwe jest dokładne oszacowanie potencjalnych kosztów i korzyści wynikających z działań prowadzonych w obszarach ESG, rynek wycenia takie informacje błędnie (asymetria informacji).

Rozważania J.T. Hamiltona nie uwzględniają jednak czwartego scenariusza – rynek może w ogóle nie uwzględniać wyników ESG w wartości rynkowej 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 wyżej wymienionych scenariuszy⁸⁷.

85 G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance...*, s. 210–233.

86 J.T. Hamilton, *Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data*, „Journal of Environmental Economics and Management” 1995, vol. 28, s. 98–113.

87 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” 2016, vol. 28(2), s. 47–55; H. Löff, 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” 2022, vol. 46, 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” 2022, vol. 15(6), 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” 2022, vol. 26, s. 997–1061.

W zgodzie z prezentowanymi wcześniej założeniami finansów tradycyjnych oraz koncepcjami wartości dla akcjonariuszy i teorii agencji⁸⁸ początkowo zakładano, że związek 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 zmniejszenia emisji GHG w procesie produkcji dóbr). Wielu autorów wykazało, że sam fakt ujawniania przez spółki informacji na temat ESG prowadził do ujemnych zwrotów z akcji⁸⁹ oraz niższej wartości rynkowej w porównaniu z podmiotami, które w ogóle nie raportowały tego typu informacji⁹⁰. Jak stwierdzili V.L. Crisóstomo, S.F. Fatima oraz C.V. Felipe, 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 wartością rynkową podmiotu⁹¹.

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 przedsiębiorstw⁹², co z kolei jest zgodne z koncepcją wartości dla interesariuszy⁹³. Podmioty o lepszych wynikach ESG powinny zatem osiągać wyższą wartość 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 wartością rynkową jest

88 Y. Yang, H. Zhang, *Review of Research on ESG Performance, Executive Background and Firm Value*, „Frontiers in Humanities and Social Sciences” 2024, vol. 4(3), s. 141–150; G. de la Fuente, P. Velasco, *Pretending to be Sustainable: Is ESG Disparity a Symptom?*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2024, vol. 20, 100418.

89 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” 2005, vol. 28(5), s. 430–441; T. Lyon, Y. Lu, X. Shi, Q. Yin, *How Do Investors Respond to Green Company Awards in China?*, „Ecological Economics” 2013, vol. 94, s. 1–8.

90 S. Marsat, B. Williams, *Does the Market Value Social Pillar?*, 2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419387 (dostęp: 15.11.2023).

91 V.L. Crisóstomo, S.F. Fatima, C.V. Felipe, *Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil*, „Social Responsibility Journal” 2011, vol. 7, s. 295–309.

92 M.E. Porter, M.R. Kramer, *Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism – And Unleash a Wave of Innovation and Growth*, [w:] G.G. Lenssen, N.C. Smith (red.), *Managing Sustainable Business: An Executive Education Case And Textbook*, Springer, Dordrecht 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” 2019, vol. 20(4), s. 481–496.

93 R.E. Freeman, A.C. Wicks, B. Parmar, *Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited*, „Organizational Science” 2004, vol. 15(3), s. 364–369; X. Yu, K. Xiao, *Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises*, „Sustainability” 2022, vol. 14, 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” 2023, vol. 25, s. 162–179.

silniejszy⁹⁴. Jeszcze inni badacze donoszą, że działalność przedsiębiorstw w obszarach ESG przyczynia się do obniżenia kosztu kapitału⁹⁵, wyższej ceny akcji⁹⁶ oraz do wzrostu ponadprzeciętnych zwrotów z akcji (*Buy-and-Hold Abnormal Return* – BHAR)⁹⁷. Autorzy podkreślają również, że kluczowe znaczenie dla poprawy wyników rynkowych ma raczej ujawnianie informacji ESG, a nie wyniki ESG same w sobie⁹⁸. Spółki, które ujawniają informacje ESG, są postrzegane przez inwestorów jako stabilne i godne zaufania, o silnej pozycji rynkowej, takie, 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, czy nie⁹⁹.

Choć badania naukowców dowodzą ściśle pozytywnego lub negatywnego oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa, to empiryczne dociekania innych potwierdzają również istnienie podstaw do twierdzenia, iż zależność ta ma niejednoznaczny charakter¹⁰⁰ lub wykazują brak statystycznie istotnego związku między tymi dwiema zmiennymi¹⁰¹. Mieszany wpływ wyników ESG na wartość spółki dokumentują J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii i S. Managi, lecz jednocześnie podkreślają oni, że związek między wynikami ESG a wartością rynkową przedsiębiorstwa ma przede wszystkim pozytywny charakter¹⁰². Podobne wyniki otrzymał A. Gawęda, zastrzegając, że kierunek wpływu wyników ESG na wartość spółki jest uzależniony od sektora, do którego spółka przynależy¹⁰³.

94 G. Dorfleitner, S. Utz, M. Wimmer, *Patience Pays off – Corporate Social Responsibility and Long-term Stock Returns*, „Journal of Sustainable Finance & Investment” 2018, vol. 8(2), s. 132–157.

95 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” 2014, vol. 33, s. 328–355.

96 M. Khan, *Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World*, „Financial Analysts Journal” 2019, vol. 75(4), s. 103–123.

97 H. Hong, M. Kacperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, vol. 93(1), s. 15–36; S. Koh, R. Durand, M. Limkriangkrai, *The Value of Saints and the Price of Sin*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2015, vol. 35, s. 56–72.

98 J. Derwall, N. Guenster, R. Bauer, K. Koedijk, *The Eco-efficiency Premium Puzzle*, „Financial Analysts Journal” 2015, vol. 61(2), 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” 2015, vol. 34, s. 336–361.

99 J. Derwall, N. Guenster, R. Bauer, K. Koedijk, *The Eco-Efficiency...*

100 M. Orlitzky, F.L. Schmidt, S.L. Rynes, *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis*, „Organization Studies” 2003, vol. 24(3), s. 403–441; G. Friede, T. Busch, A. Basen, *ESG and Financial Performance...*, s. 210–233.

101 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” 2012, vol. 37(2), s. 135–151.

102 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” 2019, vol. 28(2), s. 286–300.

103 A. Gawęda, *ESG Rating...*

Z kolei J.-J. Han, H.J. Kim oraz J. Yu, wykorzystując poszczególne komponenty scoringu ESG, a więc scoringi E, S i G, wykazują ujemny wpływ scoringu E na wyniki inwestycyjne przedsiębiorstwa, brak zależności odnośnie do scoringu S i dodatni związek w przypadku scoringu G¹⁰⁴. 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 właścicielami¹⁰⁵.

Jak wskazuje M.L. Wu, głównym źródłem zróżnicowania wyników badań odnośnie do wpływu wyników ESG spółek na ich wartość rynkową jest sama wartość rynkowa przedsiębiorstwa, a dokładniej sposób jej pomiaru¹⁰⁶. 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 3.5).

Tabela 3.5. Przegląd badań wybranych autorów pod względem wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa

Wpływ wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa	Miara wartości przedsiębiorstwa	Autor(zy) badań (rok)
1	2	3
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)	

104 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” 2016, vol. 1, s. 61–76.

105 J.E. Humphrey, D.D. Lee, Y. Shen, *The Independent...*

106 M.L. Wu, *Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis*. „The Journal of American Academy of Business” 2006, vol. 8(1), s. 163–171.

Tab. 3.5 (cd.)

1	2	3
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 i 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” 2007, vol. 15(2), s. 345–358; D. Peiris, J. Evans, *The Relationship between Environmental Social Governance Factors and U.S. Stock Performance*, „Journal of Investing” 2010, vol. 19, s. 104–112; A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure*, „Global Finance Journal” 2018, vol. 38, 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” 2021, vol. 39, s. 1–7; H. Naffa, M. Fain, *A Factor Approach to the Performance of ESG Leaders and Laggards*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–8; N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, „European Financial Management” 2011, vol. 17(4), s. 679–704; M. Khan, *Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World*, „Financial Analysts Journal” 2019, vol. 75(4), s. 103–112; 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” 2022, vol. 15(6), s. 237–253; G. Filbeck, R. Gorman, X. Zhao, *The „Best Corporate Citizens”: Are They Good for Their Shareholders?*, „Financial Review” 2009, vol. 44, s. 239–262; A. Buallay, *Between Cost and Value: Investigating the Effects of Sustainability Reporting on a Firm’s Performance*, „Journal of Applied Accounting Research” 2019, vol. 20(4), s. 481–496; J. Nollet, G. Filis, E. Mitrokostas, *Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Non-linear and Disaggregated Approach*, „Economic Modelling” 2016, vol. 52, 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” 2016, vol. 17(3), s. 461–471; S. Brammer, C. Brooks, S. Pavelin, *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*, „Financial Management” 2006, vol. 35(3), s. 97–116; K. Fisher-Vanden, K.S. Thorburn, *Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth*, „Journal of Environmental Economics and Management” 2011, vol. 62, 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” 2020, vol. 29(8), s. 3261–3272; J. Xie, W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, S. Managu, *Do Environmental, Social, and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?*

„Business Strategy and the Environment” 2019, vol. 28(2), s. 286–300; S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or Action: Evaluating ESG Behaviour towards Financial Performance*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–7; 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” 2016, vol. 1, s. 61–76; S. Shanaev, B. Ghimire, *When ESG Meets AAA: The Effect of ESG Rating Changes on Stock Returns*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 46, s. 1–7; J.E. Humphrey, D.T. Tan, *Does It Really Hurt to Be Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2014, vol. 122, s. 375–386; P. Velte, *Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany*, „Journal of Global Responsibility” 2017, vol. 80(2), s. 169–178.

Naukowcy w prowadzonych badaniach nadal koncentrują się na ocenie wpływu wyników ESG spółki na jej wyniki rynkowe, a w szczególności wartość rynkową przedsiębiorstwa, co czyni tę problematykę aktualną. Co więcej, istotność tematu wynika z tego, 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 skorzystałoby również pozostali interesariusze przedsiębiorstw. Jednak związek między wynikami ESG a rynkowymi nadal nie został zdefiniowany, a nowe badania dostarczają wiele wątpliwości i niepewności na ten temat¹⁰⁷, co wskazuje na istnienie istotnej luki badawczej w tym obszarze.

3.6. Podsumowanie

Wartość jest pojęciem złożonym oraz sprawiającym trudności interpretacyjne. Każda dyscyplina nauki może postrzegać to zjawisko w sposób odrębny, co nie ułatwia jego definiowania. Pojęcie wartości, podobnie jak pojęcie ESG, nabiera sensu interpretacyjnego dopiero w połączeniu z przedmiotem, do którego się odnosi, ponieważ wartość nie występuje samoistnie.

Wartość rynkowa przedsiębiorstwa co do zasady odnosi się do składników jego 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, którą 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

107 R.P. Gregory, *Why ROE, ROA, and Tobin's Q in Regressions Aren't Good Measures of Corporate Financial Performance for ESG Criteria*, 2021, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3775789>

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 rynkową przedsiębiorstwa w sposób optymalny.

Tak jak istnieją różne podejścia do interpretacji wartości przedsiębiorstwa, tak istnieją różne metody jego wyceny. Najpopularniejsza 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. Odnośnie do technik pomiaru wartości przedsiębiorstwa należy mieć na uwadze to, iż nie ma jednej słusznej metody wyceny. Wszystkie narzędzia mają 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 wątplenia czynnikami o najsilniejszym oddziaływaniu na wartość są te, które odnoszą się do kwestii finansowych przedsiębiorstwa. Przy ponoszeniu określonego ryzyka zasadne 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 mają zdolność kształtowania wartości spółki. W obliczu rosnącej potrzeby zrównoważenia działalności gospodarczej wobec presji wywieranej przez organizacje międzynarodowe (np. UE) oraz kraje, w których spółki funkcjonują, możliwe jest, iż rola wyników ESG w przyszłości wzrośnie do poziomu tych finansowych.

Rozdział IV

Polityka Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów przedsiębiorstw

4.1. 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 zaspokojeniu oczekiwań społecznych. Oprócz poniesienia nakładów kapitałowych niezbędne jest 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)¹ 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

¹ Z uwagi na to, iż Wielka Brytania była państwem członkowskim UE od momentu jej założenia (tj. 1993 roku) i odłączyła się od niej względnie niedawno, dla uproszczenia przyjęto, iż gdy mowa o państwach członkowskich Unii Europejskiej, to mowa również o Wielkiej Brytanii.

za najbardziej kompleksową oraz efektywną w skali globalnej². 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 ustawodawstw 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 obszarze³. Pojawienie się polityki dotyczącej zrównoważonych finansów w UE stanowi interesujący fakt, odzwierciedla bowiem 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 gospodarki⁴. Działania UE na rzecz zrównoważonych finansów – podobnie jak miało to miejsce w przypadku działań na poziomie globalnym – charakteryzuje mnogość oraz różnorodność (zob. tabela 4.1).

Tabela 4.1. Najważniejsze inicjatywy i regulacje Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od początku XXI wieku

Nazwa działania	Opis działania
1	2
Europejska Grupa Doradcza do spraw Sprawozdawczości Finansowej (European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG)	Prywatne stowarzyszenie założone w 2001 roku we współpracy z Komisją Europejską. Celem EFRAG jest pełnienie funkcji doradcy technicznego Komisji Europejskiej w zakresie opracowania wdrożenia międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej (<i>International Financial Reporting Standards</i> – IFRS) publikowanych przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB) oraz wybranych działań UE dotyczących sprawozdawczości niefinansowej (np. dyrektywa 2022/2464/EU i europejskie standardy raportowania zrównoważenia).

2 H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance. Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, „Journal of Business Ethics” 2021, vol. 177, s. 193–212.

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

4 T. Dyllick, K. Muff, *Clarifying the Meaning of Sustainable Business. Introducing a Typology from Business-as-usual to True Business Sustainability*, „Organization & Environment” 2016, vol. 29(2), 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” 2016, vol. 59(6), s. 1880–1895; F.W. Geels, B.K. Sovacool, T. Schwanen, S. Sorrell, *Sociotechnical Transitions for Deep Decarbonization*, „Science” 2017, vol. 357(6357), s. 1242–1244.

1	2
<p>Dyrektywa 2003/87/WE z dnia 13 października 2003 r. 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</p>	<p>Bazujące na zapisach Protokołu z Kioto przepisy prawne z 2003 roku wprowadzające w życie w 2005 roku Europejski System Handlu Emisjami (<i>European Union Emission Trading System – EU-ETS</i>). System ten na mocy wprowadzonych regulacji umożliwia handel uprawnieniami do emisji (<i>European Union Allowance – EUA</i>) podmiotom gospodarczym państw członkowskich UE, Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (<i>European Free Trade Association – EFTA</i>) i częściowo z Wielkiej Brytanii, których działalność w znaczącym stopniu przyczynia się do emisji CO₂, N₂O oraz f-gazów.</p>
<p>Dyrektywa 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (<i>Non-Financial Reporting Directive – NFRD</i>)</p>	<p>Regulacja, która weszła w życie w 2014 roku i miała zastosowanie po raz pierwszy od 2018 roku, za 2017 rok. Obliguje ona 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.</p>
<p>Unia Rynków Kapitałowych (<i>Capital Markets Union – CMU</i>)</p>	<p>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, przyjmując plan CMU 2.0, który ma umożliwić realizację początkowego celu inicjatywy oraz dodatkowo budowę zrównoważonej gospodarki UE.</p>
<p>Grupa Ekspertów Wysokiego Szczebla do spraw Zrównoważonych Finansów (<i>High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG</i>)</p>	<p>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).</p>

Tab. 4.1 (cd.)

1	2
Dyrektywa 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. 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.
<i>Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego (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 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)	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.
<i>Europejski Zielony Ład (European Green Deal – EUGD)</i>	Część strategii Komisji Europejskiej uwzględniająca działania konieczne do realizacji SDGs. Został przedstawiony w 2019 roku jako plan budowy zrównoważonej gospodarki UE zmierzający do realizacji celów klimatycznych do 2030 roku (redukcja emisji netto gazów cieplarnianych o co najmniej 55% względem 1990 roku) i uczynienia 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).

1	2
Rozporządzenie 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie 2019/2088. Rozporządzenia delegowane: 2021/2139, 2021/2178 i 2022/1214 (<i>EU Taxonomy</i>)	Rozporządzenie 2020/852, określane mianem taksonomii UE, 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. greenwashingiem).
Rozporządzenie 2021/1119 z dnia 30 czerwca 2021 r. w sprawie ustanowienia ram na potrzeby osiągnięcia neutralności klimatycznej i zmiany rozporządzeń (WE) nr 401/2009 i (UE) 2018/1999 (<i>European climate law</i>)	Akt ustawodawczy w ramach EUGD, stanowiący europejskie prawo o klimacie. Rozporządzenie ma zastosowanie od 2021 roku, a 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 klimatycznej w UE do 2050 r., 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 (<i>Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD</i>)	Przepisy prawne obowiązujące od 2023 roku oraz mające zastosowanie po raz pierwszy w 2024 roku. Dyrektywa ta obowiązuje 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* (<i>European Sustainability Reporting Standards – ESRS</i>)	Celem opublikowanych w 2022 roku ESRS jest dostarczenie usystematyzowanych wytycznych raportowania przez wybrane podmioty gospodarcze informacji związanych z wpływem ich działalności na obszary ESG. Zostały opracowane w ramach czterech grup, z podziałem na przekrojowe oraz związane ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem i łańcuchem korporacyjnym.

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

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Financial Reporting Advisory Group, *About us*, b.r., <https://www.efrag.org/en/about-us> (dostęp: 3.07.2023); European Commission, Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003 establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community

and amending Council Directive 96/61/EC, 2023, <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2003/87/oj/eng> (dostęp: 9.02.2023); Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE, 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> (dostęp: 31.01.2023); European Commission, *A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan*, 2020, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 3.07.2023); European Commission, *European Commission appoints members of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, 2016, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4502 (dostęp: 3.07.2023); Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828, 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828> (dostęp: 31.01.2023); European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final), 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097> (dostęp: 30.06.2023); Komisja Europejska, *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego COM(2018) 97 final*, 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097> (dostęp: 30.06.2023); Komisja Europejska, *Europejski Zielony Ład*, 2019, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0016.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 1.07.2023); Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PL> (dostęp: 31.01.2023); Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/1119, 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32021R1119> (dostęp: 1.02.2023); Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU, 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN> (dostęp: 1.02.2023); European Financial Reporting Advisory Group, *First Set of draft ESRS*, b.r., <https://www.efrag.org/en/sustainability-reporting/esrs/sector-agnostic/first-set-of-draft-esrs> (dostęp: 11.07.2023).

Zawarte w tabeli 4.1 działania UE na rzecz zrównoważonych finansów nie stanowią zbioru zamkniętego⁵. W ich ramach można wyszczególnić inicjatywy i regulacje, natomiast w skład regulacji wchodzi dyrektywy oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE), którym towarzyszyć mogą decyzje, zalecenia i opinie tych organów⁶.

5 W tabeli 4.1 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 monografii. 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 Strategy*) oraz Strategia „od pola do stołu” (*Farm to Fork Strategy*), gdyż uznano, iż nie dotyczą wprost omawianego zagadnienia lub dotyczą go tylko fragmentarycznie.

6 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

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 zagrażających 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), a 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 roku⁷. Jak podkreśla H. Ahlström, zjawisko to jest rezultatem negatywnych efektów globalnego kryzysu finansowego, mającego miejsce w 2008 roku, oraz kryzysu w strefie euro rok później⁸. 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 podmiotom⁹, 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 późniejszym¹⁰. 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

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*, b.r., https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pl (dostęp: 12.02.2023).

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

8 J. Kraciuk, *Kryzys finansowy strefy euro*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2013, t. 4, nr 64, s. 125–132; H.D. Gibson, T. Palivos, G.S. Tavlvas, *The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview*, „Journal of Macroeconomics” 2014, vol. 39, s. 233–239; H. Ahlström, *Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance*, „Sustainability” 2019, vol. 11(499), s. 1–22.

9 European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth*, 2010, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52010DC0301> (dostęp: 15.05.2023); European Commission, *Green paper – The EU corporate governance framework*, 2011, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52011DC0164> (dostęp: 15.05.2023).

10 H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*

do zrównoważonych finansów. Uległo to zmianie dopiero w 2014 roku, kiedy UE przyjęła dyrektywę 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive – NFRD) 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 (Capital Markets Union – CMU), 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 (tzw. 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 Grupa Ekspertów Wysokiego Szczebla do spraw Zrównoważonych Finansów (High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG), 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 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR), którego głównym założeniem było uczynienie działań podmiotów sektora finansowego bardziej transparentnymi, nie pozostawiając miejsca dla greenwashingu produktów i usług finansowych. W tym samym roku zaprezentowany został również *Europejski Zielony Ład* (*European Green Deal – EUGD*), 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 zapewnienia większej niż dotychczas użyteczności informacji ESG publikowanych przez zobligowane do tego podmioty (m.in. poprzez wprowadzenie w życie dyrektywy 2022/2464/EU oraz przedstawienie europejskich standardów raportowania zrównoważenia). Przyjmując za D. Buschem, G. Ferrarini oraz A. van der Hurkiem, 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 na¹¹:

- 1) zaangażowaniu społeczeństwa – zapewnieniu technicznego oraz finansowego wsparcia obywatelom krajów członkowskich UE w celu ułatwienia im dokonywania inwestycji w zrównoważone przedsięwzięcia;

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

- 2) standaryzacji – ustanowieniu taksonomii zrównoważonych finansów, a także wprowadzeniu spójnych standardów ujawniania informacji przez wybrane podmioty oraz wiarygodnego systemu oznakowań dla zrównoważonych produktów i usług oferowanych na terenie krajów członkowskich UE;
- 3) ujawnianiu informacji – objęciu obowiązkiem ujawniania informacji ESG przez wybrane przedsiębiorstwa, ustanowieniu benchmarku dla działalności zrównoważonej oraz zachęceniu agencji ratingowych (zarówno agencji credit ratingowych, jak i agencji ratingowych ESG) do rzetelnej implementacji informacji ESG do ich systemu ocen;
- 4) ładzie korporacyjnym – zachęceniu przedsiębiorstw do formułowania strategii włączających kwestie ESG do działalności przedsiębiorstw w celu długoterminowego kreowania wartości wspólnej, powodujących odejście od short-termizmu;
- 5) regulacji działalności podmiotów sektora finansowego – wprowadzeniu 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 najważniejsze 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 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 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 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD). Ważne jest również założenie, iż informacje ESG (a zwłaszcza te o istotnym znaczeniu dla odbiorców sprawozdań niefinansowych) muszą być ujawniane w sposób zrozumiały, weryfikowalny, porównywalny i wiernie przedstawiający rzeczywistość¹². Niezbędna jest standaryzacja wymogów raportowania informacji ESG przez poszczególne podmioty gospodarcze, 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. Pojedyncze jednostki informacyjne na temat działań przedsiębiorstw w obszarach ESG

12 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE, 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> (dostęp: 31.01.2023).

(np. stosowanie polityki oszczędności energii) bez objaśnień dotyczących efektów tych aktywności (np. o ile mniej energii zużyto na skutek wdrożenia stosownej polityki) wyróżniają się bowiem brakiem wartości. Rozwiązaniem UE w tym zakresie ma być powstanie europejskich standardów raportowania zrównoważenia (*European Sustainability Reporting Standards* – ESRS). Na szczególną uwagę zasługują regulacje UE w zakresie sprawozdawczości informacji ESG (czyli NFRD i CSRD)¹³ przez przedsiębiorstwa, ujednoczenie pojęcia zrównoważonej środowiskowo działalności (czyli taksonomia UE), a także spójne standardy raportowania tego rodzaju informacji (tj. ESRS)¹⁴. To głównie poprzez nie rozwijane będą polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów w przyszłości¹⁵, gdyż mają one „podstawowe znaczenie dla zarządzania przemianą w kierunku zrównoważonej gospodarki światowej za pomocą połączenia długoterminowej rentowności ze sprawiedliwością społeczną i ochroną środowiska”¹⁶.

4.2. 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 środowisko¹⁷. Brak ogólnie przyjętych wskaźników, metod pomiaru i wyceny ryzyka ESG, a także brak zarządzania tą kategorią to ważne przeszkody dla wysiłków i starań podejmowanych przez przedsiębiorstwa na rzecz zrównoważenia swojej działalności. Dodatkowo brak dostępu

13 Regulacje UE wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji ESG omówiono w podrozdziale 4.2 – *Regulacje Unii Europejskiej wobec przedsiębiorstw w zakresie sprawozdawczości informacji niefinansowych*.

14 Standardy raportowania informacji ESG przez wybrane przedsiębiorstwa omówiono w podrozdziale 4.3 – *Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (ESRS)*.

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

16 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE.

17 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU, 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN> (dostęp: 1.02.2023).

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 zaspokoiłyby popyt na rzetelne i porównywalne informacje na temat wpływu działalności przedsiębiorstw na ich otoczenie¹⁸.

4.2.1. 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 r. 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 r. 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 pozostała niska¹⁹. Odpowiedzią UE na zgłaszany przez uczestników otoczenia gospodarczego popyt na tego rodzaju informacje była dyrektywa 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE 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). Została ona wdrożona w 2014 roku, a jej transpozycja w państwach członkowskich miała miejsce do końca 2016 roku, przedsiębiorstwa sprawozdawały zatem według dyrektywy po raz pierwszy za 2017 rok, z kolei sprawozdania te były dostępne dopiero w 2018 roku²⁰. Postanowienia dyrektywy obowiązują 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

18 *Ibidem*.

19 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.

20 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE.

i wysokiego poziomu we wszystkich państwach członkowskich. Według tej dyrektywy przedsiębiorstwa powinny sprawozdawać co najmniej na temat kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych, poszanowania praw człowieka²¹ oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu²². 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) nakładanie stosownych kar na podmioty generujące negatywne efekty zewnętrzne²³.

Obowiązkiem sprawozdawania wskazanych w dyrektywie informacji niefinansowych objęte były duże przedsiębiorstwa²⁴, będące jednostkami interesu publicznego²⁵, które w ciągu poprzedniego roku obrotowego przekroczyły kryterium średniej liczby 500 zatrudnionych pełnoetatowych pracowników (*Full-Time Employee* – FTE). Tym samym podmioty spełniające powyższe kryteria były

21 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)*, 2017, [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).

22 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE.

23 Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*

24 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 (*Full-Time Equivalent* – FTE) w roku obrotowym – 250 pracowników/pełnych etatów – Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE, 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0034> (dostęp: 12.07.2023).

25 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.

zobligowane do ujęcia w stosownym sprawozdaniu (docelowo w sprawozdaniu z działalności) informacji odnoszących się do obszarów ESG w stopniu niezbędnym do zrozumienia wpływu sytuacji, wyników, rozwoju i ich działalności na otoczenie (zob. tabela 4.2).

Tabela 4.2. Elementy sprawozdań niefinansowych wybranych przedsiębiorstw według dyrektywy 2014/95/EU

Element sprawozdania według NFRD	Opis elementu	Przykłady ujawnianych informacji
1	2	3
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 przedsiębiorstwo przekształca 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.	<ul style="list-style-type: none"> • 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 konkurencyjnym i zrównoważonym. • Rynki, na których podmiot działa. • Cechy charakterystyczne rynków, na których podmiot funkcjonuje.
Opis polityk stosowanych w odniesieniu do kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu	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 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.	<ul style="list-style-type: none"> • Osoby odpowiedzialne za ustanawianie, wdrażanie i monitorowanie konkretnej polityki (np. w kwestiach związanych z klimatem). • Rola i obowiązki zarządu i (lub) rady nadzorczej odnośnie do prowadzonych polityk. • Sposób, w jaki identyfikuje się i ocenia zagrożenia związane z ESG.

Tab. 4.2 (cd.)

1	2	3
Wynik polityk stosowanych w odniesieniu do kwestii środowiskowych, społecznych, pracowniczych, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu	Podmioty zobowiązane powinny przedstawić użyteczny i rzetelny obraz wyników swoich polityk. Ujawnianie informacje w tym zakresie powinny pomóc inwestorom oraz innym interesariuszom zrozumieć i monitorować wyniki przedsiębiorstwa, a także wyjaśniać związki zachodzące między wynikami finansowymi a niefinansowymi.	<ul style="list-style-type: none"> • 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 rozwoju 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.	<ul style="list-style-type: none"> • 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 ze wskaźnikami faktycznie stosowanymi przez przedsiębiorstwo w ramach jego procesów wewnętrznych 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: <ul style="list-style-type: none"> • 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; Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*

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 miałooby szkodliwy wpływ na sytuację przedsiębiorstwa, dopuszczalny był brak sprawozdawania przez przedsiębiorstwo wymaganych informacji w sposób szczegółowy. Konieczne było jednak w tym wypadku, aby dany podmiot opublikował streszczenie wspomnianych informacji lub zgodnie z zasadą „zastosuj się lub wyjaśnij” (*comply or explain*) przedstawił szczegółowe przesłanki takiej decyzji²⁶. Zwolnienie z obowiązku sprawozdawczego mogło się odbyć jedynie za zgodą państwa członkowskiego UE, będącego siedzibą podmiotu. Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych nie zobowiązywała podmiotów do raportowania według konkretnych standardów, lecz dopuszczała stosowanie dowolnych krajowych, unijnych lub międzynarodowych²⁷ zasad ramowych raportowania z zastrzeżeniem wskazania, z jakich zasad podmiot korzysta²⁸.

W celu ograniczenia obciążeń administracyjnych do minimum (w przypadku grup kapitałowych) NFRD zwalniała z obowiązku sprawozdawczego podmioty zależne w grupie kapitałowej pod warunkiem, że podmioty te były objęte skonsolidowanym sprawozdaniem podmiotu dominującego lub odrębnym sprawozdaniem innego podmiotu w grupie²⁹. 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

26 R. Kamiński, *Zrównoważony rozwój...*, s. 160–161.

27 Dyrektywa NFRD dopuszcza sprawozdawanie informacji niefinansowych według 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...*

28 *Ibidem*.

29 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE.

obejmowała małych i średnich przedsiębiorstw, których zasoby są znacznie mniejsze niż dużych spółek³⁰.

Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych 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 do obrotu na rynku regulowanym³¹ (tj. takim, który jest do pewnego stopnia nadzorowany albo kontrolowany przez rząd lub ustanowiony organ publiczny). Państwa członkowskie z uzasadnionych przyczyn mogły 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 państwa³².

Jak wskazała Komisja Europejska, po pięciu latach od wdrożenia NFRD okazało się, że dyrektywa ta ma liczne wady oraz wymaga wprowadzenia wielu poprawek. Jest to jednak naturalne dla działań wprowadzanych po raz pierwszy. Do głównych niedociągnięć NFRD należy zaliczyć przede wszystkim³³:

- 1) ograniczenie obowiązków sprawozdawczych jedynie do największych podmiotów;
- 2) dobrowolność wykorzystania zasad ramowych w zakresie sprawozdawania informacji niefinansowych;

³⁰ *Ibidem*.

³¹ 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 (*Over The Counter – OTC*) oraz 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.

³² Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE.

³³ Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące...*

- 3) brak narzucenia na państwa członkowskie obowiązku 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)³⁴, to pod kątem liczebności 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 okresie³⁵. Po drugie, dobrowolność zasad ramowych – mimo iż stwarzała względnie korzystną sytuację dla przedsiębiorstw raportujących z uwagi na szerokie spektrum potencjalnych wytycznych raportowania – kompletnie zaprzeczała porównywalności oraz zwiększeniu transparentności podmiotów w UE, które dyrektywa miała zapewnić. Było to podyktowane 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 mógłby prowadzić do zatwierdzania sprawozdań, w których podmioty nie ujawniałyby żadnych informacji, a jedynie uzasadnienie takiego stanu rzeczy.

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

Jak już wspomniano, zgodnie z opinią Komisji Europejskiej NFRD w wielu obszarach zawodziła oraz nie spełniała zamierzonej roli³⁶. 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

34 A. Gawęda, *Sustainability Reporting: Case of European Stock Companies*, „European Journal of Sustainable Development” 2021, vol. 10(4), s. 41–53.

35 Szerzej o praktyce sprawozdawczości informacji niefinansowych w podrozdziale 4.4 – *Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w Wielkiej Brytanii*.

36 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).

rodzaju informacji w UE była nadal względnie niewielka. Rozwiązaniem tej sytuacji ma być wprowadzenie obowiązku sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju³⁷ 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 w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, czyli CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), która wprowadza liczne zmiany oraz ulepszenia względem NFRD³⁸.

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”)³⁹.

Choć CSRD weszła w życie 2023 roku, to do ustawodawstwa państw członkowskich UE miała być wprowadzana w trzech fazach – w okresie od 2024 do 2026 roku, a każda kolejna miała obejmować obowiązkiem sprawozdawczym coraz więcej przedsiębiorstw. Pierwsza faza (w odniesieniu do lat obrotowych rozpoczynających się 1 stycznia 2024 roku lub po tym dniu) miała dotyczyć 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 miały zostać dołączone 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) miała objąć natomiast pozostałe (tj. małe i średnie) jednostki interesu publicznego, z wyjątkiem mikroprzedsiębiorstw⁴⁰. Oznacza to, że pierwsze sprawozdania raportowane

37 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.

