

Natalia Topczewska

Szkoła Główna Handlowa

w Warszawie

e-mail: topczewska.n@gmail.com

ORCID: 0009-0003-0599-0699

Rola i rodzaje ratingów ESG na rynku finansowym

Role and types of ESG ratings in the financial market

Słowa kluczowe:

rynek finansowy, ratingi
ESG, ratingi kredytowe,
zrównoważony rozwój

Streszczenie: Celem artykułu jest omówienie roli i rodzajów ratingów ESG na rynku finansowym. Przedstawiono wybrane problemy związane z włączeniem zrównoważonego rozwoju do głównego nurtu zarządzania ryzykiem w branży finansowej. Na potrzeby rozważań podjętych w artykule sformułowano następujące hipotezy badawcze:

- Hipoteza 1: Zielone obligacje mają coraz większe znaczenie na rynku finansowym zarówno globalnie, jak i w Europie.
- Hipoteza 2: Inwestorzy korzystają z ratingów ESG, aby potwierdzić informacje na temat działań przedsiębiorstw w zakresach środowiskowym, społecznym i zarządczym.
- Hipoteza 3: Oceny ESG od wielu dostawców ciężko porównać ze względu na zróżnicowane metodyki.

Realizacja celu badawczego wymagała systematycznego przeglądu literatury przedmiotu polskiej i anglojęzycznej przy wykorzystaniu baz danych informacji naukowej (CEJSH, SCOPUS, Web of Science, Connected Papers i arXiv), a także źródeł fachowych w formacie online m.in: Financial Times, Bloomberg, Thomson Reuters. W artykule zostały zastosowane: metoda analizy opisowej oraz porównawczej, a także analiza i wnioskowanie na podstawie danych wtórnych – publikowanych przez Bank Światowy i Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych. Zidentyfikowano wzrost rynku zrównoważonego długu (obligacji) w zakresie wolumenu wyemitowanych instrumentów tego typu. Wyniki analiz wskazują także na zróżnicowanie metodyk nadawania ratingów ESG. Ponadto odpowiednie zaadresowanie kwestii związanych z ESG może mieć wymierne przełożenie na realną działalność biznesową przedsiębiorstwa.

Keywords:

financial market, ESG
ratings, credit ratings,
sustainable development

Abstract: The purpose of this article is to discuss the role and types of ESG ratings in the financial market. Selected issues related to the integration of sustainability into mainstream risk management in the

financial industry are presented. The following research hypotheses were formulated for the consideration undertaken in the article:

- Hypothesis 1: Green bonds are increasingly important in the financial market both globally and in Europe.
- Hypothesis 2: Investors use ESG ratings to confirm information on companies' environmental, social and governance performance.
- Hypothesis 3: ESG ratings from many providers are difficult to compare due to differing methodologies.

Achieving the research objective required a systematic review of the Polish and English-language literature using scientific information databases (CEJSH, SCOPUS, Web of Science, Connected Papers and arXiv), as well as professional sources in online format such as: Financial Times, Bloomberg, Thomson Reuters. The paper uses descriptive and comparative analysis methods, as well as analysis and inference based on secondary data – published by the World Bank and the International Capital Markets Association. The growth of the sustainable debt (bond) market in terms of the volume of issued instruments of this type was identified. The results of the analyses also indicate a diversity of methodologies for assigning ESG ratings. In addition, addressing ESG issues appropriately can have a tangible impact on a company's real-world business operations.

JEL:
G24, Q01, D53

Wprowadzenie

Inwestowanie według kryteriów ESG to jedna ze strategii inwestycyjnych, która uwzględnia odpowiedzialność środowiskową, społeczną, a także zarządczą. Czynniki ESG są coraz częściej brane pod uwagę w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwach oraz w badaniach akademickich [Guo, Liu, Luo, Ping, 2023, s. 2–5]. Zrównoważone finansowanie, w którym kluczową rolę odgrywają instytucje finansowe, rozwija się w szybkim tempie – zarówno pod względem wielkości aktywów, jak i różnorodności produktów finansowych [Azman, Slovik, 2022, s. 20].

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie i omówienie czynników ESG pod kątem rodzajów i roli ratingów ESG na rynku finansowym. W związku ze wzrostem świadomości społecznej w zakresie zrównoważonego rozwoju, ratingi ESG cieszą się coraz większym zainteresowaniem. Tworzą one stosunkowo jednorodną grupę produktów, które mają na celu zapewnienie inwestorom obiektywnej i opartej na danych oceny aspektów związanych z ESG. Na rynku finansowym można zauważyć coraz więcej nowych usług związanych z ratingami, indeksami i funduszami ESG. Jego uczestnicy, którzy chcą przygotować się do przejścia na gospodarkę niskoemisyjną, inwestują w fundusze

zielonej transformacji oraz odnawialnych źródeł energii. Ponadto rośnie świadomość tego, że czynniki ESG mogą mieć zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Niezależnie od tego postępu wzrost wykorzystania oraz ujawniania ratingów ESG spowodował większą kontrolę ze strony instytucji regulacyjnych [Boffo, Patalano, 2020, s. 1–10].

Na potrzeby rozważań podjętych w artykule sformułowano następujące hipotezy badawcze:

- Hipoteza 1: Zielone obligacje mają coraz większe znaczenie na rynku finansowym zarówno globalnie, jak i w Europie.
- Hipoteza 2: Inwestorzy korzystają z ratingów ESG, aby potwierdzić informacje na temat działań przedsiębiorstw w zakresach środowiskowym, społecznym i zarządczym.
- Hipoteza 3: Oceny ESG od wielu dostawców ciężko porównać ze względu na zróżnicowane metodyki.

