

Dariusz Jędrzejka

Uniwersytet Łódzki

UJAWNIEŃ ESG¹ POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W ŚWIETLE WYNIKÓW BADAŃ

Wprowadzenie

Działalność spółek giełdowych w obszarze ESG (*environmental, social, governmental*)² jest od dłuższego czasu postrzegana jako istotna przesłanka przetrwania na rynku i utrzymania pozycji konkurencyjnej. Postuluje się, iż niemożliwe jest długookresowe tworzenie wartości dla akcjonariuszy ignorując jednocześnie sytuację pozostałych interesariuszy. Ponadto sugeruje się, że tworzenie wartości dla interesariuszy da się pogodzić z tworzeniem wartości dla akcjonariuszy³. Firmy nieodpowiedzialne społecznie są natomiast narażone na ryzyko utraty wiarygodności, które w konsekwencji może doprowadzić do niszczenia wartości spółki.

Rosnąca świadomość konieczności uwzględniania kwestii środowiskowych i społecznych spowodowała, że obecnie coraz częściej traktuje się to jako inwestycję w kluczową kompetencję czy składnik aktywów, a nie jako ograniczenie lub wyłącznie źródło kosztów⁴. Spółki, które uwzględniają w swojej działalności kwestie ESG jednocześnie informując o tym otoczenie (interesariuszy), mogą oczekiwać określonych korzyści z tego tytułu. Wśród nich można wymienić:

- poprawę wizerunku i wzrost zaufania do spółki (istotne zwłaszcza w czasie kryzysu gospodarczego⁵),

¹ ESG (*Environmental, Social and Governance*) – środowiskowe, społeczne i dotyczące ładu korporacyjnego.

² Z zagadnieniami tymi blisko związana jest również koncepcja zrównoważonego rozwoju.

³ D. Tapscott, D. Ticoll: *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*. Free Press, New York 2003, s. 8.

⁴ B. Pearce: *Sustainability and Business Competitiveness*, 2003. http://www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability_and_Business_Competitiveness.pdf (21.10.2013).

⁵ L. Anam: *CSR a kryzys finansowy*. http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/101201,csr_a_kryzys_finansowy.html (20.10.2013).

- atrakcyjność w oczach inwestorów – potencjalnie niższy koszt kapitału⁶; ponadto kwestie ESG są jednym z kryteriów budowy portfela w ramach inwestycji społecznie odpowiedzialnych⁷,
- szersze możliwości pozyskiwania pracowników, wyższą ich lojalność⁸, zadowolenie z pracy⁹,
- większą innowacyjność – uwzględnianie aspektów społecznych i ekologicznych motywuje do tworzenia nowych produktów i usprawniania procesów (na przykład bardziej ekologicznych)¹⁰,
- niższe koszty mogące wynikać z redukcji zużycia zasobów,
- lepsze zarządzanie ryzykiem w spółce w przypadku dodatkowego uwzględniania ryzyk związanych z wpływem na środowisko czy w obszarze społecznym.

Uwzględniane kwestii ESG w przedsiębiorstwie powinno być nieodłączne od procesu informowania otoczenia o podejmowanych działaniach i ich wynikach. Zwiększenie przejrzystości, poprzez udostępnienie dodatkowych, często nieobligatoryjnych, informacji, może skutkować lepszą wyceną akcji spółki, wyższym na nie popytem oraz niższą zmiennością ich kursu¹¹. Ma to swoje źródło głównie w wyższym zaufaniu do spółki i zmniejszeniu niepewności wśród jej interesariuszy¹².

Od ponad 35 lat prowadzi się badania, które weryfikują, czy omawiane korzyści działania społecznie odpowiedzialnego i zarządzania ryzykiem w obszarach ESG występują¹³. Analizie poddawane są wyniki operacyjne, finansowe i giełdowe. Wyniki badań nie są jednak jednoznaczne. Niektóre potwierdzają oczekiwane zależności, ale wiele nie pozwala wnioskować o pozytywnym wpływie wspomnianej działalności. Dowodzi się natomiast, iż spółki postępujące odpowiedzialnie nie są za taką decyzję „karane”¹⁴.

