



*Karol Matczak*

Stowarzyszenie Investthink  
e-mail: karol.matczak@hotmail.com

*Jarosław Przybył*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Stowarzyszenie Investthink  
e-mail: jaroslawprzybyl@o2.pl

*Jakub Wojciechowski*

Stowarzyszenie Investthink  
e-mail: jakub.piotr.wojciechowski@gmail.com

## **CZYNNIKI ŚRODOWISKOWE W ANALIZIE ESG**

### **Streszczenie**

Inwestowanie odpowiedzialne jest jednym z silniejszych trendów ostatnich lat na światowych rynkach finansowych. Kwestie klimatyczne i środowiskowe zajmują w tym obszarze istotne miejsce, jako element szerszej debaty o zmianach klimatu. Są empiryczne dowody na to, że istnieje zależność pomiędzy środowiskową odpowiedzialnością spółek a ich wynikami finansowymi. Badania sugerują, że spółki wyróżniające się pod kątem środowiskowym są w stanie osiągać średnio lepsze i bardziej stabilne wyniki finansowe niż konkurencja, która ignoruje te aspekty. Wydaje się, że jednym z kluczowych czynników, który ma na to wpływ, jest niższy koszt kapitału. Należy oczekiwać, że polski rynek finansowy nie pozostanie odporny na globalne trendy, a czynniki środowiskowe będą wywierały wymierny wpływ nie tylko na działalność operacyjną spółek, ale też zainteresowanie inwestorów i koszt dostarczanego kapitału. Niestety nasza analiza wskazuje, że czołowe instytucje oceniające spółki w obszarze środowiskowym przyznają rodzimym spółkom niskie oceny w tym obszarze, przynajmniej na tle innych rynków wschodzących.

**Słowa kluczowe:** inwestowanie społecznie odpowiedzialne, inwestycje zrównoważone, SRI, ESG, ryzyka klimatyczne, ryzyka środowiskowe

**Klasyfikacja JEL:** M14, O16, G11, G15, O44, Q51

## Wprowadzenie

Na całym świecie, w szczególności w krajach Unii Europejskiej (UE), inwestorzy oraz regulatorzy wzmagają wysiłki, aby przekierować zasoby inwestycyjne w stronę mniej emisyjnych, a więc „czystszych”, technologii i spółek. W przypadku UE łączy się to bezpośrednio z celem klimatycznym Komisji Europejskiej na 2050 r. zakładającym zniwelowanie emisji dwutlenku węgla do poziomu zerowego. Inwestowanie zrównoważone czy też inwestowanie ESG (*Environmental, Social, Governance*) jest jednym z największych trendów inwestycyjnych ostatnich lat. W rezultacie są promowane pewne sektory i spółki, inne popadają w swoisty inwestycyjny ostracyzm. Przy coraz większej grupie inwestorów unikających lub zmniejszających ekspozycję na spółki, które nie radzą sobie z kryteriami środowiskowymi, koszt pozyskania kapitału przez takie podmioty, zarówno po stronie dłużnej, jak i akcyjnej, będzie rósł. Jednocześnie spółki wysoko plasujące się w rankingach odpowiedzialności klimatycznej/środowiskowej będą mogły pozyskiwać kapitał zarówno ze strony inwestorów neutralnie nastawionych do tych kwestii, jak i tych, którzy na kryteria środowiskowe zwracają uwagę.

Celem niniejszego artykułu jest ukazanie rosnącego znaczenia czynników środowiskowych i klimatycznych w analizie przeprowadzanej przez inwestorów, w ramach rosnącego trendu inwestowania odpowiedzialnego (ESG). Autorzy przedstawiają wyniki badań empirycznych na temat wpływu czynników środowiskowych na koszt pozyskania kapitału. W artykule zostaną także omówione sposób definiowania czynników środowiskowych oraz praktyczna budowa portfela z uwzględnieniem tych kryteriów. Znajdzie się również próba odpowiedzi na pytanie, czy aby inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie jest modą, która za jakiś czas przeminie (a wraz z nią wpływ na spółki). Autorzy przeanalizowali też, jak inwestorzy postrzegają polskie spółki przez pryzmat czynników środowiskowych. Teza artykułu brzmi: czynniki środowiskowe są ważnym elementem analizy ESG przeprowadzanej przez inwestorów, a spółki wyróżniające się pod kątem środowiskowym mogą uzyskiwać niższy koszt kapitału niż konkurencja, która ignoruje te aspekty. Te trendy i zależności w coraz większym stopniu będą też dotykać spółki na polskim rynku.

## 1. Rosnące znaczenie analizy czynników środowiskowych

Uczestnicy rynku w swoich analizach w coraz większym stopniu uwzględniają środowisko i inne czynniki pozafinansowe. Jest to wymuszane zarówno przez klientów końcowych, czyli detalicznych, dla których ma to coraz większe znaczenie, szczególnie w krajach rozwiniętych, jak i przez regulacje. UE jest tutaj pionierem i jest to, częściowo przynajmniej, konsekwencją polityki klimatycznej<sup>1</sup>. Regulacje mają za zadanie dodatkową realokację środków do spółek bardziej przyjaznych środowisku, obniżenie kosztu kapitału co jest dodatkowym bodźcem rozwoju dla tych spółek czy całych sektorów. CFA Institute przeprowadził badanie wśród 1100 profesjonalistów z rynków finansowych odnośnie znaczenia kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego dla kursów akcji spółek czy rentowności obligacji. Ankietowane osoby miały wskazać, jakie jest obecnie znaczenie tych czynników (2017 r.) oraz oszacować, jakie będzie w 2022 r. Badanie przeprowadzone zostało na 17 głównych rynkach rozwiniętych i wschodzących (CFA Institute, 2019). Wyniki zostały podsumowane w tabeli 1.

**Tabela 1. Procent respondentów, którzy odpowiedzieli, że czynniki mają wpływ zawsze lub często**

	2017	2022
Wpływ czynników ESG na ceny akcji spółek		
Środowiskowe	24	54
Spoleczne	24	46
Ład korporacyjny	60	69
Wpływ czynników ESG na rentowność/spread obligacji korporacyjnych		
Środowiskowe	18	44
Spoleczne	16	36
Ład korporacyjny	47	58
Wpływ czynników ESG na rentowność/spread obligacji skarbowych		
Środowiskowe	11	28
Spoleczne	19	31
Ład korporacyjny	39	45

Źródło: CFA Institute (2019, s. 20).

<sup>1</sup> [ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth\\_pl](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_pl).

Badania ukazują, że ¼ ankietowanych uważa kwestie środowiskowe za ważne z punktu widzenia wyceny spółki czy rentowności obligacji. Ponad ½ uważa już jednak, że te kwestie będą ważne w nadchodzących latach. Również wpływ pozostałych czynników będzie według respondentów rość.

Jak to wygląda na polskim rynku? 1 października 2019 r. polski rząd przyjął Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego. Jednym z celów projektu jest docelowe obniżenie kosztu kapitału dla przedsiębiorstw, zwłaszcza w obszarze MŚP, w tym poprzez zróżnicowanie źródeł finansowania. Czy ma dla tego planu znaczenie zrównoważony rozwój w obszarze środowiska? Warto przytoczyć badanie Europejskiego Banku Centralnego, że przy danych warunkach gospodarczych, emisje dwutlenku węgla na mieszkańca są znacząco niższe w krajach, w których finansowanie poprzez instrumenty kapitałowe jest istotniejsze aniżeli finansowanie bankowe. Aby oddać pełen kontekst lokalny, warto zauważyć, że od września 2018 r. do indeksu giełdowego FTSE Russell, grupującego spółki krajów rozwiniętych, dołączyły spółki polskie. Oznacza to uznanie Polski za kraj rozwinięty.

Zanim przejdziemy do analizy samego rynku kapitałowego, w związku ze wspomnianą reklasyfikacją, należy odnieść się tutaj do hipotezy Kuznetza, a konkretnie środowiskowej krzywej Kuznetza. Opisuje ona teorię, że wraz z rozwojem danego kraju obciążenie dla środowiska najpierw powinno dynamicznie rosnąć, a następnie równie dynamicznie spadać. Wyniki badań nie są tutaj jednoznaczne, a więc taki efekt nie zawsze ma miejsce<sup>2</sup>. Wspomniane opracowanie Europejskiego Banku Centralnego może potencjalnie wyjaśnić różnicę pomiędzy przyjętymi modelami teoretycznymi zależności emisji dwutlenku węgla od rozwoju gospodarczego a badaniami empirycznymi w tym zakresie. Wzmacnia to jeden z postulatów Harta i Zingalesa (Hart, Zingales, 2017, s. 248). Wskazują oni, że inwestorami ostatecznie są zwyczajni ludzie, którzy poza obawami dotyczącymi sytuacji finansowej, uwzględniają także społeczne problemy. W związku z tym wartość firmy powinna być rozumiana szerzej, włączając w to kapitalizację rynkową, ale nie ograniczając się do niej. W dalszej części niniejszego artykułu wskażemy, że uwzględnianie m.in. aspektów środowiska w procesie zarządzania spółką publiczną, pociąga za sobą spadek kosztu kapitału, co winno przekładać się na wzrost relatywnej kapitalizacji rynkowej<sup>3</sup>. A skoro tak, to zaangażowanie się podmiotu w szeroko rozumiane obszary ESG, w tym zmniejszenia obciążenia środowiska, powinno doprowadzić do wzrostu szerzej pojmowanej wartości podmiotu. Hipoteza ta jest wspierana przez badania, które przeprowadzili

<sup>2</sup> ftp.iza.org/dp5304.pdf.