38 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU.

39 Z uwagi na to, 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*, 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021SC0150> (dostęp: 12.06.2023).

40 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; Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU.

zgodnie z CSRD w poszczególnych fazach miały się pojawić odpowiednio w 2025 (faza pierwsza), 2026 (faza druga) oraz 2027 roku (faza trzecia). Jednakże 14 kwietnia 2025 roku Parlament Europejski przyjął dyrektywę 2025/794 zmieniającą m.in. dyrektywę CSRD (UE) 2022/2464. Dyrektywą 2025/794 między innymi⁴¹:

- 1) ograniczono zakres przedsiębiorstw wskazanych w CSRD, które miały podlegać obowiązkowi raportowania informacji na temat zrównoważonego rozwoju⁴²;
- 2) odroczone o dwa lata stosowanie wszystkich wymogów sprawozdawczych dla objętych spółek;
- 3) przyjęto uproszczenie ESRS dla spółek objętych CSRD, polegające na zmniejszeniu liczby punktów danych raportowanych, wyjaśnieniu przepisów uznanych za niejasne oraz poprawie spójności z innymi aktami prawnymi;
- 4) ustalono „limit łańcucha wartości” (*value chain cap*), polegający na przyjęciu przez Komisję Europejską w drodze aktu delegowanego dobrowolnego standardu sprawozdawczości, który ogranicza zakres informacji, których spółki lub banki objęte CSRD mogą żądać od spółek w swoich łańcuchach wartości zatrudniających mniej niż 1000 pracowników;
- 5) zrezygnowano z sektorowych ESRS;
- 6) przyjęto nieobowiązkową taksonomię dla przedsiębiorstw poniżej 1000 osób oraz wprowadzono odstępstwa dobrowolności dla przedsiębiorstw zatrudniających ponad 1000 pracowników i osiągających obroty poniżej 450 mln EUR.

Niemniej obowiązkiem sprawozdawczym objęte będą wskazane przedsiębiorstwa oraz ich podmioty zależne i oddziały z państw trzecich, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz których grupy kapitałowe lub jednostki zależne za każde 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)⁴³. Podobnie jak w wypadku NFRD podmioty zależne i dominujące podlegające sprawozdaniu innych podmiotów 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

41 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/794, 2025, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32025L0794> (dostęp: 1.06.2025).

42 Wymogi sprawozdawcze mają pozostać wyłączenie dla przedsiębiorstw zatrudniających ponad 1000 pracowników i mających albo obrót powyżej 50 mln EUR, albo sumę bilansową powyżej 25 mln EUR. Spółki zatrudniające do 1000 pracowników i osiągające obroty do 50 milionów EUR mają zostać wyłączone z zakresu CSRD.

43 Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU.

rozwoju tych podmiotów zostały zawarte (np. umieszczając odnośniki do strony internetowej i sprawozdań obejmujących dany podmiot zależny odnośnie do informacji na temat zrównoważonego rozwoju)⁴⁴.

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”⁴⁵. 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 miałyby umożliwić inwestorom lepsze zrozumienie rozbieżności między wartością księgową przedsiębiorstw (np. kapitału własnego) a ich wartością rynkową (np. wartością kapitalizacji rynkowej), czyli częstej sytuacji niedowartościowania lub przewartościowania podmiotów przez rynek⁴⁶.

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. Informacje, o których mowa, mają obejmować dane zarówno jakościowe, jak i ilościowe⁴⁷.

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 się⁴⁸:

- 1) zwięzły opis modelu biznesowego oraz strategii biznesowej, w tym:
 - odporność modelu i strategii na ryzyka związane ze zrównoważonym rozwojem;

44 *Ibidem*.

45 *Ibidem*.

46 *Ibidem*.

47 *Ibidem*.

48 *Ibidem*.

- nowe możliwości w obszarach ESG związane ze zrównoważonym rozwojem;
 - plany i działania o charakterze finansowym i inwestycyjnym, służące zapewnieniu, że model i strategia będą uwzględniać przejście na zrównoważoną gospodarkę, realizację celów Porozumienia paryskiego, dążenie do osiągnięcia neutralności klimatycznej do 2050 roku w UE oraz narażenie na działalność związaną z węglem, ropą naftową i gazem;
 - 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;
 - informacje na temat sposobu wdrożenia strategii w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
- 2) 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;
 - 3) 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;
 - 4) opis polityk podmiotu odnośnie do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
 - 5) informacje o funkcjonowaniu systemów motywacji dotyczących kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem oferowanych kierownictwu, zarządowi oraz radzie nadzorczej;
 - 6) opis:
 - zastosowanego procesu zapewnienia należytej staranności w odniesieniu do kwestii związanych ze zrównoważonym rozwojem;
 - 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;
 - 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;
 - 7) 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;

- 8) wskaźniki istotne w odniesieniu do ujawnionych informacji, o których mowa w powyższych punktach.

Dyrektywa 2022/2464/UE 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 rozwoju⁴⁹. Atestacja ma skutkować opinią stosownego podmiotu dającą 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 delegowanych⁵⁰.

Dyrektywa 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 otoczenie⁵¹.

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 granicami⁵². Bez zmian 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 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

49 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 – *ibidem*.

50 *Ibidem*.

51 *Ibidem*.

52 *Ibidem*.

będą miały status porównywalny do informacji finansowych, a także umożliwić zharmonizowanie sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju w UE.

4.3. 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 przeznaczały 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 mieć charakter zarówno kwantytatywny (ilościowy), jak i kwalitatywny (jakościowy)⁵³. Kluczowe dla podmiotów objętych przez CSRD obowiązkiem sprawozdawania informacji ESG według ESRS jest również to, 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*⁵⁴).

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. Członkowie, którzy nie zgadzają się z poglądem większości kwalifikowanej,

⁵³ *Ibidem*.

⁵⁴ 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 – *ibidem*.

są zobowiązani do uzasadnienia swojej decyzji⁵⁵. Pierwszy zestaw europejskich standardów raportowania zrównoważenia został przyjęty na zasadzie konsensusu⁵⁶ oraz przedstawiony Komisji Europejskiej 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 roku⁵⁷.

Pierwszy zestaw ESRS dostarcza łącznie 82 obowiązki ujawnień informacji (*Disclosure Requirements* – DRs), 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 4.3).

Tabela 4.3. Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważenia (*European Sustainability Reporting Standards* – ESRS)

Rodzaj standardu	Oznakowanie (liczba ujawnień w ramach standardu)	Cele standardu	Przykłady ujawnianych informacji
1	2	3	4
Przekrojowy (<i>Cross-cutting</i>)	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
Przekrojowy (<i>Cross-cutting</i>)	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

55 European Financial Reporting Advisory Group, *Exposure Draft: EFRAG due process procedures for the EFRAG financial reporting activities*, 2024, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/EFRAG%20Exposure%20Draft%20-%20FR%20Due%20Process%20Procedures-September%202024.pdf> (dostęp: 23.10.2023).

56 Jeden z dwudziestu dwóch członków EFRAG Sustainability Reporting Board wstrzymał się od głosu, przy czym reszta zaakceptowała przygotowany zestaw standardów – *ibidem*.

57 European Union, Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/2772 z dnia 31 lipca 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE w odniesieniu do standardów sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju, 2023, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772 (dostęp: 1.05.2024).

1	2	3	4
Środowiskowy (<i>Environmental</i>)	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 ze 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 działalnością przedsiębiorstwa a wykorzystaniem zasobów naturalnych	Praktyki recyklingu odpadów, strategie minimalizacji generowania odpadów
Społeczny (<i>Social</i>)	ESRS S1 – <i>Own workforce</i> (17)	Określenie, jak przedsiębiorstwo oddziałuje na swoich pracowników	Wynagrodzenia pracowników, czas pracy, dialog społeczny i eliminacja dyskryminacji
	ESRS S2 – <i>Workers in the value chain</i> (5)	Zrozumienie, jak przedsiębiorstwo traktuje swoich pracowników oraz jakie są tego przyczyny	<i>Work-life balance</i> , zasady BHP, nadużycia, różnorodność, wykształcenie

Tab. 4.3 (cd.)

1	2	3	4
Społeczny (Social)	ESRS S3 – <i>Affected communities</i> (5)	Pomiar wpływu działalności przedsiębiorstwa na społeczność 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, *Draft European Sustainability Reporting Standards. Appendix I – Disclosure Requirements index*, 2022, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/18%20Appendix%20I%20ESRS%20Index%20.pdf> (dostęp: 23.10.2023); European Financial Reporting Advisory Group, *First Set...*

Standardy przekrojowe stanowią wytyczne dotyczące sprawozdawczości stosownych informacji oraz opisują sposób, w jaki proces ten powinien przebiegać. Standardy środowiskowe, społeczne i zarządcze odnoszą się odpowiednio do kwestii związanych ze zmianą klimatu, problemów społecznych oraz praktyk biznesowych stosowanych przez przedsiębiorstwa. Ponadto za cechy charakterystyczne ESRS uznaje się⁵⁸:

58 European Financial Reporting Advisory Group, *Draft: ESRS 1 General requirements*, 2025, https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/November_2025_ESRS_1.pdf (dostęp: 23.10.2023).

- 1) istotność – informacje na temat zrównoważonego rozwoju są istotne, gdy mogą mieć wpływ na decyzje użytkowników, zgodnie z podejściem podwójnej istotności;
- 2) wiarygodność – aby informacja była użyteczna, musi wiernie odzwierciedlać istotę przedsiębiorstwa oraz gwarantować kompletność, neutralność i bezbłądność;
- 3) 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;
- 4) weryfikowalność – weryfikowalne informacje umożliwiają kompetentnym i niezależnym obserwatorom osiągnięcie konsensusu (niekoniecznie pełnej zgody) co do tego, że informacja wiernie odzwierciedla rzeczywistość;
- 5) 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 przedsiębiorstw⁵⁹. Według wstępnych założeń EFRAG ESRS miały obowiązywać do 136 różnych DRs, jednakże ostatecznie liczba ta została zredukowana o blisko 40% – do 82 DRs. Niektóre z treści wyeliminowano, ponieważ zostaną uwzględnione w drugim zestawie standardów sektorowych, z kolei inne odrzucono, gdyż uznano je za mniej priorytetowe lub w ogóle nieistotne⁶⁰. Inne uwagi zainteresowanych stron stanowiły obawy odnośnie do kosztów generowania danych, niedostępności danych oraz złożoności 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, nawiązując 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*).

59 European Financial Reporting Advisory Group, *EFRAG's technical advice to the European Commission regarding Amended European Sustainability Reporting Standards (Amended ESRS)*, b.r., <https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/EFRAG%27s%20Cover%20Letter%20to%20the%20Amended%20ESRS%20Final%203%20December%202025%20%283%29.pdf> (dostęp: 23.10.2023).

60 European Financial Reporting Advisory Group, *Draft European Sustainability Reporting Standards. ESRS 2 General disclosures*, 20221 <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/07.%20Draft%20ESRS%202%20General%20disclosures%20November%202022.pdf> (dostęp: 23.10.2023).

Europejska Grupa Doradcza do spraw Sprawozdawczości Finansowej otrzymała również wiele komentarzy na temat potrzeby dokładnego dostosowania ESRS do standardów proponowanych przez Radę Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości do spraw Sprawozdawczości Zrównoważenia (International Sustainability Standards Board – ISSB). Jako wyraz istotności opinii interesariuszy 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 ostatecznie metryk i celów⁶¹. 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 miara 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 4.4).

Tabela 4.4. Wykaz globalnych i unijnych 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
1	2	3
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

61 European Financial Reporting Advisory Group, *EFRAG's technical advice...*

1	2	3
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
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 (<i>UN Sustainable Development Goals</i>)	Globalne cele na rzecz zrównoważonego rozwoju	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka (<i>UN Guiding Principles on Business and Human Rights</i>)	Wytyczne odnośnie do obowiązków przedsiębiorstw wobec ludzi	ESRS 2, ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
Wytyczne OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych (<i>OECD Guidelines for Multinational Enterprises</i>)	Zalecenia zrównoważonej działalności gospodarczej	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
<i>OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct and related sectoral guidelines*</i>	Wytyczne dotyczące działania w zgodzie ze społeczną odpowiedzialnością biznesu	ESRS 2, ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
<i>UN Global Compact*</i>	Wytyczne odnośnie do stosowania najlepszych praktyk biznesowych	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4
<i>Tripartite Declaration of Principles of the International Labour Organisation concerning Multinational Enterprises and Social Policy*</i>	Wytyczne w zakresie stosowania polityki włączenia społecznego oraz odpowiedzialnych i zrównoważonych praktyk w miejscu pracy	ESRS S1, ESRS S2
<i>ISO 26000 standard on social responsibility*</i>	Wytyczne oceny i rozwiązywania problemów społecznych	ESRS S1, ESRS S2, ESRS S3, ESRS S4

Tab. 4.4 (cd.)

1	2	3
Zasady Odpowiedzialnego Inwestowania (<i>UN Principles for Responsible Investment*</i>)	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, <i>GHG Protocol</i> , <i>Transparent Project and Natural Capital Protocol</i> , <i>GRI Standards</i> , a także <i>Exposure Drafts IFRS S1 and IFRS S2</i>	ESRS 1, ESRS E1, ESRS S1, ESRS G1

Objaśnienia: * – działania na rzecz zrównoważenia nieposiadające polskiego tłumaczenia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Financial Reporting Advisory Group, *Implementation Guidance. EFRAG IG 3: List of ESRS datapoints. Explanatory note*, 2024, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/EFRAG%20IG%203%20List%20of%20ESRS%20Data%20Points%20-%20Explanatory%20Note.pdf> (dostęp: 23.10.2023); European Financial Reporting Advisory Group, *Explanatory Note*, 2025, https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/Explanatory_Note_Article29_2025_December.pdf (dostęp: 23.10.2023); Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU.

Ujednoczenie 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 standardach⁶². 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, outsourcing usług audytu wewnętrznego tych sprawozdań powinien być zatem tańszy. Wynika to z gotowych rozwiązań dostawców tego rodzaju usług, na podstawie wykorzystania wcześniejszych doświadczeń. W przypadku sukcesu na skalę lokalną lub regionalną podobne rozwiązania mogą zostać wdrożone na skalę globalną. Stworzyłyby to jeszcze większe podstawy dla porównywalności tego rodzaju informacji między podmiotami

62 *Ibidem*.

na całym świecie. Jak podkreślają różni autorzy, przyjęcie jednego spójnego zestawu standardów o takim charakterze jest zgodne z realizacją globalnych strategii konkurencyjnych przez przedsiębiorstwa wielonarodowe⁶³.

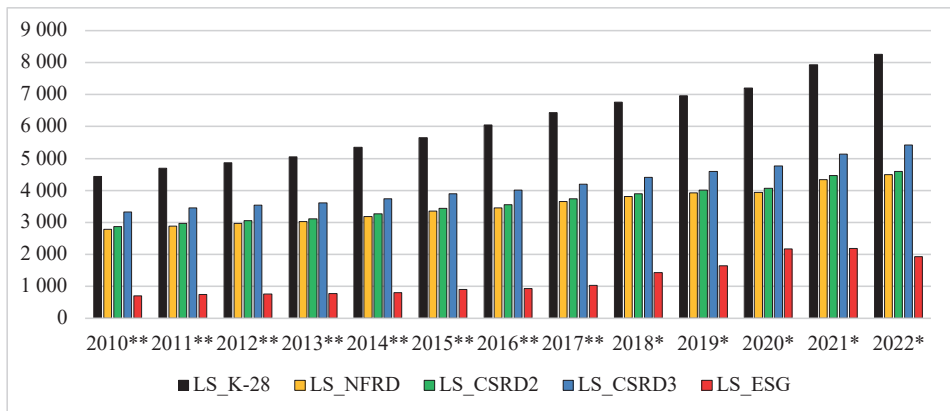
4.4. Polityka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w Wielkiej Brytanii

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 rzecz zrównoważonych finansów dowodzi tylko ich nieskuteczności. Niemniej jednak nie jest to trafne spostrzeżenie, gdyż nowe inicjatywy i regulacje wypełniają luki poprzednich. Nikt nie mógł mieć świadomości istnienia 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 swoiste zjawisko *learning by doing*⁶⁴, 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 rzetelnych i porównywalnych informacji niefinansowych o wpływie operacji tych podmiotów na obszary ESG.

63 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” 1995, vol. 110(2), s. 353–377; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*

64 *Learning by doing* należy tłumaczyć jako nauka przez praktykę.

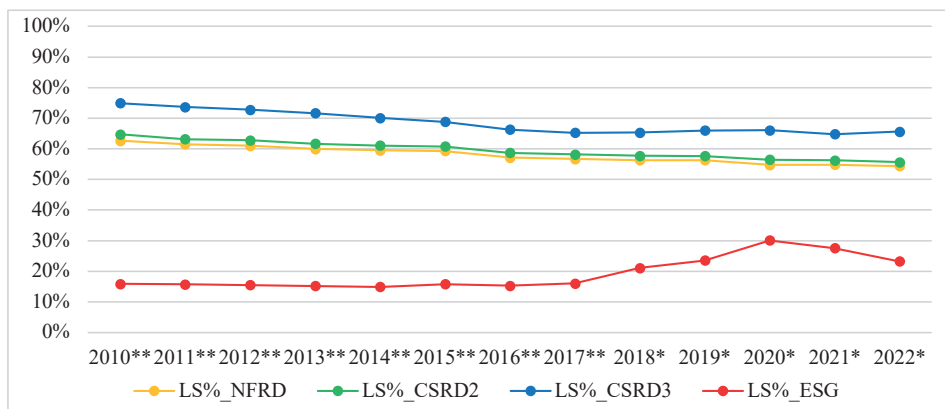
Jak zostało przedstawione, rozwój zrównoważonych finansów jest zjawiskiem niekwestionowanym. Choć polityki na rzecz zrównoważonych finansów, realizowane np. przez UE, odgrywają istotną rolę w tym procesie, to działania te często są weryfikowane przez podejście objętych nimi podmiotów oraz ich stosowanie 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 4.1–4.3).



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 zostały oszacowane 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.

Wykres 4.1. Liczba spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022

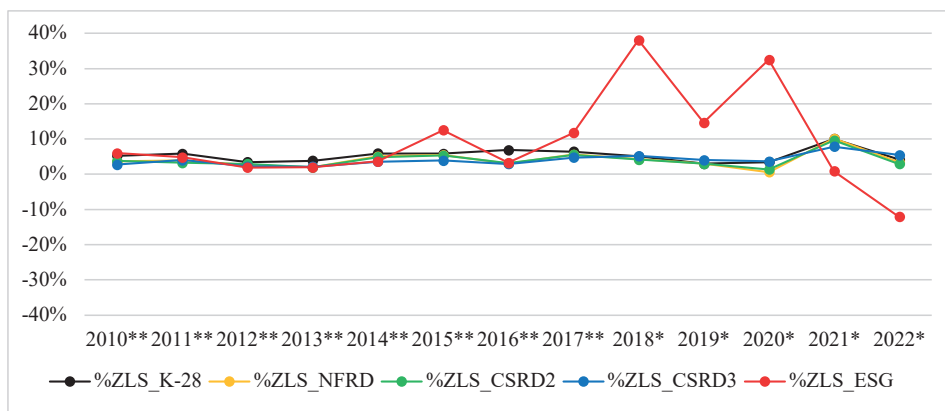
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Objaśnienia: zapisy LS%_NFRD, LS%_CSR2, LS%_CSR3 i LS%_ESG oznaczają procentowy udział spółek odpowiednio objętych dyrektywą NFRD, drugą i trzecią fazą CSR2 oraz raportujących informacje ESG w liczbie wszystkich spółek giełdowych UE. Pozostałe oznaczenia jak do wykresu 4.1.

Wykres 4.2. Udział procentowy spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w liczbie notowanych spółek w latach 2010–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Objaśnienia: zapis %ZLS_K-28 oznacza procentową zmianę liczby spółek giełdowych w UE, włączając Wielką Brytanię. %ZLS_NFRD oznacza procentową zmianę liczby spółek objętych dyrektywą NFRD. Zapisy %ZLS_CSR2 i %ZLS_CSR3 oznaczają odpowiednio procentową zmianę liczby spółek objętych drugą (obowiązującą od 2025 roku) oraz trzecią (obowiązującą od 2026 roku) fazą CSR2. %ZLS_ESG oznacza procentową zmianę liczby spółek raportujących informacje ESG. Pozostałe oznaczenia jak do wykresu 4.1.

Wykres 4.3. 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, proc.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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 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. Liu⁶⁵, 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 w Wielkiej Brytanii). Od 2010 roku liczba wszystkich spółek notowanych na GPW w K-28⁶⁶ wzrosła z 4439 do 8253 podmiotów w 2022 roku, a roczna stopa wzrostu tego kryterium wynosiła od 3% do 10% w poszczególnych latach. Co oczywiste, najwięcej przedsiębiorstw było objętych obowiązkiem sprawozdawczym w trzeciej fazie CSRD, gdyż jej zakres uwzględnia najwięcej rodzajów spółek. 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 w Wielkiej Brytanii upubliczniało swoje informacje niefinansowe⁶⁷. 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. Ponadto okresy zauważalnie szybszego wzrostu pokrywają się przede wszystkim z:

- 1) przedstawieniem przez Komisję Europejską NFRD pod koniec 2014 roku (widoczny roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG w 2015 roku o 12,5%⁶⁸);

65 G. Ferri, L. Liu, *Assessing the Effort of Rating Agencies in Emerging Economies: Some Empirical Evidence*, „European Journal of Finance” 2005, vol. 11(3), s. 283–295.

66 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 monografii.

67 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 ma żadnych informacji na temat przynajmniej części spółek faktycznie funkcjonujących w państwach członkowskich UE, to podmioty te nie zostały uwzględnione w badaniu.

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

- 2) 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%);
- 3) pierwszym rokiem obowiązywania NFRD, tj. 2018 rokiem (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG o 38%);
- 4) przyjęciem rozporządzeń 2019/2088 (SFDR) i 2019/2098 (roczny wzrost liczby spółek raportujących informacje ESG o 14,6%);
- 5) 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 państwa członkowskie, w których żadna spółka nie raportowała informacji niefinansowych (zob. tabela 4.5).

Tabela 4.5. 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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

Tab. 4.5 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	1036	1430	1639	2172	2190	1925

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

W latach 2010–2022 łącznie w czterech krajach – Chorwacji, Estonii, Litwie oraz Łotwie – żadna spółka nie raportowała informacji na temat zrównoważonego rozwoju. W siedmiu krajach – Bułgarii, Czechach, Malcie, Rumunii, Słowacji, Słowenii oraz na Węgrzech – obecnych było do dziesięciu spółek rocznie ujawniających informacje niefinansowe. 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 w tych krajach z przyjęciem różnych scenariuszy sprawozdawczości informacji ESG przez te przedsiębiorstwa (zob. tabela 4.6).

Tabela 4.6. 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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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

Tab. 4.6 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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	1169	1793	753	910	1345	2067

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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 przedsiębiorstw) 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 jest nie bez znaczenia. Przyczyną takich wyników może być fakt, iż wymienione powyżej kraje są tymi, w których notowana jest największa liczba spółek giełdowych (z wyjątkiem Francji, gdyż w 2022 roku więcej spółek giełdowych niż we Francji odnotowano w Polsce). Ponadto, jak twierdzą H. Ahlström 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*)⁶⁹.

69 H. Ahlström, *Policy...*; M.A. Khan, *ESG Disclosure and Firm Performance: A Bibliometric and Meta-analysis*, „Research in International Business and Finance” 2022, vol. 61, s. 1–19.

4.5. Podsumowanie

Wraz z rozwojem polityki UE na rzecz zrównoważonych finansów działania w tym zakresie zyskały znaczną akceptację oraz poparcie 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 obywatelskiego⁷⁰. 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 rozwoju⁷¹. Jest to jednak działanie w pełni uzasadnione. Mimo występowania licznych problemów w obszarach środowiskowym (E), społecznym (S) i zarządczym (G) najistotniejsze są te odnoszące się do obszaru E. Czynniki E mają bowiem największy potencjał wpływu na pozostałe obszary (S oraz G), a ich zlekceważenie może doprowadzić do sytuacji, w której na Ziemi znajdą 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). Na podstawie przeprowadzonych wywiadów środowiskowych z przedstawicielami sektora finansowego S. Bracking oraz H. Ahlström i D. Monciardini dodają, że podmioty tego sektora postrzegają działania UE jako strukturalnie ograniczone i niedostosowane do potrzeb społeczeństwa⁷². 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 grupy ekspertów (np. HLEG), a także konsultacjom społecznym⁷³. 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

70 H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*

71 *Ibidem*.

72 S. Bracking, *Financialisation, Climate Finance, and the Calculative Challenges of Managing Environmental Change*, „Antipode” 2019, vol. 51(3), s. 709–729; H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*

73 European Commission, *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (dostęp: 4.07.2023).

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. Głównymi wadami NFRD było objęcie sprawozdawczością tylko wybranych dużych podmiotów w UE oraz brak wymogów dotyczących zawartości raportów z informacjami ESG⁷⁴. 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. Dyrektywa 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 na rynku (np. pod względem udziałów w sprzedaży), to nadal są najliczniejszą grupą przedsiębiorstw w UE⁷⁵. 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 minimum trzy lata.

Jest jeszcze zbyt wcześnie, aby oceniać użyteczność standardów ESRS. Zostały one przedstawione w 2022 roku, a pierwsze sprawozdania przedsiębiorstw na ich podstawie zostały 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

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

75 A. Gawęda, *Sustainability Reporting...*

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. Monciardini⁷⁶. 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.

76 H. Ahlström, D. Monciardini, *The Regulatory...*

Rozdział V

Charakterystyka próby badawczej

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 każdych badań empirycznych. Wykorzystane w badaniach empirycznych dane dotyczące analizowanych przedsiębiorstw pochodzą głównie z bazy danych Refinitiv Eikon¹.

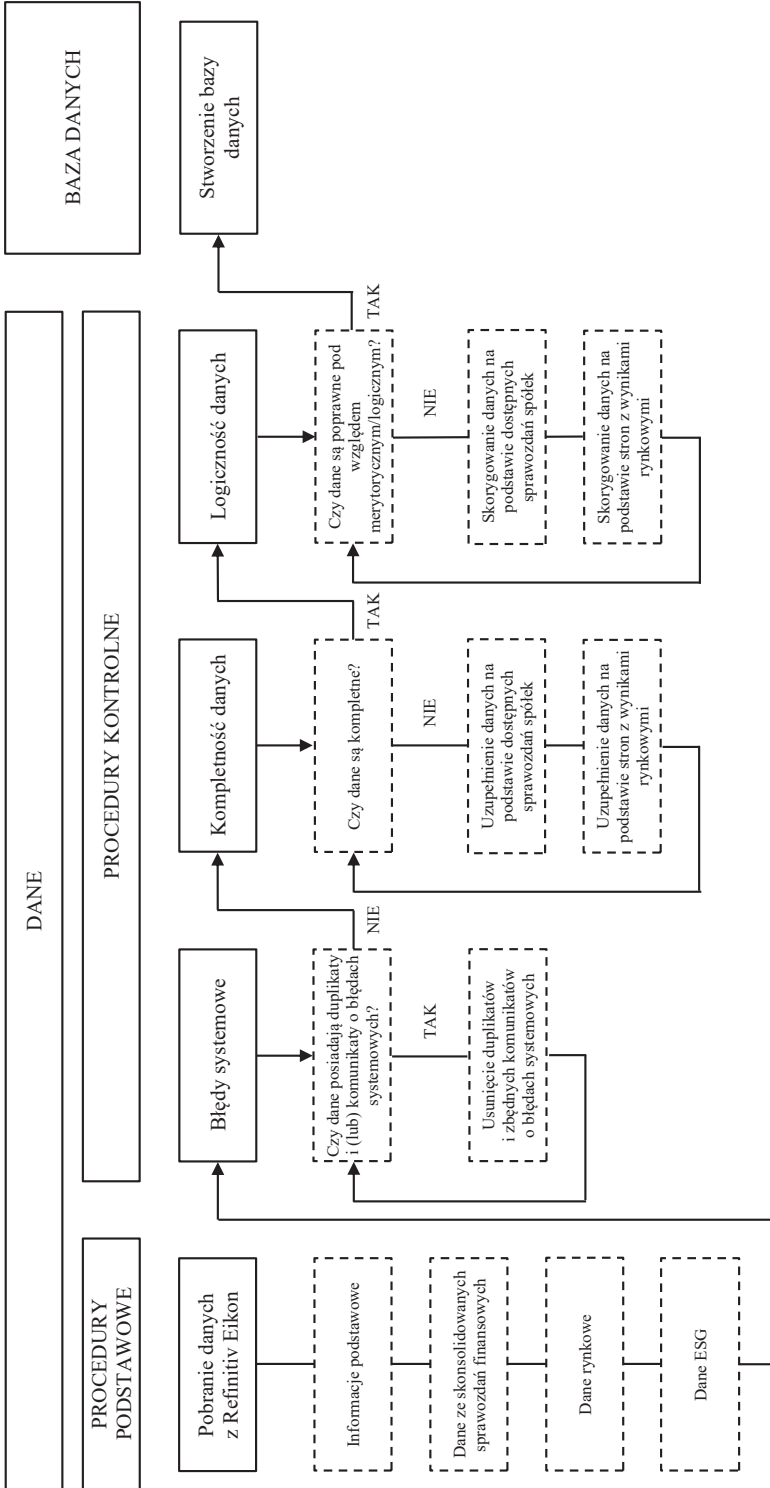
W pracy zastosowano autorski system organizacji danych, składający się zarówno z procedur podstawowych oraz kontrolnych, jak i autorskiej bazy danych stworzonej na ich podstawie na potrzeby przeprowadzenia badań empirycznych (zob. rysunek 5.1).

Jako pierwszą podstawową procedurę niezbędną do stworzenia bazy danych na potrzeby badań empirycznych zidentyfikowano pobranie danych z Refinitiv Eikon. Na tym etapie dla analizowanych spółek pozyskano:

- 1) dane podstawowe – nazwa, kraj siedziby oraz przynależność sektorowa spółki według *The Refinitiv Business Classification*²;

1 Głównym powodem wyboru danych z tej bazy spośród alternatywnych opcji był wspomniany (w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*) fakt, 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 łącznie z 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.

2 Dokładny podział spółek z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności gospodarczej według Refinitiv przedstawiono w podrozdziale 5.2 – *Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka*.



Objaśnienia: linią ciągłą oznaczono czynności główne, a linią przerywaną czynności pomocnicze/wyjaśniające. **Rysunek 5.1.** Podstawowe i kontrolne procedury organizacji danych podjęte w celu stworzenia bazy danych **Źródło:** opracowanie własne.

- 2) dane finansowe ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych³ – 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);
- 3) dane rynkowe – wartość kapitalizacji rynkowej, liczba akcji w obiegu, cena akcji oraz zdarzenie wypłaty dywidendy akcjonariuszom przez spółkę;
- 4) dane ESG – scoringi oraz ratingi ESG.

Wskazane powyżej dane dotyczące analizowanych spółek pobrano za okres od 2009 do 2022 roku⁴. Kolejnym krokiem była eliminacja błędów systemowych⁵. 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 któryś 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)⁶. 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 ich logiczności. Choć Refinitiv deklaruje, iż wszystkie publikowane dane podlegają wprawdzie licznym zautomatyzowanym, a następnie manualnym (tj. wykonanym osobiście przez pracowników) czynnościom weryfikującym poprawność danych, to w trakcie przeglądu danych wykryto obecność błędów merytorycznych

3 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.

4 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 podrozdziale 6.2 – *Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych*.

5 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.