W celu zweryfikowania hipotez, materiały i metody badawcze w niniejszym artykule zostały dobrane tak, aby umożliwić odpowiednie podejście do sformułowanych problemów.

Materiały i metody badawcze

Proces badawczy rozpoczął się od przeglądu literatury przedmiotu polskiej i angielskiej, w tym artykułów naukowych przy wykorzystaniu baz danych informacji naukowej (CEJSH, SCOPUS, Web of Science, Connected Papers i arXiv). Ponadto wykorzystano źródła fachowe w formacie online m.in.: Financial Times, Bloomberg, Thomson Reuters. Powyższe informacje użyto do analizy opisowej oraz porównawczej. Przedstawiono także dostępne dane rynkowe publikowane przez Bank Światowy i Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych oraz dokonano ich analizy i zastosowano elementy wnioskowania dedukcyjnego.

Podział czynników ESG oraz rodzaje zrównoważonego długu

Termin „ratingi ESG” odnosi się do szerokiego spektrum produktów ratingowych w zrównoważonych finansach i obejmuje ewaluację przedsiębiorstw oraz instrumentów finansowych pod kątem ESG. Inwestorzy polegają na tych ocenach przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Z kolei przedsiębiorstwa korzystają z ratingów ESG, aby m.in. uzyskać informacje zwrotne na temat jakości ich inicjatyw w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zwiększyć zaangażowanie interesariuszy. Czynniki ESG obejmują kolejno: klimat lub inne kwestie środowiskowe (ang. environmental); wpływ na społeczeństwo,

w tym pracowników, klientów i dostawców oraz inne grupy np. społeczności lokalne i ludność rdzenną (ang. social) oraz ocenę struktur i zarządzania przedsiębiorstwem (ang. governance) (tabela 1) [Belsom, Wągstaff, 2023].

Tabela 1. Podział czynników ESG

Środowiskowe (E)	Spoleczne (S)	Zarządcze (G)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ zmiany klimatu ▪ emisje gazów cieplarnianych (GHG) ▪ wyczerpywanie się zasobów naturalnych, w tym wody ▪ odpady i plastik ▪ wylesianie oraz bioróżnorodność ▪ przeciwdziałania marnowaniu zasobów 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ prawa człowieka, w tym warunki pracy oraz bezpieczeństwo pracowników ▪ kultura organizacyjna ▪ relacje pracownicze ▪ zdrowie psychiczne, work-life balance ▪ inwestycje społeczne ▪ wpływ produktu na zdrowie konsumenta 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ przejrzystość wynagrodzeń ▪ przeciwdziałanie korupcji i etyka ▪ zarządzanie ryzykiem ▪ minimalizowanie ryzyka ESG (partnerzy, dostawcy) ▪ odpowiedzialne strategie podatkowe ▪ odpowiedzialne finansowanie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Belsom, Wągstaff, 2023].

Jednym ze znaczących elementów ESG na rynku finansowym jest rynek zrównoważonego długu. Ponieważ obejmuje on obligacje oraz kredyty, zrozumienie różnicy między nimi ma kluczowe znaczenie. Obligacja jest „papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego obligatariuszem i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia” [Ustawa, 2015]. Emitują je przedsiębiorstwa, organizacje lub rządy w celu m.in. pozyskania kapitału lub uzupełnienia potrzeb płynnościowych i mogą być przedmiotem publicznego obrotu. Kredyty zazwyczaj nie są przedmiotem obrotu na rynku, ponieważ są to umowy między dwiema stronami, które polegają na spłacie wierzyciela przez dłużnika. Korzyści dla emitentów zrównoważonego długu stają się coraz bardziej widoczne, biorąc pod uwagę silny i stały popyt ze strony odpowiedzialnych inwestorów. Jak wskazują badania, taka forma finansowania oraz zielone projekty pomagają obniżyć koszt kapitału, a także obniżyć ryzyko emitentów [Zhang, Li, Liu, 2021]. Na rynku finansowym wyróżniamy siedem rodzajów zrównoważonego długu – obligacji [PRI, 2023]:

- **Zielone obligacje** (ang. green bonds) – wykorzystywane m.in. do finansowania projektów związanych z efektywnością energetyczną, energią odnawialną i ekologicznymi budynkami. Wpływy muszą być przeznaczone do finansowania lub refinansowania, w części lub w całości, nowych lub istniejących projektów, które promują postęp w zakresie zrównoważonych środowiskowo działań.
- **Zrównoważone obligacje** (ang. sustainability bonds) – finansują projekty o szerszym zakresie, które mają wpływ zarówno na środowisko, jak i społeczeństwo.

- **Obligacje SLB** (ang. sustainability-linked bonds) – powiązane ze zrównoważonym rozwojem. Zapewniają finansowanie emitentom, którzy zobowiązują się do z góry zdefiniowanej poprawy wyników swojej działalności w zakresie zrównoważonego rozwoju (mogą być zdefiniowane jako środowiskowe, społeczne i/lub zarządcze).
- **Obligacje społeczne** (ang. social bonds) – emitowane w celu realizacji projektów rozwoju społecznego. Fundusze pozyskane z obligacji społecznych są wykorzystywane np. do zwiększania dostępu do edukacji czy opieki zdrowotnej.
- **Obligacje przejściowe** (ang. transition bonds) – zapewniają finansowanie „brązowym branżom”, które emitują najwięcej gazów cieplarnianych, m.in. górnictwo i przemysł ciężki. Ze względu na ekspozycję na paliwa kopalne, sektory te są często wykluczone z pozyskiwania kapitału na rynkach zrównoważonego finansowania. Obligacje przejściowe pozwalają przedsiębiorstwom z tych sektorów na pozyskanie kapitału przeznaczonego na transformację w kierunku bardziej ekologicznej działalności.
- **Niebieskie obligacje** (ang. blue bonds) – przeznaczone do finansowania projektów z wyraźnymi korzyściami dla mórz i oceanów, takich jak zrównoważone rybołówstwo.
- **Obligacje SDG** (ang. SDG-linked bonds) – powiązane z innowacyjnymi projektami, które są dostosowane do wnoszenia pozytywnego wkładu w realizację 17 celów zrównoważonego rozwoju (Agenda na rzecz Zrównoważonego Rozwoju 2030 została podpisana w 2015 r. przez 193 kraje podczas Zgromadzenia Ogólnego Narodów Zjednoczonych).