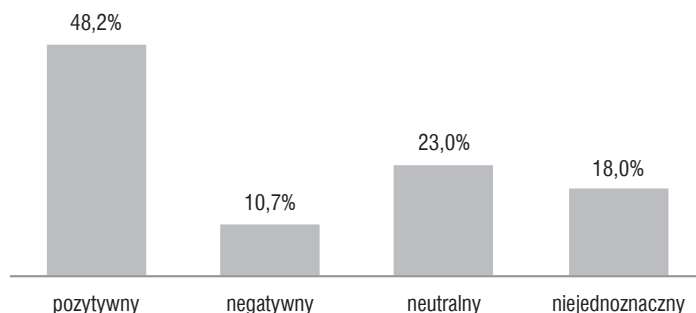
<sup>3</sup> Zastosować można tutaj przykładowo spadek kosztu kapitału w modelach wyceny Gordona lub DCF, co wprost przekłada się na wzrost wartości wycenianej spółki.

m.in. Girerd-Potin, Jimenez-Garces, Louvet (2014, s. 559–576) dla rynku francuskiego oraz Li, Liu, Tang, Xiong (2017, s. 9447–9459) dla rynku chińskiego. Oczywiście można wysunąć argument, iż w przypadku szerokiej gamy dostępnych narzędzi poprawy w zakresie obszarów ESG nie jest konieczne, aby podmioty musiały przykładać wagę do środowiska. Wystarczy poprawa w zakresie odpowiedzialności społecznej i *corporate governance*, co sprowadzać się może do zwiększenia transparentności w oderwaniu od obszaru działalności spółki. Wydaje się jednak, że kwestie środowiskowe i klimatyczne są obszarem, który może podlegać szczególnej uwadze inwestorów w nadchodzących latach, biorąc pod uwagę szeroką debatę publiczną prowadzoną obecnie w tym temacie.

## 2. Ryzyka klimatyczne a koszt kapitału

Oprócz sfery wartości, uwzględnianie ryzyk klimatycznych w analizie inwestycyjnej ma bardzo pragmatyczny charakter. Istnieją empiryczne dowody na to, że jest zależność pomiędzy czynnikami ESG (w tym związanymi z kwestiami środowiskowymi) a wynikami finansowymi spółek. To z kolei powinno prowadzić pośrednio do relatywnie lepszego zachowania strategii uwzględniających podejście „odpowiedzialne”. Literatura dotycząca powyższej zależności jest bardzo bogata – już od lat 70. XX wieku temat ten zajmuje badaczy i inwestorów, a na fali ogromnego zainteresowania inwestowaniem odpowiedzialnym w ostatnim czasie obserwujemy wręcz wykładniczy wzrost liczby badań w tym obszarze. W ostatnich 50 latach opublikowano ponad 2200 badań empirycznych, w różny sposób ujmujących zagadnienie (Friede, Busch, Bassen, 2015, s. 210–233). Jak dotąd, większość z nich opiera się na szerokich miarach odpowiedzialności spółek (typu ratingi/scoringi ESG), a stosunkowo niewiele dotyczy wyłącznie zagadnień ryzyk klimatycznych. Niemniej jednak, nawet takie spojrzenie prowadzi do ciekawych wniosków. Jednym z najważniejszych z nich jest obalenie wciąż popularnego mitu, który zakłada, że wybierając spółki „odpowiedzialne” (np. posiadające wysokie ratingi ESG), musimy poświęcić część potencjalnego zysku. Innymi słowy – nie ma nic za darmo i spółka, która np. przykładą dużą wagę do swojej odpowiedzialności klimatycznej w pewnym sensie nie maksymalizuje wartości dla akcjonariuszy czy dostarczycieli kapitału. Nic bardziej błędnego – ponad 90% badań dotyczących inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie wskazało negatywnego wpływu stosowania kryteriów ESG na wyniki finansowe spółek. Co więcej, prawie połowa badań dowiodła, że istnieje pozytywna zależność pomiędzy czynnikami ESG a osiąganymi przez spółki wynikami finansowymi (rysunek 1).

Rysunek 1. Wpływ czynników ESG na osiągnięte wyniki finansowe spółek



Źródło: Friede, Busch, Bassen (2015).

Warto podkreślić, że w przypadku badań poświęconych tylko czynnikom środowiskowym (E) ten wskaźnik wyniósł aż 58,7%. Może to prowadzić do wniosku, że odpowiednie zaadresowanie ryzyk klimatycznych może mieć wymierne przełożenie na realną działalność biznesową. Badania sugerują, że zwrócenie uwagi nie tylko na wyniki finansowe, ale też na wpływ spółki na jej otoczenie sprawia, że jest ona w stanie osiągać średnio lepsze i bardziej stabilne wyniki finansowe niż konkurencja, która ignoruje te aspekty. Jak tłumaczyć ten fenomen? Wydaje się, że jednym z kluczowych czynników, który ma na to wpływ, jest niższy koszt kapitału.

Teoretyczne podwaliny wpływu „zielonego” inwestora na koszt pozyskania kapitału położyli R. Heinkel, A. Kraus i J. Zechner w swoim artykule z 2001 r. (Heinkel, Kraus, Zechner, 2001). W swojej analizie pokazali, że spółki dyskryminowane przez inwestorów ze względu na czynniki środowiskowe nie tylko będą miały wyższy koszt pozyskania kapitału, ale przy pewnym udziale etycznych inwestorów koszt ten będzie na tyle duży, że zmusi spółki do zmiany swojego zachowania. Koszt będzie po prostu na tyle znaczący, że opłacalnym będzie zmiana strategii spółki. Przejawiać się to może np. w inwestycjach zmniejszających emisję szkodliwych substancji, lepsze gospodarowanie odpadami. Krytyczna bariera udziału inwestorów etycznych w całości rynku wynosiła wtedy według autorów 25%. Co ciekawe udział aktywów ESG w całości światowych aktywów zbliża się powoli do tego poziomu i obecnie wynosi około 20% (JP Morgan, 2019, s. 14), nadal dynamicznie rosnąc. W przypadku strategii ESG środowisko nie jest jedynym czynnikiem brany pod uwagę, ale jest czynnikiem znaczącym. Zauważyć też można wyraźną korelację między poszczególnymi czynnikami. Rynki słabo wypadające w kontekście środowiska, z reguły słabo wypadają też w kolejnych kategoriach (czynniki społeczne oraz ładu korporacyjnego).

## 2.1. Koszt kapitału własnego

Zdecydowana większość badań naukowych sugeruje, że głównym elementem, który obniża całościowy koszt kapitału spółek kierujących się odpowiedzialną polityką środowiskową jest koszt kapitału własnego (*cost of equity*)<sup>4</sup>. Istnieją wyraźne empiryczne dowody na to, że ta zależność utrzymuje się w różnych systemach prawnych, ekonomicznych czy geograficznych (Ghoul, Guedhami, Kim, Park, 2018). Przykładów na to zjawisko można znaleźć w literaturze wiele, dlatego ograniczymy się do kilku. Przykładowo, naukowcy badający grupę ponad 250 spółek amerykańskich zwrócili uwagę, że wyróżniający się pozytywnie na tle konkurencji sposób zarządzania ryzykiem środowiskowym w przedsiębiorstwie był nagradzany przez inwestorów niższym kosztem kapitału (wyrażonym w niższej zmienności cen akcji mierzonej wskaźnikiem beta) (Sharfman, Fernando, 2008, s. 569–592). Do podobnych wniosków doszli naukowcy badający europejski sektor usług komunalnych, którzy zauważyli, że przedsiębiorstwa emitujące bardzo duże ilości dwutlenku węgla mają znacząco wyższy koszt kapitału własnego, a zmiany cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> są dla nich znaczącym czynnikiem ryzyka (Koch, Bassen, 2013, s. 431–441). W szerszych badaniach (ponad 2,5 tys. spółek amerykańskich przebadanych w latach 2003–2011) udowodniono ponadto silną negatywną korelację między indeksem CSR spółki a jej betą, a element środowiskowy indeksu miał najsilniejszy (obok różnorodności) wpływ na tę zależność (Albuquerque, Durnev, Koskinen, 2013). Co ciekawe, czasem sam fakt ujawnienia informacji o wpływie na środowisko może wywoływać podobny efekt. Taką tezę postawili badacze rynku chińskiego, którzy dowiedli statystycznie istotnej zależności pomiędzy ujawnianiem informacji o emitowanym dwutlenku węgla a niższym kosztem kapitału własnego (Li, Liu, Tang, Xiong, 2017, s. 9447–9459). Wskaźnik ten został wybrany ze względu na jego rozpowszechnienie i kwantyfikowalność. Analogia, jeśli chodzi o wyniki powyższych badań, obserwowana jest także na innych rynkach. W przypadku amerykańskiego indeksu S&P 500 wspomniane zależności znajdują potwierdzenie empiryczne (He, Tang, Wang, 2013). Warto zwrócić uwagę na fakt, że silniejsza negatywna zależność pomiędzy czynnikami dotyczącymi *carbon disclosure* a kosztem kapitału występuje wśród spółek o relatywnie gorszych odczytach w zakresie śladu węglowego (a więc relatywnie gorsze odczyty zwiększają ów koszt). Nasuwa się pytanie – czy aby badania te nie wykazują czegoś zupełnie innego. Otóż mogłoby się okazać, że zwiększone koszty kapitału wynikają po prostu z faktu,