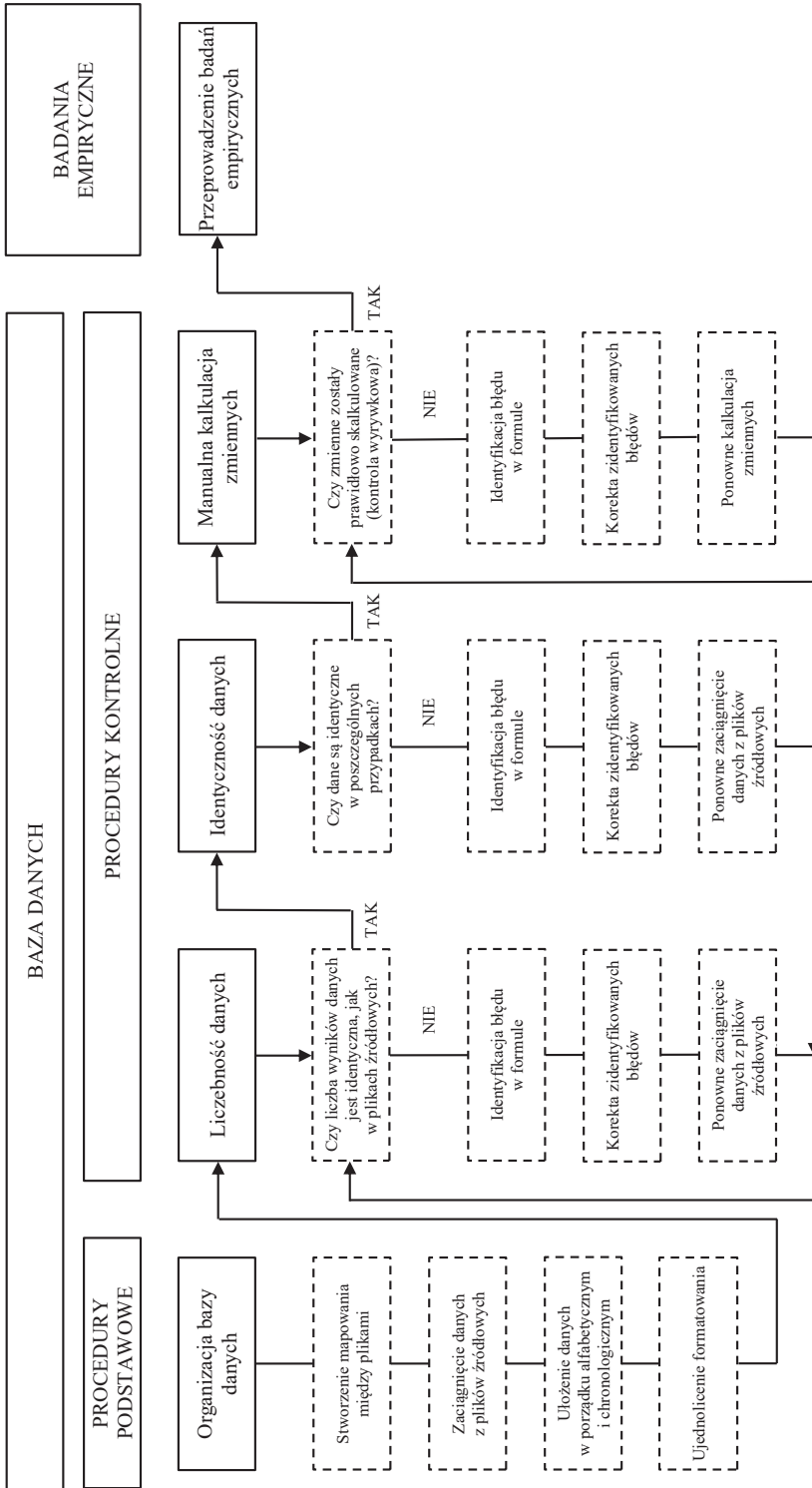
6 Przeprowadzenie czynności polegających na uzupełnieniu danych nie gwarantowało jednak pełnej kompletności danych, ponieważ nawet we wskazanych źródłach uzupełnień danych (tj. w sprawozdaniach finansowych spółek i na stronach internetowych) występowały braki danych.

(np. suma wartości księgowych aktywów trwałych i obrotowych była różna od wartości aktywów całkowitych). W celu eliminacji 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 objętym autorskim systemem organizacji bazy danych (zob. rysunek 5.2).

Podobnie jak w wypadku danych baza danych w pierwszej kolejności podlegała kilku niezbędnym procedurom podstawowym. Należały do nich:

- 1) 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;
- 2) pozyskanie danych z plików źródłowych – uzupełnienie bazy danych danymi z plików źródłowych za pośrednictwem stworzonego wcześniej mapowania;
- 3) ułożenie danych w porządku alfabetycznym oraz chronologicznym – uporządkowanie danych według nazwy spółki „od A do Z” i rosnąco według roku;
- 4) ujednoczenie formatowania – zapewnienie jednolitego formatowania komórek z danymi (tj. przypisanie liczbowego rodzaju komórek, zaokrąglenie liczb do części setnych oraz określenie separatorów grupujących).

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 z tą w plikach źródłowych, tj. czy wszystkie dane zostały poprawnie pozyskane na podstawie stworzonego mapowania. Jeśli zdiagnozowano nieprawidłowość na tym etapie, to najpierw zidentyfikowano 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 w plikach źródłowych. 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 liczebności danych. Było to podyktowane faktem, iż na skutek zmian wprowadzonych w algorytmach lub wystąpienia błędu ludzkiego możliwe 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 wykonywano również czynności zbieżne z tymi jak w wypadku wystąpienia



Rysunek 5.2. Podstawowe i kontrolne procedury organizacji bazy danych podjęte w celu przeprowadzenia badań empirycznych. **Źródło:** opracowanie własne.
 Objasnienia: linią ciągłą oznaczono czynności główne, a linią przerywaną czynności pomocnicze/wyjaśniające.

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 G⁷.

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 składowych⁸.

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 grudnia 2022 roku. Przyjęty okres badawczy obejmuje 13 lat – od 2010 do 2022 roku. Badaniom podlegały spółki publiczne⁹ z 27 krajów członkowskich UE i z 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 rynkach¹⁰, a 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

7 Dalsze wyjaśnienia na temat normalizacji zostały zawarte w podrozdziale 6.2 – *Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych*.

8 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.

9 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 lipca 2001, s. 1), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02001L0034-20070120> (dostęp: 15.11.2023).

10 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” 2020, vol. 13(11), s. 272–293.

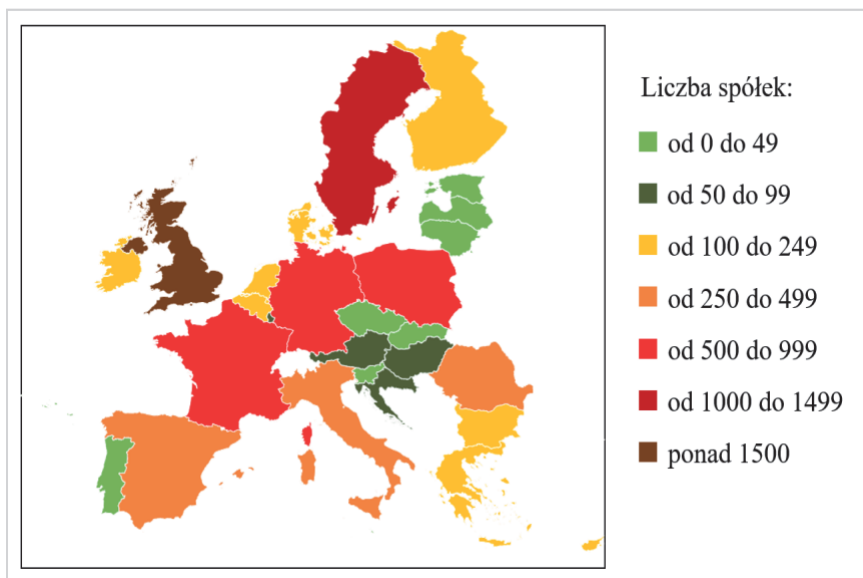
Finansowej (MSSE, *International Financial Reporting Standards* – IFRS) przyjętych przez UE¹¹. Dało to rzetelne podstawy do zasadności twierdzenia o wysokiej porównywalności wyników przedsiębiorstw. Po trzecie, wykorzystanie otoczenia instytucjonalnego UE może być przydatne dla badaczy, praktyków i organów regulacyjnych z UE w zrozumieniu związku między niefinansowymi a rynkowymi wynikami spółek notowanych na europejskich rynkach giełdowych i w dalszym rozprzestrzenianiu tych wniosków w celu zrównoważenia działalności pozostałych podmiotów gospodarczych na świecie.

Przyjęcie 13-letniego okresu badawczego – od 2010 do 2022 roku – z jednej strony pozwala wykluczyć możliwy wpływ kryzysu finansowego i gospodarczego z lat 2008–2009 na wyniki badanych spółek. Z drugiej zaś strony umożliwia ujęcie długookresowych zmian w zakresie działalności analizowanych przedsiębiorstw, a więc 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. brexitu) w próbie badawczej postanowiono uwzględnić spółki notowane na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (London Stock Exchange – LSE). 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 spółkami na pozostałych giełdach. Spółki te stanowiły także istotną część analizowanych przedsiębiorstw. Wstępna próba badawcza obejmowała 8253 spółki z 28 krajów (zob. rysunek 5.3).

Krajami o najmniejszej liczbie 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 grudnia 2022 roku były Węgry, Austria, Luksemburg oraz Chorwacja. Kolejną grupę krajów, 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”.

11 *International Financial Reporting Standards, IFRS Foundation: Constitution*, 2018, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2018.pdf> (dostęp: 15.11.2023).



Rysunek 5.3. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku z uwagi na kraj siedziby spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

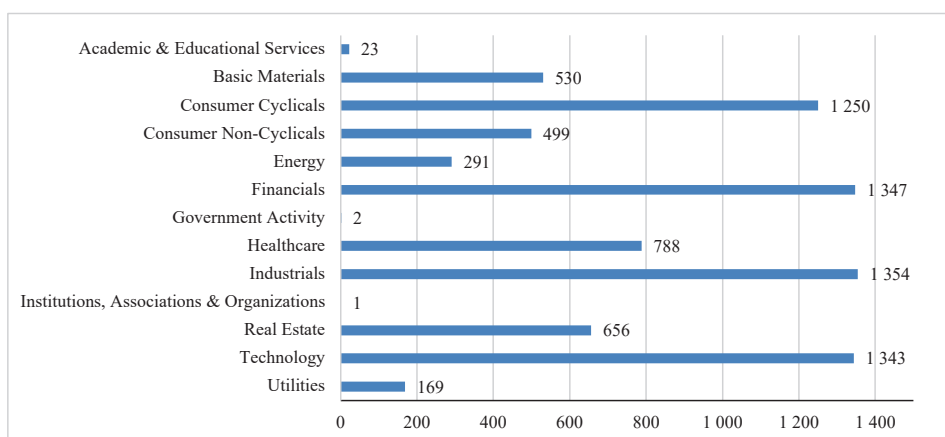
Należy również dodać, iż Refinitiv na podstawie rodzaju prowadzonej przez spółki działalności klasyfikuje te podmioty według własnej metodyki (*The Refinitiv Business Classification – TRBC*) do jednego z 13 sektorów (*economic sector*)¹²:

- 1) *Academic & Educational Services (AES)* – podmioty prowadzące działalność edukacyjną oraz szkoleniową;
- 2) *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);
- 3) *Consumer Cyclicals (CC)* – m.in. producenci gier wideo, pojazdów mechanicznych, części samochodowych, tekstyliów i odzieży, materiałów budowlanych oraz artykułów gospodarstwa domowego;

¹² Dla uproszczenia *economic sector* przetłumaczono jako sektor. Refinitiv stworzyło 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 podsektorów sektorów przemysłowych (*industry*) oraz 738 rodzajów działalności spółki (*activity*) – Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/trbc-business-classification-quick-guide.pdf (dostęp: 31.10.2023); Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification Methodology*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/trbc-business-classification-methodology.pdf (dostęp: 31.12.2023).

- 4) *Consumer Non-Cyclicals* (CN-C) – przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją i sprzedażą dóbr konsumpcyjnych (np. żywność i napoje);
- 5) *Energy* (E) – spółki produkujące, sprzedające, dystrybuujące energię elektryczną pochodzącą zarówno z nieodnawialnych, jak i odnawialnych źródeł energii;
- 6) *Financials* (F) – banki, podmioty pełniące usługi w zakresie doradztwa finansowego i inwestycyjnego, zakłady ubezpieczeń oraz fundusze inwestycyjne;
- 7) *Government Activity* (GA) – przedsiębiorstwa pełniące funkcje głównie w zakresie finansów publicznych oraz użyteczności publicznej;
- 8) *Healthcare* (H) – producenci i dystrybutorzy leków, produktów medycznych oraz sprzętu medycznego;
- 9) *Industrials* (I) – producenci maszyn przemysłowych, pojazdów ciężkich, statków i pociągów, a także podmioty pełniące usługi w zakresie budownictwa i transportu;
- 10) *Institutions, Associations & Organizations* (IAO) – instytucje, stowarzyszenia i organizacje o charakterze charytatywnym, religijnym i środowiskowym oraz organizacje pozarządowe;
- 11) *Real Estate* (RE) – przedsiębiorstwa świadczące usługi remontowe oraz wynajmu i renowacji nieruchomości;
- 12) *Technology* (T) – producenci półprzewodników i sprzętu elektronicznego oraz przedsiębiorstwa oferujące usługi telekomunikacyjne i w zakresie oprogramowania komputerowego;
- 13) *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 5.1).

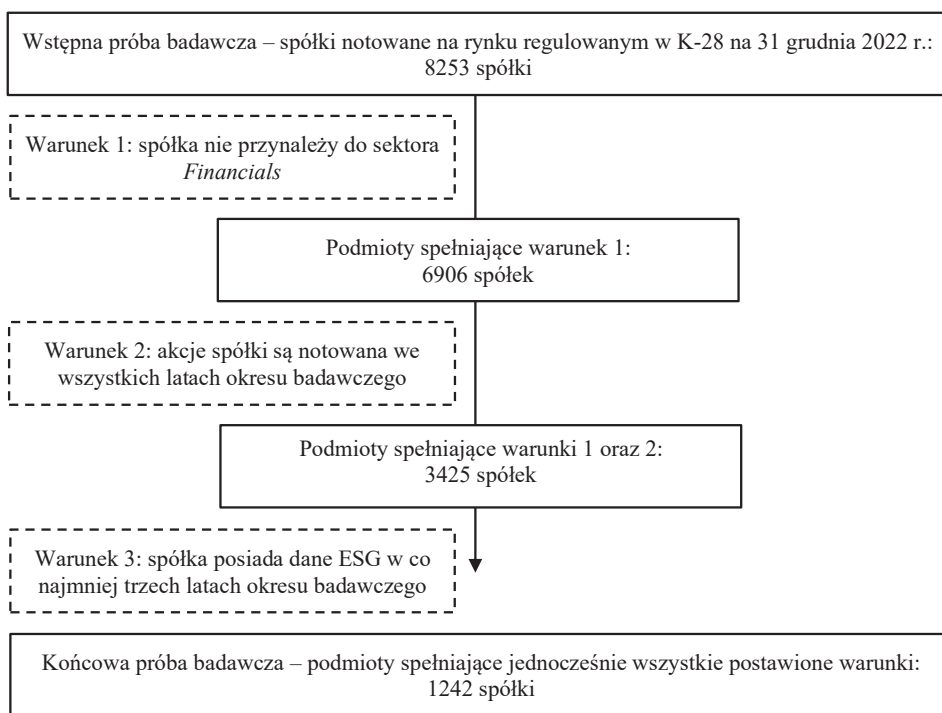


Wykres 5.1. Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku w podziale na przynależność sektorową spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

Sektorami o najmniejszej liczebności spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku 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 spółek) oraz *Industrials* (1354 spółki)¹³.

W celu zapewnienia poprawności przeprowadzonych badań empirycznych niezbędne było wprowadzenie trzech warunków, które spółki musiały spełnić, aby można było je zaliczyć do końcowej próby badawczej (zob. rysunek 5.4).

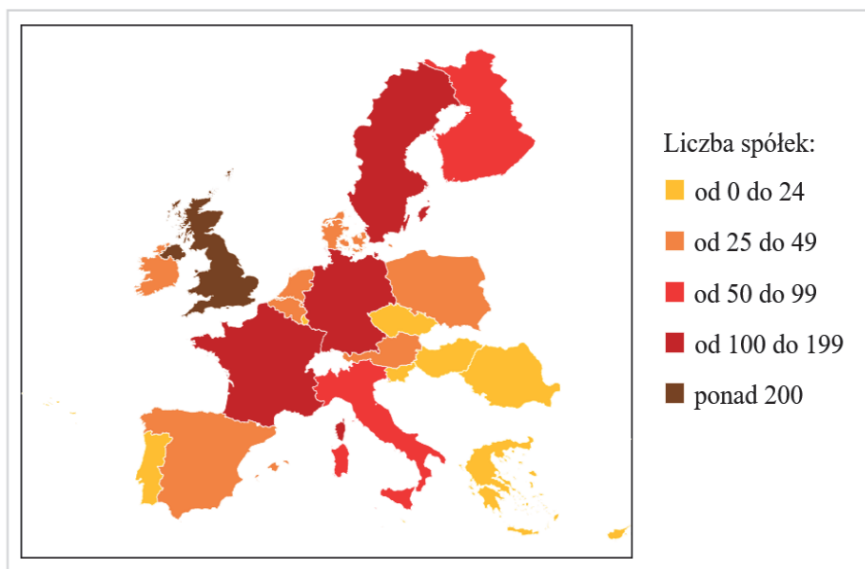


Rysunek 5.4. Proces ustalenia końcowej próby badawczej na potrzeby badań empirycznych
Źródło: opracowanie własne.

W pierwszej kolejności z próby badawczej wykluczono spółki przynależące do sektora *Financials*. Podmioty te, z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności,

¹³ Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku w poszczególnych sektorach oraz krajach przedstawiono w załączniku 3.

podlegają innym regulacjom¹⁴ oraz w sposób odmienny sprawozdają informacje finansowe i niefinansowe¹⁵ niż pozostałe badane przedsiębiorstwa.



Rysunek 5.5. Liczebność końcowej próby badawczej z uwagi na kraj siedziby badanych spółek
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

Po drugie, w trakcie weryfikacji dostępnych danych odnotowano, iż nie dla wszystkich spółek, których akcje były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na 31 grudnia 2022 roku, były dostępne dane rynkowe w Refinitiv Eikon we wszystkich latach przyjętego okresu badawczego¹⁶. W rezultacie drugim warunkiem było ograniczenie próby badawczej tylko do spółek notowanych na danym rynku regulowanym we wszystkich latach w okresie 2010–2022.

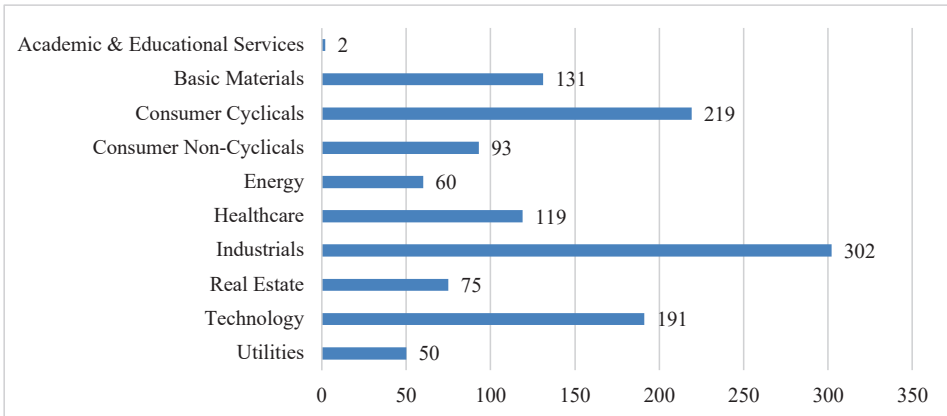
Trzeci warunek dotyczył dostępności danych ESG. Do próby badawczej zostały włączone tylko te spółki, które miały nadane scoringi i ratingi ESG przez Refinitiv

14 Przykładowym rozporządzeniem, któremu podlegają tylko spółki sektora finansowego, jest rozporządzenie 2019/2088, tzw. SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*).

15 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.

16 Taka sytuacja mogła być efektem zawieszenia obrotu tymi papierami wartościowymi w określonym czasie ze względu na interes uczestników obrotu. European Union, 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, 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600> (dostęp: 15.11.2023).

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%, 46,9%, 51,2% i 62,1% względem końcowej próby badawczej, czyli 1242 spółek z 22 krajów Europy (zob. rysunek 5.5) oraz 10 sektorów (zob. wykres 5.2)¹⁷. 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*)¹⁸.



Wykres 5.2. Liczebność końcowej próby badawczej w podziale na przynależność sektorową spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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, we wspomnianych krajach w latach 2010–2022 żadna spółka nie posiadała bowiem 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.

17 Szczegółowy wykaz z jednoczesnym podziałem analizowanych spółek na kraj i sektor przedstawiono w załączniku 4.

18 Wskazana liczba obserwacji mogła różnić się od tej wykazanej przy wynikach badań empirycznych z uwagi na braki danych niemożliwych do uzupełnienia, które usuwano parami.

5.3. Standing finansowy badanych spółek

Jak zostało to przedstawione w poprzednim podrozdziale, 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 5.1).

Tabela 5.1. 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: wartość dowolnej pozycji w powyższym zestawieniu równa 0,0 nie oznacza, że minimalna wartość aktywów całkowitych wynosiła 0,0 EUR, lecz że wartość ta była mniejsza od 0,05 mld EUR i została zaokrąglona w dół do 0,0 mld EUR. OPEX (*Operationg Expenses*) to suma kosztów podstawowej działalności gospodarczej oraz pozostałych kosztów operacyjnych (m.in. kosztów administracyjnych oraz zarządu) przedsiębiorstwa, a EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) to wynik finansowy na działalności operacyjnej przedsiębiorstwa przed odsetkami oraz opodatkowaniem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

Pierwsza połowa badanych przedsiębiorstw posiadała 1,4 mld EUR aktywów, a druga połowa więcej, przy czym najmniejsza zaobserwowana wartość księgową aktywów całkowitych wynosiła 10 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 ze 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. Podmioty te 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 5.2).

Tabela 5.2. 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 5.1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

W okresie 2010–2022 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), a 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 jednoczesnego rozwoju w tym czasie¹⁹. Względnie dobrego standingu finansowego badanych spółek dowiodły średnie wskaźniki finansowe w zakresie (zob. tabela 5.3):

- 1) rentowności – wskaźniki rentowności aktywów całkowitych (*Return on Total Assets – RoTA*),
- 2) płynności finansowej – wskaźniki bieżącej płynności finansowej (*Current Ratio – CR*),
- 3) zadłużenia – wskaźniki zadłużenia ogólnego (*General Debt Ratio – GDR*) oraz
- 4) obrotowości majątku – wskaźniki obrotowości aktywów całkowitych (*Total Assets Turnover – TAT*).

Tabela 5.3. 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
<i>RoTA</i>	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
<i>CR</i>	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
<i>GDR</i>	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
<i>TAT</i>	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.

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 wykorzystywanych w tego rodzaju analizach²⁰. Na podstawie średnich wielkości wskaźnika *RoTA* można stwierdzić,

¹⁹ Wzrost przedsiębiorstwa odnosi się do jego miar ilościowych, natomiast rozwój do jakościowych.

²⁰ M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków

iz analizowane przedsiębiorstwa były zyskowe²¹ – 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 ich średnie wielkości mieściły się w przedziale, który w literaturze przedmiotu określany jest mianem optymalnego²². 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 faktyczną wartość rynkową przedsiębiorstwa w danym czasie na rynku, powinna zatem 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 5.4)

Ekonomicznych, Warszawa 2008, s. 146; A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 76–107.

21 Nie wskazuje na to natomiast wynik *EBIT* badanych spółek (zob. tabela 5.2), gdyż odnotowano przypadki strat na poziomie 0,1 mld EUR, o czym świadczy wartość minimum tej kategorii finansowej.

22 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” 2008, vol. 17(3), 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(1), s. 1–19; H. Jo, M.A. Harjoto, *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 103, s. 351–383.

Tabela 5.4. Średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR, proc., indeks = 2010)

Rok	MC (mld EUR)	Δ MC (mld EUR)	Proc. 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, n.d. – „nie dotyczy”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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-procentowym (1,5 mld EUR) spadkiem w roku poprzednim, na skutek trwającej pandemii COVID-19, więc część tego fenomenu była rezultatem powrotu rynku do stanu sprzed spadku, a następnie 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 mld EUR w 2022 roku.

Zróznicowanie wartości kapitalizacji rynkowej widać także w podziale badanych przedsiębiorstw z uwagą na kraj ich siedziby (zob. tabela 5.5).

Biorąc pod uwagę zróżnicowanie geograficzne oraz wykluczając wypadki, gdy liczba obserwacji (*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.

Tabela 5.5. Średnie wartości kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach (mln 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: 24 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.	N: 1 MC: 2,7	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: 1016 MC: 8,2	N: 1230 MC: 6,7	N: 1189 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 umożliwiła 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; International Organization for Standardization, Country codes – officially assigned codes, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).

5.5. Scoringi i ratingi ESG badanych spółek

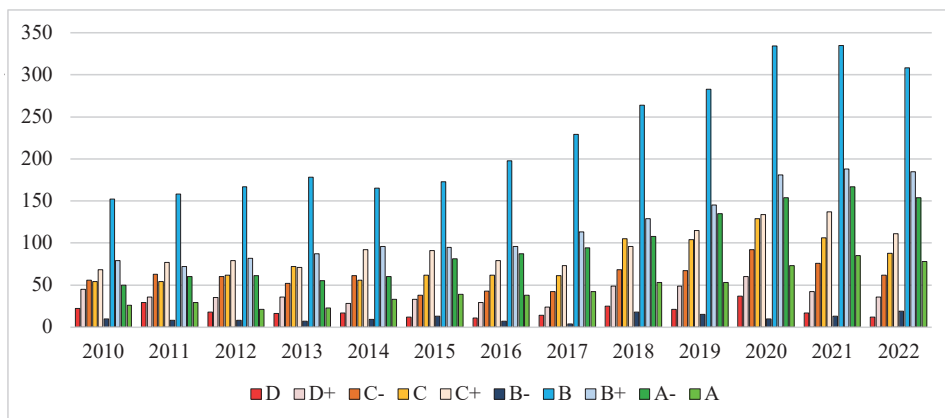
Częstym podejściem stosowanym przez naukowców w badaniach nad wynikami ESG przedsiębiorstw jest ich utożsamianie ze scoringami i ratingami ESG. Należy zwrócić uwagę, iż scoring/rating ESG jest nie tyle dosłownym odzwierciedleniem wszystkich wyników przedsiębiorstw w obszarach ESG, ile wypadkową tych 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 niedoskonałości²³, tego rodzaju oceny działalności przedsiębiorstw nadal są jedynymi dostępnymi i syntetycznymi, a zarazem kompleksowymi miarami działalności spółek w obszarach ESG. W ślad za innymi badaczami²⁴ w pracy wykorzystano scoringi i ratingi ESG (tj. ESG, E, S i G) jako aproksymanty niefinansowych wyników przedsiębiorstw zarówno 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

Największą zbiorowość przedsiębiorstw we wszystkich latach stanowiły te podmioty, które otrzymały rating ESG równy B, a więc 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 osiągniętym dobre wyniki w obszarach ESG oraz charakteryzującym 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, poza latami 2018 oraz 2020, średni scoring ESG badanych spółek wykazywał tendencję wzrostową (zob. tabela 5.6).

23 Szerzej: S. Kotsantonis, G. Serafeim, *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2019, vol. 31(2), s. 50–58; A. Edmans, *The End of ESG*, „Financial Management” 2023, vol. 52(1), s. 3–17.

24 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” 2023, vol. 17, s. 1–12.



Objaśnienia: poszczególne ratingi ESG od Refinitiv są nadawane przedsiębiorstwom osiągnięciem scoringu ESG z przedziałów jak zaprezentowano w tabeli 2.9 w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw.*

Wykres 5.3. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami ESG w latach 2010–2022
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

Tabela 5.6. Średnie ratingi i scoringi ESG oraz ich zmiany w latach 2010–2022

Okres	Średni rating ESG*	Średni scoring ESG	Δ scoringu ESG	Proc. 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 odpowiadającego konkretnemu przedziałowi scoringu. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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 mieć 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 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. Unia Europejska, wdrażając nowe inicjatywy oraz regulacje w zakresie zrównoważonych finansów, oddziałuje również na sposób, w jaki spółki prowadzą swoją działalność, a więc także 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 miały swoją siedzibę (zob. tabela 5.7).

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

Tabela 5.7. 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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
AUT	N: 11 ESG: 47,38 48,95	N: 11 ESG: 51,48 48,95	N: 11 ESG: 49,44 51,78	N: 11 ESG: 49,61 51,78	N: 12 ESG: 50,59 52,39	N: 12 ESG: 54,53 52,39	N: 12 ESG: 54,13 54,53	N: 13 ESG: 57,16 53,86	N: 25 ESG: 52,73 54,3	N: 28 ESG: 52,94 55,08	N: 29 ESG: 58,01 57,83	N: 29 ESG: 62,10 59,67	N: 29 ESG: 63,94 61,37	N: 27 ESG: 63,94 61,37	N: 231 ESG: 55,56
BEL	N: 19 ESG: 47,68 48,89	N: 20 ESG: 49,44 48,89	N: 20 ESG: 49,44 49,61	N: 20 ESG: 49,61 49,61	N: 20 ESG: 50,71 53,69	N: 20 ESG: 53,69 53,69	N: 21 ESG: 54,53 54,53	N: 24 ESG: 53,86 53,86	N: 35 ESG: 54,3 54,3	N: 36 ESG: 55,08 55,08	N: 36 ESG: 57,83 57,83	N: 36 ESG: 59,67 59,67	N: 36 ESG: 61,37 61,37	N: 32 ESG: 61,37 61,37	N: 338 ESG: 54,49
CYP	N: 1 ESG: 13,98 13,71	N: 1 ESG: 12,67 10,13	N: 1 ESG: 12,67 10,13	N: 1 ESG: 10,13 10,13	N: 1 ESG: 12,66 12,37	N: 1 ESG: 12,37 12,37	N: 1 ESG: 12,30 12,30	N: 1 ESG: 10,05 10,05	N: 2 ESG: 26,48 26,48	N: 3 ESG: 27,65 27,65	N: 3 ESG: 41,29 41,29	N: 3 ESG: 47,29 47,29	N: 3 ESG: 51,38 51,38	N: 3 ESG: 51,38 51,38	N: 22 ESG: 29,71
CZE	N: 1 ESG: 36,84 35,96	N: 1 ESG: 34,78 33,05	N: 1 ESG: 34,78 33,05	N: 1 ESG: 33,05 33,05	N: 1 ESG: 27,16 44,81	N: 1 ESG: 44,81 44,81	N: 1 ESG: 48,44 48,44	N: 1 ESG: 60,55 60,55	N: 1 ESG: 62,35 62,35	N: 1 ESG: 61,86 61,86	N: 1 ESG: 66,22 66,22	N: 1 ESG: 76,63 76,63	N: 1 ESG: 77,63 77,63	N: 1 ESG: 77,63 77,63	N: 13 ESG: 51,25
DEU	N: 63 ESG: 53,76 53,40	N: 67 ESG: 54,98 54,44	N: 68 ESG: 54,98 54,44	N: 69 ESG: 54,44 54,44	N: 71 ESG: 55,50 57,15	N: 72 ESG: 57,15 57,15	N: 72 ESG: 58,85 58,85	N: 85 ESG: 57,74 57,74	N: 127 ESG: 53,36 53,36	N: 138 ESG: 54,04 54,04	N: 138 ESG: 54,04 54,04	N: 184 ESG: 53,42 53,42	N: 181 ESG: 57,50 57,50	N: 170 ESG: 58,46 58,46	N: 1367 ESG: 55,65
DNK	N: 20 ESG: 46,70 48,96	N: 20 ESG: 48,96 48,96	N: 20 ESG: 52,67 52,67	N: 20 ESG: 52,90 52,90	N: 20 ESG: 53,26 53,26	N: 20 ESG: 54,83 54,83	N: 21 ESG: 54,85 54,85	N: 24 ESG: 54,05 54,05	N: 30 ESG: 55,01 55,01	N: 34 ESG: 53,60 53,60	N: 41 ESG: 53,69 53,69	N: 41 ESG: 56,47 56,47	N: 40 ESG: 57,93 57,93	N: 351 ESG: 53,96	N: 351 ESG: 53,96
ESP	N: 28 ESG: 59,16 59,72	N: 29 ESG: 59,72 59,72	N: 30 ESG: 59,62 59,62	N: 30 ESG: 60,71 60,71	N: 30 ESG: 62,62 62,62	N: 30 ESG: 63,73 63,73	N: 30 ESG: 64,07 64,07	N: 32 ESG: 63,46 63,46	N: 44 ESG: 62,00 62,00	N: 45 ESG: 63,11 63,11	N: 45 ESG: 67,61 67,61	N: 45 ESG: 70,31 70,31	N: 45 ESG: 72,18 72,18	N: 448 ESG: 64,02	N: 448 ESG: 64,02
FIN	N: 22 ESG: 55,39 57,37	N: 22 ESG: 58,93 57,37	N: 22 ESG: 58,93 58,93	N: 23 ESG: 59,21 59,21	N: 23 ESG: 59,61 59,61	N: 23 ESG: 62,54 62,54	N: 23 ESG: 63,76 63,76	N: 24 ESG: 65,18 65,18	N: 28 ESG: 65,79 65,79	N: 32 ESG: 64,91 64,91	N: 50 ESG: 60,05 60,05	N: 50 ESG: 60,94 60,94	N: 48 ESG: 61,32 61,32	N: 390 ESG: 61,26	N: 390 ESG: 61,26

Tab. 5.7 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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: 1016 ESG: 55,55	N: 1230 ESG: 55,32	N: 1189 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 umożliwiła 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; International Organization for Standardization, Country codes...