Z kolei zielone kredyty (ang. green loans) umożliwiają wykorzystanie wpływów wyłącznie do finansowania projektów, które w znacznym stopniu przyczyniają się do realizacji celów środowiskowych. Aby kredyt można było nazwać zielonym, jego struktura powinna być zgodna z zasadami zielonych kredytów, które stanowią międzynarodowy standard oparty na następujących czterech podstawowych elementach:

- **Wykorzystanie wpływów:** zielone projekty powinny zapewniać wyraźne korzyści dla środowiska, które zostaną ocenione, zmierzone i zgłoszone przez pożyczkobiorcę.
- **Proces oceny i wyboru projektów:** pożyczkobiorca powinien jasno poinformować, w jaki sposób ocenia oraz wybiera projekty, które otrzymają finansowanie. Ponadto wyjaśnia, w jaki sposób będzie zarządzał ryzykiem środowiskowym i ryzykiem społecznym danych projektów.
- **Zarządzanie wpływami:** wpływy z zielonego kredytu powinny być przekazywane na dedykowany rachunek lub śledzone przez pożyczkobiorcę w celu zachowania przejrzystości.
- **Raportowanie:** stosowanie jakościowych wskaźników oraz, w miarę możliwości, ilościowych (np. mocy energetycznej, wytwarzania energii elektrycznej, redukcji emisji gazów cieplarnianych) [World Bank, 2021].

Rynek zrównoważonego długu

Należy zauważyć znaczący wzrost wielkości rynku zrównoważonego długu na przestrzeni ostatnich lat. Zgodnie z danymi Banku Światowego (wykres 1) średnioroczna stopa wzrostu (CAGR) dla rynku obligacji zielonych, społecznych, zrównoważonych i SLB (ang. GSSS – Green, Social, Sustainability, and Sustainability-Linked) w latach 2016–2022 wyniosła ok. 43%. Z danych wynika, że rynek obligacji GSSS był największy w 2021 r. i zmniejszył się w 2022 r. Jako prawdopodobną korektę wzrostu można zidentyfikować wojnę w Ukrainie, która miała wpływ zarówno na gospodarczy aspekt, jak i na kwestie związane z ESG [Pratsch, 2022, s. 2–4]. Warto zauważyć, że wartości za rok 2023 są podane dla niepełnego okresu. Ekstrapolując dane do pełnego roku 2023, średnioroczna stopa wzrostu powinna się utrzymać w okolicach 40%. Największy udział wyemitowanego zrównoważonego długu mają zielone obligacje, zarówno globalnie, jak i w Europie (wykres 2).

Wykres 1. Wartość wyemitowanego długu – obligacji zielonych, społecznych, zrównoważonych i SLB (w mld USD od 2016 r. do II kwartału 2023 r.)

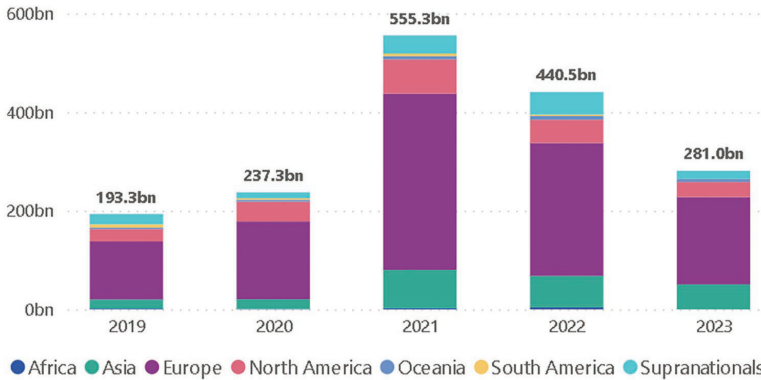


Źródło: Bank Światowy [2023].

Analiza zielonych obligacji i pozostałych rodzajów zrównoważonego długu dostarczą przykładów tego, jak ratingi ESG pełnią rolę źródła istotnych informacji dla inwestorów i emitentów. Opinie dostarczone rynkowi, w tym niezależna opinia zewnętrzna tzw. SPO (ang. second party opinion), obejmuje także ocenę wiarygodności przedsiębiorstwa. W przypadku niektórych obligacji i pożyczek ich oprocentowanie uzależnione jest od wartości ratingu ESG emitenta. Może się ono zwiększyć w wypadku obniżenia się oceny ESG poniżej określonego progu [Mazzacurati, 2021, s. 105–109]. Przedsiębiorstwa narażają się również wtedy na ryzyko utraty reputacji. Jeśli mają pozytywną ocenę czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych, to są nagradzane niższymi stopami dyskontowymi, co prowadzi do ich wyższej wartości. Dlatego inwestorzy

wolą trzymać w portfelu przedsiębiorstwa z pozytywnym wynikiem ESG i uwzględniają te preferencje w oczekiwanych zwrotach.