⁶ A. Bassen, K. Meyer, J. Schlange: *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital, November 2006*. <http://ssrn.com/abstract=984406> (21.10.2013).

⁷ M. Marcinkowska: *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*. W: *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*. Red. B. Filipiak, B. Mikołajczyk. Difin, Warszawa 2009, s. 239-255.

⁸ S. Knox, S. Maklan: *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*. „European Management Journal” 2004, Vol. 22, No. 5.

⁹ L. Burke, J. M. Logsdon: *How Corporate Social Responsibility Pays Off*. „Long Range Planning” 1996, Vol. 29, August; I. Maignan, O.C. Ferrell: *Antecedents and Benefits of Corporate Citizenship: An Investigation of French Businesses*. „Journal of Business Research” 2001, Vol. 51.

¹⁰ L. Burke, J. M. Logsdon: Op. cit.

¹¹ M. Marcinkowska: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 84.

¹² P.W.B. Miller, P.R. Bahnson: *Quality Financial Reporting*. McGraw-Hill, 2002.

¹³ Przegląd takich badań m.in. w pracy: J.D. Margolis, H.A. Elfenbein, J.P. Walsh: *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, 03.2009. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866371 (20.10.2013).

¹⁴ M. Marcinkowska: *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*. „Przegląd Organizacji” 2010, nr 12, s. 3-6.

Niniejsza praca ma na celu prezentację obrazu polskich spółek giełdowych w kontekście uwzględniania kwestii ESG. Podejmuje także próbę empirycznej weryfikacji wybranych pozytywnych efektów, których oczekuje się dla podmiotów o wysokiej ocenie działań ESG.

1. ESG w polskich spółkach giełdowych

1.1. Cel i metoda badania

Głównym celem badania jest próba zidentyfikowania zależności pomiędzy oceną systemów zarządzania ryzykiem w obszarze ESG a wybranymi parametrami spółek. Można się spodziewać, iż spółki uwzględniające kwestie ESG oraz informujące otoczenie o osiągniętych postępach i wynikach powinny odnosić z tego tytułu omawiane wcześniej korzyści. W pracy zbadano korelację oceny ESG z parametrami giełdowymi spółek w postaci stopy zwrotu oraz zmienności kursu akcji. Przedstawiono także ilościowy obraz ocen ESG spółek na dwóch rynkach GPW.

1.2. Przedmiot badania – materiał badawczy i metoda oceny ESG

W pracy posłużono się wynikami GES Risk Rating dla polskich spółek giełdowych, których akcje 30.06.2012 r. były notowane na GPW w Warszawie na rynku głównym oraz w systemie obrotu NewConnect. Parametry spółek pozyskiwano z serwisu Notoria, bazy Amadeus, stron internetowych GPW (celem ustalenia dat debiutów spółek).

Spółki miały przypisane oceny systemów zarządzania ryzykiem oraz ujawnień (zgodnie z metodą *GES Risk Rating*¹⁵) w obszarach:

- środowiskowym (*Environment*),
- społecznym (*Human Rights*),
- ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*).

Metoda GES zakłada ocenę przygotowania poszczególnych systemów i wyniki spółki w danej dziedzinie. Ocena w obszarze środowisko oraz społecznym jest dostosowana do specyfiki branży. W obszarze ładu korporacyjnego jest przeprowadzona według jednolitych zasad.

Zasady oceniania uwzględniają w szczególności:

- międzynarodowe normy zarządzania środowiskowego oraz specyficzne dla poszczególnych branż mierniki wyników,

¹⁵ W pracy ocena GES Risk Rating oraz ocena ESG oznaczają to samo i będą używane zamiennie.

- Powszechną Deklarację Praw Człowieka (ONZ),
- Konwencję o prawach dziecka (ONZ),
- Konwencje Międzynarodowej Organizacji Pracy,
- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD,
- Zasady Odpowiedzialnego Inwestowania ONZ¹⁶.

Do oceny podmiotów analitycy GES wykorzystują raporty roczne, inne oficjalne dokumenty, zawartość strony internetowej spółki. Ocena w wymienionych obszarach notowana jest w skali trzypunktowej. Ocena łączna jest ich średnią arytmetyczną.