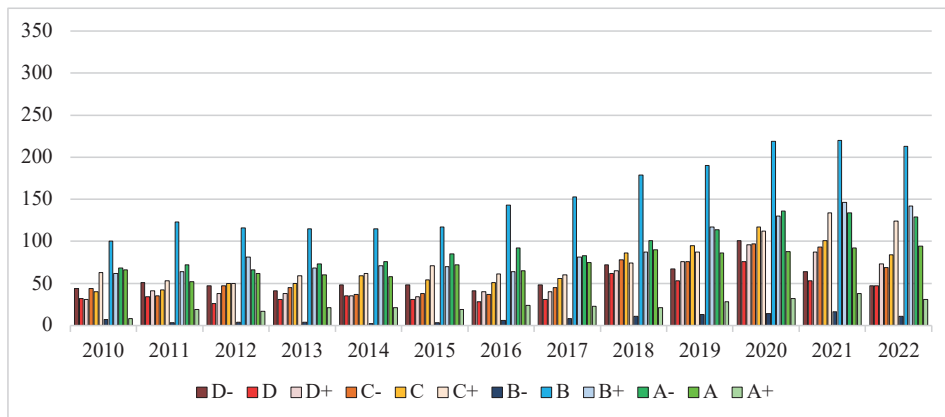
od Polski²⁵ – jeśli zastosować nominalne PKB (PKB *per capita*) jako miarę wielkości kraju. Z jednej strony w większych gospodarkach przedsiębiorstwa mierzące do zrównoważenia swojej działalności powinny otrzymywać większe wsparcie ze strony państwa, gdyż te powinny mieć na ten cel środki większe niż państwa mniejsze. Z drugiej zaś strony argument ten nie jest jednak zasadny, gdyż spółki z takich krajów jak Niemcy oraz Wielka Brytania, a więc 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 niż podmiotów funkcjonujących w polskiej gospodarce. Determinanty scoringu ESG mogą mieć zatem podstawę bardziej w uwarunkowaniach regionalnych niż 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).

5.5.2. Scoringi i ratingi E, S oraz G

Podobny wzorzec 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. wykresy 5.4–5.6).

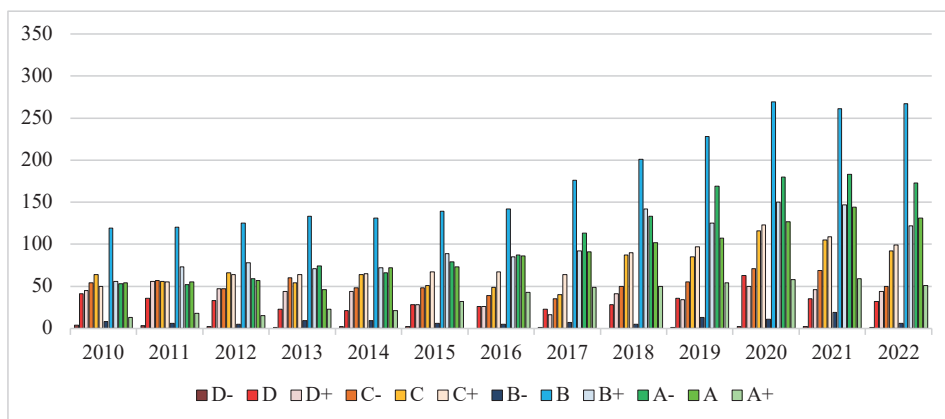
Podobnie jak w wypadku ratingu ESG – z uwzględnieniem zarówno ratingu E, S i G – najwięcej przedsiębiorstw osiągało rating równy B. Zbieżność ta wynika ze sposobu kalkulacji łącznego scoringu ESG – jest on obliczany przez przemnożenie scoringów E, S i G przez wcześniej nadane im wagi. Naturalny jest zatem fakt, iż jeżeli najwięcej przedsiębiorstw osiągało ratingi E, S i G wynoszące B, to taką właśnie ocenę otrzymają spółki na poziomie ratingu ESG. We wszystkich obszarach (tj. E, S i G) odnotowano przypadki spółek osiągających najniższy rating – D–, a także najwyższy – A+.

25 Wartości nominalnego PKB krajów spółek poddanych badaniu w podziale na poszczególne lata przedstawiono w załączniku 5.



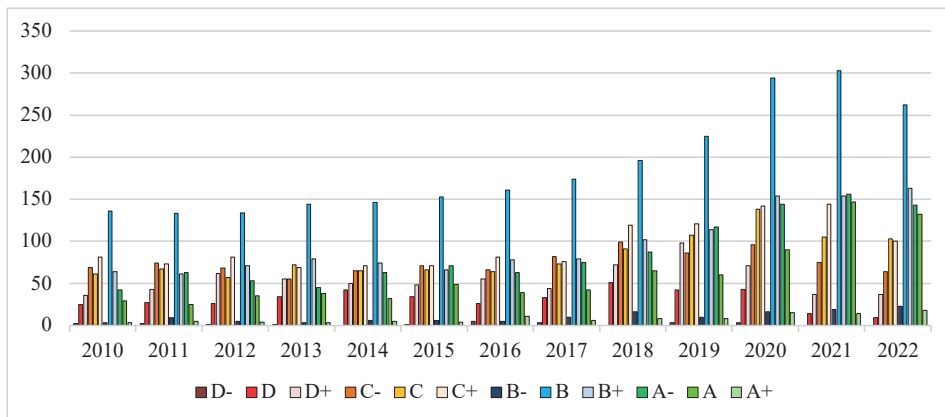
Objaśnienia: poszczególne ratingi E od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringi E z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*, w tabeli 2.9.

Wykres 5.4. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami E w latach 2010–2022
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Objaśnienia: poszczególne ratingi S od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringi S z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*, w tabeli 2.9.

Wykres 5.5. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami S w latach 2010–2022
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

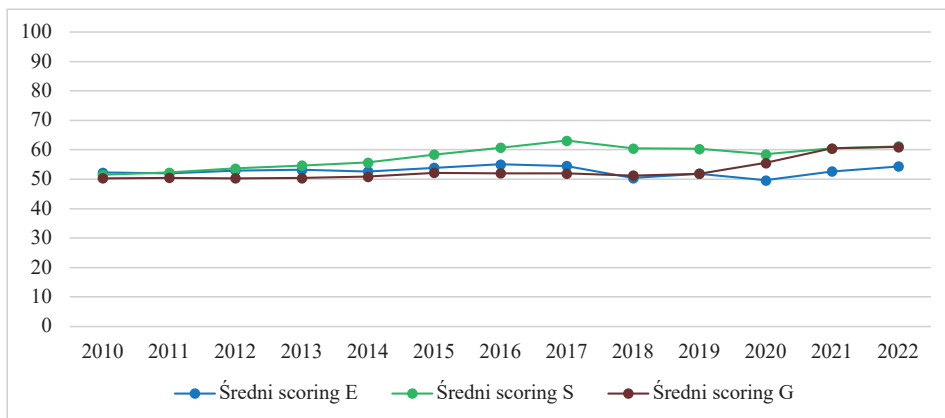


Objaśnienia: poszczególne ratingi G od Refinitiv są nadawane spółkom osiągnięciem scoringi G z przedziałów jak zaprezentowano w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*, w tabeli 2.9.

Wykres 5.6. Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami G w latach 2010–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

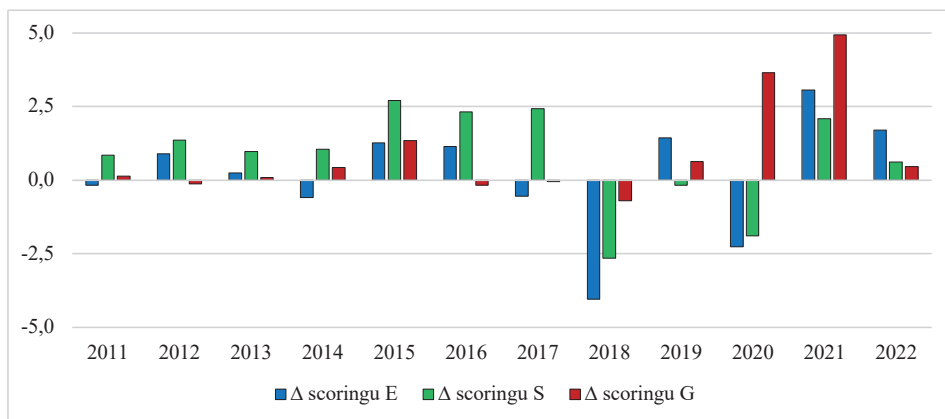
Podczas gdy scoring S badanych przedsiębiorstw przez większość analizowanych lat miał średnio większe wielkości i najczęściej notował wzrosty z roku na rok względem scoringów w pozostałych obszarach, to największe tempo zmian w ciągu tego okresu odnotowano dla scoringu G (zob. wykresy 5.7–5.9)²⁶.



Wykres 5.7. Średnie scoringi E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022

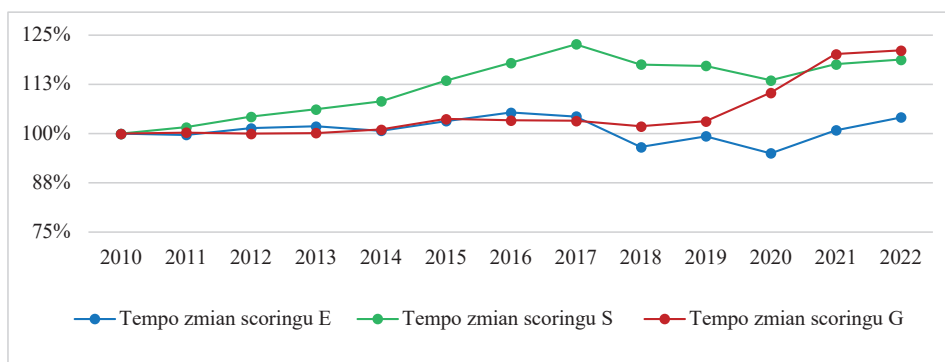
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

²⁶ Szczegółowy wykaz zmian scoringów i ratingów E, S i G badanych spółek na przestrzeni lat przedstawiono w załączniku 6.



Wykres 5.8. Roczne zmiany średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Wykres 5.9. Tempo zmian średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 (indeks = 2010)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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 – E. Od roku kolejnego do 2021 roku spółki główny nacisk kładły na poprawę

wyników w obszarze G. 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 pracy²⁷. O ile w roku jej wdrożenia wybrane spółki nie poradziły sobie w pełni z zastosowaniem się do jej wytycznych, o tyle w kolejnym roku i dalszych latach implementacja dyrektywy przyczyniła się do wzrostu scoringów ESG badanych spółek przede wszystkim w obszarze G. Choć dyrektywa ta nakładała na wybrane 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 tego, że poprawa wyników lub po prostu osiągnięcie wysokich/dobrych wyników przez przedsiębiorstwo w obszarze E, z uwagi na różnorodność i wielość czynników go kształtujących²⁸, 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 S) lub od zwiększenia różnorodności płciowej zarządu (dotyczy obszaru G) jest wdrożenie działań mających skutkować zmniejszeniem emisji CO₂ (dotyczy obszaru E). Trudność ta polega na tym, że o ile we wszystkich powyższych działaniach znane są ich pożądane skutki, o tyle tylko 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 stanowiących 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 prowadzących różny rodzaj działalności przedsiębiorstw wymagane mogą być odmienne działania w tym zakresie (np. zatrudnienie specjalistów z zakresu działalności ekologicznej, zakup nowych maszyn produkcyjnych, optymalizacja procesów produkcji

27 Szerzej na ten temat w punkcie 4.2.1 – *Dyrektywa w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD)*.

28 Szerzej na ten temat w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*.

pod względem emisji zanieczyszczeń i przeszkolenie personelu), a nawet gdy są one wdrożone, to nie ma pewności, iż będą one miały początkowo zamierzony skutek. 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 skomplikowane 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 się zmniejszają. 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 E. 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 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 ESG²⁹ scoringi E, S i G badanych spółek różniły się pomiędzy poszczególnymi krajami (zob. tabela 5.8).

29 Patrz podrozdział 5.5.1 – Scoringi i ratingi ESG.

Tabela 5.8. 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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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: 29 E: 62,15 S: 70,42 G: 55,75	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: 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: 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: 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: 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: 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

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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: 63,48 S: 67,93 G: 47,47	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: 23 E: 67,83 S: 57,73 G: 49,40	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: 67,18 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: 46,90 S: 49,49 G: 50,84	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: 10 E: 32,72 S: 38,69 G: 39,02	N: 9 E: 35,65 S: 41,55 G: 41,30	N: 10 E: 34,04 S: 40,58 G: 41,04	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: 52,92 S: 58,67 G: 58,06	N: 3 E: 55,07 S: 60,12 G: 56,39	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: 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: 24 E: 44,32 S: 48,96 G: 57,50	N: 25 E: 39,70 S: 42,84 G: 53,29	N: 24 E: 41,01 S: 46,81 G: 54,30	N: 28 E: 41,54 S: 50,11 G: 55,77	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

Tab. 5.8 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
ROU	b.d.	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.	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 S: 58,96 G: 51,27	N: 38 E: 59,93 S: 61,32 G: 51,98	N: 37 E: 59,93 S: 61,32 G: 51,98	N: 38 E: 59,85 S: 63,29 G: 52,43	N: 38 E: 59,73 S: 63,90 G: 51,91	N: 41 E: 60,02 S: 65,04 G: 51,37	N: 51 E: 55,16 S: 63,20 G: 50,11	N: 55 E: 54,59 S: 64,72 G: 49,64	N: 57 E: 55,43 S: 67,19 G: 49,87	N: 81 E: 47,86 S: 60,54 G: 48,70	N: 100 E: 46,94 S: 55,40 G: 50,61	N: 151 E: 38,97 S: 51,51 G: 53,68	N: 148 E: 43,25 S: 53,52 G: 55,76	N: 143 E: 45,57 S: 53,91 G: 56,10	N: 977 E: 48,76 S: 57,74 G: 52,62
łącznie	N: 569 E: 52,24 S: 51,47 G: 50,34	N: 607 E: 52,07 S: 52,32 G: 50,47	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: 1016 E: 51,89 S: 60,32 G: 51,91	N: 1230 E: 49,63 S: 58,44 G: 55,56	N: 1189 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 umożliwiała 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; International Organization for Standardization, Country codes...

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 we wskazanych obszarach lub robiły to w sposób nieefektywny. Przyczyny tego 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, spółki te wszelkie naciski ze strony społeczeństw na osiągnięcie określonych wyników ESG mogą całkowicie ignorować. Po trzecie, w krajach tych mogą funkcjonować niewystarczające regulacje prawne, które motywowałyby przedsiębiorstwa do osiągnięcia wyników ESG na konkretnym poziomie. Po czwarte, 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 wiązałoby się ze sprawowaniem niskiej jakości kontroli wyników ESG spółek tych krajów, a jednocześnie stwarzałoby tym podmiotom możliwość skupienia się jedynie na osiąganiu lepszych wyników finansowych, nawet kosztem generowania negatywnych efektów zewnętrznych. Z kolei krajami ze spółkami o najwyższych średnich scoringach w poszczególnych obszarach były – w odniesieniu do obszaru E – Francja (średni scoring E równy 66,07), w zakresie obszaru S – Hiszpania (średni scoring S równy 73,05), a zważywszy na wyniki w obszarze G – 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 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 na potrzeby badań empirycznych podlegały autorskiemu

systemowi ich organizacji, który uwzględnił przeprowadzenie licznych procedur podstawowych i kontrolnych. W celu wykluczenia wszelkich potencjalnych niedoskonałości danych Refinitiv Eikon wszystkie zmienne, z 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 ostatecznie 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 stanowiły 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 (wzrostu cen) oraz bessy (spadku 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 osiągniętych 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), rozstęp między tymi wielkościami wyniósł zatem 81,56 (łącznie dziewięć ocen od ratingu D do A). Biorąc pod uwagę to, iż scoring ESG może przyjmować wielkości od 0,00 (D–) do 100,00 (A+), zróżnicowanie przedsiębiorstw pod tym względem było wysokie – w skrajnych przypadkach spółki osiągnęły niemalże graniczne ratingi ESG. Zbliżony wniosek można wyciągnąć na podstawie porównawczej 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. Wziąwszy pod uwagę ponoszone wysiłki, np. organizacji międzynarodowych, powyższe należy określić mianem zjawiska 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 (~1,2%/rok) jest zbyt niskie, aby skutecznie przeciwdziałać negatywnym skutkom działalności człowieka, na rzecz zwalczania których poświęcane są znaczące wysiłki gospodarek na świecie.

Spśród 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 osiągnięcia 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 z roku na rok, to co do zasady wykazały one tendencję wzrostową wraz z upływem lat (największą w obszarze G, a najmniejszą w E). Dodatkowo 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 wpisujących się w obszar G, naturalna 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 osiągnięcia 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 z przyjętą w pierwszym rozdziale niniejszej monografii definicją „zrównoważone finanse to proces reagowania na potrzeby uczestników otoczenia gospodarczego w zakresie zrównoważonego rozwoju”¹, z kolei fundamenty zrównoważonego rozwoju stanowią trzy obszary działań – środowiskowy (*Environmental* – E), społeczny (*Social* – S) oraz kwestii zarządczych (*Governance* – G). 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 jej braku) 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 osiągnięcia „lepszyc” 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

¹ Autorska definicja pojęcia zrównoważonych finansów zawarta została w podrozdziale 1.2 – *Definicja oraz istota zrównoważonych finansów*.

w obszarach ESG, wyniki ESG przedsiębiorstw będą znajdować odzwierciedlenie w ich wynikach finansowych, a w szczególności w 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?

PB2: Który z komponentów scoringu ESG – środowiskowy (E), społeczny (S) czy 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 wartość rynkową.

HB2: Scoring E – spośród scoringów E, S i G – 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 otoczenia² jest doceniana przez uczestników rynku i wynagradzana w formie wyższej wartości rynkowej. Założenie to wpisuje się również w jedną z trzech możliwych reakcji rynku na wyniki w obszarach ESG wskazanych przez J.T. Hamiltona – reakcją pozytywną³. 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 dodatni⁴.

2 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.

3 Zidentyfikowane przez J.T. Hamiltona trzy możliwe reakcje rynku na informacje ESG zawarto w podrozdziale 3.5 – *Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu*.

4 G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2015, vol. 5(4), s. 210–233.

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 ponieważ w opozycji do podejścia stosowanego przez Refinitiv, które w kompozycji scoringu ESG elementowi E nadaje najniższą wagę⁵, a także badaczy, którzy mianem kluczowego określają scoring G⁶. Przykładowo, V. Lagasio i N. Cucari zasadność takiego stanowiska (tj. uznanie scoringu G za najistotniejszy spośród pozostałych komponentów scoringu ESG) argumentują tym, iż zarząd spółki, kompetencje ludzkie oraz strategię działalności przedsiębiorstwa – jako wybrane czynniki tworzące scoring G – są źródłem przewagi konkurencyjnej spółki. Czynniki te odgrywają zatem główną rolę w promowaniu zrównoważenia działalności gospodarczej i powinny być uznane za ważniejsze od działalności w obszarach E lub S⁷. Z kolei 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 i wytycznych, uczestnicy rynku mogli więc do tej pory oceniać autentyczność tych informacji ze stosunkowo dużą łatwością i pewnością⁸. 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. 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 kapitałodawców, zwrócili uwagę J. Xie i współautorzy⁹. Jednak za R. Sparkesem należy podkreślić, iż „ze wszystkich

5 Jak wskazano wcześniej (patrz punkt 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.

6 R.G. Eccles, G. Serafeim, M.P. Krzus, *Market Interest in Nonfinancial Information*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2011, vol. 23, s. 113–127; A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure*, „Global Finance Journal” 2018, vol. 38, s. 45–64; M. Khan, *Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World*, „Financial Analysts Journal” 2019, vol. 75(4), s. 103–112.

7 V. Lagasio, N. Cucari, *Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure: A Meta-analytical Review*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management” 2019, vol. 26(4), s. 701–711.

8 Choć autorzy w swoich wnioskach zwracają uwagę głównie na regulacje w zakresie sprawozdawczości nakładane przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (United States Securities and Exchange Commission – SEC) 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 Financial Performance...*, s. 210–233.

9 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” 2019, vol. 28(2), s. 286–300.

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 kwestie¹⁰. Druga hipoteza badawcza nie dewaluje wyników 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 G¹¹. Ukierunkowanie na rozwiązywanie 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:

- 1) porównawczą analizę wybranych miar statystyki opisowej (średnia arytmetyczna, mediana, minimum, maksimum oraz odchylenie standardowe);
- 2) analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona;
- 3) analizę regresji z wykorzystaniem danych panelowych.

Wpływ wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa oszacowano na podstawie modelu wyceny J.A. Ohlsona (*Ohlson Valuation Model* – OVM)¹²:

$$MC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \beta_3 OI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6.1)$$

gdzie:

MC (*Market Capitalization*) – wartość kapitalizacji rynkowej;

BVE (*Book Value of Equity*) – wartość księgowa kapitału własnego;

10 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 Sussex 2002, s. 18.

11 Podstawy takiego założenia przedstawiono w podrozdziale 1.4 – *Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju*.

12 J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11(2), s. 661–687.

NI (*Net Income*) – wynik finansowy netto¹³;

OI (*Other Information*) – pozostałe nieujawnione w sprawozdaniach finansowych informacje mogące kształtować wyniki finansowe przedsiębiorstwa w przyszłości;

ε – wyraz wolny modelu;

i – dana spółka;

t – dany rok.

Za pomocą modelu wyceny Ohlsona 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 informacji istotnych z perspektywy oczekiwanych ponadprzeciętnych wyników finansowych podmiotu w przyszłości (*OI*)¹⁴. 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. Zawiera on uproszczenie polegające na zachowaniu neutralności ryzyka oraz bazuje na koncepcji „relacji czystej nadwyżki” (*clean surplus relations*)¹⁵. 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 wartość, ponieważ dywidenda jest wypłacana z jej kapitału własnego, tj. pomniejsza *BVE*, lecz jednocześnie inwestor równowartość tego spadku wartości otrzymuje pod postacią dywidendy¹⁶. Polityka wypłat dywidendy staje się zatem dla niego nieistotna z punktu widzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa¹⁷. Co więcej, *OI* – czyli informacje wykraczające poza wartości księgowe – są uwzględnione w modelu jako determinanty wartości

13 Wskazany w OVM zapis *NI* (*net income*) w dosłownym przetłóczeniu na język polski oznacza „zysk netto”. Jednakże z uwagi na to, iż możliwa jest sytuacja generowania przez spółkę straty netto, *net income* przetłumaczono na „wynik finansowy netto”, a więc kategorię finansową, która z definicji obejmuje zarówno zyski, jak i straty netto.

14 J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Security...*; M.L. Torre, F. Mango, A. Cafaro, S. Leo, *Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50*, „Sustainability” 2020, vol. 12(16), s. 6387–6399.

15 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...*

16 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”) – *ibidem*, s. 681.

17 Szerzej: F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48(3), s. 261–297; M. Miller, F. Modigliani, *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34(4), s. 411–433.

przedsiębiorstwa. Motywowane jest to tym, 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 czasie¹⁸.

Za miarę bardziej odpowiadającą wartości rynkowej przedsiębiorstwa niż wartość kapitalizacji rynkowej przyjęto wskaźnik *Q* Tobina¹⁹ (*Tobin's Q* – *TQ*)²⁰:

$$TQ = \frac{MV}{RC}, \quad (6.2)$$

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 przedsiębiorstw, a kapitalizacja rynkowa stanowi pośrednią wycenę posiadanych przez spółki aktywów oraz korzyści ekonomicznych, które przy ich wykorzystaniu będą w stanie osiągnąć w przyszłości²¹. 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”²². 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”²³. Zgodnie z K. Da-

18 J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Evidence*, „Contemporary Accounting Research” 2001, vol. 18(1), s. 107–120.

19 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 Macroeconomic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*, „The Review of Economic Studies” 1966, vol. 33(4), s. 309–319.

20 N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, „European Financial Management” 2011, vol. 17(4), s. 679–704; 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” 2022, vol. 26, s. 169–178.

21 J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976, s. 237.

22 J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, London 1936, s. 76.

23 J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets...*, s. 238.

lal i N. Thakerem oraz G. Giannopoulosem i współautorami za miarę kosztu odtworzenia przyjęto zatem wartość księgową aktywów całkowitych (*Total Assets* – *TA*)²⁴. Jest 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:

$$TQ = \frac{MC}{TA}, \quad (6.3)$$

gdzie:

TA (*Total Assets*) – wartość księgową 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 stan „normalnej równowagi” (*normal equilibrium*)²⁵, równoważący wartość rynkową z kosztem odtworzenia spółki.

Przyjęcie *TQ* za najbardziej odpowiednią miarę wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest również zgodne z podejściem zastosowanym przez innych naukowców²⁶. Niemniej, podążając za wcześniejszymi badaniami dotyczącymi względnej niezmienności *TQ* w czasie²⁷ oraz z uwagi na to, iż wskaźnik ten może być wysoce zależny od sektora, w którym działa przedsiębiorstwo²⁸, przeprowadzono

24 K.K. Dalal, N. Thaker, *ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies*, „Indian Journal of Corporate Governance” 2019, vol. 18, s. 44–59; G. Giannopoulos, F. Kihle, M. Elmarzouky, H. Afzal, *The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms*, „Journal of Risk and Financial Management” 2022, vol. 215(6), s. 237–253.

25 J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets...*, s. 238.

26 J. Choi, H. Wang, *Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial Performance*, „Strategic Management Journal” 2009, vol. 30(8), s. 895–907; A. Ferrell, H. Liang, L. Renneboog, *Socially Responsible Firms*, „Journal of Financial Economics” 2016, vol. 122(3), 585–606; S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or Action: Evaluating ESG Behaviour towards Financial Performance*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–7; Z. Chen, G. Xie, *ESG Disclosure and Financial Performance: Moderating Role of ESG Investors*, „International Review of Financial Analysis” 2022, vol. 83, s. 1–17; G. Giannopoulos, F. Kihle, M. Elmarzouky, H. Afzal, *The ESG Disclosure...*

27 G.F. Waring, *Industry Differences in the Persistence of Firm-specific Returns*, „American Economic Review” 1996, vol. 86, s. 1253–1265; A.M. McGahan, M.E. Porter, *The Persistence of Shocks to Profitability*, „Review of Economics and Statistics” 1999, vol. 81, s. 143–153.

28 L. Bebchuk, A. Cohen, A. Ferrell, *What Matters in Corporate Governance?*, „The Review of Financial Studies” 2009, vol. 22(2), s. 783–827; R. Aggarwal, S. Dow, *Corporate Governance and Business Strategies for Climate Change and Environmental Mitigation*, „The European Journal

dotatkową analizę wrażliwości wyników badań. Wielkość wskaźnika TQ dla spółek w poszczególnych latach została skorygowana (pomniejszona) o medianę obliczoną na poziomie sektora²⁹ (dokładniej *economic sector* według Refinitiv³⁰). 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 całkowitych³¹ (*Return on Total Assets* – *RoTA*). Zważywszy na fakt, iż w OVM nie skonkretyzowano informacji odzwierciedlających przyszłe wyniki spółki³², 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 niefinansowych³³. Podobne podejście zostało zastosowane przez innych badaczy, którzy swoje stanowiska argumentują w następujący sposób:

- 1) cel maksymalizacji wartości dla otoczenia, przedstawiany jako alternatywa dla *Shareholders Value Approach*, to koncepcja, która ma zwolenników wśród inwestorów³⁴;
- 2) ponieważ przedsiębiorstwa wykorzystują zasoby otoczenia na własne potrzeby, więc jednym z celów ich działania powinno być dbanie o to otoczenie, a te wysiłki powinny oddziaływać na ich wyniki finansowe i rynkowe³⁵;
- 3) dbałość przedsiębiorstwa o otoczenie pomaga spółkom osiągać lepsze wyniki rynkowe nie tylko w krótkim, lecz również w długim okresie³⁶;

of Finance” 2011, vol. 18(3), s. 1–20; E.P. Yu, Q. Guo, B.V. Luu, *Environmental, Social and Governance Transparency and Firm Value*, „Business Strategy and the Environment” 2018, vol. 27(7), s. 987–1004.

29 N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic Value...*

30 W sposób bardziej szczegółowy klasyfikację sektorową Refinitiv (*The Refinitiv Business Classification*) przedstawiono w podrozdziale 5.2 – *Próba badawcza i okres badawczy* – charakterystyka.

31 J.J. Griffin, J.F. Mahon, *The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-five Years of Incomparable Research*, „Business & Society” 1997, vol. 36, s. 5–31; N. Guenster, R. Bauer, J. Derwall, K. Koedijk, *The Economic Value...*

32 J.A. Ohlson, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity...*

33 M.L. Torre, F. Mango, A. Cafaro, S. Leo, *Does the ESG Index...*

34 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” 2020, vol. (1), s. 76–93.

35 M. Selvam, J. Gayathri, V. Vasanth, K. Lingaraja, S. Marxiaoli, *Determinants of Firm Performance: A Subjective Model*, „International Journal of Social Science Studies” 2016, vol. 4(7), s. 90–100.

36 J. Choi, H. Wang, *Stakeholder Relations...*

- 4) wyniki ESG pełnią dwie funkcje: dostarczają informacji o fundamentach przedsiębiorstwa oraz wpływają na preferencje inwestorów³⁷;
- 5) 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 ESG³⁸;
- 6) odpowiedzialne społecznie przedsiębiorstwa często są dobrze zarządzane z uwagi na stosowane dobre praktyki ładu korporacyjnego, z kolei dobrze zarządzane podmioty maksymalizują swoją wartość, istnieje zatem podstawa do twierdzenia, iż pozytywne wyniki w zakresie CSR (interpretowanej na równi z ESG) będą powielać wartość tych spółek³⁹.

Na podstawie wprowadzonych zmian sformułowano pierwszą wersję zmodyfikowanego modelu wyceny Ohlsona (*modified Ohlson Valuation Model* – mOVM):

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{i,t} + \beta_2 RoTA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6.4)$$

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 metodyce stosowanej przez Refinitiv jest brak bezpośredniej porównywalności scoringów ESG między spółkami przynależącymi do odmiennych sektorów oraz funkcjonującymi w różnych krajach⁴⁰. Istotność poszczególnych składowych wskaźników ESG od Refinitiv jest zależna od sektorów oraz krajów pochodzenia spółek, tj. ich grup odniesienia (tzw. *peer group* lub *peer*)⁴¹. Skorygowanie wskaźników ESG na podstawie wyników *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” – ma wyższy scoring ESG – od pozostałych podmiotów w swojej grupie odniesienia, podczas gdy identyczny wynik drugiej spółki może wskazywać sytuację odwrotną. Grupy odniesienia charakteryzują się zróżnicowanymi wielkościami skrajnymi (minimum i maksimum) oraz średnimi wielkościami scoringów ESG,

37 L.H. Pedersen, S. Fitzgibbons, Ł. Pomorski, *Responsible Investing: The ESG-efficient Frontier*, „Journal of Financial Economics” 2021, vol. 142, s. 572–597.

38 C. Flammer, *Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach*, „Management Science” 2015, vol. 61(11), s. 2549–2568.

39 A. Ferrel, H. Liang, L. Renneboog, *Socially...*

40 H. Naffa, M. Fain, *A Factor Approach to the Performance of ESG Leaders and Laggards*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–8.

41 Przez pojęcie *peer group* lub *peer* należy rozumieć grupę spółek o zbliżonej charakterystyce, wyznaczającą benchmark dla innych podobnych przedsiębiorstw.

które definiują końcowe 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 wariantami⁴². W tym celu w pierwszej kolejności przeprowadzono standaryzację scoringów ESG pozyskanych z Refinitiv Eikon zgodnie z następującym wzorem:

$$zSCORE'_i = \frac{SCORE_{ti} - \mu_{peer}}{\sigma_{peer}}, \quad (6.5)$$

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 zaklasyfikowane⁴³, z kolei scoring G jest modyfikowany na podstawie wyników charakterystycznych dla kraju, w którym spółki mają swoją siedzibę. Na końcowy scoring ESG spółki agencja ratingowa wpływa pośrednio, dlatego równanie 6.4 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 10⁴⁴:

$$normSCORE'_i = 50 + (zSCORE' \times 10), \quad (6.6)$$

gdzie:

$normSCORE'$ – znormalizowany scoring E, S lub G;

pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Normalizację scoringu ESG przeprowadzono w sposób pośredni, zgodnie z metodologią Refinitiv. Scoringi E, S oraz G – a w tym wypadku ich znormalizowane

42 P. Justice, J. Hale, *Morningstar Sustainability Rating*, 2016, https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_downloads/press_kits/2016/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology.pdf (dostęp: 15.11.2023).

43 Klasyfikację sektorową Refinitiv na różnych poziomach szczegółowości przedstawiono w podrozdziale 5.2 – *Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka*.