Wykres 2. Wartość wyemitowanych zielonych obligacji (w mld (ang. bn) USD od 2019 r. do 15 września 2023 r.) – podział na regiony



Źródło: Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych [b.d.].

Alternatywnym powodem, dla którego przedsiębiorstwa zwracają uwagę na kwestie środowiskowe, społeczne i zarządcze jest to, że są narażone na większe ryzyko. Konsekwencje błędnych działań są długoterminowe oraz przynoszą szkody nie tylko w aspekcie finansowym dla podmiotu, ale także wizerunkowe [Cornell, Damodaran, 2020, s. 15–18]. Ocenę przedsiębiorstwa pod kątem ESG można zaliczyć do raportowania niefinansowego. Jego założeniem jest dostarczanie informacji dla interesariuszy na temat obecnej działalności oraz planów długoterminowych danego podmiotu w tym zakresie. Uwzględnianie oraz poprawa aspektów środowiskowych, społecznych, a także zarządczych w przedsiębiorstwie, może uczynić go bardziej wartościowym poprzez zwiększenie dochodowości i przepływów pieniężnych albo poprzez zmniejszenie stopy dyskontowej [Krużycka, Martyniuk, 2020, s. 136–138].

Rodzaje i funkcje ratingów ESG

Branża ratingów ESG jest różnorodna i obecnie istnieją dziesiątki dostawców, którzy specjalizują się w nadawaniu ocen przedsiębiorstwom lub instrumentom finansowym w tym zakresie. Nie istnieje oficjalna ani wspólna definicja ratingów ESG. W liście do Komisji Europejskiej z 2021 r., Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) zaproponował następujące sformułowanie: *Rating ESG oznacza opinię dotyczącą wpływu emitenta lub papieru dłużnego lub jego ekspozycji na czynniki ESG,*

zgodność z międzynarodowymi porozumieniami klimatycznymi lub charakterystykę zrównoważonego rozwoju, wydaną przy użyciu zdefiniowanego systemu rankingowego kategorii ratingowych [Mazzacurati, 2021, s. 2]. W odróżnieniu od ratingów kredytowych, ratingi ESG dostarczają inwestorom informacji, które dotyczą wyłącznie elementów środowiskowych, społecznych i zarządczych. Ratingi kredytowe są wykorzystywane od dziesięcioleci przez inwestorów w celu oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa oraz instrumentów dłużnych [Dubost, Nuzzo, Sullivan, Woods, 2023]. W tabeli 2 przedstawiono porównanie ratingów kredytowych oraz ESG.

Tabela 2. Porównanie ratingów kredytowych oraz ESG

Wybrane aspekty	Ratingi kredytowe	Ratingi ESG
Definicja	Spójna pomiędzy agencjami ratingowymi.	Zróżnicowana w zależności od dostawcy ratingu ESG.
Skala	Zdefiniowana – od ocen inwestycyjnych (ang. investment grade) do spekulacyjnych (ang. high yield), bazuje na oznaczeniach literowych, np. AA.	Zróżnicowana – zarówno literowa (np. A, D), jak i liczbowa (np. od 1 do 5, czy od 0 do 100).
Zakres analizy	Spójna i zorientowana na czynnikach, które wpływają na ryzyko kredytowe – prawdopodobieństwo niespłacenia zobowiązania przez emitenta.	Zróżnicowana w zależności od dostawcy, brane są pod uwagę ryzyko i możliwości w zakresie środowiskowym, społecznym i zarządczym.
Rodzaj wykorzystywanych danych	Dane finansowe przedsiębiorstwa, zarządzania ryzykiem przez emitenta, a także strategiczne, w tym informacje dotyczące branży/sektora/kraju.	Zrównoważony charakter strategii, zobowiązań oraz działań przedsiębiorstwa w zakresie ESG, dane sektorowe, a także pochodzące od podmiotów trzecich: np. mediów, organizacji pozarządowych i organów regulacyjnych.
Wynik oceny	Jeden rating oraz raport.	Wiele ratingów w różnych kategoriach oraz raport.
Porównywalność ocen	Jest możliwa mimo niewielkich różnic w metodach pomiędzy dostawcami. Często oceny nadane przez agencje ratingowe są do siebie zbliżone.	Nie zawsze jest możliwa ze względu na zróżnicowane metodyki pomiędzy dostawcami. Zdarza się, że wynik ratingu ESG dla danego podmiotu w danej kategorii jest znacząco różny pomiędzy dostawcami.
Przejrzystość metodyki	Szczegółowe i publicznie dostępne na stronie internetowej agencji ratingowej.	Nie każdy z dostawców ESG ujawnia swoje metodyki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji dostępnych na stronach agencji ratingowych: Fitch Ratings, S&P oraz Moody's, a także dostawców ratingów ESG: Sustainalytics, Sustainable Fitch, MSCI, S&P Global i EcoVadis.

Dostępność danych ESG i popyt na nie wzrosły w ostatnich latach. Do tej pory zainteresowanie uczestników rynku finansowego koncentrowało się na ogólnej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (ang. CSR – Corporate Social Responsibility).