1.3. Charakterystyka badanych spółek – spółki w podziale na rynki GPW, ilościowy obraz ocen ESG

W badaniu uwzględniono miarę ESG dla 831 spółek, w tym:

- 434 z rynku głównego,
- 397 z rynku NewConnect.

Rynki te podlegały badaniu odrębnie, z uwagi na istotne różnice pomiędzy nimi. W szczególności chodzi tu o wymogi informacyjne oraz te dotyczące kapitalizacji¹⁷. Newconnect jest przeznaczony głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw, o niedługim okresie działania (często o potencjalnie niestabilizowanej pozycji na rynku), różnym etapie rozwoju – w tym dla start up-ów¹⁸. Można wnioskować, iż wiele spółek na Newconnect to podmioty charakteryzujące się niższą kapitalizacją, wyższym ryzykiem czy niższą płynnością obrotu w porównaniu z rynkiem głównym.

Statystyki opisowe w tabeli 1 pokazują, że spółki rynku głównego osiągają wyraźnie wyższą średnią ocenę ESG łączną niż spółki z NewConnect. Potwierdzają to wartości mediany czy kwartyli. Obie grupy charakteryzują się podobnym stopniem zróżnicowania ocen (zbliżony współczynnik zmienności). Rozkłady nie są symetryczne. Dla rynku głównego jest to asymetria prawostronna, oznaczająca przewagę liczebną podmiotów o niższych wartościach oceny ESG. W przypadku NewConnect występuje niewielka asymetria lewostronna.

¹⁶ GES, GES Risk Rating. www.ges-invest.com/pages/?ID=69 (14.10.2013).

¹⁷ GPW: Załącznik Nr 3 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu. http://newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_Zal_Nr_3.pdf (18.10.2013).

¹⁸ GPW: Przewodnik po rynku NewConnect, sierpień 2012. http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/przewodnik_2012/broszura_NewConnect_2012.pdf

Tabela 1

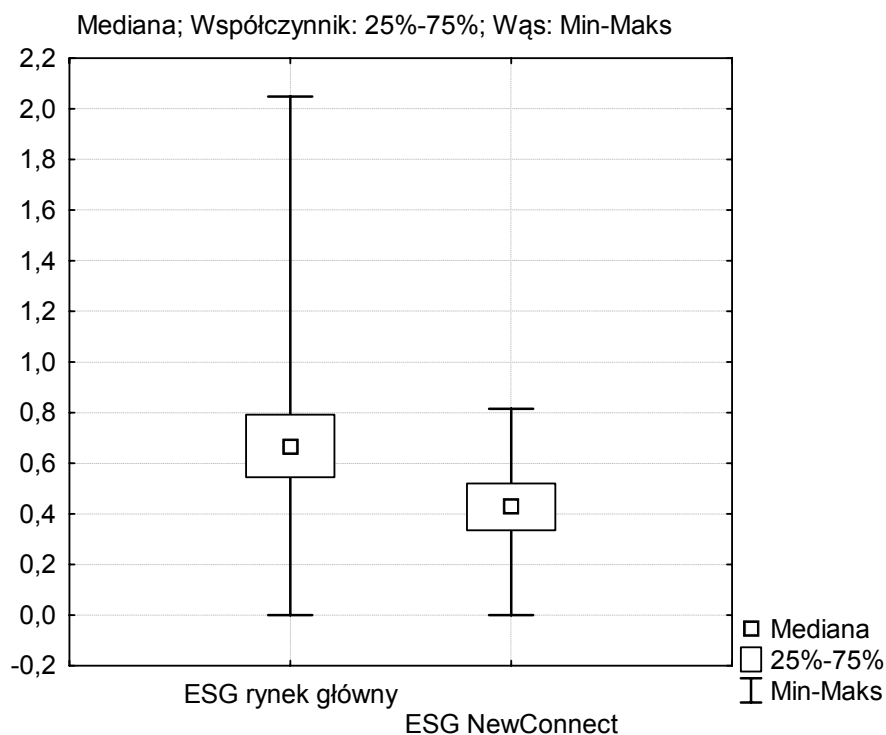
Statystyki opisowe miary ESG

	ESG rynek główny	ESG NewConnect
Średnia	0,708	0,409
Odchylenie standardowe	0,274	0,156
Wariancja	0,075	0,024
Współczynnik zmienności	39,877	37,073
Kurtoza	3,203	0,300
Skośność	1,144	-0,641
Minimum	0,00	0,00
Kwartył 1	0,555	0,330
Mediana	0,670	0,430
Kwartył 3	0,810	0,520
Maksimum	2,048	0,815
Liczba obserwacji	434	397