44 P. Justice, J. Hale, *Morningstar...*

warianty – przemnożono przez wagi, jakie nadaje im Refinitiv w kalkulacji łącznego „normalnego” scoringu ESG, tj. odpowiednio 0,28, 0,40 i 0,32⁴⁵. Znormalizowane warianty scoringów oznaczono prefiksem „norm” (tj. normESG⁴⁶, normE, normS oraz normG). Znormalizowane scoringi można zaklasyfikować w sposób zgodny z Refinitiv – do jednej z czterech grup przedsiębiorstw (zob. tabela 6.1).

Tabela 6.1. 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 Rating*, 2016, https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_downloads/press_kits/2016/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology.pdf (dostęp: 15.11.2023); H. Naffa, M. Fain, *A Factor Approach to the Performance of ESG Leaders and Laggards*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–8.

Wykonanie powyższych czynności pozwoliło na wykorzystanie w badaniach scoringów ESG, które są porównywalne między wszystkimi spółkami włączonymi do badania. Kody, za pomocą 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–, A i A+) i jest nadawany spółkom osiągnącym 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)

45 Wagi scoringów E, S i G w łącznym scoringu ESG wykazano w tabeli 2.8, w punkcie 2.4.2 – *Główni dostawcy wskaźników ESG przedsiębiorstw*.

46 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 zapis z prefiksem „norm”.

odpowiadać będą takim ratingom ESG od Refinitiv, jak D-, D oraz D+ i wskazywać spółki o najgorszych wynikach w obszarach ESG (zaczynając od 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 czynników⁴⁷, oraz w celu zmniejszenia prawdopodobieństwa nieuwzględnienia istotnych zmiennych w badaniach⁴⁸ w nawiązaniu do podejść innych badaczy w modelu uwzględniono również zbiór zmiennych kontrolnych:

- 1) wielkość przedsiębiorstwa (*SIZE*)⁴⁹;
- 2) stopę wzrostu przedsiębiorstwa (*GROW*)⁵⁰;
- 3) strukturę finansowania (*FSTR*)⁵¹;
- 4) produktywność aktywów całkowitych (*TURN*)⁵²;
- 5) politykę wypłat dywidendy (*DIV*)⁵³.

SIZE zmierzono logarytmem naturalnym wartości kapitalizacji rynkowej⁵⁴. Zmienną *GROW* obliczono przy wykorzystaniu jednorocznej stopy wzrostu przychodów ze sprzedaży. Wzrost przychodów ze sprzedaży spółki uznawany jest za „najczystsza miarę” wzrostu spółki – procesu zwiększania jej kategorii

47 J. Tobin, W.C. Brainard, *Asset Markets...*; 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” 2013, vol. 24(2), s. 27–52.

48 J.H. Stock, M.W. Watson, *Introduction to Econometrics*, Pearson Education Limited, Harlow 2015, s. 186–191.

49 P. Velte, *Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany*, „Journal of Global Responsibility” 2017, vol. 8(2), 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” 2018, vol. 29, s. 182–194.

50 S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market Value, and Profitability: International Evidence*, [w:] S. Bou-baker, D. Cumming, D.C. Nguyen (red.), *Research Handbook of Finance and Sustainability*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2018, s. 29–53; B. Cornell, A. Damodaran, *Valuing ESG...*

51 G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG Disclosure...*; S. Arora, J.K. Sur, Y. Chauhan, *Does Corporate Social Responsibility Affect Shareholder Value? Evidence from the COVID-19 Crisis*, „International Review of Finance” 2022, vol. 22(2), s. 325–334.

52 A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG Performance...*

53 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” 2021, vol. 39, 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” 2022, vol. 199, s. 399–345.

54 F. Perez, L.E. Sanchez, *Assessing the Evolution of Sustainability Reporting in the Mining Sector*, „Environmental Management” 2009, vol. 43(6), s. 949–961.

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 zdarzenia⁵⁵. 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 (*General Debt Ratio – GDR*)⁵⁶. Do kalkulacji zmiennej *TURN* wykorzystano wskaźnik obrotowości aktywów całkowitych (*Total Assets Turnover – TAT*). Wyraża on poziom efektywności (*efficiency*) wszystkich aktywów spółki w generowanej wartości przychodów ze sprzedaży⁵⁷. 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 latach⁵⁸. Opis wszystkich zmiennych uwzględnionych w badaniu zawarto w tabeli 6.2, z kolei oczekiwany kierunek wpływu zmiennych kontrolnych na *TQ/adjTQ* wraz z uzasadnieniem zawarto w tabeli 6.3.

Tabela 6.2. Opis zmiennych uwzględnionych w badaniu

Rodzaj zmiennej	Zapis zmiennej	Opis zmiennej
1	2	3
Objaśniana	<i>TQ</i>	Wskaźnik <i>Q</i> Tobina obliczony jako stosunek sumy wartości kapitalizacji rynkowej i wartości księgowej długu do wartości księgowej aktywów całkowitych
	<i>adjTQ</i>	Wskaźnik <i>TQ</i> spółki skorygowany (pomniejszony) o medianę obliczoną na poziomie sektora tej spółki w poszczególnych latach
	<i>RoTA</i>	Wskaźnik rentowności aktywów całkowitych obliczony jako stosunek <i>EBIT</i> (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>) do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych
	<i>ESG</i>	Scoring ESG spółki od Refinitiv

55 B. Cornell, A. Damodaran, *Valuing ESG...*

56 H. Jo, M.A. Harjoto, *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 103, s. 351–383.

57 A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG Performance...*

58 Wypłata dywidendy nie była często stosowaną praktyką przez badane spółki, tak więc w celu nieograniczenia końcowej próby badawczej (dokładnie o 25,70%) w badaniu wykorzystano zmienną dychotomiczną (*DIV*), a nie stopę zwrotu z dywidendy (*Dividend Yeild – DY*). Próbę badawczą szerzej omówiono w podrozdziale 5.2 – *Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka*.

Tab. 6.2 (cd.)

1	2	3
Objaśniana	<i>E</i>	Scoring E spółki od Refinitiv
	<i>S</i>	Scoring S spółki od Refinitiv
	<i>G</i>	Scoring G spółki od Refinitiv
	<i>normESG</i>	Znormalizowany scoring ESG
	<i>normE</i>	Znormalizowany scoring E
	<i>normS</i>	Znormalizowany scoring S
	<i>normG</i>	Znormalizowany scoring G
Kontrolna	<i>SIZE</i>	Wielkość przedsiębiorstwa (<i>size</i>) mierzona logarytmem naturalnym wartości kapitalizacji rynkowej
	<i>GROW</i>	Stopa wzrostu przedsiębiorstwa (<i>growth rate</i>) wyrażona jako roczna stopa zmiany wartości przychodów ze sprzedaży
	<i>FSTR</i>	Struktura finansowania działalności przedsiębiorstwa (<i>financial structure</i>) mierzona wskaźnikiem zadłużenia ogólnego (<i>General Debt Ratio – GDR</i>), obliczonym jako stosunek wartości księgowej zobowiązań ogółem do wartości księgowej aktywów całkowitych
	<i>TURN</i>	Obrotowość aktywów całkowitych (<i>assets turnover</i>) mierzona wskaźnikiem obrotowości aktywów całkowitych (<i>Total Assets Turnover – TAT</i>), obliczonym jako stosunek przychodów ze sprzedaży do średniorocznej wartości księgowej aktywów całkowitych
	<i>DIV</i>	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 6.3. Oczekiwany kierunek wpływu wybranych zmiennych uwzględnionych w badaniu na *TQ*

Zmienna	Oczekiwany kierunek wpływu na <i>TQ/adjTQ</i>	Uzasadnienie oczekiwanego kierunku wpływu
1	2	3
2R3oTA	Dodatni	Z uwagi na to, iż wysoka rentowność, tj. wysoki stosunek wyniku operacyjnego do (w tym wypadku) wartości aktywów całkowitych, kojarzona jest z prawidłowo funkcjonującymi przedsiębiorstwami z perspektywami na rozwój lub po prostu kontynuacją prowadzonej działalności w przyszłości, wartość rynkową takich podmiotów rynek będzie wyceniał wyżej niż spółki o niższej rentowności, tym bardziej te o ujemnych wynikach, czyli charakteryzujących się deficytowością.

1	2	3
<i>SIZE</i>	Ujemny	Większe spółki, mimo iż są uważane za bardziej stabilne i o lepszej sytuacji finansowej niż spółki mniejsze, to ze względu na swój rozmiar nie mają takich predyspozycji do dalszego wzrostu jak podmioty mniejsze, przez co nie są nagradzane przez uczestników rynku wyższą wartością rynkową.
<i>GROW</i>	Dodatni	Spółki prezentujące wyższe stopy wzrostu są wyżej wyceniane przez rynek niż spółki o mniejszych stopach wzrostu, ponieważ oferują inwestorom większe możliwości do powiększania swojego majątku.
<i>FSTR</i>	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.
<i>TURN</i>	Dodatni	Wyższa obrotowość aktywów całkowitych świadczy o większych zdolnościach spółki do odtworzenia swojego majątku z przychodów ze sprzedaży, spółki o takiej charakterystyce powinny być zatem wynagradzane przez rynek wyższą wyceną.
<i>DIV</i>	Ujemny	Ponieważ wypłata dywidendy co do zasady jest dokonywana z wypracowanego przez spółkę zysku netto, który mogłaby ona przeznaczyć w przyszłości na rozwój swojej działalności, rynek utratę tej możliwości będzie oceniał jako zjawisko negatywne dla przedsiębiorstwa, tj. będzie niżej wyceniał podmioty stosujące taką praktykę.

Źródło: opracowanie własne.

W rezultacie zastosowanych modyfikacji względem OVM oraz z uwzględnieniem wszystkich zmiennych wykorzystanych w badaniu końcową postacią mOVM – dla oceny wpływu scoringu ESG na wartość rynkową – wyraża poniższe równanie:

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 RoTA_{i,t} + \beta_3 i_{i,t} + \beta_4 GROW_{i,t} + \beta_5 FSTR_{i,t} + \beta_6 TURN_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (6.7)$$

Badania koncentrujące się na pojedynczych scoringach ESG mogą być obciążone błędem pominięcia istotnej zmiennej, dokładniej pozostałymi składowymi scoringu ESG⁵⁹. Podczas gdy zasadne jest wykorzystanie modelu (6.7) do oszacowania łącznego wpływu 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)

⁵⁹ S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market Value...*

mogłoby zniekształcić wyniki badań. W celu eliminacji tej potencjalnej niedoskonałości zastosowano model (6.8), w którym jednocześnie zbadano wpływ wszystkich komponentów scoringu ESG na wartość spółki:

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + \beta_4 RoTA_{i,t} + \beta_5 i, t - + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 FSTR_{i,t} + \beta_8 TURN_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \quad (6.8)$$

Wybrane statystyki opisowe wykorzystanych zmiennych zaprezentowano w tabeli 6.4.

Tabela 6.4. Wybrane statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach

Zmienna	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odch. std.
<i>TQ</i>	1,206	0,772	0,062	8,704	1,385
<i>ESG</i>	55,62	57,15	9,35	90,91	19,85
<i>E</i>	52,56	55,09	0,00	95,98	26,42
<i>S</i>	58,39	60,98	7,27	95,75	23,03
<i>G</i>	53,80	54,98	7,71	93,98	22,02
<i>RoTA</i>	0,074	0,070	-0,350	0,363	0,090
<i>SIZE*</i>	5,699	1,078	0,013	89,035	13,612
<i>GROW</i>	0,094	0,057	-0,631	1,665	0,279
<i>FSTR</i>	0,575	0,577	0,094	1,246	0,207
<i>TURN</i>	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.

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. 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 G, który związany jest z takimi czynnikami ESG jak prawa człowieka, odpowiedzialność produktowa oraz siła robocza, najgorzej – w zakresie kwestii związanych ze środowiskiem naturalnym – z 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 $13,612$ 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 $124,6\%$ (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 zwinsoryzowane⁶⁰ na poziomie 1. i 99. percentyla⁶¹. Braki danych usunięto parami⁶². W badaniu wykorzystano analizę regresji danych panelowych⁶³ oszacowaną metodą najmniejszych kwadratów (*Panel Least Squares* – PLS). 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 (*Fixed Effects* – *FE*⁶⁴), a nie losowych (*Random Ef-*

60 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.

61 S. Bajic, B.B. Yurtoglu, *CSR, Market Value...*

62 W sposób szczegółowy proces pozyskania oraz organizacji danych omówiono w podrozdziale 5.2 – *Próba badawcza i okres badawczy – charakterystyka*.

63 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. 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. Cieciałąg, A. Tomaszewski, *Ekonometryczna analiza danych panelowych*, Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2003, s. 5; J. Muszyńska, *Modelowanie danych panelowych*, „*Ekonomia i Zarządzanie*” 2006, t. 1, s. 213–236.

64 Model z efektami stałymi (model 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 nim zmienne (np. rok lub spółka) są skorelowane ze zmiennymi niezależnymi, efekty grupowe mają charakter stałych

fects – RE⁶⁵) w poszczególnych modelach. Aby potwierdzić powyższe założenie, decyzję o zastosowaniu FE lub RE podjęto na podstawie wyników testu Hausmana⁶⁶. Zasadność zastosowania wspomnianych efektów w przekroju jednowymiarowym (tj. w przekroju tylko dla spółek (*cross-section*) lub tylko dla momentów czasu (*period*)) lub 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 Breusch-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 za pomocą wskaźnika korelacji Pearsona. Zwieńczenie tej części badań stanowi analiza PLS z użyciem zmodyfikowanego

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*, [w:] J.D. Wright (red.), *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Elsevier, Amsterdam 2015, s. 381–386.

65 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 Analysis...*, s. 12.

66 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 różnica 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 falsyfikacji hipotezy zerowej ($p < 0,10$) zasadne jest wykorzystanie FE, w przeciwnym razie RE – J.A. Hausman, *Specification Tests in Econometrics*, „Econometrica” 1978, vol. 46(6), s. 1251–1271; C. Hsiao, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, New York 2003, s. 174; B.H. Baltagi, *Panel Data and Difference-in-Differences Estimation*, [w:] A.J. Culyer (red.), *Encyclopedia of Health Economics*, Elsevier, Amsterdam 2014, s. 425–433.

modelu wyceny Ohlsona (6.7) 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 6.5).

Tabela 6.5. Średnia wartość rynkowa (*TQ*) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringu ESG w latach 2010–2022

Przedział scoringu ESG	Średnia <i>TQ</i> w przedziale ESG	Zmiana średniego <i>TQ</i>	Proc. zmiana średniego <i>TQ</i>
min. ≤ ESG ≤ d1	1,536	n.d.	n.d.
d1 < ESG ≤ d2	1,420	-0,116	-7,5
d2 < ESG ≤ d3	1,371	-0,049	-3,5
d3 < ESG ≤ d4	1,311	-0,061	-4,4
d4 < ESG ≤ d5	1,248	-0,063	-4,8
d5 < ESG ≤ d6	1,124	-0,124	-9,9
d6 < ESG ≤ d7	1,091	-0,033	-2,9
d7 < ESG ≤ d8	1,021	-0,070	-6,4
d8 < ESG ≤ d9	1,020	-0,001	-0,1
d9 < ESG ≤ 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.

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 bezwzględnym (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 się maksymalnie o 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 6.6).

Tabela 6.6. 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.

Statystycznie istotne zależności, gdzie p (*probability* – wartość prawdopodobieństwa) było mniejsze od 1%, wystąpiły niemalże między wszystkimi analizowanymi zmiennymi. Wyjątek stanowiły zmienne *ESG* oraz *RoTA*, pomiędzy którymi zaobserwowano brak korelacji⁶⁷. W kontekście głównego punktu zainteresowań prowadzonych badań zmienna *ESG* była ujemnie związana z *TQ*, a zależność ta miała słabą siłę⁶⁸ ($R = -0,14$). Poczyniona obserwacja potwierdza wcześniejsze

67 Jest to interesujący wynik, autorzy potwierdzają bowiem wpływ rentowności na ESG (oraz *vice versa*) o różnym charakterze, lecz najczęściej negatywnym (szerzej: G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance...*). 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, ujemna zależność między tymi zmiennymi jest zatem 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. Uzyskane z tego tytułu korzyści finansowe mogą zatem równoważyć się z poniesionymi kosztami, co uzasadniałoby brak korelacji między wskaźnikiem *RoTA* a scoringiem ESG spółek w K-28. Niemniej nie jest to główny przedmiot badań, dlatego nie został przeanalizowany w większym stopniu.

68 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

przypuszczenie (na podstawie wyników zaprezentowanych w tabeli 6.2), że wzrost scoringu ESG prowadził do obniżenia wartości rynkowej spółek. 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 wyceńnięcia te podmioty niżej od spółek o gorszych wynikach ESG. Wyniki analizy korelacji są zgodne z początkowymi poglądami naukowców na temat ESG, o których mowa we wcześniejszej części pracy⁶⁹. Uczestnicy rynku mogą bowiem kojarzyć działalność przedsiębiorstwa w obszarach ESG jako marnotrawienie środków finansowych na aktywności nieleżące w głównym interesie spółki (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. uniknięcia kar finansowych za zanieczyszczenie środowiska naturalnego.

Jak założono we wcześniejszej części pracy⁷⁰, *RoTA* oraz zmienne kontrolne *GROW* i *TURN* były pozytywnie 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 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. Może to być tłumaczone przez fakt, iż większe podmioty dysponują odpowiednimi środkami, które mogą przeznaczyć na kwestie niezwiązane z ich podstawową działalnością i (lub) są zobligowane do raportowania *ESG* według stosownych regulacji (tj. *NFRD/CSRD*). Dokładają zatem

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” 2009, vol. 17, s. 139–142.

69 Patrz podrozdział 3.5 – *Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu*.

70 Patrz tabela 6.3, w podrozdziale 6.2 – *Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych*.

większych starań niż mniejsze podmioty bez takiego 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 6.7).

Tabela 6.7. Wpływ wyników ESG (*ESG*) na wartość rynkową (*TQ*) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

Wyszczególnienie	Wsp.	<i>p</i>
<i>ESG</i>	-0,0063	0,000
<i>RoTA</i>	2,6208	0,000
<i>SIZE</i>	0,5551	0,000
<i>GROW</i>	-0,1939	0,000
<i>FSTR</i>	-0,1653	0,008
<i>TURN</i>	0,5698	0,000
<i>DIV</i>	-0,0712	0,000
ϵ	-3,3017	0,000
Test Hausmana	1140,35	0,000
chi ²	37,15	0,000
Efekty stałe	Tak	
Statystyka F	60,65	0,000
Skorygowane <i>R</i> ²	0,8785	
<i>N</i>	10 378	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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. Lopatty⁷¹, jak również J. Nollea, G. Filisa, E. Mitrokostasa⁷², którzy dowiedli ujemnego wpływu wyników ESG na wartość rynkową. Wyniki otrzymanych badań są również zgodne z obserwacjami G. Friedego, T. Buscha i A. Bassena oraz C. Revelliego i J.L. Vivianiego⁷³, którzy dowiedli możliwości zarówno pozytywnego, jak i negatywnego wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Z drugiej zaś strony wyniki badań są przeciwne do wniosków poczynionych przez S.-F. Lo i H.-J. Sheu⁷⁴, S.H. Naffy i M. Faina⁷⁵, a także G. Giannopoulou i współautorów⁷⁶, którzy dowodzą występowania pozytywnego związku między tymi zmiennymi, a także do wyników badań P. Veltego⁷⁷, stwierdzającego brak oddziaływania ESG na TQ, lub S. Yoo i S. Managiego⁷⁸, dowodzących niejednoznacznej zależności między tymi zmiennymi. Zaobserwowany efekt ESG względem TQ wyróżnia 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 wartość rynkową”. Taki charakter zależności wpisuje się w postrzeganie ESG przez rynek w zgodzie 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.

71 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” 2016, vol. 25(1), s. 1–24.

72 J. Nollea, G. Filis, E. Mitrokostas, *Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Non-linear and Disaggregated Approach*, „Economic Modelling” 2016, vol. 52, s. 400–407.

73 G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance...*; C. Revelli, J.L. Viviani, *Financial Performance of Socially Responsible Investing (SRI): What Have We Learned? A Meta-analysis*, „Business Ethics, the Environment and Responsibility” 2015, vol. 24(2), s. 158–185.

74 S.-F. Lo, H.-J. Sheu, *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?*, „Corporate Governance: An International Review” 2007, vol. 15(2), s. 345–358.

75 H. Naffa, M. Fain, *A Factor...*

76 G. Giannopoulos, R.V.K. Fagernes, M. Elmarzouky, K.A.B.M.A. Hossain, *The ESG Disclosure...*

77 P. Velte, *Does ESG Performance...*

78 S. Yoo, S. Managi, *Disclosure or Action...*

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 (konkretnie 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 osiągane, 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, iż działania w ramach ESG nie są tak skuteczne, jak można by oczekiwać – mogą je transponować na wyniki ESG spółek, co znajduje odzwierciedlenie w niższej wartości 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 współautorów informacje ESG będą determinowały wartość rynkową spółek giełdowych w takim samym stopniu jak informacje finansowe⁷⁹, 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 zasadne, o ile spółki o wysokiej rentowności stanowią bardziej atrakcyjny przedmiot inwestycji dla uczestników rynku niż spółki o niskiej rentowności oraz spółki deficytowe⁸⁰. Wielkość przedsiębiorstwa (*SIZE*) wywierała pozytywny wpływ na *TQ*. Wzrost wielkości przedsiębiorstwa o 1% powodował wzrost jego wartości rynkowej o 0,55%. Choć wyniki te nie są zgodne z przewidywaniami poczynionymi we wcześniejszej części pracy⁸¹, to większe podmioty charakteryzują się względną stabilnością finansową i ugruntowaną pozycją na rynku, przez co uczestnicy rynku mogą je postrzegać za mniej ryzykowne niż mniejsze przedsiębiorstwa oraz wynagradzać je pod postacią wyższej wartości rynkowej.

Zaobserwowana 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

79 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” 2021, vol. 47(3), s. 1–20.

80 A.M. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, *ESG Performance...*; W.C. Wong, J.A. Batten, A.H. Ahmad, S.B. Mohamed-Arshad, S. Nordin, A.A. Adzis, *Does ESG Certification...*

81 Podrozdział 6.2 – *Metody badawcze i charakterystyka wykorzystanych zmiennych*.

tej zmiennej ($-0,1939$) na TQ . Podobny efekt na wartość rynkową co zmiana $GROW$ wywoływała zmienna $FSTR$. Współczynnik przy zmiennej wyniósł $-0,1653$, wzrost zadłużenia w strukturze finansowej przedsiębiorstwa prowadził zatem do zmniejszenia jego TQ . Spółki w znacznym stopniu finansowane długiem, nawet jeśli zarządzają nim w sposób efektywny, mogą być postrzegane przez inwestorów jako 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 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 6.8).

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 wartością rynkową. Wszystkie pozostałe zmienne użyte w badaniu charakteryzowały się takim samym kierunkiem wpływu na TQ i $adjTQ$, jak przedstawiono to w tabeli 6.4. Z 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 wariantach trzecim. W trzech wariantach modelu, zgodnie z wynikami testu Hausmana,

wykorzystano FE, które na podstawie statystyki χ^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.

Tabela 6.8. Analiza wrażliwości – wpływ wyników ESG (ESG , $normESG$) na wartość rynkową (TQ , $adjTQ$) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022

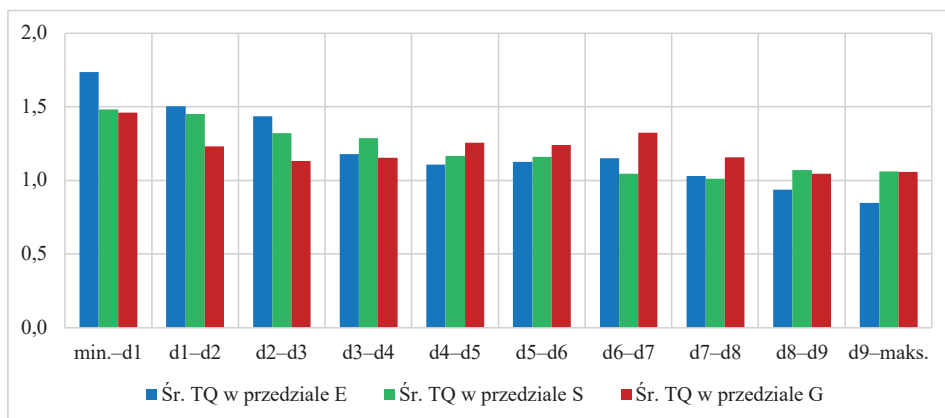
Wyszczególnienie	Zmienna objaśniana: TQ		Zmienna objaśniana: $adjTQ$			
	Konfiguracja modelu (1)		Konfiguracja modelu (2)		Konfiguracja modelu (3)	
	Wsp.	p	Wsp.	p	Wsp.	p
ESG	–	–	–0,0064	0,000	–	–
$normESG$	–0,0141	0,000	–	–	–0,0143	0,000
$RoTA$	2,6124	0,000	2,6910	0,000	2,6830	0,000
$SIZE$	0,5552	0,000	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
χ^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.

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 porównawczą 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 ostatecznie, 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 (6.7) różnych wariantów wybranych zmiennych (tj. $adjTQ$ oraz $normE$, $normS$ i $normG$).

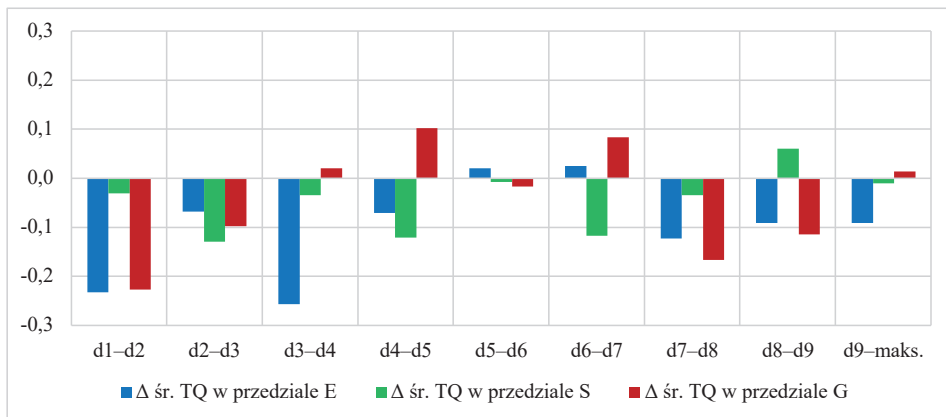
W kontekście wszystkich wymiarów wyników ESG, tj. scoringów E, S i G oraz wartości rynkowej, można poczynić podobną obserwację do tej, którą wskazano przy wykorzystaniu łącznego scoringu ESG. Wraz ze wzrostem wielkości scoringów związanych osobno ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem i kwestiami zarządczymi TQ badanych spółek malało (zob. wykresy 6.1–6.3).



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.

Wykres 6.1. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022

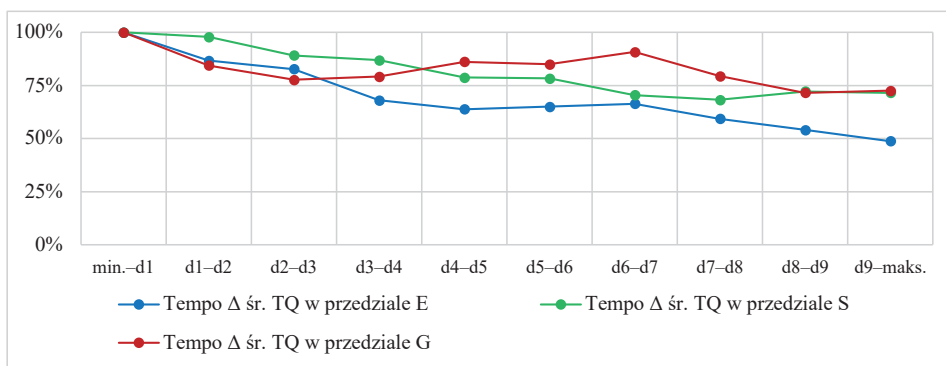
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Objaśnienia: wielkości decyli scoringów wraz z wielkościami TQ w sposób szczegółowy wykazano w załączniku 7. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Wykres 6.2. Zmiany średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.



Objaśnienia: wielkości decyli poszczególnych scoringów wraz z tempem zmian (indeks = 2010) TQ w sposób szczegółowy wykazano w załączniku 7. Pozostałe oznaczenia jak wcześniej.

Wykres 6.3. Tempo zmian średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv.

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 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. Łącznie na 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, dla scoringu S raz, a dla scoringu G cztery razy. W pozostałych przypadkach miały miejsce 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 6.9).

Tabela 6.9. Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringów E, S i G

Zmienne	<i>TQ</i>	<i>E</i>	<i>S</i>	<i>G</i>	<i>RoTA</i>	<i>SIZE</i>	<i>GROW</i>	<i>FSTR</i>	<i>TURN</i>	<i>DIV</i>
<i>TQ</i>	1									
<i>E</i>	-0,18***	1								
<i>S</i>	-0,11***	0,68***	1							
<i>G</i>	-0,06***	0,38***	0,43***	1						
<i>RoTA</i>	0,33***	-0,01	0,01	0,00	1					
<i>SIZE</i>	0,08***	0,56***	0,55***	0,33***	0,25***	1				
<i>GROW</i>	0,13***	-0,05***	-0,06***	-0,02**	0,13***	-0,02***	1			
<i>FSTR</i>	-0,32***	0,17***	0,17***	0,08***	-0,11***	0,14***	-0,09***	1		
<i>TURN</i>	0,11***	-0,09***	-0,08***	-0,04***	0,34***	-0,15***	0,05***	0,13***	1	
<i>DIV</i>	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.

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 osiągnięcie wysokich wyników spółki w obszarze *E* wymaga zaangażowania większych zasobów oraz poczynienia większych wysiłków niż w obszarach *S* lub *G*, odbywa się zatem wyższym kosztem niż dokonanie podobnego polepszenia w pozostałych wymiarach niefinansowej działalności przedsiębiorstwa. Uczestnicy rynku, mając świadomość powyższego, w większym stopniu „karzą” niższą wartością rynkową 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) równoległe 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 – *RoTA*⁸², 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 osiągnięcia lepszych wyników w obszarach *ESG* niż mniejsze podmioty. Istotnym 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

82 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.

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 poczynionymi we wcześniejszej części pracy, a dodatkowo znajdują potwierdzenie w analizie regresji z wykorzystaniem danych panelowych (zob. tabela 6.10).

Tabela 6.10. 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
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.

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. Gormana w odniesieniu do scoringu E⁸³, A. Galanta oraz S. Cadeza, zważywszy na wyniki

83 G. Filbeck, R.F. Gorman, *The Relationship between the Environmental and Financial Performance of Public Utilities*, „Environmental and Resource Economics” 2004, vol. 29(2), s. 137–157; J.P. Hao, F. Kang, *Corporate Environmental Responsibilities and Executive Compensation: A Risk Management Perspective*, „Business and Society Review” 2019, vol. 124(1), s. 145–179.

w obszarze S^{84} , a także R. Chenga, H. Kima i D. Ryu⁸⁵ w kontekście scoringu G. 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 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 przeznaczają znaczące środki na wdrażanie działań w tym zakresie (tj. K-28), słuszne wydaje się oczekiwanie, iż lepsze wyniki przedsiębiorstw tych krajów, w ramach przynajmniej jednego z obszarów ESG, prowadzą do wyższej wartości rynkowej tych podmiotów.

Dowodzony kierunek oddziaływania wskaźników ESG na TQ może mieć natomiast źródło w ogólnym postrzeganiu pojęcia ESG przez uczestników rynku. Jak już wspomniano, z jednej strony UE wdraża coraz większą liczbę regulacji i inicjatyw na rzecz zrównoważenia gospodarki światowej i równolegle przedstawia liczne plany dotyczące kolejnych działań w tym zakresie. Z drugiej strony UE podkreśla, iż dotychczasowe wysiłki poczynione w obszarach ESG nadal są niewystarczające, aby osiągnąć globalne cele w zakresie środowiska naturalnego, społeczeństwa i (lub) kwestii zarządczych. Inwestorzy, dostając tak sprzeczne informacje, mogą jako nieefektywną oceniać jakąkolwiek działalność ESG, nawet w odniesieniu do pojedynczych przedsiębiorstw, zarazem „karząc” je niższą wartością rynkową za wykonywanie czynności na rzecz zrównoważenia swojej działalności.

Scoring E spośród pozostałych składowych wskaźnika ESG może odgrywać główną rolę w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstw, ponieważ 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 rynkową przedsiębiorstwa, z 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

84 A. Galant, S. Cadez, *Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: A Review of Measurement Approaches*, „Ekonomska Istrazivanja” 2017, vol. 30(1), s. 676–693.

85 R. Cheng, H. Kim, D. Ryu, *ESG Performance and Firm Value in the Chinese Market*, „Investment Analyst Journal” 2023, vol. 52(2), s. 1–15.

względem TQ , z kolei zmienna $TURN$ oddziaływała na wskaźnik wartości rynkowej przedsiębiorstwa pozytywnie. Ostatecznie wypłata dywidendy przez spółkę powodowała spadek TQ .