Dopiero niedawno termin ESG stał się ważny, a wraz z nim pojawiło się zapotrzebowanie na informacje, które dotyczą działań przedsiębiorstw w zakresie środowiskowym, społecznym i zarządczym. Dane dotyczące tych kwestii są pożądane przez właścicieli aktywów, inwestorów instytucjonalnych, przedsiębiorstwa oraz innych interesariuszy. Uwzględnianie tych zagadnień w decyzjach inwestycyjnych umożliwi ograniczenie ryzyka inwestycyjnego poprzez zastosowanie szerszego badania czynników ESG [Sikacz, 2019, s. 7–30]. Przedsiębiorstwa chcą pokazać, w jakim stopniu inwestują w inicjatywy skierowane do interesariuszy i podkreślić ich pozytywny wpływ na kwestie środowiskowe, społeczne i zarządcze. Z jednej strony są one głównym dostawcą informacji ESG poprzez dobrowolne ujawnianie informacji, m.in. w raportach zrównoważonego rozwoju. Z drugiej strony przedsiębiorstwa są również odbiorcami informacji ESG pochodzących od zewnętrznych dostawców. Wykorzystują je do potwierdzania swoich działań biznesowych o pozytywnym wpływie. Z kolei właściciele aktywów są zainteresowani wpływem na obszary ESG przedsiębiorstw, w które inwestują, a tam, gdzie jest on negatywny, wykluczają z możliwych inwestycji. Dotyczy to również podmiotów, gdzie praktyki rynkowe są sprzeczne z ich osobistymi wartościami. Inwestorzy instytucjonalni poszukują informacji na temat wyników środowiskowych i społecznych przedsiębiorstw, aby tworzyć produkty i usługi inwestycyjne, które spełniają potrzeby ich klientów. Ponadto niektórzy z nich mają podgląd na to, jaki wpływ na wynik finansowy mają te czynniki w krótkim i długim terminie. Do tego typu inwestorów możemy zaliczyć fundusze pasywne np. BlackRock, Vanguard oraz StateStreet, które zwiększyły swoje poparcie dla kwestii środowiskowych lub społecznych. Również aktywni menedżerowie, tacy jak Parnassus Investments i Calvert Investments, wierzą, że łągodzenie czynników ESG poprawi charakterystykę ryzyka, a także wyników ich funduszu. Kwestie środowiskowe, społeczne oraz zarządcze są też istotne z punktu widzenia organów regulacyjnych. W szczególności są dla nich ważne informacje, które dotyczą wpływu na środowisko oraz zarządzania praktyk kapitałem ludzkim w przedsiębiorstwach. Również ma to znaczenie w wypadku zarządzających inwestycjami – regulatorzy oceniają uwzględnianie czynników ESG w procesie inwestycyjnym. Pozostali interesariusze, którzy nie są bezpośrednimi beneficjentami, ani właścicielami aktywów tacy jak konsultanci biznesowi, także zwracają uwagę na powyższe kwestie [Larcker, Pomorski, Tayan, Watts, 2022, s. 1–6].

Ratingi ESG są jednym z rodzajów usług, które ewoluowały w celu zaspokojenia popytu na informacje ESG. Na rynku finansowym możemy wyróżnić cztery rodzaje ratingów ESG: czynniki ESG w ratingu kredytowym (ang. ESG factors in credit rating), ocena wpływu ESG (ang. ESG Impact Rating), ocena ryzyka ESG (ang. ESG Risk Ratings) i niezależna opinia zewnętrzna (ang. SPO – single party opinion). W tabeli 3 przedstawiono ich podział oraz zakres.

Tabela 3. Rodzaje ratingów ESG

Rodzaj ratingu	Opis	Główny obszar zastosowania
Czynniki ESG w ratingu kredytowym (ang. ESG factors in credit ratings)	Czynniki ESG są oceniane w procesie nadawania ratingu kredytowego. Następnie zostają weryfikowane przez komitet ratingowy przed przekazaniem ich wraz z ratingiem kredytowym do emitenta. Wyniki tej analizy są wykorzystywane do informowania inwestorów o stopniu, w jakim czynniki ESG wpływają na rating kredytowy.	Instrumenty o stałym dochodzie/dłużne (ang. fixed income/debt)
Ocena wpływu ESG (ang. ESG Impact Rating)	Mierzy wpływ organizacji lub transakcji na czynniki ESG – środowiskowe i społeczne, jednocześnie oceniając skuteczność i jakość kwestii zarządczych.	Instrumenty o stałym dochodzie/dłużne (ang. fixed income/debt), całość organizacji, instrumenty dłużne powiązane ze zrównoważonym rozwojem SLB – obligacje lub kredyty (ang. labelled instruments)
Ocena ryzyka ESG (ang. ESG Risk Ratings)	Mierzy ekspozycję przedsiębiorstwa na istotne, długoterminowe różnego rodzaju ryzyko ESG (ang. material ESG risks), które jest specyficzne dla branży oraz to, jak dobrze przedsiębiorstwo zarządza tym ryzykiem. Istotne ryzyko ESG dotyczą tych ich rodzajów, które mogą mieć wpływ na kondycję finansową lub wyniki operacyjne przedsiębiorstwa w danym sektorze.	Całość organizacji
Niezależna opinia zewnętrzna (ang. SPO – single party opinion)	SPO koncentruje się na instrumentach dłużnych i ramach zrównoważonego rozwoju. Analiza ma na celu określenie czy ramy finansowania lub oceniana transakcja są zgodne ze standardami branżowymi, np. z „zasadami zielonych obligacji” Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynków Kapitałowych (ang. ICMA Green Bonds Principles). Zostają sprawdzone m.in. kluczowe wskaźniki efektywności ESG (KPI) i/lub wykorzystanie wpływów.	Instrumenty dłużne powiązane ze zrównoważonym rozwojem SLB – obligacje lub kredyty (ang. labelled instruments)

Źródło: opracowanie własne na podstawie na podstawie [Dubost, Nuzzo, Sullivan, Woods, 2023] i informacji dostępnych na stronach agencji Ratingowych, a także dostawców ratingów ESG: Sustainability, Sustainable Fitch, MSCI, S&P Global i EcoVadis.