Różne kształtowanie się wartości oceny ESG przedstawia wykres 1. Interesująca wydaje się obserwacja wartości maksymalnej, która dla rynku NewConnect wynosi zaledwie 0,815. To zdaje się potwierdzać słuszność decyzji o badaniu Newconnect osobno.

Wykres 1

Wykres ramka-wąsy dla rozkładu oceny ESG



Dezagregując wartości miary ESG można zauważyć (tabela 2), iż w każdym obszarze zdarzyła się przynajmniej jedna spółka z oceną 0 punktów. Podobnie jest w przypadku oceny łącznej – na obu rynkach są spółki, które w ogóle nie ujawniają oczekiwanych informacji. Takich spółek w przypadku rynku NewConnect jest 10 (na rynku głównym 1 spółka).

Można zauważyć, iż w obszarach „środowisko” oraz „prawa człowieka” spółek bez punktów jest więcej niż tych punktowanych, przy tym różnice te są wyraźne dla NewConnect, gdzie odsetek spółek bez punktów wynosi około 90%. Jedynie w przypadku obszaru „ład korporacyjny” prawie wszystkie spółki otrzymały ocenę powyżej zera.

Tabela 2

Liczba spółek w podziale na otrzymujące i nieotrzymujące punktów

		Środowisko	%	Prawa człowieka	%	Ład korporacyjny	%	Łącznie ESG	%
Rynek główny	0 pkt	250	57,6	274	63,1	1	0,2	1	0,2
	> 0 pkt	184	42,4	160	36,9	433	99,8	433	99,8
NewConnect	0 pkt	357	89,9	370	93,2	10	2,5	10	2,5
	> 0 pkt	40	10,1	27	6,8	387	97,5	387	97,5

Interesujących wniosków dostarcza analiza maksymalnych wartości ocen w trzech obszarach (tabela 3). Na rynku głównym, jak i wśród spółek funkcjonujących w ramach NewConnect nie ma ani jednego podmiotu z najwyższą liczbą punktów w którymkolwiek z obszarów.

Tabela 3

Zdezagregowane wartości ocen ESG spółek

	Rynek główny (n = 434)	Ocena (0-3)	ocena / max	NewConnect (n = 397)	Ocena (0-3)	ocena / max
Środowisko	min	0,000	0,0%	min	0,000	0,0%
	max	1,900	63,3%	max	0,880	29,3%
	średnia	0,215	7,2%	średnia	0,028	0,9%
Prawa człowieka	min	0,000	0,0%	min	0,000	0,0%
	max	2,025	67,5%	max	0,315	10,5%
	średnia	0,112	3,7%	średnia	0,008	0,3%
Ład korporacyjny	min	0,000	0,0%	min	0,000	0,0%
	max	2,730	91,0%	max	2,100	70,0%
	średnia	1,798	59,9%	średnia	1,193	39,8%
Łącznie ESG	min	0,000	0,0%	min	0,000	0,0%
	max	2,048	68,3%	max	0,815	27,2%
	średnia	0,708	23,6%	średnia	0,408	13,6%

Wartości średnie dla poszczególnych składowych oraz łącznej miary ESG pozwalają wnioskować, iż spółki z rynku głównego zdecydowanie lepiej uwzględniają kwestie ESG w swojej działalności oraz prawdopodobnie generują wyższej jakości odpowiednie ujawnienia. Przy ocenie łącznej dla rynku głównego średnia stanowi 23,6% maksymalnej liczby punktów, podczas gdy dla NewConnect wartość ta wynosi tylko 13,6%. Mimo to, dla obu rynków odsetki te wydają się relatywnie niskimi i wskazują jednocześnie, iż możliwości poprawy są bardzo duże.