W modelach zastosowano efekty stałe w przekroju wielowymiarowym, a statystyka F dowiodła słuszności wykorzystania danych zmiennych niezależnych. 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 6.11).

Tabela 6.11. 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
χ^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.

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 wariantach (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 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 6.9. Innymi słowy, zmienne *RoTA*, *SIZE* i *TURN* na TQ wpływały pozytywnie, podczas gdy *GROW*, *FSTR* i *DIV* negatywnie. We wszystkich wariantach modelu 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. Wnioski z badań empirycznych

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.

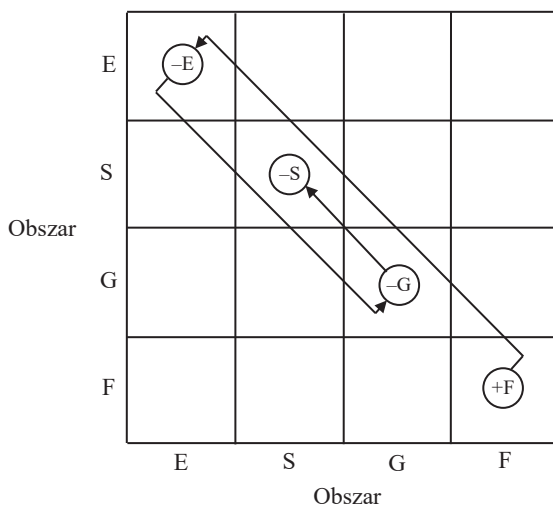
Początkowa obserwacja o potencjalnie ujemnej zależności między scoringiem ESG a wartością rynkową przedsiębiorstwa – poczyniona na podstawie zmian średnich wielkości wskaźnika TQ w poszczególnych przedziałach decyli scoringu ESG

– 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 rynkową 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 wartość rynkową. Jest to o tyle zaskakujące zjawisko, że przedsiębiorstwa K-28 podlegają jednocześnie wielu działaniom, biorą udział w wielu inicjatywach i regulacjach na rzecz zrównoważonych finansów, których celem jest zrównoważenie gospodarki światowej, lecz ostatecznie poprawa tych wyników wpływa negatywnie na wartość rynkową 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. Zjawisko to może mieć swoje podstawy w teorii agencji, zgodnie z którą interes zarządzających przedsiębiorstwem (np. maksymalizacja własnych korzyści w krótkim okresie) bywa rozbieżny z interesem właścicieli (np. maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa w długim okresie). Menedżerowie mogą podejmować decyzje zwiększające poziom zaangażowania spółek w działania ESG niekoniecznie w celu realizacji własnych preferencji lub podniesienia własnej reputacji, nawet kosztem przedsiębiorstwa. W takich warunkach działania ESG mogą prowadzić do wzrostu kosztów oraz nieuzasadnionego i nieefektywnego z punktu widzenia działalności spółki zaangażowania zasobów przedsiębiorstwa w projekty o innej od oczekiwanej przez właścicieli stopie zwrotu. W konsekwencji uczestnicy rynku mogą postrzegać te działania negatywnie, co znajduje odzwierciedlenie w niższej wartości rynkowej tych podmiotów mimo ich zaangażowania w działania na rzecz zrównoważonych finansów. Innym wytłumaczeniem jest fakt, iż bardziej niż wyniki niefinansowe inwestorzy 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* obserwacja poczyniona na podstawie zmian średniej wielkości wskaźnika *TQ* w poszczególnych przedsiębiorstwach decyli scoringów E, S i G, stanowiąca, iż wraz ze wzrostem wielkości tych wskaźników ESG wartość rynkowa 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. Negatywna reakcja inwestorów na wyniki w zakresie środowiska naturalnego może wynikać z ostrożności wobec nieuczciwej praktyki biznesowej polegającej na fałszowaniu wyników w tym obszarze – greenwashingu. Mianowicie inwestorzy mogą postrzegać wysoki scoring E jako potencjalnie niemożliwy do osiągnięcia, niewiarygodny lub trudny do zweryfikowania, interpretując go bardziej jako element strategii wizerunkowej niż rzeczywistej poprawy wyników przedsiębiorstwa w obszarze środowiska naturalnego. W efekcie prowadzi to do niższej wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

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 scoringów E, S i G – wpływa najsilniej na wartość rynkową spółek publicznych rynków giełdowych K-28”.



Objaśnienia: E – obszar środowiskowy; S – obszar społeczny; G – obszar zarządczy; F – obszar finansowy; „+” – korzyści w obszarze; „-” – straty w obszarze. Kierunek strzałek wyznacza priorytety.

Rysunek 6.1. Błędny rodzaj zrównoważonych finansów według klasyfikacji ESGF

Źródło: opracowanie własne.

Siła oddziaływania zmiennych związanych z wynikami ESG przedsiębiorstwa (tj. zmiennych 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 6.1).

Ponieważ dla inwestorów kwestie finansowe są kluczowe i pozytywnie wpływają na wartość rynkową 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 obszar E, a następnie G. Relacje między wszystkimi obszarami można zatem zapisać jako:

$$\begin{aligned} F_{(benefit,impact)} &> E_{(benefit,impact)} > \\ &> G_{(benefit,impact)} > S_{(benefit,impact)}. \end{aligned} \quad (6.9)$$

W tym wypadku funkcję wartości dla otoczenia (tj. ESGF), o której mowa we wcześniejszej części pracy⁸⁶, wyraża równanie:

$$\max ESGF = F_{(benefit,impact)}, \quad (6.10)$$

przy czym:

$$F_{benefit} > 0 \vee F_{impact} > 0, \quad (6.11)$$

a negatywne efekty zewnętrzne mają postać:

$$E_{benefit} \vee E_{impact} < 0, \quad (6.12)$$

$$G_{benefit} \vee G_{impact} < 0,$$

$$S_{benefit} \vee S_{impact} < 0.$$

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 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. 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.

⁸⁶ Szerzej w podrozdziale 2.3 – *Klasyfikacja zrównoważonych finansów*.

Ujemny kierunek oddziaływania analizowanych scoringów ESG na wartość rynkową należy traktować jako zjawisko negatywne lub co najmniej niepożądane. Biorąc pod uwagę to, 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 wartością rynkową, z kolei te o lepszych wynikach w tych obszarach karzą niższą wartością rynkową. 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 osiągnięcia korzyści ekonomicznych przez konkretny podmiot. W obecnej gospodarce w UE oraz w 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 funkcjonowania 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, zrównoważone finanse mogą zatem 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 popularności, 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 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.

Głównym celem niniejszej monografii 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 licznych 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 kierunku przeciwnym, niż zakładano. 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 sfalsyfikowana. 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. spółkach z branży lotnictwa w Korei Południowej¹ – wyniki badań były zatem „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 oznaczałoby mniejsze koszty. Wysokie wyniki ESG osiągnięte w ten sposób przyczyniały się do lepszych wyników finansowych i końcowo wyższej wartości rynkowej spółki. W przeciwieństwie do powyższego przedmiotem badań przeprowadzonych w monografii 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 wartość rynkową. Należy podkreślić, iż istotnym aspektem w kontekście negatywnego wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa jest percepcja wyników ESG z perspektywy greenwashingu, a także

1 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” 2016, vol. 1, s. 61–76.

fakt, iż część inwestorów, stojących w opozycji do regulacji związanych ze zrównoważonymi finansami, może celowo ignorować wyniki ESG lub wręcz w swoich decyzjach inwestycyjnych działać na przekór tej polityce, traktując ją jako pewnego rodzaju wymuszenie regulacyjne.

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 do 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 nie będzie możliwe całkowite zwalczenie problemów E, gdy wysiłki w tym celu będą podejmowały spółki ze wszystkich krajów świata z 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 wartość 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 zupełnie inny scenariusz, w którym przedsiębiorstwa za swoją dbałość o otoczenie oraz transparentność działania w obszarach ESG byłyby nagradzane przez inwestorów wyższą wartością rynkową. 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 wartości rynkowej lub aby perspektywa polepszenia wyników ESG była równie ważna albo ważniejsza od perspektywy osiągnięcia korzyści finansowych. Tym samym nadal prawdziwe i obowiązujące jest stwierdzenie M. Friedmana z początku lat siedemdziesiątych XX wieku, że „społeczną odpowiedzialnością biznesu jest zwiększanie jego zysków”².

² Cytat w oryginale brzmi: „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits” – M. Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, „The New York Times Magazine”, 13.09.1970, s. 1–11.

Przeprowadzone w monografii badania i uzyskane na ich podstawie wnioski dostarczają dowodów na temat charakteru zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową oraz 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 strategii i realizacji celów inwestycyjnych zgodnych z ich preferencjami w stopniu większym niż dotychczas. Po drugie, mogą służyć kadrze zarządczej spółek publicznych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych w państwach członkowskich UE oraz w 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 obowiązuje ich obowiązujące prawo – 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 podmioty zobowiązane do ich przestrzegania i ich interesariusze (zwłaszcza właściciele) dostrzegali w tych działaniach własne korzyści oraz aby 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 wartości rynkowej przedsiębiorstw oraz mają znaczenie, chociażby dla sukcesu polityk UE na rzecz zrównoważonych finansów. Istotne jest zatem, 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 są mianem jednych z kluczowych na drodze do zrównoważenia gospodarki światowej.

W monografii przeprowadzono obszernie badania, które pozostawiają również przestrzeń dla dalszych analiz. Kolejni badacze mogą konstruować modele opisujące wartość rynkową przedsiębiorstwa z zastosowaniem większej liczby zmiennych kontrolnych (np. wieku podmiotu, ryzyka lub kosztu kapitału). Taki zabieg powinien umożliwić zwiększenie poziomu objaśnienia wariancji zmiennej objaśnianej. Możliwe jest również zastosowanie innych aproksymant wartości rynkowej, takich jak chociażby wycena metodami majątkową, dochodową, mieszaną lub z zastosowaniem wskaźników C/Z , MV/BV albo $BHAR$. Potwierdziłoby to, czy wyniki badań są wrażliwe (*robust*) na te zmiany. W monografii skupiono się

na spółkach krajów członkowskich UE oraz Wielkiej Brytanii, lecz interesującym kierunkiem badań są podmioty z siedzibą w krajach pozostałej części Europy, Azji, obu Ameryk oraz Oceanii i Afryki. Fakt, iż polityki na rzecz zrównoważonych finansów innych krajów nie są tak zaawansowane jak w K-28, nie świadczy, iż wyniki ESG nie są tam uwzględniane w wartości rynkowej 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 to, 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. Ostatecznie 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 na użytek monografii badania, lecz w innym horyzoncie czasowym (dłuższym lub krótszym), również stanowią potencjalny kierunek przyszłych analiz.

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 końcowo przyczynić się do długoterminowego dobrobytu ekonomicznego i społecznego.

Załączniki

Załącznik 1. Szczegółowe zestawienie zmian emisji GHG oraz nominalnego PKB wszystkich krajów na świecie w podziale na regiony świata (Mt, proc., mld USD)

Region	Kraj/terytorium	Łączna emisja GHG wyrażona jako ekwiwalent CO ₂				PKB wyrażony w cenach bieżących			
		Mt (2022 rok)	Proc. Δ 1972	Proc. Δ 1992	Proc. sumy	Mld USD (2022 rok)	Proc. Δ 1972	Proc. Δ 1992	Proc. sumy
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Afryka	Algeria	284,45	244	80	1	191,91	2 736	300	0
	Angola	66,48	193	96	0	106,71	b.d.	1 184	0
	Benin	20,69	632	367	0	17,40	4 141	926	0
	Botswana	12,61	203	46	0	20,35	12 275	391	0
	Burkina Faso	36,50	460	204	0	18,88	3 164	463	0
	Burundi	7,48	215	137	0	3,07	1145	184	0
	Czad	89,84	814	378	0	12,70	2 070	575	0
	Demokratyczna Republika Konga	61,64	352	127	0	58,07	841	606	0
	Dzibuti	2,23	118	11	0	3,52	b.d.	635	0
	Egipt	377,78	495	128	1	476,75	5 027	1 039	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.	1 108	0
	Gabon	18,63	135	-11	0	21,07	4 795	277	0

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Afryka	Gambia	2,34	218	131	0	2,27	3 742	218	0
	Ghana	53,01	553	334	0	72,84	3 348	1 036	0
	Gwinea	29,28	453	261	0	21,23	b.d.	546	0
	Gwinea Bissau	3,24	265	87	0	1,63	1 763	622	0
	Gwinea Równikowa	11,55	9503	5839	0	11,81	17 956	8 670	0
	Kamerun	43,17	433	46	0	44,34	2 860	267	0
	Kenia	117,89	351	177	0	113,42	5 282	1 282	0
	Komory	0,92	273	160	0	1,24	b.d.	172	0
	Kongo	25,96	748	126	0	14,62	3 459	398	0
	Lesotho	3,02	64	25	0	2,55	3 056	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	1 015	303	0
	Malawi	20,92	591	208	0	13,16	3 142	632	0
	Mali	49,38	345	266	0	18,83	3 769	565	0
	Maroko	114,77	355	140	0	134,18	2 544	298	0
	Mauretania	16,67	226	101	0	10,38	2 549	379	0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Afryka	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	1 781	313	0
	Nigeria	407,69	72	24	1	477,39	3 789	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	5 302	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	1 608	256	0
	Seszele	1,20	749	207	0	1,59	5 083	266	0
	Sierra Leone	7,12	117	87	0	3,97	753	484	0
	Somalia	33,36	76	62	0	8,13	1 849	b.d.	0
	Suazi	3,39	70	3	0	4,85	3 208	278	0
	Sudan	146,96	262	113	0	51,66	1 693	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.	b.d.

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Afryka	Tanzania	89,38	308	180	0	75,71	b.d.	1545	0
	Togo	11,09	430	246	0	8,13	2 321	380	0
	Tunezja	49,82	316	91	0	46,66	1 986	201	0
	Uganda	56,49	313	187	0	45,56	2 954	1 494	0
	Wybrzeże Kości Słoniowej	36,18	400	205	0	70,02	3 686	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	1 459	836	0
	Zimbabwe	30,19	34	-17	0	20,68	672	206	0
	Łącznie	2 879,01	208	98	5	2 535,49	3 604	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	1 722	177	1
	Aruba	0,50	716	86	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Bahamy	1,88	0	75	0	12,90	2 083	315	0
	Barbados	0,93	53	13	0	5,64	b.d.	188	0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ameryka Łacińska	Belize	0,98	193	91	0	2,82	4 175	445	0
	Bermudy	0,35	80	72	0	7,55	3 108	349	0
	Boliwia	58,46	75	70	0	43,07	3 325	663	0
	Brazylia	1 310,50	232	76	2	1 920,10	3 186	485	2
	Chile	137,01	143	122	0	301,03	2 439	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	5 618	879	0
	Ekwador	76,94	406	84	0	115,05	3 511	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	5 281	4 011	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	4 421	810	0	
Haiti	14,87	122	74	0	20,25	5 345	797	0	
Honduras	23,74	278	134	0	31,72	3 850	542	0	

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ameryka Łacińska	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	3 866	489	0
	Kostaryka	16,86	158	46	0	68,38	5 422	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	3 029	289	1
	Nikaragua	21,03	136	102	0	15,67	1 679	774	0
	Panama	18,48	168	115	0	76,52	4 473	851	0
	Paragwaj	45,57	302	117	0	41,72	5 325	483	0
	Peru	105,14	167	124	0	242,63	2 540	575	0
	Portoryko	15,26	-61	-33	0	113,43	1 692	228	0
	Saint Kitts i Nevis	0,15	118	104	0	0,96	4 091	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	3 339	241	0
	Salwador	13,07	110	42	0	32,49	2 471	459	0
Sint Maarten	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,57	b.d.	b.d.	0

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Azja	Brunei Darussalam	14,83	292	72	0	16,68	6 060	299	0
	Chiny	15 684,87	589	263	29	17 963,17	15 700	4 108	18
	Filipiny	265,30	185	137	0	404,28	4 358	569	0
	Hongkong	39,14	209	-18	0	359,84	6 202	245	0
	Indonezja	1 240,83	447	164	2	1 319,10	11 894	930	1
	Irak	367,94	283	240	1	264,18	6 322	47 615	0
	Iran	951,98	295	136	2	388,54	2 165	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	1 230	8	4
	Jemen	38,01	481	82	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Jordania	34,54	899	129	0	47,45	5 917	793	0
	Kambodża	50,02	176	150	0	29,96	5 826	b.d.	0
	Katar	194,65	491	510	0	237,30	46 405	3 003	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	15 230	368	2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Azja									
	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	4 046	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	6 818	1 432	0	6,19	b.d.	2 073	0
	Malezja	353,92	920	215	1	406,31	7 956	587	0
	Mongolia	62,79	295	136	0	16,81	b.d.	1 176	0
	Myanmar	169,39	144	126	0	59,36	9 256	2 579	0
	Nepal	56,74	124	87	0	40,83	3 887	1 100	0
	Oman	137,24	877	260	0	114,67	31 157	821	0
	Pakistan	546,10	409	141	1	376,53	3 899	670	0
	Papua-Nowa Gwinea	9,10	351	119	0	30,63	3 467	600	0
	Singapur	70,47	677	90	0	466,79	17 052	795	0
	Sri Lanka	38,80	91	65	0	74,40	2 813	667	0
	Syryjska Republika Arabska	46,31	184	-36	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Europa	Belgia	114,03	-34	-21	0	578,60	1 455	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	1 602	159	0
	Estonia	13,81	-36	-53	0	38,10	b.d.	b.d.	0
	Finlandia	54,81	-22	-33	0	280,83	1 805	150	0
	Francja	430,36	-35	-22	1	2 782,91	1 268	99	3
	Gibraltar	0,69	836	166	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Grecja	76,03	40	-25	0	219,07	1 197	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	2 263	122	1

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Europa	Irlandia	62,42	46	7	0	529,24	8 277	846	1
	Islandia	4,77	30	44	0	27,84	3 216	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	4 226	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	5 920	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	1 712	173	1
	Niemcy	784,00	-41	-32	1	4 072,19	1 258	91	4
	Norwegia	69,97	22	15	0	579,27	3 237	343	1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Europa	Polska	400,82	-22	-18	1	688,18	b.d.	629	1
	Portugalia	59,71	89	-8	0	251,95	2 142	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.	1 099	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	1 097	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	1 707	160	3
	Włochy	394,75	-8	-22	1	2 010,43	1284	52	2

Załącznik 1 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Europa	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	2 004	151	24
Australia	Australia	571,38	71	24	1	1 675,42	3 119	415	2
Oceania	Fidżi	2,98	97	40	0	4,94	1 461	223	0
	Guam	0,04	26	30	0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
	Kiribati	0,11	271	212	0	0,22	1 079	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	0	247,23	2 484	494
	Palau	1,42	-34	-33	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
	Polinezja Francuska	1,12	399	20	0	0	b.d.	b.d.	b.d.
Samoa	0,55	214	92	0	0	0,83	b.d.	529	
Tonga	0,28	258	47	0	0	b.d.	b.d.	b.d.	

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Oceania	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	3 830	493	0
	łącznie	667,66	67	23	1	1 932,15	2 975	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	2 753	305	100

Objaśnienia: zapisy n.d. oraz b.d. oznaczają odpowiednio „nie dotyczy” i „brak danych”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie 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, 2023*, https://edgar.jrc.ec.europa.eu/report_2023 (dostęp: 31.10.2023); Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change 2014: Synthesis Report, 2014*, https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/SYR_AR5_FINAL_full.pdf (dostęp: 31.10.2023); World Bank, *World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files*, b.r., <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#> (dostęp: 31.12.2023).

Załącznik 2. Liczba spółek giełdowych w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej 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	1030	1066	1089	1126	1200	1256	1313	1402	1488	1515	1567	1746	1796
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	1018	1069
Łącznie	4439	4698	4860	5046	5343	5654	6044	6431	6755	6959	7201	7924	8253

Objaśnienia: Kraje zapisano z wykorzystaniem trzyliterowych kodów państw (alfa-3) według standardu ISO 3166-1.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Refinitiv; International Organization for Standardization, Country codes – officially assigned codes, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).

Załącznik 3. Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i w Wielkiej Brytanii

Kraj	Sektor											łącznie		
	AES	BM	CC	CN-C	E	F	GA	H	I	IAO	RE		T	U
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	1796
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	1069
łącznie	23	530	1250	499	291	1347	2	788	1354	1	656	1343	169	8253

Objaśnienia: sektory oznaczono akronimami stanowiącymi pierwsze litery ich pełnych nazw: AES – *Academic & Educational Services*; BM – *Basic Materials*; CC – *Consumer Cyclicals*; CN-C – *Consumer Non-Cyclicals*; E – *Energy*; F – *Financials*; GA – *Government Activity*; H – *Healthcare*; I – *Industrials*; 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; International Organization for Standardization, *Country codes – officially assigned codes*, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).

Załącznik 4. Szczegółowy wykaz liczby badanych spółek w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i w Wielkiej Brytanii

Kraj	Sektor											łącznie		
	AES	BM	CC	CN-C	E	F	GA	H	I	IAO	RE		T	U
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	0	5	10	0	1	7	9	57
LTU	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LUX	0	2	1	2	1	0	0	0	1	1	0	2	3	0	13
LVA	0	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	0	3
NLD	0	3	5	5	3	0	0	3	3	14	0	4	8	0	45
POL	0	7	2	1	4	0	0	1	1	3	0	1	4	3	26
PRT	0	4	0	2	1	0	0	0	0	1	0	0	2	2	12
ROU	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
SVK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SVN	0	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	1242	

Objaśnienia: sektory oznaczono akronimami stanowiącymi pierwsze litery ich pełnych nazw: AES – *Academic & Educational Services*; BM – *Basic Materials*; CC – *Consumer Cyclicals*; CN-C – *Consumer Non-Cyclicals*; E – *Energy*; F – *Financials*; GA – *Government Activity*; H – *Healthcare*; I – *Industrials*; 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; International Organization for Standardization, *Country codes – officially assigned codes*, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).

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	2564	2694	2745	2811	2927	3026	3135	3267	3365	3473	3405	3602	3699
DNK	243	248	255	259	266	273	283	295	302	310	312	337	334
ESP	1073	1064	1031	1021	1033	1078	1114	1162	1204	1246	1118	1207	1212
FIN	188	198	201	204	207	211	218	226	233	240	238	251	253
FRA	1995	2058	2089	2117	2150	2198	2234	2297	2363	2438	2310	2501	2505
GBR	1872	1913	2111	2096	2311	2645	2434	2360	2421	2527	2723	2883	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 Eurostatu; International Organization for Standardization, Country codes – officially assigned codes, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).

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	Proc. Δ E	Scoring E (indeks = 2010)	Średni rating S	Średni scoring S	Δ S	Proc. Δ S	Scoring S (indeks = 2010)	Średni rating G	Średni scoring G	Δ G	Proc. 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.

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	Proc. 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	Proc. 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	Proc. 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 scoringów 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.

Bibliografia

- Achdou Y., Han J., Lions P.-L., Moll B., *Income and Wealth Distribution in Macroeconomics: A Continuous-Time Approach*, „Review of Economic Studies” 2022, vol. 89, s. 45–86.
- Aggarwal R., Dow S., *Corporate Governance and Business Strategies for Climate Change and Environmental Mitigation*, „The European Journal of Finance” 2011, vol. 18(3), s. 1–20.
- Agyeman J., Bullard R.D., Evans B., *Just Sustainabilities: Development in an Unequal World*, MIT Press, Cambridge 2003.
- Ahlström H., *Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance*, „Sustainability” 2019, vol. 11(499), s. 1–22.
- Ahlström H., Monciardini D., *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance. Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, „Journal of Business Ethics” 2021, vol. 177, s. 193–212.
- Akerlof G.A., *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 1970, vol. 84, s. 488–500.
- 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” 2020, vol. 36, s. 101313–101328.
- Alińska A., Frydrych S., Klein E., *Finanse w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego: Studia i Prace” 2018, vol. 1, s. 27–44.
- Amadae S.M., *Neoclassical Economics*, [w:] M.T. Gibbons, D. Coole, E. Ellis, K. Ferguson (red.), *The Encyclopedia of Political Thought*, Wiley-Blackwell, Hoboken 2014, s. 2545–2549.
- Amel-Zadeh A., Serafeim G., *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, „Financial Analysts Journal” 2018, vol. 74(3), s. 87–103.
- Anderson J., *Environmental Finance*, [w:] V. Ramiah, G.N. Gregoriou (red.), *Handbook of Environmental and Sustainable Finance*, Elsevier, London 2016, s. 307–334.
- Apostaie C.M., *Sustainable Finance: A Bibliometric Analysis of the Scientific Literature*, „International Journal of Management and Applied Science” 2020, vol. 6(6), s. 21–27.

- Arditti F.D., *Risk and the Required Return on Equity*, „The Journal of Finance” 1967, vol. 22(1), s. 19–36.
- Ari I., Koc M., *Philanthropic – Crowdfunding – Partnership: A Proof-of-concept Study for Sustainable Financing in Low-carbon Energy Transitions*, „Energy” 2021, vol. 222(5), s. 119925–119938.
- Armeanu D.S., Vintila G., Gherghina S.C., *Empirical Study towards the Drivers of Sustainable Economic Growth in EU-28 Countries*, „Sustainability” 2018, vol. 10, s. 4–26.
- Arora S., Sur J.K., Chauhan Y., *Does Corporate Social Responsibility Affect Shareholder Value? Evidence from the COVID-19 Crisis*, „International Review of Finance” 2022, vol. 22(2), s. 325–334.
- Arribas I., Espinós-Vañó M.D., García F., Tamošiunienė R., *Negative Screening and Sustainable Portfolio Diversification*, „Entrepreneurship and Sustainability Issues” 2019, vol. 6(4), s. 1566–1586.
- Arrow K.J., *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, „The American Economic Review” 1963, vol. 58(3–1), s. 537–539.
- Arystoteles, *Etyka nikomachejska*, Państwowe 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” 2017, vol. 26(3), s. 316–330.
- Awoyera P.O., Adesina A., *Plastic Wastes to Construction Products: Status, Limitations and Future Perspective*, „Case Studies in Construction Materials” 2020, vol. 12(6), s. 1–11.
- Bailey I., Caprotti F., *The Green Economy: Functional Domains and Theoretical Directions of Enquiry*, „Environment and Planning A: Economy and Space” 2014, vol. 46(8), s. 1797–1813.
- Bajic S., Yurtoglu B.B., *CSR, Market Value, and Profitability: International Evidence*, [w:] S. Boubaker, D. Cumming, D.C. Nguyen (red.), *Research Handbook of Finance and Sustainability*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 2018, s. 29–53.
- 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” 2018, vol. 150(1), s. 79–98.
- Baltagi B.H., *Econometric Analysis of Panel Data*, Wiley & Sons, Chichester 2001.
- Baltagi B.H., *Panel Data and Difference-in-Differences Estimation*, [w:] A.J. Culyer (red.), *Encyclopedia of Health Economics*, Elsevier, Amsterdam 2014, s. 425–433.
- Banz R.W., *The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks*, „Journal of Financial Economics” 1981, vol. 9(1), s. 3–18.
- 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” 2009, vol. 22(2), s. 783–827.

- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Beresford D.R., Katzenbach N., Rogers Jr. C.B., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom, Inc.*, 2003, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/723527/000093176303001862/dex991.htm#ex991902_30 (dostęp: 26.11.2023).
- Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, „Review of Finance” 2022, vol. 26(6), s. 1315–1344.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York 1932.
- Bhattacharyya N., *Dividend Policy: A Review*, „Managerial Finance” 2007, vol. 33(1), s. 4–13.
- Bina O., *The Green Economy and Sustainable Development: An Uneasy Balance?*, „Environment and Planning C: Government and Policy” 2013, vol. 31(6), s. 1023–1047.
- Black F., *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*, „Journal of Business” 1972, vol. 45(3), s. 444–455.
- Black F., Litterman R., *Global Portfolio Optimization*, „Financial Analysts Journal” 1992, vol. 48(5), s. 28–43.
- Black F., Scholes M., *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy” 1973, vol. 81(3), s. 637–654.
- 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” 2015, vol. 108(A), s. 647–658.
- Boffo R., Patalano R.Q., *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, 2020, <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf> (dostęp: 3.04.2023).
- Bosch-Badia M.T., Montllor-Serrats J., Tarrazon M.A., *Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer*, „Theoretical Economics Letters” 2013, vol. 3, s. 11–15.
- Bose S., *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, [w:] D.C. Esty, T. Cort (red.), *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham 2020, s. 13–33.
- Bracking S., *Financialisation, Climate Finance, and the Calculative Challenges of Managing Environmental Change*, „Antipode” 2019, vol. 51(3), s. 709–729.
- Brammer S., Brooks C., Pavelin S., *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*, „Financial Management” 2006, vol. 35(3), s. 97–116.
- Brugman E., Van Assche P., *The impact of ESG on valuation*, Deloitte, b.r., <https://www.deloitte.com/be/en/services/consulting-financial/blogs/apr23-the-impact-of-esg-on-valuation.html> (dostęp: 5.04.2023).

- Buallay A., *Between Cost and Value: Investigating the Effects of Sustainability Reporting on a Firm's Performance*, „Journal of Applied Accounting Research” 2019, vol. 20(4), s. 481–496.
- Bullock S., Cockfield J., *ESG ratings: key considerations for stakeholders*, „Financier Worldwide Magazine”, 2022, <https://www.financierworldwide.com/esg-ratings-key-considerations-for-stakeholders#.ZCyyLH-ZByHg> (dostęp: 31.03.2023).
- Busch D., Ferrarini G., Grünewald S., *Sustainable Finance in Europe: Setting the Scene*, [w:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (red.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 3–19.
- Busch D., Ferrarini G., Hurk A. van der, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, [w:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (red.), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 19–61.
- Busch T., Bauer R., Orlitzky M., *Sustainable Development and Financial Markets: Old Paths and New Avenues*, „Business & Society” 2016, vol. 5(33), s. 303–329.
- Capelle-Blancard G., Monjon S., *Trends in the Literature on Socially Responsible Investment: Looking for the Keys under the Lamppost*, „Journal of Business Ethics” 2012, vol. 21(3), s. 239–250.
- 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” 2022, vol. 31(3), s. 1–14.
- Carvalho Ferreira M.C.R. de, Sobreiro V.A., Kimura H., Moraes Barboza F.L. de, *A Systematic Review of Literature about Finance and Sustainability*, „Journal of Sustainable Finance and Investment” 2016, vol. 6(2), s. 112–147.
- Castellas E.I.-P., Ormiston J., Findlay S., *Financing Social Entrepreneurship*, „Social Enterprise Journal” 2018, vol. 14(2), s. 130–155.
- Cerqueti R., Ciciretti R., Dalò A., Nicolosi M., *ESG Investing: A Chance to Reduce Systemic Risk*, „Journal of Financial Stability” 2021, vol. 54(6), s. 1–13.
- Chaffee E.C., *The Origins of Corporate Social Responsibility*, „University of Cincinnati Law Review” 2017, vol. 85, s. 347–373.
- Chatzitheodorou K., Skouloudis A., Evangelinos K., Nikolaou I., *Exploring Socially Responsible Investment Perspectives: A Literature Mapping and an Investor Classification*, „Sustainable Production and Consumption” 2019, vol. 19(7), s. 117–129.
- 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” 2020, vol. 63, s. 101407–101421.
- Chen Z., Xie G., *ESG Disclosure and Financial Performance: Moderating Role of ESG Investors*, „International Review of Financial Analysis” 2022, vol. 83, s. 1–17.
- Cheng R., Kim H., Ryu D., *ESG Performance and Firm Value in the Chinese Market*, „Investment Analyst Journal” 2023, vol. 52(2), s. 1–15.

- Cho S.Y., Lee C., Pfeiffer R.J., *Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry*, „Journal of Accounting and Public Policy” 2013, vol. 32(1), s. 71–83.
- Choi J., Wang H., *Stakeholder Relations and the Persistence of Corporate Financial Performance*, „Strategic Management Journal” 2009, vol. 30(8), s. 895–907.
- 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” 2018, vol. 71(2), s. 335–346.
- 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” 2023, vol. 17, s. 1–12.
- Cobb C., Douglas P., *A Theory of Production*, „American Economic Review” 1928, vol. 18(1), s. 139–165.
- Cohen G., Jalles J.T., Loungani S., Marto R., Wang G., *Decoupling of Emission on GDP: Evidence from 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” 2009, vol. 22(1), s. 35–58.
- 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” 2020, vol. (1), s. 76–93.
- Corvellec H., Stowell A.F., Johansson N., *Critiques of the Circular Economy*, „Journal of Industrial Ecology” 2022, vol. 26(2), s. 1–12.
- 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” 2016, vol. 7(4), s. 517–530.
- Cox P., Brammer S., Millington A., *An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52(1), s. 27–43.
- 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*, 2023, https://edgar.jrc.ec.europa.eu/report_2023 (dostęp: 31.10.2023).