<sup>4</sup> Gianfrate, Schoemaker, Wasama (2018). Koszt kapitału własnego można zdefiniować jako koszt alternatywny równy zwrotowi z inwestycji o podobnym poziomie ryzyka. Jest to więc pewne oczekiwanie co do przyszłego zwrotu z inwestycji. W związku z tym koszt kapitału nie jest obserwowalny *ex ante* i musi być szacowany (np. modelem CAPM).



iz spółki o niskich wskaźnikach dotyczących śladu węglowego znajdują się w sektorach, które inwestorzy uważają za nieatrakcyjne. Jako przykład można tutaj podać chociażby spółki w obszarach związanych z wydobywaniem ropy i gazu. A przy tym są faworyzowane spółki typu *growth*, a więc w obszarze m.in. nowych technologii, co można poddać pod dyskusję w przypadku wniosków z niektórych badań (Kleimeier, Viehs, 2018). Otóż samo już ujawnianie danych dotyczące środowiska pozytywnie wpływa na percepcję ryzyka wśród inwestorów, gdyż zmniejsza niepewność w zakresie generowania przepływów pieniężnych przez daną spółkę w przyszłości (Bonetti, Cho, Michelon, 2013), chociaż są tutaj wyjątki. Dodatkowo dane odnośnie do emisji mogą być uznane za jedne z bardziej porównywalnych, gdyż są kwantyfikowalne (Cardoni, Kiseleva, Terzani, 2019). Należy zauważyć, że zaangażowanie w redukcję emisji dwutlenku węgla może wpływać także negatywnie na przyszłe stopy zwrotu danej spółki ze względu na obciążenie finansowe związane z taką działalnością. Jest to swego rodzaju nakład inwestycyjny. Jednak obecne badania wskazują na przewagę efektu związanego z reputacją oraz obniżeniem potencjalnych kosztów regulacyjnych w przyszłości (Liu, Zhou, Yang, Hoepner, 2016).

Badania empiryczne wskazują również, że największy pozytywny wpływ w redukcji kosztu kapitału jest widoczny w branżach o wysokim poziomie emisji (np. El Ghoul, Guedhami, Kim, Park, 2018; Reverte, 2012, s. 253–272), co może sugerować, że inwestorzy nagradzają spółki, które starają się wyróżnić w sektorach szczególnie źle ocenianych środowiskowo. Być może wynika to z faktu, że bardzo niewiele z nich w ogóle jest w stanie trafić do globalnych indeksów czy uniwersum opartego na kryteriach ekologicznych, więc nieliczne przypadki są traktowane szczególnie.

## 2.2. Koszt kapitału obcego

Zależność pomiędzy czynnikami środowiskowymi (czy szerzej – ESG) jest też widoczna w odniesieniu do kosztu długu, choć tutaj badania empiryczne nie są tak jednoznaczne, jak w przypadku kosztu kapitału własnego (Gianfrate, Schoenmaker, Wasama, 2018). Wydaje się, że w tym przypadku ta korelacja jest nieco bardziej pośrednia – to ratingi kredytowe mają dużo większe znaczenie dla inwestorów na rynku obligacji i to one w zdecydowanej mierze wpływają na koszt kapitału obcego. Z kolei sposób zarządzania ryzykiem klimatycznym zdaje się być jednym z elementów, który ma wpływ na same ratingi – stąd ta relacja ma nieco odmienny charakter niż w przypadku kosztu kapitału własnego. Niemniej jednak, istnieją badania, które wskazują bezpośrednią zależność między poszczególnymi czynnikami ESG a kosztem, po którym spółki się finansują. Takim przykładem jest analiza ponad 2200 emisji obligacji spółek w USA w relacji do ich ratingów CSR – *Corporate Social*



*Responsibility* przeprowadzona przez badaczy z Uniwersytetu w Maastricht (Bauer, Hann, 2010), która wykazała, że spółki, które mają wyższe standardy zarządzania ryzykami klimatycznymi, mają również niższy koszt zadłużenia.

Warto też zwrócić uwagę na nieco inną perspektywę – mianowicie potencjalnej kary za brak odpowiedzialności. Można znaleźć dowody na to, że zaniedbywanie przez spółki kwestii środowiskowych potrafi silnie odbijać się na koszcie zadłużenia. Jedno z badań przeprowadzone na próbie ponad 1300 spółek amerykańskich wykazało, że spółki, co do których pojawiły się kontrowersje środowiskowe, miały średnio o 20% wyższy koszt kredytów (Chava, 2014). Poza tym łatwo sobie wyobrazić, że potencjalny koszt dostosowania do wciąż rosnących wymogów środowiskowych ma również istotne znaczenie dla przyszłych obciążeń spółek, które w tym momencie ten temat zaniedbują.

Na rynku można też coraz częściej spotkać przypadki praktycznego powiązania kosztu finansowania z odpowiedzialnością spółek. Historycznie najwięcej przykładów można znaleźć w obszarze obligacji „zielonych”, które cieszą się w ostatnich latach rosnącą popularnością. Zauważamy coraz więcej bardziej złożonych sposobów finansowania, które mają nakłonić spółki do realnej zmiany na poziomie całego przedsiębiorstwa. Dobrym przykładem może być kredyt w wysokości 1 mld euro, który w 2017 r. został udzielony przez konsorcjum szesnastu banków spółce Phillips. Jest to o tyle ciekawy przypadek, że finansowanie nie zostało powiązane z konkretnym projektem (np. ekologicznym), ale było przeznaczone na ogólną działalność korporacyjną. Warunki kredytu zakładały, że wzrost ratingu odpowiedzialności biznesowej (mierzonej przez niezależną spółkę Sustainalytics) prowadzi do obniżenia jego oprocentowania. W praktyce potencjalne dyskonto wynosiło nawet 10% *spreadu* kredytowego, co stanowi już namacalną różnicę. Tego typu pozytywny przykład stawia w dobrym świetle nie tylko podmiot poszukujący finansowania, ale również instytucje, które go udzielają. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że podobne rozwiązania kredytowe będą stosowane w przyszłości na dużo szerszą skalę, co już zaczyna być zauważalne na rynkach rozwiniętych.

Warto również zwrócić uwagę, że inwestorzy oraz instytucje finansujące nie tylko wynagradzają spółki wyróżniające się pod względem polityki środowiskowej, ale również coraz częściej ograniczają dostęp do kapitału tym, które nie spełniają określonych kryteriów. Takim przykładem może być chociażby wycofanie się największego funduszu emerytalnego na świecie (Norges Bank) z inwestycji, których działalność oparta jest na węglu. Podobne zachowania obserwujemy wśród inwestorów na całym świecie, co sprawia, że możliwości finansowania czy popyt na instrumenty spółek ocenianych jako szkodliwe będą w przyszłości prawdopodobnie coraz niższe. Może to na niektórych rynkach prowadzić nie tylko do problemów w zdobyciu finansowania (czy

też jego kosztu), ale też nieproporcjonalnego obciążenia niektórych sektorów. Takie ryzyka są już podkreślane w kontekście chociażby polskiego sektora finansowego czy spółek Skarbu Państwa (Bukowski, Śniegocki, Wetmańska, Wis-Bielewicz, 2018).