Najlepiej ocenionym obszarem w przypadku rynku głównego jest ten dotyczący ładu korporacyjnego, gdzie średnia wartość oceny to 1,798 (59,9% maksymalnej liczby punktów). Podobnie jest w przypadku rynku alternatywnego, gdzie średnia to 1,193 (około 40% maksymalnej liczby punktów). Na drugim miejscu pod względem średniej liczby punktów jest obszar „środowisko”. Jednak są to wartości niższe niż w obszarze ładu korporacyjnego i wynoszą odpowiednio dla rynku głównego i Newconnect 7,2% oraz 0,9% maksymalnej możliwej liczby punktów. Nisko ocenionym obszarem są „prawa człowieka”, gdzie procent maksimum to odpowiednio 3,7% i 0,3%. Takie kształtowanie się ocen składowych może wynikać z faktu relatywnie większych obowiązków (w tym informacyjnych) w zakresie ładu korporacyjnego w porównaniu do tych w obszarach związanych ze środowiskiem i prawami człowieka.

Obraz ocen ESG dla poszczególnych rynków wyraźnie się różni. Wynika to prawdopodobnie z ich odmiennej charakterystyki i przeznaczenia, o czym mowa była wcześniej. Widać tu przewagę spółek rynku głównego, które lepiej uwzględniają kwestie ESG. Może to zarówno wynikać z ich możliwości (na przykład finansowych), jak i wyższych oczekiwań interesariuszy. Spółki z Newconnect natomiast to w wielu przypadkach spółki młode, które mogą być w trakcie doskonalenia czy usprawniania modelu relacji inwestorskich i jeszcze nie ujawniają dużego zakresu informacji na temat swojej działalności.

1.4. Korelacja miar ESG z wybranymi parametrami giełdowymi – ze stopą zwrotu, ze zmiennością cen akcji

Spółki, które identyfikują i zarządzają ryzykiem w obszarach środowiska, praw człowieka oraz ładu korporacyjnego, a jednocześnie informują o tym otoczenie zwiększają w ten sposób swoją przejrzystość. Do zbadania, czy implikuje to pozytywne efekty dla spółek (i inwestorów) posłużono się analizą korelacji miar ESG z wybranymi parametrami giełdowymi.

Z dalszych analiz wykluczono podmioty mające debiut giełdowy w 2011 lub 2012 r. Gdyby nie ten zabieg, trzeba by było korzystać z informacji na temat spółek sprzed debiutu, co skutkowałoby brakiem porównywalności danych. Ponadto, uwzględniono tylko te spółki, dla których możliwe było zdobycie odpowiednich danych giełdowych. Z uwagi na powyższe liczby spółek w dalszych analizach nie pokrywają się z liczbami przedstawionymi w pierwszej części opracowania.

Akcje spółek, które poprzez informacje na temat ryzyka w obszarze ESG są bardziej przejrzyste, mogą cieszyć się większym zainteresowaniem inwestorów, co może implikować wyższy na nie popyt, a w rezultacie także stopy zwrotu z akcji. Do zbadania, czy występują zależności pomiędzy stopami zwrotu a miarami ESG posłużono się uproszczonym wzorem na roczną stopą zwrotu, liczoną według wzoru¹⁹

$$R_t = \frac{kurs_t - kurs_{t-1}}{kurs_{t-1}}$$

gdzie:

R_t – stopa zwrotu z akcji dla okresu t ,

$kurs_t$ – kurs zamknięcia akcji w okresie t .

Wykorzystano kursy zamknięcia akcji na 30 grudnia 2011 i 2010 r. Niżej prezentowane są otrzymane wyniki analizy korelacji. Pogrubioną czcionką wskazane są wyniki istotne statystycznie na poziomie $\alpha = 0,05$.