Ratingi ESG, w zależności od ich celów, mogą dotyczyć przeszłych działań przedsiębiorstwa lub perspektyw na kolejne lata. Większość ratingów ESG obejmuje emitentów korporacyjnych, ale kilku dostawców oferuje również ratingi skupiające się na samorządach lub krajach [Mazzacurati, 2021, s. 106].

Wyzwania dla ratingów ESG

Jak wspomniano, na rynku finansowym istnieją obecnie dziesiątki dostawców, którzy specjalizują się w nadawaniu ocen przedsiębiorstwom lub instrumentom finansowym pod kątem środowiskowym, społecznym i zarządczym. Zainteresowanie ratingami ESG nie leży wyłącznie tylko po stronie inwestorów. Coraz więcej przedsiębiorstw samodzielnie zleca podmiotom zewnętrznym przygotowanie raportów i ratingów ESG. Podejmują te kroki, aby określić swój zakres działań, a także sprawozdawczość niefinansową w tym obszarze.

W trakcie procesu ratingowego dostawcy wykorzystują swoje metodyki opierając się na branży, w jakiej działa dane przedsiębiorstwo. Jednocześnie wynik ten, w porównaniu z innymi podmiotami, zostaje użyty jako punkt odniesienia w celu nadania oceny pod względem środowiskowym, społecznym i zarządczym. Pomimo że branża ESG cały czas rozwija się na rynku finansowym, to nadal istnieje tutaj wyzwanie, jakim jest przejrzystość i spójność zarówno metodyk, jak i wyników ratingów ESG [Poh, 2019]. Każdy z dostawców tego typu ratingów opracowuje własne kryteria oceny, której nawet zdefiniowany cel nie jest spójny. Na przykład ratingi ESG dostarczane przez Sustainalytics mierzą stopień, w jakim wartość ekonomiczna firmy jest zagrożona przez czynniki ESG lub doprecyzowując – wielkość niezarządzanego ryzyka w tym zakresie [Sustainalytics, 2023]. Z kolei celem ratingów MSCI jest mierzenie odporności przedsiębiorstwa na istotne finansowo ryzyko środowiskowe, ryzyko społeczne i ryzyko zarządcze [MSCI, 2023]. Kolejny dostawca – Refinitiv, przyjmuje szersze podejście do oceny ESG i opisuje swoje ratingi jako zaprojektowane, aby w sposób przejrzysty i obiektywny zmierzyć względne wyniki, zaangażowanie oraz skuteczność przedsiębiorstwa w zakresie ESG w 10 głównych obszarach, m.in. praw człowieka, produktów środowiskowych [Refinitiv, 2023]. Jeśli chodzi o końcowe wyniki ratingu ESG, to tutaj również nie ma zgodności. Niektórzy dostawcy przyznają wartości liczbowe od 0 do 100, podczas gdy inni stosują ocenę literową (np. AAA) lub opis jakościowy. Można zidentyfikować także różnice w pozyskiwaniu informacji potrzebnych do nadania ratingu ESG. Niektórzy dostawcy, tacy jak np. Refinitiv, analizują publicznie dostępne dane, które uzyskują ze sprawozdań niefinansowych przedsiębiorstw, podczas gdy inni przyjmują bardziej proaktywne podejście. Największe agencje ratingowe, czyli Fitch (Sustainable Fitch), S&P oraz Moody's również rozwijają swój zakres usług w zakresie ESG. Mogą integrować informacje, które dotyczą czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych z ratingami kredytowymi oraz oferować inwestorom ratingi finansowe i niefinansowe z jednego źródła. Przyjmuje się, że obecnie istnieją nieodłączne wyzwania związane z ilością, jakością, a także spójnością danych ESG. Wynika to z braku jednego i globalnie akceptowalnego standardu, który wskazywałby, w jaki sposób powinny być zbierane oraz ujawniane informacje na temat działalności przedsiębiorstwa [Bullock, Cockfield,

2022, s. 20–23]. Różnice pomiędzy ratingami ESG od różnych dostawców i wyzwania w ich porównaniu obrazuje studium przypadku zawarte w tabeli 4 – przykład włoskiego koncernu energetycznego Enel wraz z opisem wartości ocen poszczególnych dostawców.

Tabela 4. Ratingi ESG nadane włoskiemu koncernowi energetycznemu Enel oraz opis wartości ocen poszczególnych dostawców