### 3. Integracja czynników środowiskowych w portfelu inwestycyjnym

Z reguły czynniki środowiskowe są uwzględniane w analizie spółki razem z czynnikami społecznymi oraz ładu korporacyjnego (ESG). Co ciekawe, wysokiej pozycji w obszarze środowiskowym z reguły towarzyszy również wysoka ocena pozostałych dwóch czynników, przynajmniej na poziomie krajów. Przykładowo, według Sustainalytics – głównego dostawcy danych i ratingów ESG – z pierwszego kwartyła krajów, których spółki są najwyżej oceniane pod kątem czynników środowiskowych (12 krajów), 11 znajduje się też w pierwszym kwartylu w zakresie czynników społecznych, a 10 w obszarze ładu korporacyjnego<sup>5</sup>. Z tego względu dla pewnego uproszczenia zostanie ukazana łączna integracja tych czynników w analizie spółki oraz budowy portfela inwestycyjnego. Zwrócić należy uwagę, że pomimo prób ujednoczenia metodologii, obecnie nie ma jednolitego sposobu oceny spółek w obszarze środowiskowym czy szerzej ESG. Istnieje wiele podejść i potrafią się one między sobą znacząco różnić. Nawet te podmioty, które wykorzystują podobne zestawy parametrów, mogą przypisywać im inną wagę. Zatem i sama ocena może być inna przy ocenie tej samej spółki. Są jednak pewne filary, na bazie których te oceny powstają (tabela 2).

Tabela 2. Filary oceny spółek w kontekście ESG

Środowisko (E)	Spoleczne (S)	Ład korporacyjny (G)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisja gazów cieplarnianych oraz substancji szkodliwych.</li> <li>• Wpływ produktów/usług na środowisko, klimat, florę i faunę.</li> <li>• Polityka spółek odnośnie do zarządzania kwestiami środowiskowymi.</li> <li>• Wydajność wykorzystania energii i zasobów naturalnych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Przestrzeganie praw człowieka oraz praw pracowniczych na wszystkich etapach procesu produkcyjnego.</li> <li>• Jakość, bezpieczeństwo oraz zadowolenie klientów z produktów/usług.</li> <li>• Zaangażowanie społeczne, zaufanie oraz dostępność produktów/usług.</li> <li>• Warunki pracy, zadowolenie pracowników, szkolenia.</li> <li>• Równe traktowanie ze względu na płeć czy rasę w obszarze wynagrodzeń, awansu, zatrudnienia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uczciwe praktyki biznesowe w kontekście korupcji, wsparcia politycznego, monopolizacji.</li> <li>• Zapewnienie długofalowej kontroli i zarządzania biznesem (długoterminowe podejście do biznesu).</li> <li>• Etyka, poziom transparentności.</li> <li>• Jakość zysków, finansowa kondycja spółki</li> </ul>

Źródło: JP Morgan.

<sup>5</sup> Patrz załącznik do niniejszego artykułu.

Na podstawie analizy kryteriów z tabeli 2 są oceniane i dobierane do portfela spółki. Czynniki te mogą być uwzględniane na kilku poziomach (CFA Institute, 2019, s. 10). Na poziomie spółki w obszarze wyceny fundamentalnej, np. przy prognozowanych przychodach, kosztach, uwzględnia się czynniki klimatyczne. Przykładowo, spółka, która jest na pewnym etapie zaawansowania budowy elektrowni węglowej, może borykać się w przyszłości z wyższym kosztem finansowania inwestycji długim w wyniku wycofywania się podmiotów z obsługi inwestycyjnej tego typu przedsięwzięć. Projekt też może być mniej opłacalny w wyniku ostrzejszych regulacji i wyższych kosztów zielonych certyfikatów. Tego typu scenariusze powinny być i z reguły są uwzględniane przez wszystkich inwestorów. Inną metodą bardziej już właściwą zarządzającym skupionym na ESG może być modyfikacja wycen w obszarze stopy dyskontowej, zakładanej stałej stopie wzrostu lub po prostu modyfikacja wycen używanych przy analizie wskaźnikowej (np. cena/zysk) (CFA Institute, 2019, s. 12). Portfel może być też tak skonstruowany, że kryteria środowiskowe służą do zarządzania ryzykiem portfela na poziomie spółki, sektora czy kraju. Kryteria środowiskowe są ciągle uaktualniane i przekroczenie ryzyka skutkuje modyfikacją portfela. Kolejnym poziomem integracji może być alokacja aktywów. Kryteria środowiskowe czy ESG mogą służyć do przeważenia/niedoważenia sektorów czy krajów w portfelu inwestora na poziomie strategicznej bądź taktycznej alokacji aktywów (CFA Institute, 2019, s. 13–14).

Aby lepiej zrozumieć proces doboru, zostanie przedstawiony sposób doboru spółek do indeksów akcyjnych ESG przez MSCI, znanego dostawcy indeksów giełdowych. Na bazie tych indeksów są tworzone rozwiązania pasywne. Co prawda inwestowanie społecznie odpowiedzialne to na dzisiaj domena aktywnego zarządzania<sup>6</sup>, ale fundusze te, z reguły mają benchmark, który stanowi jeden ze standardowych, flagowych indeksów MSCI. Indeksy ESG MSCI stanowią modyfikację tych głównych indeksów, np. indeksu globalnego (MSCI All Country World), rynków rozwiniętych (MSCI World) czy rynków rozwijających się (MSCI Emerging Markets). Sposób doboru spółek do indeksów stanowi zatem może dobre przybliżenie metodologii aktywnie zarządzanych funduszy, z tą uwagą, że spółki mogą być inaczej ocenione, a więc mieć np. inną wagę w portfelu. Temat pojawi się jeszcze przy porównaniu postrzegania polskich spółek przez pryzmat środowiskowy. Przechodząc do samej metodologii, zacząć należy od tego, że MSCI ma całą paletę indeksów ESG, które różnią się głównie stopniem wykluczenia spółek z głównych indeksów<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Rozwiązania pasywne według wyliczeń JP Morgan stanowią obecnie 7% całości aktywów inwestycyjnych ESG. Ich udział dynamicznie jednak rośnie.

<sup>7</sup> Więcej na temat metodologii w MSCI (2019).

Sama metodologia również może się różnić między indeksami. W tabeli 4 przedstawiono krótkie podsumowanie metodologii dla poszczególnych indeksów. Każdy z nich wyłącza producentów broni, firmy tytoniowe, producentów ropy z piasków bitumicznych, węgla opałowego oraz spółki, które pogwałciły zasady ONZ. Każdy flagowy indeks posiada poniższy odpowiednik.

Tabela 3. Indeksy MSCI ESG i ich metodologia

Indeks	Konstrukcja indeksu
MSCI ESG Screened	Ważony kapitalizacją
MSCI ESG Universal	Ważony kapitalizacją z mnożnikiem z przedziału 0,5 do 2,0 w zależności od: <ul style="list-style-type: none"> <li>• ratingu ESG,</li> <li>• zmiany ratingu ESG (rewizja w górę, brak zmiany, rewizja w dół)</li> </ul>
MSCI ESG Focus	Indeks zoptymalizowany ratingami ESG przy założeniu określonego odchylenia od indeksu bazowego oraz ograniczeń sektorowych
MSCI ESG Leaders	Najlepsze 50% spółek według ratingu ESG na bazie kapitalizacji w danym: <ul style="list-style-type: none"> <li>• sektorze,</li> <li>• subregionie (w celu uniknięcia nadmiernej koncentracji sektorowej czy regionalnej).</li> </ul> Indeks ważony kapitalizacją
MSCI SRI	Najlepsze 25% spółek według ratingu ESG w danym: <ul style="list-style-type: none"> <li>• sektorze,</li> <li>• subregionie.</li> </ul> Indeks ważony kapitalizacją

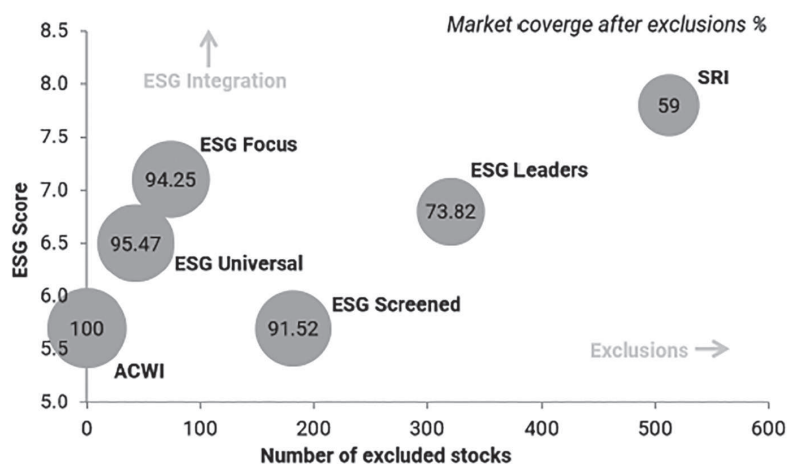
Źródło: MSCI (2019, s. 8).

W zależności od indeksu, czyli też przyjętej metodologii, liczba spółek różni się od tej z podstawowego indeksu. Poniżej przykład indeksu globalnego MSCI ACWI (All Country World Index) i poszczególnych wersji indeksów ESG. Najprostszy metodologicznie indeks ESG Screened wyklucza po prostu spółki z „zakazanych” sektorów. Indeks SRI, poza wykluczeniami, maksymalizuje udział stosunkowo małej liczby spółek najlepiej wypadających w kontekście ESG (rysunek 2).