Tabela 4

Współczynniki korelacji Pearsona miar ESG ze stopą zwrotu

	Stopa zwrotu 1R	
	rynek główny N = 365	NewConnect N = 141
Środowisko	0,10	-0,03
Prawa człowieka	0,10	-0,03
Ład korporacyjny	0,10	0,06
Łącznie ESG	0,13	0,04

Wyniki z tabeli 4 sugerują, iż im wyższa miara ESG, tym wyższa stopa zwrotu z akcji spółek na rynku głównym (na poziomie $\alpha = 0,05$). Jest to słaba dodatnia zależność. Ponadto, wszystkie składowe miary ESG również ją wykazują. Tylko jedna z nich jest jednak istotna statystycznie (obszar „ład korporacyjny”). Na podstawie otrzymanych wyników trudno jednoznacznie wnioskować o występowaniu

¹⁹ K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 175; K. Piasecki, E. Tomasiak: *Rozkłady stóp zwrotu z instrumentów polskiego rynku kapitałowego*. edu-Libri 2013, s. 27.

pozytywnej zależności pomiędzy miarą ESG a stopą zwrotu. Ponadto, ujawnienia na temat ładu korporacyjnego dla badanej grupy spółek okazują się być bardziej istotne w kwestii korelacji ze stopą zwrotu od informacji z pozostałych obszarów. W przypadku NewConnect opisane wyżej zależności nie zachodzą.

Ciekawych obserwacji dostarczają współczynniki korelacji Spearmana, która to metoda jest mniej wrażliwa na wartości odstające. W tym przypadku (tabela 5) zarówno miara ESG, jak i jej trzy składowe wykazują pozytywną słabą korelację ze stopą zwrotu. Otrzymane wyniki są istotne statystycznie. Z uwagi na niewielkie wartości współczynników nie można jednoznacznie potwierdzić oczekiwanej zależności i konieczna jest obserwacja badanych zmiennych dla kolejnych okresów w przyszłości.

Tabela 5

Współczynniki korelacji Spearmana miar ESG ze stopą zwrotu

	Stopa zwrotu IR	
	rynek główny N = 365	NewConnect N = 141
Środowisko	0,14	-0,05
Prawa człowieka	0,15	0,01
Ład korporacyjny	0,12	0,08
Łącznie ESG	0,16	0,10

Podobnie jak wyżej, oczekiwane zależności nie występują dla spółek NewConnect (współczynniki nieistotne).

Badanie zależności pomiędzy stopą zwrotu a miarą ujawnień jest możliwe przy założeniu, że informacje udostępniane otoczeniu znajdują swoje odzwierciedlenie w cenach akcji. Dla polskiego rynku giełdowego kilku autorów potwierdziło słabą formę jego efektywności²⁰, która oznacza, iż dostępne informacje historyczne są zdyskontowane w cenach akcji. Warto przy tym podkreślić, że na wyniki giełdowe spółek wpływają informacje dotyczące ich kondycji finansowej (umożliwiający przeprowadzenie analizy fundamentalnej), ale także czynniki behawioralne, które powodują anomalie giełdowe²¹. To ważny aspekt

²⁰ A. Szyszka: *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003, s. 144; Z. Mucha: *Teoria oczekiwań: analiza empiryczna Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.* Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 107; S.B. Buczek: *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005, s. 114.

²¹ Wyniki badań w tym obszarze prezentują np. M. Czerwonka, B. Gorlewski: *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2012.

szczególnie w kontekście ujawnień ESG – z jednej strony ważna jest tu kwestia jakości ujawnień, ale z drugiej – interpretacja wyników przedsiębiorstw w tym obszarze jest zależna od opinii i przekonań inwestorów co do znaczenia aspektów społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.

Mając na uwadze powyższe należy pamiętać, iż na kształtowanie się cen i stopy zwrotu może wpływać wiele informacji i podejmowanych na ich podstawie decyzji. Są to m.in. te pochodzące z analizy sprawozdań finansowych czy wynikające z analizy otoczenia spółki. W niniejszym badaniu skoncentrowano się jednak jedynie na badaniu ujawnień ESG i ich związku ze stopą zwrotu. Wyniki wskazują, że warto przeprowadzić szersze badania (także dla dłuższych szeregów czasowych) uwzględniające większe spektrum czynników potencjalnie wpływających na notowania giełdowe spółek.

Jak zauważono we wstępie, lepsze zarządzanie ryzykiem oraz wzrost przejrzystości spółki to także zmniejszenie niepewności wśród interesariuszy. Więcej wysokiej jakości informacji pozwala lepiej wycenić akcje i podejmować lepsze decyzje (w tym te o zakupie lub sprzedaży walorów). Powinno się to przekładać na niższą zmienność kursów akcji spółki, która jest jedną z miar ryzyka.