Dostawca Ratingu ESG	Poziom ratingu	Przeciętny wynik w sektorze	Zakres skali od najniższego wyniku do najwyższego oraz jej opis
MSCI	AAA	BBB	(CCC–AAA) Zakres wyniku: słaby (CCC, B), średni (BB, BBB, A), lider (AA, AAA).
Sustainalytics	21	33.2	(100–0) Oceny ryzyka ESG są podzielone na pięć poziomów ryzyka: nieistotne (0–10), niskie (10–20), średnie (20–30), wysokie (30–40) i poważne (40+).
S&P	90	32	(0–100) S&P ESG Scores są mierzone w skali od 0 do 100, gdzie 100 oznacza maksymalny wynik.
CDP	A (klimat) B (woda)	B B	(od D- do A) Przedsiębiorstwa są oceniane w kluczowych kategoriach środowiskowych, takich jak zmiany klimatu, lasy i bezpieczeństwo wodne. Ratingi nadawane są D- do A w każdej z nich, przy czym „D” oznacza, że dany podmiot jest na poziomie ujawniania informacji, „C” wskazuje na świadomość wpływu, „B” podejmuje działania w celu zarządzania swoim wpływem na środowisko, a „A” firmy osiągające poziom lidera.
Refinitiv	93	-	(0–100) Wynik w przedziale od 0 do 25 oznacza słaby oraz niewystarczający stopień przejrzystości w publicznym raportowaniu istotnych danych ESG. Od 25 do 50 to względnie zadowalający wynik oraz umiarkowany stopień przejrzystości. Od 50 do 75: wyniki w tym przedziale są względnie dobre, a także identyfikują ponadprzeciętny stopień przejrzystości. Od 75 do 100 to doskonale względny i wysoki stopień przejrzystości.
FTSE Russell	4.9	2.8	(0–5) Wynikiem jest ogólna ocena ESG, która waha się od 0 do 5 (gdzie 5 to najwyższa ocena).
Moody's ESG Solutions (Vigeo EIRIS)	75	52	(0–100) Ocena ESG jest mierzona w skali od 0 do 100, gdzie 100 oznacza maksymalny wynik.
ISS	B	C	(od D- do A) Zakres wyniku: słaby (D-, D, D+), średni (C-, C, C+), dobry (B-, B, B+), doskonały (A-, A, A+).
RepRisk	42	48	(100–0) W przedziale od 0 do 24 to ekspozycja na niskie ryzyko ESG, od 25 do 49 oznacza średnią ekspozycję, od 50 do 59 wysoka ekspozycja, od 60 do 74 bardzo wysoka ekspozycja na ryzyko, od 75 do 100 ekstremalnie wysoka ekspozycja na ryzyko.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji dostępnych na stronie włoskiego koncernu energetycznego Enel, a także dostawców ratingów ESG: MSCI, Sustainalytics, CDP, Refinitiv, FTSE Russel, Moody's ESG Solutions (Vigeo EIRIS), ISS, RepRisk.

Obecnie Unia Europejska proponuje zmiany w branży ratingów ESG, które mają na celu zwiększenie integralności, przejrzystości oraz niezależności tych ocen. Przyniosą one bardzo potrzebną transparentność, ale nie zapewnią standaryzacji, która według niektórych uczestników rynku jest niezbędna [Jessop, Wilkes, 2023].

Podsumowanie

Odpowiednie zaadresowanie kwestii związanych z czynnikami klimatycznymi, społecznymi oraz zarządczymi powinno mieć wymierne przełożenie na realną działalność biznesową przedsiębiorstwa [Maczak, Przybył, Wojciechowski, 2022]. Uwzględnianie aspektów ESG w strategii przedsiębiorstwa może je uczynić bardziej wartościowym, np. poprzez zwiększenie dochodowości.

W artykule zostały zweryfikowane poszczególne hipotezy badawcze. W tabeli 5 przedstawiono ich wyniki.

Tabela 5. Weryfikacja hipotez badawczych

Hipoteza badawcza	Wynik analizy – weryfikacja hipotez badawczych
H1: Zielone obligacje mają coraz większe znaczenie na rynku finansowym zarówno globalnie, jak i w Europie.	Hipoteza pozytywnie zweryfikowana: przedstawione w artykule dane rynkowe, publikowane przez Bank Światowy i Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych, wykazały istotne znaczenie dla rynku finansowego obligacji zielonych, społecznych, zrównoważonych i SLB. W dłuższej perspektywie napływ pieniędzy do sektora skłoni więcej firm do raportowania wskaźników ESG i działania na rzecz ich poprawy, zwiększając w ten sposób potencjalny obszar inwestycji [Cooke, 2022].
Hipoteza 2: Inwestorzy korzystają z ratingów ESG, aby potwierdzić informacje na temat działań przedsiębiorstw w zakresach środowiskowym, społecznym i zarządczym.	Hipoteza częściowo pozytywnie zweryfikowana: inwestorzy poszukują informacji na temat wyników środowiskowych, społecznych i zarządczych. Ponadto niektórzy z nich mają podgląd na to, jaki wpływ na wynik finansowy mają te czynniki w krótkim i długim terminie.
Hipoteza 3: Oceny ESG od wielu dostawców ciężko porównać ze względu na zróżnicowane metodyki.	Hipoteza pozytywnie zweryfikowana – pomimo, że branża ESG cały czas rozwija się na rynku finansowym, to nadal istnieje tutaj wyzwanie jakim jest przejrzystość i spójność zarówno metodyk, jak i wyników ratingów ESG [Poh, 2019]. Każdy z dostawców tego typu ratingów opracowuje własne kryteria oceny, której nawet zdefiniowany cel nie jest spójny.

Źródło: opracowanie własne.

Prezentowane badania mają charakter opisowy i porównawczy. Tym niemniej mogą być one przedmiotem dalszych oraz bardziej pogłębionych badań w przyszłości, które pozwolą wysnuć statystycznie istotne wnioski, m.in. jak duże są różnice w ocenach ESG w konkretnych branżach.

Bibliografia

Źródła zwarte

- Azman F., Slovik P. [2022], *Materiality of ESG factors in financial markets and financial statistics*, Bank for International Settlement, s. 20.
- Boffo R., Patalano R. [2020], *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, s. 1–10.
- Sikacz H. [2019], *Działalność przedsiębiorstwa w obszarach środowiskowym, społecznym i ładu korporacyjnego. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 7–30.