- Crisóstomo V.L., Fatima S.F., Felipe C.V., *Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil*, „Social Responsibility Journal” 2011, vol. 7, s. 295–309.
- Crutzen P.J., *The Anthropocene: Geology of Mankind*, „Nature” 2002, vol. 415(1), 23.
- 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” 2020, vol. 19(1), s. 131–142.
- Cuesta G.M. de la, Valor C., *Fostering Corporate Social Responsibility through Public Initiative: From the EU to the Spanish Case*, „Journal of Business Ethics” 2007, vol. 55(3), s. 275–293.
- Cui J., Jo H., Na H., *Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?*, „Journal of Business Ethics” 2018, vol. 148(3), s. 1–24.
- 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” 2008, vol. 17(3), s. 213–227.
- Dalal K.K., Thaker N., *ESG and Corporate Financial Performance: A Panel Study of Indian Companies*, „Indian Journal of Corporate Governance” 2019, vol. 18, s. 44–59.
- 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” 2015, vol. 41(8), s. 103–121.
- 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” 2008, vol. 18(2), s. 1–5.
- Danilov Y.A., *Sustainable Finance: A New Theoretical Paradigm*, „World Economy and International Relations” 2021, vol. 65(9), s. 5–13.
- De Bondt W.F.M., Thaler R., *Does the Stock Market Overreact?*, „The Journal of Finance” 1985, vol. 40(3), s. 793–805.
- Delmas M., Blass V.D., *Measuring Corporate Environmental Performance: The Trade-offs of Sustainability Ratings*, „Business Strategy and the Environment” 2010, vol. 19(4), s. 245–260.

- Derwall J., Guenster N., Bauer R., Koedijk K., *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*, „Financial Analysts Journal” 2015, vol. 61(2), s. 51–63.
- 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 (dostęp: 31.03.2023).
- 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” 2014, vol. 33, s. 328–355.
- Dikau S., Volz U., *Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance*, „Ecological Economics” 2021, vol. 184(6), s. 1–13.
- Dimson E., Marsh P., Staunton M., *Divergent ESG Ratings*, „The Journal of Portfolio Management” 2020, vol. 47(1), s. 75–87.
- Dixon F., *Sustainable Finance*, „CADMUS” 2019, vol. 4(1), s. 47–64.
- 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” 1999, vol. 9(2), s. 337–345.
- Dopfer K., *The Economic Agent as Rule Maker and Rule User: Homo Sapiens Oeconomicus*, „Journal of Evolutionary Economics” 2004, vol. 14(2), s. 177–195.
- 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” 2018, vol. 8(2), s. 132–157.
- Dornbusch R., *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, „Journal of Political Economy” 1976, vol. 84(6), s. 1161–1176.
- Dowell G., Hart S., Yeung B., *Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?*, „Management Science” 2000, vol. 46(8), s. 1059–1074.
- Drenda L., *Teoria wartości, wartość teorii*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, t. 259, s. 39–48.
- Dyllick T., Muff K., *Clarifying the Meaning of Sustainable Business. Introducing a Typology from Business-as-usual to True Business Sustainability*, „Organization & Environment” 2016, vol. 29(2), s. 156–174.
- 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 lipca 2001), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:02001L0034-20070120> (dostęp: 31.03.2023).

- Dziawgo L., *Greening Financial Market*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2014, vol. 3, s. 9–23.
- Eccles R.G., Klimenko S., *The Investor Revolution*, „Harvard Business Review” 2019, vol. 97(3), s. 106–116.
- Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G., *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, „Management Science” 2014, vol. 60(11), s. 2835–2857.
- Eccles R.G., Serafeim G., Krzus M.P., *Market Interest in Nonfinancial Information*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2011, vol. 23, s. 113–127.
- Edmans A., *The End of ESG*, „Financial Management” 2023, vol. 52(1), s. 3–17.
- Egorova A.A., Grishunina S.V., Karminskya A.M., *The Impact of ESG Factors on the Performance of Information Technology Companies*, „Procedia Computer Science” 2022, vol. 199, s. 399–345.
- Emran M.S., *Microfinance and Missing Markets*, „Canadian Journal of Economics” 2021, vol. 541, s. 34–67.
- English J.R., *Applied Equity Analysis*, McGraw-Hill, New York 2001.
- Entine J., *The Myth of Social Investing*, „Organization & Environment” 2003, vol. 16(3), s. 352–368.
- Epstein G.A., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2005.
- Equator Principles, *About the Equator Principles*, b.r., <https://equator-principles.com/about-the-equator-principles/> (dostęp: 20.01.2023).
- Erragragui E., Lagoarde-Segot T., *Solving the SRI Puzzle? A Note on the Mainstreaming of Ethical Investment*, „Finance Research Letters” 2016, vol. 18, s. 32–42.
- 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” 2010, vol. 2(4), s. 442–461.
- Etiopie G., *Natural Emissions of Methane from Geological Seepage in Europe*, „Atmospheric Environment” 2009, vol. 43(7), s. 1430–1443.
- Etiopie 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” 2007, vol. 165, s. 76–86.
- European Commission, *A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan*, 2020, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 3.07.2023).
- European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan: Financing Sustainable Growth (COM(2018) 97 final)*, 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097> (dostęp: 30.06.2023).

- European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. The European Green Deal COM(2019) 640 final, 2019, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 2.02.2023).
- European Commission, Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003 establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community and amending Council Directive 96/61/EC, 2023, <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2003/87/oj/eng> (dostęp: 9.02.2023).
- European Commission, *European Commission appoints members of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, 2016, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_16_4502 (dostęp: 3.07.2023).
- 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*, 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021SC0150> (dostęp: 12.06.2023).
- European Commission, *Green paper – The EU corporate governance framework*, 2011, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:%3A52011DC0164> (dostęp: 15.05.2023).
- European Commission, *Overview of sustainable finance*, b.r., https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en#the-eu-sustainable-finance-framework (dostęp: 7.10.2025).
- European Commission, *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*, 2021, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/qanda_21_1806/QANDA_21_1806_EN.pdf (dostęp: 12.06.2023).
- European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth*, 2010, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:%3A52010DC0301> (dostęp: 15.05.2023).
- European Commission, *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en (dostęp: 4.07.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *About us*, b.r., <https://www.efrag.org/en/about-us> (dostęp: 3.07.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *Draft: ESRS 1 General requirements*, 2025, https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/November_2025_ESRS_1.pdf (dostęp: 23.10.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *Draft European Sustainability Reporting Standards. Appendix I – Disclosure Requirements index*, 2022, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/18%20Appendix%20I%20ESRS%20Index%20.pdf> (dostęp: 23.10.2023).

- European Financial Reporting Advisory Group, *Draft European Sustainability Reporting Standards. ESRS 2 General disclosures*, 20221 <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/07.%20Draft%20ESRS%202%20General%20disclosures%20November%202022.pdf> (dostęp: 23.10.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *EFRAG's technical advice to the European Commission regarding Amended European Sustainability Reporting Standards (Amended ESRS)*, b.r., <https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/EFrag%27s%20Cover%20Letter%20to%20the%20Amended%20ESRS%20Final%203%20December%202025%20%283%29.pdf> (dostęp: 23.10.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *Explanatory Note*, 2025, https://www.efrag.org/sites/default/files/media/document/2025-12/Explanatory_Note_Article29_2025_December.pdf (dostęp: 23.10.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *Exposure Draft: EFRAG due process procedures for the EFRAG financial reporting activities*, 2024, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/EFrag%20Exposure%20Draft%20-%20FR%20Due%20Process%20Procedures-September%202024.pdf> (dostęp: 23.10.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *First Set of draft ESRS*, b.r., <https://www.efrag.org/en/sustainability-reporting/esrs/sector-agnostic/first-set-of-draft-esrs> (dostęp: 14.07.2023).
- European Financial Reporting Advisory Group, *Implementation Guidance. EFRAIG IG 3: List of ESRS datapoints. Explanatory note*, 2024, <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/EFrag%20IG%203%20List%20of%20ESRS%20Data%20Points%20-%20Explanatory%20Note.pdf> (dostęp: 23.10.2023).
- European Union, Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2023/2772 z dnia 31 lipca 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE w odniesieniu do standardów sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju, 2023, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202302772 (dostęp: 1.05.2024).
- European Union, 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 (Dz.Urz. UE L 237/1 z 26 września 2023 r.), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1803> (dostęp: 15.11.2023).
- European Union, 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, 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600> (dostęp: 15.11.2023).
- Eurosif, *European SRI study 2018*, 2018, <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf> (dostęp: 9.04.2023).

- Fabregat-Aibar L., Barberà-Marine M.G., Terceño A., Pié L., *A Bibliometric and Visualization Analysis of Socially Responsible Funds*, „Sustainability” 2019, vol. 11(9), s. 2526–2539.
- Falk H., Gordon L.A., *Imperfect Markets and the Nature of Goodwill*, „Journal of Business Finance and Accounting” 1977, vol. 4(4), s. 433–463.
- Fama E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy” 1980, vol. 88(2), s. 288–307.
- Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25(2), s. 383–417.
- Fama E.F., French K.R., *The Cross Section of Expected Stock Returns*, „The Journal of Finance” 1972, vol. 47(2), s. 427–465.
- Fatemi A.M., Glaum M., Kaiser S., *ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure*, „Global Finance Journal” 2018, vol. 38, s. 45–64.
- Ferrarini G., *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*, [w:] D. Busch, G. Ferrarini, S. Grunewald (red.), *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, Cham 2021, s. 85–150.
- Ferrell A., Liang H., Renneboog L., *Socially Responsible Firms*, „Journal of Financial Economics” 2016, s. 585–606.
- Ferri G., Liu L., *Assessing the Effort of Rating Agencies in Emerging Economies: Some Empirical Evidence*, „European Journal of Finance” 2005, vol. 11(3), s. 283–295.
- Ferris S.P., Rykaczewski K.P., *Social Investing and Portfolio Management*, „Business & Society” 1986, vol. 25(1), s. 1–7.
- Fieseler C., *On the Corporate Social Responsibility Perceptions of Equity Analysts*, „Business Ethics: A European Review” 2011, vol. 20(2), s. 131–147.
- Filbeck G., Gorman R.F., *The Relationship between the Environmental and Financial Performance of Public Utilities*, „Environmental and Resource Economics” 2004, vol. 29(2), s. 137–157.
- Filbeck G., Gorman R.F., Zhao X., *The „Best Corporate Citizens”: Are They Good for Their Shareholders?*, „Financial Review” 2009, vol. 44, s. 239–262.
- Fiodor B., Czaja S., Graczyk A., Jakubczyk Z., *Podstawy ekonomii środowiska i zasobów naturalnych*, Wydawnictwo 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” 2013, vol. 24(2), s. 27–52.
- Fisher-Vanden K., Thorburn K.S., *Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth*, „Journal of Environmental Economics and Management” 2011, vol. 62, s. 430–445.
- Flammer C., *Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach*, „Management Science” 2015, vol. 61(11), s. 2549–2568.

- Flejterski S., *Współczesne nauki o finansach – status metodologiczny, struktura, otoczenie, paradygmaty*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2017, https://www.pte.pl/pliki/2/1/Konferencja_ENE_referat_S_Flejterski.pdf (dostęp: 26.04.2022).
- Fletcher R., *Capitalizing on Chaos: Climate Change and Disaster Capitalism*, „Ephemera: Theory & Politics in Organization” 2012, vol. 12(1), s. 97–112.
- 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” 2004, vol. 15(3), 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” 2015, vol. 5(4), s. 210–233.
- 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”, 13.09.1970, s. 1–11.
- Friedman M., *There’s No Such Thing As a Free Lunch*, Open Court, Chicago 1975.
- Friend I., *Methodology in Finance*, „The Journal of Finance” 1973, vol. 28(2), s. 257–272.
- Fuente G. de la, Velasco P., *Pretending to be Sustainable: Is ESG Disparity a Symptom?*, „Journal of Contemporary Accounting and Economics” 2024, vol. 20, 100418.
- G20 Sustainable Finance Working Group, *G20 Sustainable Finance Roadmap*, b.r., <https://g20sfwg.org/roadmap/> (dostęp: 20.12.2025).
- 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*, „Ekonomiska Istrazivanja” 2017, vol. 30(1), s. 676–693.
- 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” 2020, vol. 29(8), s. 3261–3272.
- Garcia A.S., Wesley M.C., Orsato R.J., *Sensitive Industries Produce Better ESG Performance: Evidence from Emerging Markets*, „Journal of Cleaner Production” 2017, vol. 150, s. 135–147.
- Gawęda A., *ESG Rating and Market Valuation of the Firm: Sector Approach*, „European Journal of Sustainable Development” 2022, vol. 11(4), s. 91–104.
- Gawęda A., *Sustainability Reporting: Case of European Stock Companies*, „European Journal of Sustainable Development” 2021, vol. 10(4), s. 41–53.
- 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” 2023, vol. 23(3), s. 1–16.

- Geels F.W., *The Impact of the Financial-economic Crisis on Sustainability Transitions: Financial Investment Governance and Public Discourse*, „Environmental Innovation and Societal Transitions” 2011, vol. 6(39), s. 67–95.
- Geels F.W., Sovacool B.K., Schwanen T., Sorrell S., *Sociotechnical Transitions for Deep Decarbonization*, „Science” 2017, vol. 357(6357), s. 1242–1244.
- Geissdoerfer M., Savaget P., Bocken N.M.P., Hultink E.J., *The Circular Economy: A New Sustainability Paradigm?*, „Journal of Cleaner Production” 2017, vol. 143, s. 757–768.
- 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” 2004, vol. 11, s. 269–313.
- 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” 2022, vol. 15(6), s. 237–253.
- Gibbs D., O’Neill K., *Future Green Economies and Regional Development: A Research Agenda*, „Regional Studies” 2017, vol. 51(1), s. 161–173.
- Gibson H.D., Palivos T., Tavlas G.S., *The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview*, „Journal of Macroeconomics” 2014, vol. 39, s. 233–239.
- 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” 2021, vol. 47(3), s. 1–20.
- Gifford S., *Risk and Uncertainty*, [w:] Z.J. Acs, D.B. Audretsch (red.), *Handbook of Entrepreneurship Research*, Springer, London 2003, s. 303–318.
- Gladwin T., Kennelly J., Krause T., *Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research*, „Academy of Management Review” 1995, vol. 20(4), s. 874–907.
- Global Reporting Initiative, *ESG standards, frameworks and everything in between*, 2022, <https://www.globalreporting.org/media/jxkgrggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf> (dostęp: 7.04.2023).
- Global Reporting Initiative, *GRI standards*, b.r., <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/> (dostęp: 9.04.2023).
- Global Reporting Initiative, *The GRI Standards: A Guide for Policy Makers*, b.r., <https://www.globalreporting.org/media/nmmnwfsm/gri-policymakers-guide.pdf> (dostęp: 26.04.2023).
- Global Reporting Initiative, *Vision, mission and history*, b.r., <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/> (dostęp: 7.04.2023).
- González-Sánchez M., Martín-Ortega J.L., *Greenhouse Gas Emissions Growth in Europe: A Comparative Analysis of Determinants*, „Sustainability” 2020, vol. 12(3), s. 1012–1033.
- Goodland R., Ledec G., *Neoclassical Economics and Principles of Sustainable Development*, „Ecological Modelling” 1987, vol. 38(1–2), s. 19–46.

- Graham B., *The Intelligent Investor*, Harper Collins Publishers, New York 2003.
- Graham B., Dodd D.L., *Securities Analysis*, McGraw-Hill, New York 1934.
- 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” 1997, vol. 7(2), s. 21–30.
- 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*, 2021, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3775789>
- Griffin J.J., Mahon J.F., *The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-five Years of Incomparable Research*, „Business & Society” 1997, vol. 36, s. 5–31.
- Grossman G., Krueger A., *Economic Growth and the Environment*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, vol. 110(2), s. 353–377.
- Guenster N., Bauer R., Derwall J., Koedijk K., *The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency*, „European Financial Management” 2011, vol. 17(4), s. 679–704.
- Gyönyörová 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” 2021, vol. 11, s. 1–35.
- Haigh M., *Connecting Sustainability Goals to Financing Activity*, „The Journal of Sustainable Finance & Investment” 2012, vol. 2(2), s. 85–87.
- Haigh M., *Publishing and Defining Sustainable Finance and Investment*, „Journal of Sustainable Finance & Investment” 2012, vol. 2(2), s. 88–94.
- Hakansson N., *To Pay or Not to Pay Dividends?*, „Journal of Finance” 1982, vol. 37(2), s. 415–428.
- Hamilton J.T., *Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data*, „Journal of Environmental Economics and Management” 1995, vol. 28, s. 98–113.
- 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” 2016, vol. 1, s. 61–76.
- Hao J.P., Kang F., *Corporate Environmental Responsibilities and Executive Compensation: A Risk Management Perspective*, „Business and Society Review” 2019, vol. 124(1), s. 145–179.
- Harris M., Raviv A., *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46(1), s. 297–355.
- Haugen R.A., *Finance from a New Perspective*, „Financial Management” 1996, vol. 25(1), s. 86–97.
- Haugen R.A., *The New Finance: The Case against Efficient Markets*, Prentice Hall, London 1995.
- Hausman J.A., *Specification Tests in Econometrics*, „Econometrica” 1978, vol. 46(6), s. 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” 1957, vol. 31(4), s. 375–384.
- Helleiner E., *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*, Oxford University Press, New York 2014.
- 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. Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (dostęp: 13.02.2022).
- Hill R.P., Ainscough T., Shank T., Manullang D., *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective*, „Journal of Business Ethics” 2007, vol. 70(2), s. 165–174.
- Hitchcock D., Willard M., *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations*, Earthscan, London 2009.
- Hockerts K., Moir L., *Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52(1), s. 85–98.
- Hollander M.C. den, 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” 2017, vol. 21(3), s. 517–525.
- Holling C.S., *Understanding the Complexity of Economic, Ecological, and Social System*, „Ecosystems” 2001, vol. 4(5), s. 390–405.
- Hołuj A., *Ekonomiczne i ekologiczne efekty zewnętrzne w planowaniu przestrzennym*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2018, t. 4, nr 336, s. 137–155.
- Hong H., Kacperczyk M., *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, vol. 93(1), s. 15–36.
- Hongjoo J., *Development Finance, Blended Finance and Insurance*, „International Trade Politics and Development” 2020, vol. 4(1), s. 47–60.
- Howard-Grenville G.G., Joshi J.A., Tihanyi L., *Understanding and Tackling Societal Grand Challenges through Management Research*, „Academy of Management Journal” 2016, vol. 59(6), s. 1880–1895.
- Höchstädter A.K., Scheck B., *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, „Journal of Business Ethics” 2015, vol. 132(2), s. 449–475.
- 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” 2008, vol. 36(1), s. 239–247.
- Huber B.M., Comstock M., Polk D., Wardwell L., *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/> (dostęp: 5.04.2023).

- Humphrey J.E., Tan D.T., *Does It Really Hurt to Be Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2014, vol. 122, s. 375–386.
- 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” 2012, vol. 37(2), s. 135–151.
- Hunt S., Hunter M., *Refinitiv name to be scrapped in fresh LSEG rebrand*, 2023, <https://www.standard.co.uk/business/refinitiv-to-be-scrapped-in-fresh-lseg-rebrand-london-stock-exchange-b1103471.html> (dostęp: 17.12.2023).
- Hutton R.B., D’Antonio L., *Socially Responsible Investing*, „Business & Society” 1998, vol. 37, s. 281–305.
- 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*, [w:] E.G. Popkova, A.V. Bogoviz (red.), *Circular Economy in Developed and Developing Countries: Perspective, Methods and Examples*, Emerald Publishing Limited, Bingley 2021, s. 3–10.
- Ingarden R., *Przeżycie, dzieło, wartość*, Wydawnictwo Literackie, Kraków 1966.
- Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate change 2014: Synthesis Report*, 2014, https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/SYR_AR5_FINAL_full.pdf (dostęp: 31.10.2023).
- International Accounting Standards Board, *IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, 2025, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/#about> (dostęp: 12.09.2025).
- International Capital Market Association, *Sustainable Finance*, b.r., <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/> (dostęp: 3.04.2023).
- International Financial Reporting Standards, *IFRS Foundation: Constitution*, 2018, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2018.pdf> (dostęp: 15.11.2023).
- International Organization for Standardization, *Country codes – officially assigned codes*, b.r., <https://www.iso.org/obp/ui/#search/code/> (dostęp: 31.12.2023).
- The Investor Agenda, *The Investor Agenda*, b.r., <https://theinvestoragenda.org/> (dostęp: 27.01.2023).
- Islam K.M., Miajee K.R.M., *Business Ethics: An Islamic Perspective*, „International Journal of Islamic Business & Management” 2017, vol. 1(1), s. 7–9.
- 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” 1960, vol. 22(3), s. 10–16.
- 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” 2005, vol. 28(5), s. 430–441.

- Jaeggi O., Ziero G.W., Tobin-de la Puente J., Kölbel J.F., *Understanding Sustainable Finance*, [w:] K. Wendt (red.), *Positive Impact Investing: A Sustainable Bridge between Strategy, Innovation, Change and Learning*, Springer, Berlin 2018, s. 39–63.
- Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Jajuga K., *Rynek wtórny papierów wartościowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Janicka M., *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.
- 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” 2020, vol. 13(11), s. 272–293.
- 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, s. 47–78.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *The Nature of Man*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 3(2), s. 4–19.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3(4), s. 305–360.
- Jo H., Harjoto M.A., *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 103, s. 351–383.
- Johnsen D.B., *Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal*, „Journal of Business Ethics” 2003, vol. 43(3), s. 219–222.
- Johnson E.W., *Corporate Soulcraft in the Age of Brutal Markets*, „Business Ethics Quarterly” 1997, vol. 7(4), s. 109–124.
- Joliet R., Titova Y., *Equity SRI Funds Vacillate between Ethics and Money: An Analysis of the Funds’ Stock Holding Decisions*, „Journal of Banking & Finance” 2018, vol. 97, s. 70–86.
- Jonaj S., Tóth A., Afadzinu K.S., Kálmán B.G., *EU Sustainable Finance Framework*, „Journal of Infrastructure, Policy and Development” 2024, vol. 8(5), 9485.
- Jones T.M., *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*, „California Management Review” 1980, vol. 22(2), s. 59–67.
- Justice P., Hale J., *Morningstar Sustainability Rating*, 2016, https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_downloads/press_kits/2016/Morningstar-Sustainability-Rating-Methodology.pdf (dostęp: 15.11.2023).
- 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., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47(2), s. 263–292.
- Kahneman D., Slovic P., Tversky A., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science” 1974, vol. 185(4157), s. 1124–1131.
- Kaldor N.C., *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*, „The Review of Economic Studies” 1966, vol. 33(4), s. 309–319.
- 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” 2017, vol. 43(4), s. 340–353.
- Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Wydawnictwo 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” 2016, vol. 25(1), s. 1–24.
- 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” 2019, vol. 75(4), s. 103–123.
- Khan M.A., *ESG Disclosure and Firm Performance: A Bibliometric and Meta-analysis*, „Research in International Business and Finance” 2022, vol. 61, 101668.
- Kim E., Ha Y., Kim S., *Public Debt, Corruption and Sustainable Economic Growth*, „Sustainability” 2017, vol. 9(3), s. 433–462.
- 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” 2021, vol. 40, s. 1–8.
- Klein S., *Don Quixote and the Problem of Idealism and Realism in Business Ethics*, „Business Ethics Quarterly” 1994, vol. 8(1), s. 43–64.
- Koellner T., Weber O., Fenchel M., Scholz R., *Principles for Sustainability Rating of Investment Funds*, „Business Strategy and the Environment” 2005, vol. 14(1), s. 54–70.
- Koh S., Durand R., Limkriangkrai M., *The Value of Saints and the Price of Sin*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2015, vol. 35, s. 56–72.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, Hoboken 2010.
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE, 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX%3A32013L0034> (dostęp: 12.07.2023).

- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2014/95/UE, 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> (dostęp: 31.01.2023).
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828, 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828> (dostęp: 31.01.2023).
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464/EU, 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN> (dostęp: 1.02.2023).
- Komisja Europejska, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/794, 2025, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32025L0794> (dostęp: 1.06.2025).
- Komisja Europejska, *Europejski Zielony Ład*, 2019, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0016.02/DOC_1&format=PDF (dostęp: 1.07.2023).
- Komisja Europejska, *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego COM(2018) 97 final*, 2018, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097> (dostęp: 30.06.2023).
- Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PL> (dostęp: 31.01.2023).
- Komisja Europejska, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/1119, 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32021R1119> (dostęp: 1.02.2023).
- Komisja Europejska, *Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych – metodyka sprawozdawczości niefinansowej (2017/C 215/01)*, 2017, [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).
- Kosiń P., *Wycena niektórych inwestycji długoterminowych w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 55, s. 456–476.
- Kotsantonis S., Serafeim G., *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2019, vol. 31(2), s. 50–58.
- Kowal D., *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004, s. 445–460.
- KPMG, *Big shifts, small steps*, 2022, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/ssr-small-steps-big-shifts.pdf> (dostęp: 6.04.2023).
- Kraciuk J., *Kryzys finansowy strefy euro*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2013, t. 4, nr 64, s. 125–132.
- Krueger R., Schulz C., Gibbs D., *Institutionalizing Alternative Economic Spaces? An Interpretivist Perspective on Diverse Economies*, „Progress in Human Geography” 2017, vol. 42(4), s. 569–598.

- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, PARK, Bielsko-Biała 1992.
- Kulczycka J., Pędziwiatr E., *Gospodarka o obiegu zamkniętym – definicje i ich interpretacje*, [w:] J. Kulczycka (red.), *Gospodarka o obiegu zamkniętym w polityce i badaniach naukowych*, Instytut Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauki, Kraków 2019, s. 9–21.
- 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” 2022, vol. 309(2), s. 1–44.
- Lagasio V., Cucari N., *Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure: A Meta-analytical Review*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management” 2019, vol. 26(4), s. 701–711.
- Lagoarde-Segot T., *Sustainable Finance. A Critical Realist Perspective*, „Research in International Business and Finance” 2019, vol. 47, s. 1–9.
- 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” 2014, vol. 20(1), s. 65–78.
- Lepczyński B., *Rating jako narzędzie oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw na polskim rynku obligacji*, „Journal of Management and Finance” 2017, vol. 15(2–2), s. 61–76.
- Lewicka H., *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, [w:] D. Pitulec, J. Szyal (red.), *Spółczeństwo i ekonomia. Society and Economics*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, s. 64–72.
- Li W., Zheng M., Zhang Y., Cui G., *Green Governance Structure, Ownership Characteristics, and Corporate Financing Constraints*, „Journal of Cleaner Production” 2020, vol. 260, s. 121008–121022.
- Limkriangkrai M., Koh S., Durand R.B., *Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence*, „International Review of Finance” 2016, vol. 17(3), s. 461–471.
- Lintner J., *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, „Review of Economics and Statistics” 1965, vol. 47(2), s. 13–37.
- Lo A.W., *The Adaptive Market Hypothesis*, „The Journal of Portfolio Management” 2004, vol. 30(5), s. 15–48.
- Lo S.-F., Sheu H.-J., *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?*, „Corporate Governance: An International Review” 2007, vol. 15(2), s. 345–358.
- Löf H., Sahamkhadam 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” 2022, vol. 46, s. 1–7.

- LSEG, *About us*, b.r., <https://www.refinitiv.com/en/about-us> (dostęp: 5.04.2023).
- LSEG, *Environmental, Social and Governance scores from LSEG*, 2024, https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf (dostęp: 5.04.2023).
- LSEG, *LSEG ESG Scores*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf (dostęp: 5.04.2023).
- Luo G., *Natural Selection and Market Efficiency in a Futures Market with Random Shocks*, „Journal of Futures Markets” 2001, vol. 21, s. 489–516.
- Lyon T., Lu Y., Shi X., Yin Q., *How Do Investors Respond to Green Company Awards in China?*, „Ecological Economics” 2013, vol. 94, s. 1–8.
- MacDonald A., Clarke A., Huang L., *Multi-stakeholder Partnerships for Sustainability: Designing Decision-making Processes for Partnership Capacity*, „Journal of Business Ethics” 2019, vol. 160(2), s. 409–426.
- Machala R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza UNI-MEX, Wrocław 2014.
- Malhotra G., Thakur K.S., *Evolution of Green Finance: A Bibliometric Approach*, „Gedrag & Organisatie Review” 2020, vol. 33(2), s. 583–594.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Markowitz H., *Normative Portfolio Analysis: Past, Present, and Future*, „Journal of Economics and Business” 1990, vol. 42(2), s. 99–103.
- Markowitz H., *Portfolio Selection*, „Journal of Finance” 1952, vol. 7(1), s. 77–91.
- Markowitz H., *Risk Adjustment*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 1990, vol. 5(2), s. 213–225.
- Marsat S., Williams B., *Does the Market Value Social Pillar?*, 2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419387 (dostęp: 15.11.2023).
- Marshall A., *Principles of Economics*, MacMillan, London 1890.
- Mason A.M., *Statistical Analysis: Multilevel Methods*, [w:] J.D. Wright (red.), *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Elsevier, Amsterdam 2015, s. 381–386.
- Matschke M.J., Brösel G., *Business Valuation: Functions, Methods, Principles*, UVK Verlag, München 2021.
- Mazur A., *Wartość godziwa – potencjał informacyjny*, Wydawnictwo 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” 1999, vol. 81, s. 143–153.
- Meadows D., Randers J., Behrens III W., *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” 2023, vol. 619, s. 1–16.
- Meitner M., *The Market Approach of Comparable Company Valuation*, Springer, Heidelberg 2006.

- Met Office Hadley Centre, *HadCRUT5*, b.r., <https://www.metoffice.gov.uk/hadobs/hadcrut5/> (dostęp: 26.09.2022).
- Michael V., Paul A., *A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability*, „Academy of Management Journal” 1997, vol. 40(3), s. 534–559.
- Michalczuk 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” 2004, vol. 52(1), s. 1–10.
- Miciuła I., *Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2014, t. 2, nr 300, s. 183–193.
- Midttun A., *Perspectives on Commercial Positioning in the Deregulated European Electricity Markets*, [w:] A. Midttun (red.), *Elsevier Global Energy Policy and Economics Series: European Energy Industry Business Strategies*, Elsevier Science Limited, Oxford 2001, s. 1–22.
- Milano R., *Social Banking: A Brief History*, [w:] O. Weber, S. Remer (red.), *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*, Routledge, Oxfordshire 2011, s. 15–47.
- 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” 1961, vol. 34(4), s. 411–433.
- Modigliani F., Miller M., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, s. 433–443.
- Modigliani F., Miller M., *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, vol. 48(3), s. 261–297.
- Mohajan H.K., *Greenhouse Gas Emissions Increase Global Warming*, „International Journal of Economic and Political Integration” 2016, vol. 1(2), s. 21–34.
- Moore M.-J., *The Social Finance and Social Innovation Nexus*, „Journal of Social Entrepreneurship” 2012, vol. 32, s. 115–132.
- Morduch J., *The Microfinance Promise*, „Journal of Economic Literature” 1999, vol. 37, s. 1569–1614.
- Morrissey D.J., *The Riddle of Shareholder Rights and Corporate Social Responsibility*, „Brooklyn Law Review” 2015, vol. 80(2), s. 353–395.
- Muszyńska J., *Modelowanie danych panelowych*, „Ekonomia i Zarządzanie” 2006, t. 1, s. 213–236.
- Muth J., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, „Econometrica” 1961, vol. 29(3), s. 315–335.
- Myers S.C., *Capital Structure Puzzle*, „Working Paper”, no. 1393, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1984.
- Myers S.C., *Finance Theory and Financial Strategy*, „Journal of Applied Analytics” 1984, vol. 14(1), s. 126–137.

- Naffa H., Fain M., *A Factor Approach to the Performance of ESG Leaders and Laggards*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–8.
- Nakajima T., *ESG Investment*, [w:] T. Nakajima, S. Hamori, X. He, G. Liu, W. Zhang, Y. Zhang, T. Liu (red.), *ESG Investment in the Global Economy*, Springer Nature Singapore, Singapore 2021, s. 1–21.
- 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” 2023, vol. 25, s. 162–179.
- Nash J.F., *Equilibrium Points in n-person Games*, „Proceedings of the National Academy of Sciences” 1950, vol. 36(1), s. 48–49.
- National Aeronautics and Space Administration, *Global Mean Estimates based on Land and Ocean Data*, b.r., https://data.giss.nasa.gov/gistemp/graphs/graph_data/Global_Mean_Estimates_based_on_Land_and_Ocean_Data/graph.txt (dostęp: 26.09.2022).
- Neumann J. von, Morgenstern O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton 1944.
- 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” 2018, vol. 195, s. 585–592.
- 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” 2011, vol. 1(4), s. 209–221.
- Niemczyk R., *Koncepcja „zrównoważenia” z perspektywy finansów*, [w:] K. Raczkowski, M. Ziolo (red.), *Sfera finansowa wobec wyzwań zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2017, s. 11–38.
- Niñerola A., Sánchez-Rebull M.-V., Hernández-Lara A.-B., *Tourism Research on Sustainability: A Bibliometric Analysis*, „Sustainability” 2019, vol. 11(5), s. 1377–1394.
- Nollet J., Filis G., Mitrokostas E., *Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Non-linear and Disaggregated Approach*, „Economic Modelling” 2016, vol. 52, s. 400–407.
- Nordhaus W.D., *An Optimal Transition Path for Controlling Greenhouse Gases*, „Science” 1992, vol. 258(11), s. 1315–1319.
- 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” 2014, vol. 19(3), s. 8–20.
- North P., *The Business of the Anthropocene? Substantivist and Diverse Economies Perspectives on SME Engagement in Local Low Carbon Transitions*, „Progress in Human Geography” 2016, vol. 40(4), s. 437–454.
- O’Rourke A., *The Message and Methods of Ethical Investment*, „Journal of Cleaner Production” 2003, vol. 11(6), s. 683–693.