Jak już wspomniano, fundusze skupione na inwestycjach zrównoważonych, społecznie odpowiedzialnych mają z reguły benchmark na podstawowych indeksach. Założyć można, że zarządzający będzie próbował utrzymać tzw. *tracking error* (odchylenie stóp zwrotu od indeksu bazowego) w pewnych ryzach. Stopa zwrotu nie jest co prawda jedynym wyznacznikiem satysfakcji inwestorów, jednak długotrwały okres gorszych wyników od benchmarku może skutkować poszukiwaniem innego funduszu o stopach zwrotu bliższych rynkowym. Inwestorzy mają jednak wiele możliwości wyboru od bliskich benchmarkowi ESG Screened czy ESG Focus do SRI, które znacząco odchyła się na poziomie geograficznym i sektorowym od indeksu. W tych pierwszych ciężar będzie przekierowany na najlepsze pod kątem ESG spółki z danych krajów i sektorów, przyjmując podejście neutralne w tym aspekcie

do indeksu bazowego. W podejściu SRI jest maksymalizowany udział spółek najlepiej wypadających w rankingach ESG, zwracając dużo mniejszą uwagę na udział poszczególnych krajów czy sektorów w indeksie bazowym.

Rysunek 2. Liczba wykluczeń i pokrycia kapitalizacji względem bazowego indeksu dla poszczególnych wersji indeksów ESG



Źródło: MSCI (2019, s. 10).

Jak już zauważono, nie ma jednolitej metodologii oceny spółek czy budowy portfela. Stwarza to ryzyko tzw. *green washing*, czyli strategii tylko z pozoru noszących charakterystykę ESG. Mogą one mieć nawet ten skrót w nazwie. Przykładem może być wykluczanie z portfela spółek, które i tak są nieobecne na danym rynku lub/ oraz delikatna tylko korekta udziału w portfelu względem bazowego benchmarku. Nadużycia mogą również wystąpić na etapie analizy spółki. Wpływ poszczególnych czynników na spółkę jest subiektywny, tak samo jak wykorzystywany do analizy zestaw danych. Uważnie zatem należy przeanalizować zasady doboru do portfela/ indeksu danych spółek przed inwestycją. Obecnie trwają prace nad wprowadzeniem ujednoczonych kryteriów ESG na poziomie UE<sup>8</sup>, co będzie pożądanym krokiem w stronę ujednoczenia standardów i przeciwdziałania *green washing*.

Należy także zwrócić uwagę na problem odpowiednich danych przy ocenie spółek czy indeksów. Głównym źródłem danych powinny być raporty samych spółek. Według inwestorów raporty zintegrowane są najbardziej użytecznym źródłem informacji<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> [ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en#investment](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en#investment).

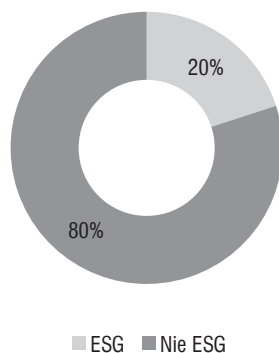
<sup>9</sup> [www.ey.com/en\\_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story](https://www.ey.com/en_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story).

Publikacja niefinansowych danych jest wymagana przez regulacje unijne dla większości giełdowych spółek<sup>10</sup>. Niestety nie wszystkie spółki z tego obowiązku się wywiązują, a jakość samego raportowania pozostawia wiele do życzenia. W Polsce przykładowo zaledwie 30–40 spółek ujawniło w 2017 r. dane niefinansowe w raportach (Bukowski, Śniegocki, Wetmańska, Wis-Bielewicz, 2019). Do podobnych wniosków w zakresie raportowania kwestii klimatycznych doszli twórcy badania Climate Crisis Awareness. Analizowane spółki notowane na GPW średnio osiągnęły w tym badaniu 1,03 pkt na 10 możliwych<sup>11</sup>. Regulacje działają jednak i w tym obszarze. UE wprowadza właśnie jednolite standardy i wymagania.

## 4. Rynek ESG

Szacunki mówią o globalnym zaangażowaniu inwestorów na poziomie 31 bilionów USD aktywów w szeroko rozumiane strategie adaptujące ESG. Stosując bardziej rygorystyczne kryteria, Morningstar podaje faktyczny poziom aktywów na poziomie 5 bilionów USD. Jest to segment rynku charakteryzujący się wysoką dynamiką wzrostu (rysunek 3). W okresie 2016–2018 aktywa wzrosły o 34% (JP Morgan, 2019, s. 14).

Rysunek 3. Struktura globalnych aktywów według uwzględniania kryteriów ESG w procesie zarządzania portfelem



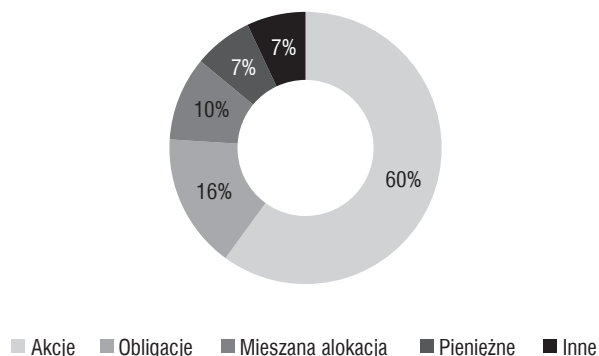
Źródło: opracowanie własne na podstawie JP Morgan (2019, s. 14).

<sup>10</sup> [ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en).

<sup>11</sup> [standardy.org.pl/wyniki-badania-climate-crisis-awareness-przeprowadzonego-przez-fsr-seg-i-bureau-veritas](https://standardy.org.pl/wyniki-badania-climate-crisis-awareness-przeprowadzonego-przez-fsr-seg-i-bureau-veritas).

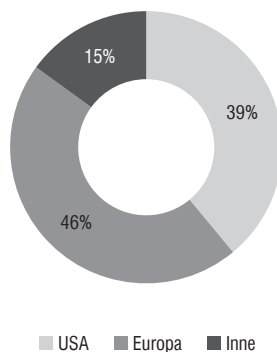
Inwestycje koncentrują się obecnie w obszarze akcji, a regionalnie – w Europie (rysunki 4 i 5).

Rysunek 4. Globalne aktywa ESG według klas aktywów



Źródło: opracowanie własne na podstawie JP Morgan (2019, s. 4).

Rysunek 5. Globalne aktywa ESG według regionu

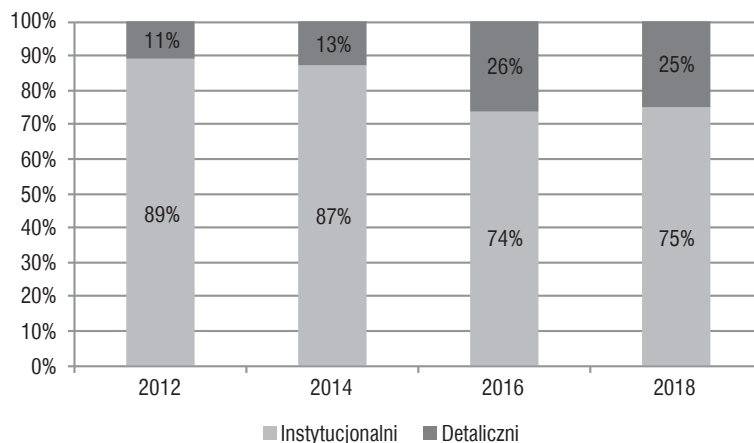


Źródło: opracowanie własne na podstawie JP Morgan (2019, s. 4).

Początkowo ESG było domeną wyłącznie instytucjonalnego inwestowania. Od kilku lat to popyt ze strony inwestorów indywidualnych napędza ten rynek, szczególnie w Europie, gdzie udział inwestorów detalicznych wynosi 31% (rysunek 6).



Rysunek 6. Struktura inwestorów strategii ESG



Źródło: opracowanie własne na podstawie JP Morgan (2019, s. 5).

## 5. Czy inwestowanie ESG to moda?

Niektórzy uczestnicy rynku w Polsce podchodzą dość sceptycznie do koncepcji ESG, uznając to za modę, która przeminie wraz z okresem gorszych stóp zwrotu z inwestycji. Naszym zdaniem jest to mało prawdopodobne. Jest kilka czynników, które sprawiają, że inwestowanie uwzględniające czynniki środowiskowe oraz inne pozafinansowe pozostanie z inwestorami na lata. Dwa z nich są zdaniem autorów kluczowe:

- 1) regulacje,
- 2) zmiany demograficzne.