Artykuły w czasopismach

- Bullock S., Cockfield J. [2022], *ESG ratings: key considerations for stakeholders*, „Financier Worldwide Magazine”, October, s. 20–23.
- Cornell B., Damodaran A. [2020], *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?* NYU Stern School of Business, s. 15–18.
- Guo T., Liu M., Luo L., Ping W. [2023], *Sustainability and stability: Will ESG investment reduce the return and volatility spillover effects across the Chinese financial market?* „Energy Economics”, vol. 121, s. 2–5, <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106674>.
- Krużycka N., Martyniuk T. [2020], *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, „Przestrzeń, Ekonomia, Społeczeństwo”, nr 18/II, s. 136–138.
- Larcker D., Pomorski L., Tayan B., Watts E. [2022], *ESG Ratings: A Compass without Direction*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming, s. 1–16.
- Maczak K., Przybył J., Wojciechowski J. [2022], *Czynniki środowiskowe w analizie ESG*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace”, nr 4(40), s. 29–40.
- Mazzacurati J. [2021], *ESG ratings: Status and key issues ahead*, „ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities”, vol. 1, s. 105–115.
- Pratsch M. [2022], *The sustainable bond market against the background of a new geopolitical reality*, „Environmental Finance”, s. 2–4.
- Zhang R., Li Y., Liu Y. [2021], *Green bond issuance and corporate cost of capital*, „Pacific-Basin Finance Journal”, vol. 69.

Dokumenty prawne

- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015, poz. 238).

Źródła internetowe

- Bank Światowy [2023], *Green, Social, and Sustainability (GSS) Bonds Market Update – July*, <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/120fd7d4d02fb164e0d5c838dd067701-0340012023/original/GSSS-Quarterly-Newsletter-Issue-No-4.pdf> (data dostępu: 18.09.2023).

- Belsom T., Wagstaff E. [2023], *An introduction to responsible investment*, PRI, <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article> (data dostępu: 6.09.2023).
- CDP [b.d.], *CDP scoring methodology guidance*, <https://www.cdp.net/en/scores/cdp-scores-explained> (data dostępu: 19.09.2023).
- Cooke H. [2022], *Investors 'keep faith with ESG funds*, „Financial Times”, June 24, <https://www.ft.com/content/466d429b-e4bc-4e72-b22b-459cf45516e3> (data dostępu: 2.09.2023).
- Dubost C., Nuzzo S., Sullivan R., Woods I. [2023], *ESG in credit ratings and ESG ratings*, PRI, 6 March, <https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/esg-in-credit-ratings-and-esg-ratings/11071.article> (data dostępu: 7.09.2023).
- EcoVadis [b.d.], *The World's Most Trusted Business Sustainability Ratings*, <https://ecovadis.com/suppliers/> (data dostępu: 8.09.2023).
- Fitch Ratings [b.d.], *Ratings Criteria*, <https://www.fitchratings.com/criteria> (data dostępu: 8.09.2023).
- ISS [b.d.], *ESG Corporate Ratings: Assess ESG Risks in Your Portfolio with Data-Driven & Analyst-Led ESG Ratings*, <https://www.issgovernance.com/esg/ratings/corporate-rating/> (data dostępu: 19.09.2023).
- Jessop W., Wilkes T. [2023], *Analysis: EU overhaul of ESG ratings industry rules has further to run*, Reuters, June 16, <https://www.reuters.com/sustainability/eu-overhaul-esg-ratings-industry-rules-has-further-run-2023-06-15/> (data dostępu: 18.09.2023).
- Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych [b.d.], *Sustainable bond market data*, <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/sustainable-bonds-database/> (data dostępu: 15.09.2023).
- Moody's [b.d.], *Rating Scale and Definitions*, https://www.moody.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf (data dostępu: 8.09.2023).
- MSCI [2023], *How does MSCI ESG Ratings work?*, <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings> (data dostępu: 8.09.2023).
- Poh J. [2019], *Conflicting ESG Ratings Are Confusing Sustainable Investors*, Markets Family Office, 11 grudnia, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-12-11/conflicting-esg-ratings-are-confusing-sustainable-investors> (data dostępu: 15.09.2023).
- PRI [2023], *Mapping the role sustainable bonds play in the fixed income market*, 19 July, <https://www.unpri.org/fixed-income/mapping-the-role-sustainable-bonds-play-in-the-fixed-income-market/11570.article> (data dostępu: 7.09.2023).
- Refinitiv [2023], *Refinitiv ESG company scores*, <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores> (data dostępu: 19.09.2023).
- S&P [2021], *Ratings Criteria and models*, <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/ratings-criteria> (data dostępu: 8.09.2023).
- S&P Global [2023], *ESG Evaluation*, <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/esg-evaluation> (data dostępu: 8.09.2023).
- Sustainable Fitch [2022], *ESG Scores*, <https://www.sustainablefitch.com/products/esg-scores> (data dostępu: 8.09.2023).
- Sustainable Fitch [b.d.], *About Second-Party Opinions (SPOs)*, <https://www.sustainablefitch.com/products/second-party-opinions> (data dostępu: 9.09.2023).

Sustainalytics [2023], *Company ESG Risk Ratings. See ESG Risk Ratings for every company in our portfolio, right here*, <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings> (data dostępu: 8.09.2023).

Sustainalytics [b.d.], *Second-Party Opinions – Helping issuers bring green, social and sustainability bonds to market*, <https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/sustainable-finance-and-lending/second-party-opinions> (data dostępu: 9.09.2023).

World Bank [2021], *What You Need to Know About Green Loans*, October 4, <https://www.world-bank.org/en/news/feature/2021/10/04/what-you-need-to-know-about-green-loans> (data dostępu: 7.02.2024).