Celem zbadania, czy efekt ten występuje posłużono się miarami zmienności w postaci odchylenia standardowego logarytmów naturalnych zmian cen akcji (*volatility*) za 360 dni (na podstawie danych dziennych). Wyliczenia te zostały pozyskane z bazy Amadeus na 29.06.2012 oraz 30.12.2011. Wyniki analizy prezentuje tabela 6.

Tabela 6

Współczynniki korelacji Pearsona miar ESG ze zmiennością cen akcji

	Rynek główny		NewConnect	
	zmienność 360 dni 30/12/2011 N = 364	zmienność 360 dni 29/06/2012 N = 364	zmienność 360 dni 30/12/2011 N = 177	zmienność 360 dni 29/06/2012 N = 235
Środowisko	-0,21	-0,18	-0,01	0,02
Prawa człowieka	-0,19	-0,15	-0,08	-0,06
Ład korporacyjny	-0,19	-0,15	-0,03	-0,07
Łącznie ESG	-0,25	-0,20	-0,03	-0,07

Akcje spółek o wyższych ocenach ESG cechuje niższa zmienność kursu akcji. Jest to słaba zależność ujemna oscylująca wokół (-0,2). Jest ona istotna statystycznie dla wszystkich badanych porównań (na poziomie $\alpha = 0,05$). Wynika z tego, iż zarówno składowe miary ESG, jak i ocena łączna pozostaje w związku ze zmiennością kursu akcji. Może to sugerować, że spółki postępują-

ce odpowiedzialnie społecznie są postrzegane jako mniej ryzykowne i tym samym kursy ich akcji relatywnie rzadziej mogą podlegać dużym wahaniom lub wahania te są mniejsze. Biorąc pod uwagę niewielkie wartości współczynników, ale jednocześnie ich istotność statystyczną, otrzymane wyniki można traktować jako punkt wyjścia do dalszego badania omawianej zależności w przyszłości, z wykorzystaniem dłuższego szeregu czasowego.

W przypadku Newconnect zależności takich nie da się zaobserwować. Korelacja jest ujemna i statystycznie nieistotna. Wpływ na wyniki mógł tu dodatkowo mieć brak danych i konieczność znacznej redukcji próby.

Przeprowadzone badanie pozwala na sformułowanie dwóch rodzajów wniosków. Pierwsze dotyczą obrazu polskich spółek giełdowych w kontekście przyznanych ocen ESG. Drugie dotyczą badania korelacji ocen ESG z wybranymi parametrami spółek.

Przede wszystkim należy zwrócić uwagę na relatywnie duże różnice w ocenach ESG pomiędzy spółkami z rynku głównego oraz NewConnect. Oceny tych pierwszych są zdecydowanie wyższe. Wartość maksymalna oceny ESG dla spółek NewConnect jest niewiele większa od wartości trzeciego kwartyla dla spółek z rynku głównego. Ponadto, spółki NewConnect dla obszarów „środowisko” i „prawa człowieka” w około 90% przypadków nie otrzymały w ogóle punktów, podczas gdy odpowiadające im wskazania dla rynku głównego wynoszą około 60%. Sugeruje to, iż podmioty spoza głównego parkietu warszawskiej giełdy w zasadzie pomijają kwestie środowiska i praw człowieka w swojej działalności (lub ich poziom oraz jakość raportowania jest bardzo niski, niepozwalający przyznać punktów). Konkluzja taka jest w zasadzie zgodna z wcześniejszymi przypuszczeniami, że spółki te cechuje większa niepewność i ryzyko co do ich działalności w przyszłości. Jednym z jego źródeł może być właśnie brak informacji na temat działań w obszarze ESG. Jednocześnie można przypuszczać, iż spółki te czeka jeszcze bardzo dużo potencjalnej pracy by poprawić tę sytuację.

Spółki z rynku głównego natomiast, mimo iż osiągają przeciętnie dużo wyższe oceny, również mają duże pole do poprawy. Chodzi tu o obszar „środowisko” oraz „prawa człowieka”, gdzie średnia liczba punktów to nie więcej niż 7% wartości maksymalnej.