Regulacje już kilkakrotnie zostały wspomniane w tej analizie. Na stronie ESMA (European Securities and Markets Authority) można znaleźć cel wprowadzania nowych regulacji w tym obszarze. Informacja mówi wprost, że jednym z priorytetów UE jest stworzenie bardziej zielonej i zrównoważonej gospodarki. Wynika to bezpośrednio z celu Komisji Europejskiej stworzenia zeroemisyjnej gospodarki europejskiej w roku 2050. Regulacje mają za zadanie włączyć rynek finansowy w realizację tego celu poprzez integrację kryteriów ESG w działalność podstawową podmiotów rynku finansowego<sup>12</sup>. Efektywnie zatem mają za zadanie przekierowanie zasobów

<sup>12</sup> [www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance](http://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance).

finansowych w tę właśnie stronę. Ze strony europejskiego regulatora w nadchodzących miesiącach można się zatem spodziewać:

1. Ujednoliconej taksonomii kategoryzującej czynniki środowiskowe, które mają pomóc inwestorom w identyfikacji faktycznych rozwiązań ESG.
2. Raportowanie: dostarczanie rozszerzonych informacji na temat uwzględniania ryzyka ESG w procesie inwestycyjnym oraz doradztwa inwestycyjnego ze wskazaniem, w jaki sposób te ryzyka mogą wpłynąć na stopę zwrotu z inwestycji/produktu inwestycyjnego.
3. Doradztwo inwestycyjne: firmy inwestycyjne oraz ubezpieczeniowe będą miały obowiązek wkomponowania czynników środowiskowych, obok pozostałych czynników zrównoważonego rozwoju, w proces doradztwa inwestycyjnego. Ankiety odpowiedniości, potocznie zwane MIFID-owymi, zostaną wzbogacone o kolejny wymiar.
4. Nowe benchmarki: stworzenie nowych niskowęglowych i wpływających pozytywnie na środowisko benchmarków w celu ułatwienia śledzenia stóp zwrotu z inwestycji ESG/środowiskowych.

Kolejnym katalizatorem zwiększającym rolę czynników środowiskowych w procesie podejmowania decyzji są zmiany demograficzne. Już obecnie zapotrzebowanie ze strony klientów indywidualnych, szczególnie w Europie, jest znaczące. Wraz ze zwiększaniem się zamożności pokolenia tzw. milenialsów trend ten będzie się nasilał, gdyż dla tego pokolenia kwestie środowiskowe są ważniejsze niż dla pokoleń starszych.

## 6. Polska a czynniki środowiskowe

Wiedząc, że czynniki środowiskowe mają znaczenie dla kosztu kapitału oraz że zmiany regulacyjne oraz demograficzne będą potęgować ten efekt, należy zadać pytanie, jak w tym kontekście wyglądają polskie spółki? Morningstar zaprezentował zbiorczy atlas krajów poprzez pryzmat m.in. czynników środowiskowych (Morningstar, 2019). Same dane wykorzystane do analizy dostarczyła wspomniana już wcześniej firma Sustainalytics. Badane były spółki danych krajów w kategorii zbiorczej „środowisko”, a także pod kątem intensywności wykorzystania węgla oraz ryzyka węglowego. Ryzyko węglowe zostało zdefiniowane jako wartość przedsiębiorstw zagrożona transformacją w stronę niskoemisyjnej gospodarki. Analizie poddano 46 krajów, 21 z nich stanowiły rynki rozwinięte (DM), a 25 rynki wschodzące (EM). Niestety na 2 z 3 kategorii (środowisko oraz ryzyko węglowe) polskie spółki znajdują się w ostatnim kwartylu, zajmując odpowiednio 41. oraz 42. miejsce (tabela 4).

W przypadku kategorii intensywności wykorzystania węgla polski rynek zajął również odległe 31. miejsce.

Tabela 4. Polskie spółki a czynniki środowiskowe

Lp.	Rynek	Kraj	E	Carbon Intensity Scores	Carbon Risk Score
1	DM	Portugalia	64,92	654	17,55
2	DM	Hiszpania	64,57	226	9,67
3	DM	Szwajcaria	62,62	133	4,03
4	DM	Finlandia	62,57	302	10,09
5	DM	Francja	61,99	135	8,79
6	DM	Niemcy	60,19	139	9,58
7	DM	Holandia	60,12	147	4,28
8	DM	Włochy	59,85	339	14,74
9	DM	Dania	59,72	153	5,22
10	DM	Szwecja	58,76	55	6,91
11	EM	Korea Pld.	57,33	141	10,39
12	DM	Norwegia	56,86	261	14,47
13	DM	UK	56,65	146	12,34
14	DM	Austria	56,01	338	14,79
15	DM	Belgia	55,65	113	7,32
16	EM	Taiwan	55,39	270	10,62
17	DM	Japonia	55,29	130	10,75
18	EM	Węgry	54,49	191	16,84
19	DM	USA	54,49	172	8,56
20	EM	Tajlandia	54,43	b/d	b/d
21	EM	Kolumbia	54,07	488	19,90
22	DM	Australia	53,86	299	11,60
23	EM	Indie	53,82	551	17,13
24	DM	Irlandia	53,71	475	14,64
25	EM	RPA	53,65	341	8,99
26	EM	Grecja	53,53	405	11,96
27	EM	Hongkong	52,84	336	11,45
28	EM	Brazylia	52,71	419	16,31
29	EM	Meksyk	51,28	321	11,66
30	DM	Kanada	50,42	464	15,29
31	DM	Nowa Zelandia	50,40	b/d	b/d
32	EM	Rosja	50,34	848	31,23
33	EM	Turcja	50,34	333	19,66
34	EM	Peru	50,14	10	14,17
35	DM	Izrael	50,03	b/d	b/d
36	EM	Czechy	48,45	1469	18,47

Lp.	Rynek	Kraj	E	Carbon Intensity Scores	Carbon Risk Score
37	EM	Chile	48,13	506	18,44
38	EM	Singapur	47,04	118	15,18
39	EM	Egipt	46,71	30	10,42
40	EM	Chiny	46,48	217	12,02
41	<b>EM</b>	<b>Polska</b>	<b>45,92</b>	<b>345</b>	<b>22,21</b>
42	EM	Malezja	44,89	447	16,55
43	EM	Filipiny	42,26	270	17,43
44	EM	ZEA	40,46	46	14,01
45	EM	Indonezja	39,15	440	17,95
46	EM	Katar	37,10	187	19,30

Źródło: opracowanie własne na podstawie Morningstar (2019).

Można by podnieść argument, że nie można porównywać polskiego rynku do próby z dużym udziałem rynków rozwiniętych, gdzie funkcjonują globalne spółki istniejące często od dekad (lub dłużej). Naturalnym może się wydawać ich większy stopień zaawansowania, również w kontekście środowiskowym. Jak będą wyglądać polskie spółki w porównaniu wyłącznie do innych rynków rozwijających się? Niestety również tutaj obraz nie jest zbyt optymistyczny. W kategorii „środowisko” polski rynek plasuje się na 20. pozycji (na 25). W kategorii ryzyka węglowego na 23. pozycji. Nieco lepiej wygląda to w przypadku intensywności wykorzystania węgla, gdzie polski rynek zajął 15. miejsce.

Z powodu wcześniej wspomnianych problemów metodologicznych, podobnych rankingów może być wiele i w zależności od kalibracji parametrów pozycje mogą się zmieniać, nawet znacząco. Czy należy potraktować powyższy ranking w kategorii mało wpływającej na rzeczywistość ciekawostki? Byłoby to bardzo ryzykowne. Morningstar jest najbardziej znanym serwisem oceniającym fundusze inwestycyjne oraz ETF-y. Przyznaje też oceny tym instrumentom w kategorii społecznie odpowiedzialnego inwestowania, którego znaczącą częścią są czynniki środowiskowe. Morningstar ma potencjalnie dużą siłę oddziaływania na inwestorów. Stanowi pewne odniesienie dla analityków. Przypomnijmy, że już ponad 30% aktywów ESG w Europie stanowią inwestorzy indywidualni i ich udział dynamicznie rośnie. Po wystandaryzowaniu metodologii, do której zmierza UE oraz dodaniu aspektów zrównoważonego rozwoju w procesie oferowania produktów klientom detalicznym ten trend ma szansę znacząco przyspieszyć. Również w Polsce, która także będzie musiała te zmiany zaimplementować.

Innym źródłem kapitału są inwestorzy pasywni. Jak wcześniej zostało zaznaczone, aktywa pasywnych funduszy stanowią niewielką część aktywów ESG. Udział ten jednak rośnie i ma szansę zwiększyć się przy większej standaryzacji strategii.

Spoglądając na składy ETF-ów bazujących na indeksach MSCI w najprostszej strategii, gdzie są eliminowane pewne sektory oraz spółki (ESG Screened), występują 22 polskie spółki<sup>13</sup>. Jedyną, która została wyeliminowana jest Polska Grupa Energetyczna. Eliminacja nastąpiła głównie z powodów środowiskowych: wysoka emisja CO<sub>2</sub> oraz zużycie wody<sup>14</sup>. W bardziej restrykcyjnym ESG Leaders znalazło się 11 polskich spółek, z czego prawie połowa to instytucje finansowe<sup>15</sup>. W wersji najbardziej rygorystycznej (MSCI EM SRI), gdzie brane są pod uwagę najlepsze w kontekście ESG spółki, Polskę reprezentują 3 spółki finansowe<sup>16</sup>.