- Ohlson J.A., *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Evidence*, „Contemporary Accounting Research” 2001, vol. 18(1), s. 107–120.
- Ohlson J.A., *Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation*, „Contemporary Accounting Research” 1995, vol. 11(2), s. 661–687.
- Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L., *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis*, „Organization Studies” 2003, vol. 24(3), s. 403–441.
- Ortas E., Moneva J.M., *Sustainability Stock Exchange Indexes and Investor Expectations: Multivariate Evidence from DJSI-Stoxx*, „Revista Española de Financiación y Contabilidad” 2011, vol. 40(151), s. 395–416.
- 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 Fin-Tech Era: Capabilities and Challenges*, „The European Journal of Finance” 2020, vol. 26(4–5), s. 297–301.
- Parker D.H., *The Philosophy of Value*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1957.
- Pedersen L.H., Fitzgibbons S., Pomorski Ł., *Responsible Investing: The ESG-efficient Frontier*, „Journal of Financial Economics” 2021, vol. 142, s. 572–597.
- Peiris D., Evans J., *The Relationship between Environmental Social Governance Factors and U.S. Stock Performance*, „Journal of Investing” 2010, vol. 19, s. 104–112.
- Perez F., Sanchez L.E., *Assessing the Evolution of Sustainability Reporting in the Mining Sector*, „Environmental Management” 2009, vol. 43(6), s. 949–961.
- 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” 2003, vol. 44, s. 117–151.
- Pfeffer F.T., Watikus N., *The Wealth Inequality of Nations*, „American Sociological Review” 2021, vol. 86(4), s. 567–602.
- 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” 2021, vol. 30(1), s. 404–421.
- 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” 2015, vol. 34, s. 336–361.
- Porter M.E., Kramer M.R., *Creating Shared Value*, „Harvard Business Review” 2011, vol. 89(1), s. 62–77.
- Porter M.E., Kramer M.R., *Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism – And Unleash a Wave of Innovation and Growth*, [w:] G.G. Lenssen, N.C. Smith

- (red.), *Managing Sustainable Business: An Executive Education Case and Textbook*, Springer, Dordrecht 2018, s. 323–346.
- Porter M.E., Kramer M.R., *Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, „Harvard Business Review” 2006, vol. 85(1), s. 78–85.
- Prahalad C.K., Doz Y., *The Multinational Mission*, Free Press, New York 1987.
- Principles for Responsible Investment, *Principles for Responsible Investment*, b.r., <https://www.unpri.org/> (dostęp: 21.08.2022).
- Puaschunder J.M., *Big Data Ethics*, „Journal of Applied Research in Digital Economy” 2019, vol. 1, s. 55–75.
- Quazi A.M., O’Brien D., *An Empirical Test of a Cross-National Model of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2000, vol. 25, s. 33–52.
- Qureshi M.A., *Policy-based Lending by the World Bank*, „Journal of International Development” 1991, vol. 3(2), s. 101–113.
- Radoiu D., Batusaru C.M., *Sustainable Value of Companies*, „Management of Sustainable Development Journal” 2022, vol. 14(1), s. 10–15.
- Rajchl A., *The EU Sustainable Finance Framework*, 2022, <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/8dea75f98f65a824e389bdbd422f06d8-0430012022/related/Andreas-Rajchl-EU-Commission.pdf> (dostęp: 7.10.2025).
- Rappaport A., *Corporate Performance Standards and Shareholder Value*, „The Journal of Business Strategy” 1983, vol. 3(4), s. 28–38.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 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” 2009, vol. 17, s. 139–142.
- 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” 2016, vol. 113(1), s. 835–849.
- Reck B.K., Graedel T.E., *Challenges in Metal Recycling*, „Science” 2012, vol. 337(6095), s. 690–695.
- Refinitiv, *Refinitiv Eikon – your trusted source of financial data, news and analysis*, b.r., https://www.refinitiv.com/-/content/dam/marketing/en_us/documents/brochures/eikon-overview-brochure.pdf (dostęp: 5.04.2023).
- Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/quick-reference-guides/trbc-business-classification-quick-guide.pdf (dostęp: 31.10.2023)

- Refinitiv, *The Refinitiv Business Classification Methodology*, b.r., https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/trbc-business-classification-methodology.pdf (dostęp: 31.12.2023).
- Reilly G., Souder D., Ranucci R., *Time Horizon of Investments in the Resource Allocation Process: Review and Framework for Next Steps*, „Journal of Management” 2016, vol. 42, s. 1169–1194.
- Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, United Nations, New York 1987.
- Revelli C., *Socially Responsible Investing (SRI): From Mainstream to Margin?*, „Research in International Business and Finance” 2017, vol. 39, s. 711–717.
- Revelli C., Viviani J.L., *Financial Performance of Socially Responsible Investing (SRI): What Have We Learned? A Meta-analysis*, „Business Ethics, the Environment and Responsibility” 2015, vol. 24(2), s. 158–185.
- 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” 2009, vol. 87(4), s. 555–572.
- Rizzello A., Kabli A., *Sustainable Financial Partnerships for the SDGs: The Case of Social Impact Bonds*, „Sustainability” 2020, vol. 12(13), s. 1–22.
- Rojek T., *Stymulanty procesów zmian wartości przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 46, s. 609–623.
- Rokeach M., *The Nature of Human Values*, Free Press, New York 1973.
- Romer P.M., *Endogenous Technological Change*, „Journal of Political Economy” 1990, vol. 98(5–2), s. 71–102.
- Ross S.A., *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, „Journal of Economic Theory” 1976, vol. 13(3), s. 341–360.
- 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” 2018, vol. 29, s. 182–194.
- Rumniak P., *Kierunki zmian raportowania w przedsiębiorstwach*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59, s. 249–260.
- 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, s. 101–133.
- Samy B.N., Mohamed G., *The Relationship between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value*, „Applied Financial Economics” 2002, vol. 12(12), s. 843–849.
- Sandberg J., *Toward a Theory of Sustainable Finance*, [w:] T. Walker, S.D. Kibsey, R. Crichton (red.), *Designing a Sustainable Financial System. Development*

- Goals and Socio-Ecological Responsibility*, Palgrave Macmillan, Cham 2018, s. 329–346.
- Sandberg J., Juravle C., Hedesström T.M., Hamilton I., *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, „Journal of Business Ethics” 2009, vol. 87(4), s. 519–533.
- Sargent T.J., Wang N., Yang J., *Earnings Growth and the Wealth Distribution*, „Proceedings of the National Academy of Sciences” 2021, vol. 118(15), s. 1–9.
- Sariatli F., *Linear Economy Versus Circular Economy: A Comparative and Analyser Study for Optimization of Economy for Sustainability*, „Visegrad Journal on Bioeconomy and Sustainable Development” 2017, vol. 6(1), s. 31–34.
- Scalet S., Kelly T.F., *CSR Rating Agencies: What Is Their Global Impact?*, „Journal of Business Ethics” 2010, vol. 94(1), s. 69–88.
- Scheler M., *Pisma z antropologii filozoficznej i teorii wiedzy*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, 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” 2020, vol. 12(1), s. 17–32.
- 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., *Working Paper: A Framework for Sustainable Finance*, Rotterdam School of Management Erasmus University, Rotterdam 2019.
- Schoenmaker D., Schramade W., *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, London 2019.
- Scholten B., *Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2006, vol. 68(1), s. 19–33.
- Schueth S., *Socially Responsible Investing in the United States*, „Journal of Business Ethics” 2003, vol. 43(3), s. 189–194.
- Searcy C., Elkhawas D., *Corporate Sustainability Ratings: An Investigation into How Corporations Use the Dow Jones Sustainability Index*, „Journal of Cleaner Production” 2012, vol. 35, s. 79–92.
- Selvam M., Gayathri J., Vasanth V., Lingaraja K., Marxiaoli S., *Determinants of Firm Performance: A Subjective Model*, „International Journal of Social Science Studies” 2016, vol. 4(7), s. 90–100.
- Serafeim G., Yoon A., *Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement*, „Review of Accounting Studies” 2023, vol. 28, s. 1500–1530.
- Shanaev S., Ghimire B., *When ESG Meets AAA: The Effect of ESG Rating Changes on Stock Returns*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 46, s. 1–7.
- Sharpe W., *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, „Journal of Finance” 1964, vol. 19(9), s. 425–442.
- 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*, 2021, <https://www.sia-partners.com/en/insights/publications/esg-data-market-changes-and-challenges-financial-players> (dostęp: 5.04.2023).
- Simon H.A., *A Behavioral Model of Rational Choice*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, vol. 69, s. 99–118.
- 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” 2017, vol. 115, s. 409–422.
- 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” 2021, vol. 292(8), s. 112751–112762.
- Słownik języka polskiego PWN, hasło: czynnik, b.r., <https://sjp.pwn.pl/szukaj/czynnik.html> (dostęp: 8.04.2023).
- Słownik języka polskiego PWN, hasło: szum informacyjny, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/szum-informacyjny> (dostęp: 15.11.2023).
- Słownik języka polskiego PWN, hasło: wskaźnik, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/wskaznik;2537925.html> (dostęp: 8.04.2023).
- Smulders S., *Environmental Policy and Sustainable Economic Growth: An Endogenous Growth Perspective*, „De Economist” 1995, vol. 143(21), s. 163–195.
- Soppe A., *Sustainable Corporate Finance*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 53(1–2), s. 213–224.
- Soppe A., *Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing*, „Indian School of Business WP Indian Management Research Journal” 2009, vol. 1(3), s. 13–23.
- Souza Cunha F.A.F. de, Meira E., Orsato R.J., *Sustainable Finance and Investment: Review and Research Agenda*, „Business Strategy and the Environment” 2021, vol. 30(8), s. 3821–3838.
- 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” 2021, vol. 141, s. 1–55.
- Sørensen P.B., *From the Linear Economy to the Circular Economy: A Basic Model*, „Finanz-Archiv: Zeitschrift für das Gesamte Finanzwesen” 2018, vol. 74(1), s. 71–87.
- Sparkes R., *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons, West Sussex 2002.
- 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” 2004, vol. 52(1), s. 45–57.
- Stahel W.R., *The Circular Economy*, „Nature” 2018, vol. 531, s. 435–438.

- Stichele M.V., *sustainable finance in New EU legislation: focus on climate investment*, b.r., <https://www.somo.nl/wp-content/uploads/2018/06/Sustainable-finance-in-new-EU-legislation.pdf> (dostęp: 30.06.2023).
- 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. Annual Report 2021*, 2021, <https://sseinitiative.org/sites/sseinitiative/files/documents/2021-results-and-impact.pdf> (dostęp: 28.08.2022).
- Swiss Sustainable Finance, *Glossary*, b.r., <https://www.sustainablefinance.ch/en/resources/glossary.html> (dostęp: 13.03.2023).
- Szablewski A., Turniak R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2004.
- Szczepański J., *Elementarne pojęcia socjologii*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1970.
- Taghizadeh-Hesary F., Yoshino N., *The Way to Induce Private Participation in Green Finance and Investment*, „Finance Research Letters” 2019, vol. 31(12), s. 98–103.
- Talan G., Sharma G.D., *Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment*, „Sustainability” 2019, vol. 11(2), s. 2–16.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *2022 Status Report*, 2022, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2022/10/2022-TCFD-Status-Report.pdf> (dostęp: 27.01.2023).
- Task Force on Nature-related Financial Disclosures, b.r. <https://tnfd.global/> (dostęp: 27.01.2023).
- Task Force on Nature-related Financial Disclosures, *The TNFD Nature-related Risk and Opportunity Management and Disclosure Framework Final Draft – Beta v0.4*, 2023, https://tnfd.global/wp-content/uploads/2023/07/23-23882-TNFD_v0.4_Integrated_Framework_v7-1.pdf?v=1690527798 (dostęp: 2.06.2025).
- 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” 2016, vol. 449, s. 135–144.
- Tettamanzi P., Venturini G., Murgolo M., *Sustainability and Financial Accounting: A Critical Review on the ESG Dynamics*, „Environmental Science and Pollution Research” 2022, vol. 29, s. 16758–16761.
- Thaler R.H., *Quasi Rational Economics*, Russell Sage Foundation, New York 1991.
- Thomas J.-S., Birat J.-P., *Methodologies to Measure the Sustainability of Materials – Focus on Recycling Aspects*, „Metallurgical Research and Methodology” 2013, vol. 110(1), s. 3–16.

- Thomson Reuters, *Thomson Reuters and Blackstone close Financial & Risk transaction*, 2018, <https://www.thomsonreuters.com/en/press-releases/2018/october/thomson-reuters-and-blackstone-close-financial-and-risk-transaction.html> (dostęp: 5.04.2023).
- 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” 2011, vol. 39(11), s. 1891–1906.
- Tobin J., Brainard W.C., *Asset Markets and the Cost of Capital*, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale 1976.
- Tooze A., *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, Penguin, New York 2019.
- Torre M.L., Mango F., Cafaro A., Leo S., *Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50*, „Sustainability” 2020, vol. 12(16), s. 6387–6399.
- Trahan R.T., Jantz B., *What Is ESG? Rethinking the „E” Pillar*, „Business Strategy and Environment” 2023, vol. 32(1), s. 1–10.
- Trelstad B., *Impact Investing: A Brief History*, „Capitalism and Society” 2016, vol. 11(2), s. 1–14.
- Trogler W.C., *Physical Properties and Mechanisms of Formation of Nitrous Oxide*, „Coordination Chemistry Reviews” 1999, vol. 187, s. 303–327.
- 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” 2020, vol. 74, s. 1–10.
- 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” 1981, vol. 211, s. 453–458.
- Unia Europejska, *Rodzaje aktów prawnych*, b.r., https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/law/types-legislation_pl (dostęp: 12.02.2023).
- United Nations, *Report of the Conference A/CONF.151/26/Rev.1 (Vol. I)*, 1992, <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/N92/836/55/PDF/N9283655.pdf?OpenElement> (dostęp: 28.08.2022).
- United Nations, *Report of the Conference of the Parties on Its Third Session, Held at Kyoto from 1 to 11 December 1997*, 1998, <https://unfccc.int/cop3/resource/docs/cop3/07.htm> (dostęp: 28.08.2022).
- United Nations, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment. Stockholm, 5–16 June 1972*, 1972, <https://wwwcdn.imo.org/local-resources/en/KnowledgeCentre/ConferencesMeetings/Documents/A%20CONF.48%2014%20Rev.1.pdf> (dostęp: 29.08.2022).
- United Nations, *Resolution adopted by the General Assembly on 27 July 2015. A/RES/69/313. Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development (Addis Ababa Action Agenda)*, 2015, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_69_313.pdf (dostęp: 28.08.2022).

- United Nations, *Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015. A/RES/70/1. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_70_1_E.pdf (dostęp: 28.08.2022).
- United Nations, *The Paris Agreement*, b.r., <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement> (dostęp: 28.08.2022).
- United Nations, *The Sustainable Development Goals Report 2022*, 2022, <https://unstats.un.org/sdgs/report/2022/> (dostęp: 26.08.2022).
- United Nations, *United Nations Millennium Declaration*, 2000, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_RES_55_2.pdf (dostęp: 28.08.2022).
- United Nations Environment Programme, *Report of the United Nations Conference on Environment and Development (Rio de Janeiro, 3–14 June 1992)*, 1992, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf (dostęp: 12.03.2023).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Finance Initiative*, b.r., <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative> (dostęp: 21.09.2022).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Investment Leadership Programme*, b.r., <https://www.unepfi.org/investm-ent/investment/> (dostęp: 27.01.2023).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Responsible Banking*, b.r., <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/> (dostęp: 19.11.2022).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, *Principles for Sustainable Insurance: Insuring for sustainable development*, 2017, <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).
- United Nations Environment Programme Finance Initiative, *The 2023 Climate Risk Landscape*, 2023, <https://www.unepfi.org/themes/climate-change/2023-climate-risk-landscape/> (dostęp: 11.02.2025).
- United Nations Environment Programme Financial Initiative, *The Evolution of Sustainable Finance*, 2017, <https://www.unepfi.org/news/25th-anniversary/timeline/> (dostęp: 15.02.2022).
- 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 Finance Initiative, *The global state of sustainable insurance – Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance*, 2009, <https://www.unepfi.org/industries/>

- insurance/the-global-state-of-sustainable-insurance-understanding-and-integrating-environmental-social-and-governance-factors-in-insurance/ (dostęp: 8.04.2023).
- United Nations Global Compact, *UN Global Compact Strategy 2021–2023*, 2021, <https://unglobalcompact.org/library/5869> (dostęp: 2.10.2022).
- Urban M.A., Wójcik D., *Dirty Banking: Probing the Gap in Sustainable Finance*, „Sustainability” 2019, vol. 11(6), s. 1–23.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19640160093/U/D19640093Lj.pdf> (dostęp: 25.11.2023).
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r. Nr 121, poz. 591), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19941210591/U/D19940591Lj.pdf> (dostęp: 15.11.2023).
- Valenzuela F., Böhm S., *Against Wasted Politics: A Critique of the Circular Economy*, „Ephemera” 2017, vol. 17(1), s. 23–60.
- 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” 2015, vol. 5(3), s. 178–204.
- 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” 2008, vol. 82(1), s. 77–91.
- Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D., *The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value*, „Strategic Management Journal” 1987, vol. 8(5), s. 487–497.
- 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” 2022, vol. 26, s. 997–1061.
- Velte P., *Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany*, „Journal of Global Responsibility” 2017, vol. 80(2), s. 169–178.
- 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” 2016, vol. 28(2), s. 47–55.
- Wabnitz C.C.C., Blasiak R., *The Rapidly Changing World of Ocean Finance*, „Marine Policy” 2019, vol. 107, s. 103526–103540.
- Waldron D., *If Cash Is King, What about Its Role as a Determinant of Shareholder Value*, „International Journal of Business Strategy” 2011, vol. 11(1), s. 1–19.
- Wang Y., Zhi Q., *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, „Energy Procedia” 2016, vol. 104, s. 311–316.
- Waring G.F., *Industry Differences in the Persistence of Firm-specific Returns*, „American Economic Review” 1996, vol. 86, s. 1253–1265.
- Widyawati L., *A Systematic Literature Review of Socially Responsible Investment and Environmental Social Governance Metrics*, „Business Strategy and the Environment” 2020, vol. 29(2), s. 619–637.

- Wiercioch M., *Rachunkowość kreatywna a granice prawa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2018, nr 374, s. 132–142.
- Wong W.C., Batten J.A., Ahmad A.H., Mohamed-Arshad S.B., Nordin S., Adzis A.A., *Does ESG Add Firm Value?*, „Finance Research Letters” 2021, vol. 39, s. 1–7.
- World Bank, *World Bank national accounts data and OECD National Accounts data files*, b.r., <https://databank.worldbank.org/source/wdi-database-archives#> (dostęp: 31.12.2023).
- 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” 2022, vol. 18, s. 1–10.
- Wójcik-Jurkiewicz M., *Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2016, t. 53, nr 109, s. 303–319.
- 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” 2006, vol. 8(1), s. 163–171.
- 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” 2019, vol. 28(2), s. 286–300.
- Yang Y., Zhang H., *Review of Research on ESG Performance, Executive Background and Firm Value*, „Frontiers in Humanities and Social Sciences” 2024, vol. 4(3), s. 141–150.
- Yoo S., Managi S., *Disclosure or Action: Evaluating ESG Behaviour towards Financial Performance*, „Finance Research Letters” 2022, vol. 44, s. 1–7.
- Yu E.P., Guo Q., Luu B.V., *Environmental, Social and Governance Transparency and Firm Value*, „Business Strategy and the Environment” 2018, vol. 27(7), s. 987–1004.
- Yu X., Xiao K., *Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises*, „Sustainability” 2022, vol. 14, 16940.
- Zadek S., *Financing a Just Transition*, „Organization & Environment” 2019, vol. 32(1), s. 18–25.
- 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” 2011, vol. 2, s. 15–19.
- Zhang D., *Energy Finance: Background, Concept, and Recent Developments*, „Emerging Markets Finance and Trade” 2011, vol. 54(8), s. 1687–1692.
- 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, s. 72–98.

Zsolnai L., *The Morality of Economic Man*, „European Business Review” 2004, vol. 16(4), s. 81–203.

Spis rysunków

Rysunek 1.1.	Kluczowe globalne wydarzenia wpływające na powstanie i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów w latach 1972–2020 ...	19
Rysunek 1.2.	Obszary rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów od 1972 roku	24
Rysunek 1.3.	Charakterystyka zrównoważonych finansów	34
Rysunek 1.4.	Relacje między uczestnikami otoczenia gospodarczego w koncepcji zrównoważonych finansów	37
Rysunek 1.5.	Klasyfikacja działań na rzecz zrównoważonych finansów w procesie budowy zrównoważonej gospodarki globalnej	41
Rysunek 1.6.	Model funkcjonowania zrównoważonych finansów w gospodarce	42
Rysunek 1.7.	Wybrane inicjatywy globalne na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od 1983 do 2022 roku oraz występujące między nimi relacje	46
Rysunek 1.8.	Gospodarka o obiegu liniowym	51
Rysunek 1.9.	Gospodarka o obiegu zamkniętym	52
Rysunek 1.10.	Gospodarka o obiegu półzamkniętym	52
Rysunek 1.11.	„Błędne koło” działań ONZ wobec globalnych problemów w obszarach ESG	57
Rysunek 2.1.	Wpływ czynników ESG na obszary ESG z uwzględnieniem potencjalnych problemów i korzyści ESG	73
Rysunek 2.2.	Macierz klasyfikacyjna zrównoważonych finansów ESGF	81
Rysunek 2.3.	Wybrani dostawcy standardów i wytycznych raportowania ESG ...	90
Rysunek 2.4.	Proces konstruowania wskaźników ESG przez Refinitiv	95
Rysunek 3.1.	Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa	119
Rysunek 3.2.	Dwuznaczność oczekiwanej stopy zwrotu inwestora	124
Rysunek 5.1.	Podstawowe i kontrolne procedury organizacji danych podjęte w celu stworzenia bazy danych	182
Rysunek 5.2.	Podstawowe i kontrolne procedury organizacji bazy danych podjęte w celu przeprowadzenia badań empirycznych	185
Rysunek 5.3.	Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku z uwagi na kraj siedziby spółek	188

324 Spis rysunków

Rysunek 5.4. Proces ustalenia końcowej próby badawczej na potrzeby badań empirycznych	190
Rysunek 5.5. Liczebność końcowej próby badawczej z uwagi na kraj siedziby badanych spółek	191
Rysunek 6.1. Błędny rodzaj zrównoważonych finansów według klasyfikacji ESGF	254

Spis tabel

Tabela 1.1.	Interpretacje pojęcia zrównoważonych finansów przez wybranych autorów	29
Tabela 1.2.	Charakterystyka wybranych globalnych inicjatyw na rzecz zrównoważonych finansów od 1983 do 2022 roku	43
Tabela 2.1.	Porównawcza analiza wybranych teorii finansów	67
Tabela 2.2.	Interpretacja pojęć związanych z ESG	69
Tabela 2.3.	Klasyfikacja zrównoważonych finansów z uwagi na priorytet obszaru ESG oraz niwelowane efekty zewnętrzne	75
Tabela 2.4.	Klasyfikacja zrównoważonych finansów według D. Schoenmakera ...	77
Tabela 2.5.	Klasyfikacja zrównoważonych finansów ESGF	83
Tabela 2.6.	Kategorie oraz podkategorie czynników ESG stosowanych w standardach GRI	91
Tabela 2.7.	Przykładowi dostawcy danych, informacji oraz scoringów i ratingów ESG na rynku globalnym na koniec 2022 roku	92
Tabela 2.8.	Obszary oraz kategorie czynników ESG wykorzystywane przez Refinitiv	96
Tabela 2.9.	Mapa scoringów do ratingów ESG agencji Refinitiv	99
Tabela 3.1.	Pojęcie wartości z perspektywy wybranych dziedzin nauki	105
Tabela 3.2.	Wybrane koncepcje wartości przedsiębiorstwa	106
Tabela 3.3.	Pozytywne i negatywne cechy wybranych metod wyceny przedsiębiorstw	122
Tabela 3.4.	Makro- i mikro-osiągnięcia wartości przedsiębiorstwa według D. Kowala ...	130
Tabela 3.5.	Przegląd badań wybranych autorów pod względem wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstwa	135
Tabela 4.1.	Najważniejsze inicjatywy i regulacje Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonych finansów w porządku chronologicznym od początku XXI wieku	140
Tabela 4.2.	Elementy sprawozdań niefinansowych wybranych przedsiębiorstw według dyrektywy 2014/95/EU	151
Tabela 4.3.	Europejskie standardy sprawozdawczości zrównoważenia (<i>European Sustainability Reporting Standards – ESRS</i>)	162
Tabela 4.4.	Wykaz globalnych i unijnych działań na rzecz zrównoważonych finansów, uwzględnionych w europejskich standardach sprawozdawczości zrównoważenia	166

Tabela 4.5.	Zestawienie liczby spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii, raportujących informacje ESG w latach 2010–2022	173
Tabela 4.6.	Praktyka sprawozdawania informacji niefinansowych przedsiębiorstw w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022	175
Tabela 5.1.	Wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w okresie 2010–2022 (mld EUR)	193
Tabela 5.2.	Średnie wartości wybranych kategorii finansowych badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR)	194
Tabela 5.3.	Średnie wielkości wybranych wskaźników finansowych badanych spółek w latach 2010–2022	195
Tabela 5.4.	Średnia wartość kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 (mld EUR, proc., indeks = 2010)	197
Tabela 5.5.	Średnie wartości kapitalizacji rynkowej badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach (mld EUR)	198
Tabela 5.6.	Średnie ratingi i scoringi ESG oraz ich zmiany w latach 2010–2022 ...	201
Tabela 5.7.	Średnie wielkości scoringu ESG badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych krajach	203
Tabela 5.8.	Średnie wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych sektorach oraz krajach	212
Tabela 6.1.	Klasyfikacja i interpretacja znormalizowanych scoringów ESG	229
Tabela 6.2.	Opis zmiennych uwzględnionych w badaniu	231
Tabela 6.3.	Oczekiwany kierunek wpływu wybranych zmiennych uwzględnionych w badaniu na <i>TQ</i>	232
Tabela 6.4.	Wybrane statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniach	234
Tabela 6.5.	Średnia wartość rynkowa (<i>TQ</i>) badanych spółek w poszczególnych przedsiębiorstwach scoringu ESG w latach 2010–2022	237
Tabela 6.6.	Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringu ESG	238
Tabela 6.7.	Wpływ wyników ESG (<i>ESG</i>) na wartość rynkową (<i>TQ</i>) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	240
Tabela 6.8.	Analiza wrażliwości – wpływ wyników ESG (<i>ESG</i> , <i>normESG</i>) na wartość rynkową (<i>TQ</i> , <i>adjTQ</i>) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	244
Tabela 6.9.	Macierz korelacji między zmiennymi z uwzględnieniem scoringów E, S i G	247
Tabela 6.10.	Wpływ wyników w obszarach E, S i G (<i>E</i> , <i>S</i> , <i>G</i>) na wartość rynkową (<i>TQ</i>) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	249
Tabela 6.11.	Analiza wrażliwości – wpływ scoringów E, S i G (<i>E</i> , <i>S</i> , <i>G</i> , <i>normE</i> , <i>normS</i> i <i>normG</i>) na wartość rynkową (<i>TQ</i> i <i>adjTQ</i>) badanych przedsiębiorstw w latach 2010–2022	251

Spis wykresów

Wykres 1.1.	Roczne stopy zmian globalnego nominalnego PKB i łącznej wielkości emisji GHG na świecie w latach 1970–2022 (rok/rok)	49
Wykres 1.2.	Zmiana średniej rocznej temperatury globalnej w latach 1972–2022 w odniesieniu do temperatury z 1972 roku (°C)	56
Wykres 4.1.	Liczba spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w latach 2010–2022	170
Wykres 4.2.	Udział procentowy spółek giełdowych państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych oraz sprawozdawania tych informacji w liczbie notowanych spółek w latach 2010–2022	171
Wykres 4.3.	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, proc.)	171
Wykres 5.1.	Liczba spółek notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku w podziale na przynależność sektorową spółek	189
Wykres 5.2.	Liczebność końcowej próby badawczej w podziale na przynależność sektorową spółek	192
Wykres 5.3.	Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami ESG w latach 2010–2022	201
Wykres 5.4.	Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami E w latach 2010–2022	207
Wykres 5.5.	Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami S w latach 2010–2022	207
Wykres 5.6.	Liczba badanych spółek z poszczególnymi ratingami G w latach 2010–2022	208
Wykres 5.7	Średnie scoringi E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022	208
Wykres 5.8.	Roczne zmiany średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022	209
Wykres 5.9.	Tempo zmian średnich wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 (indeks = 2010)	209

Wykres 6.1. Średnia wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022	245
Wykres 6.2. Zmiany średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022	246
Wykres 6.3. Tempo zmian średniej wartości rynkowej (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach decyli scoringów E, S i G w latach 2010–2022	246

Spis załączników

Załącznik 1.	Szczegółowe zestawienie zmian emisji GHG oraz nominalnego PKB wszystkich krajów na świecie w podziale na regiony świata (Mt, proc., mld USD)	263
Załącznik 2.	Liczba spółek giełdowych w poszczególnych państwach członkowskich Unii Europejskiej w latach 2010–2022	278
Załącznik 3.	Szczegółowy wykaz liczby spółek aktywnie notowanych na rynkach regulowanych na 31 grudnia 2022 roku w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i w Wielkiej Brytanii	280
Załącznik 4.	Szczegółowy wykaz liczby badanych spółek w poszczególnych sektorach oraz państwach członkowskich Unii Europejskiej i w Wielkiej Brytanii	282
Załącznik 5.	Nominalne PKB krajów spółek poddanych badaniu w latach 2010–2022 (mld EUR)	284
Załącznik 6.	Średnie wyniki badanych spółek w obszarach E, S i G w latach 2010–2022	286
Załącznik 7.	Wartość rynkowa (TQ) badanych spółek w poszczególnych przedziałach scoringów E, S i G w latach 2010–2022	287

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-237 Łódź, ul. Matejki 34A
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 635 55 77

Jednym z podstawowych celów działalności przedsiębiorstw jest maksymalizacja ich wartości rynkowej rozumianej jako wartość dla właścicieli. Funkcjonowanie przedsiębiorstw zgodnie z tym założeniem przyczyniło się jednak do narastania problemów w obszarach: środowiskowym, społecznym i zarządczym (Environmental, Social and Governance – ESG), szczególnie widocznych od początku XXI wieku. Zjawisko to wymusza zmianę paradygmatu w zakresie celu i sposobu działalności przedsiębiorstw, prowadząc do powstania i rozwoju koncepcji zrównoważonych finansów. W tym kontekście kluczowe jest pytanie, czy wyniki ESG przedsiębiorstw przekładają się na wzrost ich wartości rynkowej.

Monografia poświęcona jest ocenie wpływu wyników ESG na wartość rynkową spółek publicznych sektorów niefinansowych notowanych na regulowanych rynkach giełdowych państw Unii Europejskiej oraz Wielkiej Brytanii. Analizowane są zarówno wyniki w obszarach ESG razem, jak i w każdym z tych obszarów (tj. E, S i G) osobno. Badania jakościowe są w niej połączone z badaniami empirycznymi opartymi na danych z lat 2010–2022. Autor wprowadza definicję zrównoważonych finansów oraz systematyzuje pojęcie ESG i terminy z nim związane, porządkując w ten sposób niejednolite stanowiska obecne w literaturze przedmiotu.

Stosując w badaniach kompleksowe podejście do oceny wpływu wyników ESG na wartość rynkową przedsiębiorstw, można wysnuć wnioski, które dostarczają inwestorom informacji na temat bardziej efektywnego realizowania celów inwestycyjnych. Badania te służą również kadrze zarządczej jako wytyczne w zakresie działań maksymalizujących wartość rynkową, a prawodawcom pozwalają ocenić skutki formułowanych i wdrażanych przez nich regulacji w zakresie zrównoważonych finansów.

 **WYDAWNICTWO**
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

 wydawnictwo.uni.lodz.pl
 ksiegarnia@uni.lodz.pl
 (42) 665 58 63

Książka dostępna również
jako e-book

ISBN 978-83-8445-001-7