Portfel jest przeważony w stronę instytucji finansowych, dóbr konsumenckich, komunikacji oraz IT. Sektory surowcowe mają w nim ponad połowę mniejszy udział aniżeli benchmark MSCI EM. Nadal jednak występują w nim spółki energetyczne, materiałowe czy przemysłowe. Bycie ze „złego” sektora nie oznacza automatycznie usuwania spółki z portfeli odpowiedzialnie inwestujących. Jeżeli spółka inwestuje w systemy ograniczania emisji CO<sub>2</sub> czy substancji szkodliwych, efektywnie wykorzystuje zasoby, to ma szansę znaleźć się w portfelach. Znaczna część strategii ma nawet podejście sektorowo neutralne, co oznacza, że udział sektora pozostaje podobny jak w benchmarku, jednak wybiera się spółki najlepsze w grupie w obszarze środowiska i innych czynników pozafinansowych. Część indeksów MSCI ESG jest tak konstruowana. Ma to za zadanie utrzymanie odchylenia stóp zwrotu od benchmarku na akceptowalnym poziomie przy jednoczesnym przekierowaniu zasobów do spółek bardziej odpowiedzialnych.

Tak samo bycie np. instytucją finansową, która nie produkuje substancji szkodliwych ani nie emituje dużych ilości CO<sub>2</sub>, nie oznacza automatycznie zakwalifikowanie do portfeli ESG. Inwestorzy patrzą tutaj również m.in. na strukturę kredytowania w kontekście projektów węglowych czy finansowanie inwestycji odnawialnych źródeł energii. Można jednak zaobserwować pewne odchodzenie od tego paradygmatu. Przykładowo w podobny sposób fundusze były oceniane przez Morningstar. W ostatnim czasie metodologia uległa zmianie i fundusze inwestujące w „brudne” sektory nie będą mogły otrzymywać wysokich ocen ESG, nawet jeżeli będą wybierały najlepsze w tym obszarze spółki z sektora<sup>17</sup>. Wróży to (jeszcze) trudniejsze czasy dla spółek z sektorów o dużej emisji CO<sub>2</sub>, ale i polskich spółek jako takich (w kontekście słabych lokat środowiskowych).

<sup>13</sup> iShares, na podstawie iShares MSCI EM ESG Screened ETF.

<sup>14</sup> [www.msci.com/esg-ratings/issuer/pge-polska-grupa-energetyczna-spolka-akcyjna/IID000000002408558](http://www.msci.com/esg-ratings/issuer/pge-polska-grupa-energetyczna-spolka-akcyjna/IID000000002408558).

<sup>15</sup> DWS, na podstawie Xtrackers MSCI Emerging Markets ESG Leaders Equity ETF.

<sup>16</sup> iShares, na podstawie iShares MSCI EM SRI ETF.

<sup>17</sup> [www.morningstar.com/blog/2019/07/01/esg-risk.html](http://www.morningstar.com/blog/2019/07/01/esg-risk.html).

## Podsumowanie

Świat się dynamicznie zmienia, a czynniki, które jeszcze kilka lat temu nie miały większego znaczenia dla inwestorów, dziś są jednymi z ważniejszych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wycofywanie się instytucji międzynarodowych oraz innych finansowych z projektów węglowych i innych „niezielonych” w kontekście energetyki, preferencyjne finansowanie źródeł odnawialnych, ostracyzm coraz większej grupy inwestorów wobec pewnych sektorów i spółek oraz korelacja między kwestiami środowiskowymi a np. dobrym ładem korporacyjnym wpływają i będą wpływać na spółki i ich koszt finansowania (zarówno w obszarze kapitału własnego, jak i długu). Jest to trend wyraźnie dostrzegany przez profesjonalistów na świecie. Ponad połowa uważa, że w najbliższych latach czynniki środowiskowe będą znacząco wpływać na kurs akcji. Prawie 30% z nich uważa, że będą miały nawet istotny wpływ na rentowność obligacji skarbowych.

Wyniki badań empirycznych wskazują, że rozsądne adresowanie ryzyk klimatycznych i środowiskowych może obniżyć koszt kapitału dla spółki. Należy dodać, że badania te nie uwzględniały intensywnej kampanii regulacyjnej. To właśnie regulacje będą odgrywać jedną z kluczowych ról w obszarze przekierowania zasobów w stronę sektorów i spółek odpowiedzialnych środowiskowo. UE jest tutaj najbardziej aktywna, co wiąże się z planami zeroemisyjnej gospodarki w roku 2050. Rynek finansowy ma za zadanie tą transformację wspierać i na to są ukierunkowane regulacje.

Kolejnymi katalizatorami są inwestorzy indywidualni oraz zmiany demograficzne. Pokolenia, dla których środowisko ma wyższy priorytet będą stawały się coraz bardziej zamożne. Już obecnie inwestorzy detaliczni to 25% aktywów ESG, a w Europie odsetek ten przekroczył już 30%. Mimo że w Polsce inwestowanie odpowiedzialne środowiskowo (czy szerzej ESG) dopiero raczkuje, nie oznacza, że to, co się dzieje na świecie nie ma wpływu na polskie spółki. Prawie 60% obrotów na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie stanowią inwestorzy zagraniczni<sup>18</sup>, którzy na ten aspekt zwracają dużo większą uwagę. Niestety obecnie polski rynek plasuje się na końcowych lokatach w obszarze kwestii środowiskowych<sup>19</sup>, założyć więc możemy negatywną i nasilającą się presję na koszt pozyskania kapitału przez polskie spółki. Stoją one w obliczu procesów zarysowanych przez przytoczonych w artykule amerykańskich naukowców: koszt kapitału wzrasta do poziomu, gdzie zmiana jest tańsza niż *status quo*. Jest to ważne nie tylko dla samych spółek, ale i dla milionów

<sup>18</sup> GPW, Udział Inwestorów w Obrotach Giełdowych, [www.gpw.pl/analizy](http://www.gpw.pl/analizy).

<sup>19</sup> Przynajmniej według Sustainalytics.

osób oszczędzających w OFE czy PPK, gdzie udział dużych, polskich spółek jest dominujący. To, jak sobie poradzą z obecnymi wyzwaniami będzie wpływać na ich sukces w przyszłości, a zatem i stopy zwrotu, jakie osiągną inwestorzy.

Co zatem można zrobić lub inaczej: jakie wnioski można wyciągnąć dla polskiego rynku?

1. Widzimy konieczność zwiększenia jakości i porównywalności danych związanych m.in. ze środowiskiem naturalnym, jako istotnym czynnikiem w obszarze ESG.
2. Zaangażowanie w poprawę wskaźników związanych ze środowiskiem naturalnym powinno być jednym z elementów zarządzania ryzykiem w spółkach, co mimo negatywnego wpływu na krótkoterminowe wyniki finansowe i postrzeganie przez inwestorów, powinno wpłynąć na wzrost ich wartości w przyszłości.
3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powinna położyć większy nacisk na transparentność w zakresie chociażby metod tworzenia indeksu WIG ESG, gdyż rynki wynagradzają przewidywalność i zrozumienie mechanizmów w obszarze ESG.
4. Po stronie rządu powinny pojawić się ulgi podatkowe dla spółek zaangażowanych w ograniczenie ryzyk klimatycznych. Powinno to przynieść pozytywny efekt dla gospodarki i rynku kapitałowego w przyszłości, co byłoby spójne z założeniami wspomnianej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.

## ENVIRONMENTAL FACTORS IN THE ESG ANALYSIS

### Abstract

Socially Responsible Investing has been one of the major investment trends in the financial industry over the last years. Climate and environmental issues play an important role in it. There is some empirical evidence showing a link between a company's environmental responsibility and its financial results. The research suggests that companies standing out with respect to environmental performance achieve, on average, better and more stable financial results than competition that ignores this aspect. It is worth assuming that the Polish capital market will be, or already is, affected by this global trend. This implies that environmental factors will have a material impact on companies' operations, investors' interest and cost of capital. Our analysis points out that our market scores poorly in environmental issues compared to its counterparts, at least according to leading ESG rating agencies.

**Keywords:** SRI, ESG, climate risk, environmental risk, socially responsible investments



## Bibliografia

1. Albuquerque, R., Durnev, A., Koskinen, Y. (2013). *Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence*. Working Paper, University of Iowa and Boston University.
2. Bauer, R., Hann, D. (2010). *Corporate Environmental Management and Credit Risk*. ECCE Working Paper, University Maastricht, The European Centre for Corporate Engagement.
3. Bonetti P., Cho, C., Michelon, G. (2013), *Environmental Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from the Fukushima Nuclear Disaster*. SSRN Electronic Journal.
4. Bukowski, M., Śniegocki, A., Wetmańska, Z., Wis-Bielewicz, J. (2018), *Klimatyczny efekt domina. Ryzyka transformacyjne dla polskiego sektora finansowego*. Warszawa: WiseEuropa.
5. Bukowski, M., Śniegocki, A., Wetmańska, Z., Wis-Bielewicz, J. (2019), *Sustainable finance in Poland: The state of play and prospects for progress*. Warszawa: WiseEuropa.
6. Cardoni, A., Kiseleva, E., Terzani, S. (2019). Evaluating the Intra-Industry Comparability of Sustainability Reports: The Case of the Oil and Gas Industry, *Sustainability*, February.
7. CFA Institute. (2019). *ESG Integration in Europe, the Middle East, and Africa: Markets, Practices, and Data*, [www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-integration-emea](http://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-integration-emea) (dostęp: 8.04.2020).
8. Chava, S. (2014). Environmental Externalities and Cost of Capital, *Management Science*, 60(9), September.
9. Friede, G., Busch, T., Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4).
10. Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., Park, K. (2018). Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence, *Journal of Business Ethics*, 149.
11. Gianfrate, G., Schoenmaker, D., Wasama, S. (2018). *Cost of Capital and Sustainability: A Literature Review*, Rotterdam School of Management. Rotterdam: Erasmus University.
12. Girerd-Potin, I., Jimenez-Garces, S., Louvet, P. (2014). Which Dimensions of Social Responsibility Concern Financial Investors?, *Journal of Business Ethics*, 121.
13. Hart, O., Zingales, L. (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2.
14. He, Y., Tang, Q., Wang, K. (2013). Carbon disclosure, carbon performance, and cost of capital, *China Journal of Accounting Studies*, 1.
15. Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behaviour, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4).

16. JP Morgan. (2019). *Asset Managers: ESG investing increasingly expected to drive share prices*, *Europe Equity Research* (dostęp: 8.04.2020).
17. Kleimeier, S., Viehs, M. (2018). *Carbon Disclosure and the Cost of Debt*, Maastricht University, Graduate School of Business and Economics. GSBE Research Memoranda, No. 003.
18. Koch, N., Bassen, A. (2013). Valuing the carbon exposure of European utilities. The role of fuel mix, permit allocation and replacement investments, *Energy Economics*, 36.
19. Li, L., Liu, Q., Tang, D., Xiong, J. (2017). Media reporting, carbon information disclosure, and the cost of equity financing: evidence from China, *Environ Sci Pollut Res*, 24.
20. Liu, Y., Zhou, X., Yang, J., Hoepner, A. (2016). Corporate Carbon Emission and Financial Performance: Does Carbon Disclosure Mediate the Relationship in the UK?, Henley Business School, June.
21. Morningstar. (2019). *Morningstar Sustainability Atlas*.
22. MSCI. (2019). *Understanding MSCI ESG Indexes. Methodologies, facts and figures* (dostęp: 8.04.2020).
23. Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29.
24. Sharfman, M.P., Fernando, C.S. (2008). Environmental Risk Management and the Cost of Capital, *Strategic Management Journal*, 29.

### Źródła internetowe

1. [ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth\\_pl](http://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_pl) (dostęp: 8.04.2020).
2. [ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en#investment](http://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en#investment) (dostęp: 8.04.2020).
3. [standardy.org.pl/wyniki-badania-climate-crisis-awareness-przeprowadzonego-przez-fsr-seg-i-bureau-veritas](http://standardy.org.pl/wyniki-badania-climate-crisis-awareness-przeprowadzonego-przez-fsr-seg-i-bureau-veritas) (dostęp: 8.04.2020).
4. [www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance](http://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance) (dostęp: 8.04.2020).
5. [www.ey.com/en\\_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story](http://www.ey.com/en_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story).
6. [ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting\\_en](http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en) (dostęp: 8.04.2020).
7. [www.gpw.pl/analizy](http://www.gpw.pl/analizy) (dostęp: 8.04.2020).
8. [www.morningstar.com/blog/2019/07/01/esg-risk.html](http://www.morningstar.com/blog/2019/07/01/esg-risk.html) (dostęp: 8.04.2020).
9. [www.msci.com/esg-ratings/issuer/pge-polska-grupa-energetyczna-spolka-akcyjna/IID000000002408558](http://www.msci.com/esg-ratings/issuer/pge-polska-grupa-energetyczna-spolka-akcyjna/IID000000002408558) (dostęp: 8.04.2020).

## Załącznik

## Ocena kryteriów ESG dla wybranych rynków

Lp.	Rynek	Kraj	ESG	E	S	G	Carbon Intensity Scores	Carbon Risk Score	Controversy Score
1	DM	Finlandia	60,29	62,57	61,26	61,30	302	10,09	2,71
2	DM	Dania	58,85	59,72	64,79	64,51	153	5,22	5,19
3	DM	Holandia	58,24	60,12	61,17	66,90	147	4,28	5,46
4	DM	Portugalia	57,89	64,92	64,34	62,64	654	17,55	4,96
5	DM	Francja	57,15	61,99	62,70	58,39	135	8,79	5,59
6	DM	Szwecja	55,88	58,76	61,85	60,08	55	6,91	4,49
7	DM	Norwegia	55,67	56,86	59,01	60,24	261	14,47	3,55
8	DM	Hiszpania	55,62	64,57	62,17	57,07	226	9,67	6,74
9	DM	Niemcy	55,41	60,19	63,64	58,18	139	9,58	6,62
10	DM	Szwajcaria	54,57	62,62	62,44	60,49	133	4,03	8,77
11	DM	Austria	53,80	56,01	58,92	53,88	338	14,79	2,70
12	EM	Kolumbia	53,73	54,07	57,44	64,19	488	19,90	2,55
13	DM	Włochy	53,05	59,85	63,43	58,75	339	14,74	7,43
14	EM	Taiwan	52,40	55,39	58,01	56,31	270	10,62	1,97
15	EM	Węgry	50,76	54,49	51,78	51,18	191	16,84	1,66
16	DM	Australia	50,50	53,86	55,61	60,11	299	11,60	6,37
17	EM	Turcja	49,77	50,34	54,85	51,45	333	19,66	2,09
18	EM	Hongkong	49,72	52,84	51,09	54,92	336	11,45	3,06
19	DM	UK	49,64	56,65	57,42	56,60	146	12,34	8,21
20	EM	Tajlandia	49,42	54,43	54,08	53,87	b/d		2,70
21	EM	RPA	49,30	53,65	48,96	57,67	341	8,99	3,40
22	DM	Irlandia	48,85	53,71	52,79	52,46	475	14,64	4,16
23	EM	Grecja	48,84	53,53	62,53	47,56	405	11,96	3,20
24	DM	Belgia	48,61	55,65	52,67	54,93	113	7,32	5,60
25	DM	Japonia	47,55	55,29	51,74	45,72	130	10,75	3,20
26	EM	Meksyk	47,55	51,28	54,76	53,74	321	11,66	4,37
27	EM	Peru	47,26	50,14	52,36	47,37	10	14,17	1,05
28	EM	Indie	47,20	53,82	53,50	52,28	551	17,13	4,64
29	DM	Kanada	46,76	50,42	49,31	56,63	464	15,29	5,41
30	DM	Nowa Zelandia	46,54	50,40	46,97	54,56	b/d		0,47
31	EM	Chile	46,36	48,13	49,92	52,14	506	18,44	2,58
32	EM	Brazylia	45,99	52,71	53,54	55,94	419	16,31	7,33
33	DM	USA	45,85	54,49	52,74	50,37	172	8,56	7,02
34	EM	Czechy	44,00	48,45	48,50	42,67	1.469	18,47	2,00
35	EM	Polska	43,89	45,92	47,08	48,38	345	22,21	2,14
36	EM	Egipt	43,53	46,71	47,33	52,19	30	10,42	1,36
37	EM	Singapur	42,72	47,04	46,14	48,31	118	15,18	3,63
38	EM	Malezja	42,49	44,89	48,40	48,73	447	16,55	3,50
39	EM	Korea Płd.	42,30	57,33	49,08	45,04	141	10,39	7,95
40	EM	Filipiny	42,09	42,26	48,87	48,66	270	17,43	2,36
41	EM	Chiny	40,55	46,48	46,91	40,80	217	12,02	3,72
42	EM	ZEA	40,34	40,46	46,96	46,09	46	14,01	2,63
43	EM	Rosja	40,30	50,34	50,10	49,67	848	31,23	8,66
44	EM	Indonezja	40,16	39,15	45,98	48,43	440	17,95	2,67
45	DM	Izrael	39,55	50,03	50,31	49,07	b/d		6,00
46	EM	Katar	35,55	37,10	41,00	37,27	187	19,30	1,73

Uwaga: jasnoszary – I kwartyl, ciemnoszary – IV kwartyl.

Źródło: Morningstar.