Na obu rynkach obszar dotyczący ładu korporacyjnego jest najlepiej oceniony, a wynikać to może, jak wcześniej zauważono, z wyższego stopnia uregulowania tego zagadnienia.

Wydaje się, iż liczne bardzo niskie lub równe zeru oceny składowych miary ESG spółek NewConnect mogły mieć wpływ na wyniki analizy korelacji z wybranymi parametrami emitentów.

W pracy przeanalizowano współczynniki korelacji miar ESG względem:

- rocznej stopy zwrotu z akcji w 2011 r.,
- zmienności kursu akcji za okres roku na daty 29/06/2012 oraz 30/12/2011.

Podsumowując analizę korelacji miar ESG ze stopą zwrotu należy wskazać, iż otrzymane wyniki dla rynku głównego wykazują związek pomiędzy tymi zmiennymi. Współczynniki korelacji są statystycznie istotne i przyjmują oczekiwany znak. Ich wartości są niewielkie, co w połączeniu z faktem, iż badaniu podlegał tylko jeden rok, nie pozwala jednoznacznie potwierdzić występowania wyższych stóp zwrotu dla inwestycji w akcje spółek bardziej przejrzystych w obszarze ESG.

Analiza zależności pomiędzy miarami ESG a zmiennością kursu akcji dla spółek rynku głównego wykazała ujemną słabą zależność, która jest istotna statystycznie. Co ważne, wynik taki uzyskano dla dwóch odległych od siebie o pół roku dat kalkulacji zmienności za rok wstecz. Wielkości współczynników, choć wyraźnie wyższe niż w przypadku badania korelacji ze zmiennością stóp zwrotu, oscylują wokół -0,2, co powoduje, że jednoznaczne potwierdzenie występowania niższej zmienności cen akcji spółek bardziej przejrzystych w obszarze ESG wymaga prowadzenia dalszych badań w tym zakresie.

Niestety podobnych zależności nie odnotowano w przypadku alternatywnego systemu obrotu.

Wyniki badania należy rozpatrywać w kontekście ograniczeń stosowanych metod i materiału badawczego. W badaniu posłużono się jedynie analizą korelacji. Nie pozwala ono zatem wypowiadać się w kwestii przyczynowości, a jedynie wnioskować o współwystępowaniu pewnych tendencji. Posługiwanie się niedoskonałą z założenia miarą ESG, która w skali 0-3 kwantyfikuje poziom jakości systemów i raportowania w obszarach ESG wiąże się z choćby częściową utratą informacji. Wykorzystanie takich mierników wydaje się jednak nieuniknione.

Braki danych i niskie oceny spółek NewConnect mogły mieć wpływ na trudności w potwierdzeniu oczekiwanych założeń.

Celem pełnego potwierdzenia pozytywnego efektu prowadzenia i raportowania działań ESG dla spółek rynku głównego należy dokonać odpowiednich obliczeń także dla danych w dłuższym okresie. Oceny ESG GES Risk Rating wykorzystane w obliczeniach pochodzą z pierwszej w Polsce edycji ich przyznawania.

Podsumowanie

Niniejszy artykuł może być inspiracją dla zarządów polskich spółek z głównego parkietu, że warto podejmować działania w obszarze ESG i raportować na ich temat. Może to bowiem mieć związek z wysokością stóp zwrotu akcji oraz zmien-

nością ich kursu. Konkluzje te wydają się ważne dla inwestorów o tyle, że dostarcza się w ten sposób dodatkowego kryterium budowy swojego portfela.

Mimo wyraźnych różnic pomiędzy badanymi rynkami w kontekście ocen ESG nie należy zakładać, iż spółki NewConnect mają powody, by nie podejmować starań w omawianym obszarze, tłumacząc to przykładowo wczesnym stadium rozwoju czy ograniczonymi możliwościami. Może się wszakże okazać, że wraz z rozwojem rynku podejście do problemu wśród notowanych podmiotów będzie się szybko zmieniać. Niewykluczone, iż po przekroczeniu pewnej granicy przeciętnego poziomu aktywności i raportowania w obszarze ESG, także wśród spółek w alternatywnym systemie obrotu, pojawią się takie, które będą odnotowywały wymierne tego efekty. Ma to szczególne znaczenie dla tych podmiotów, które alternatywny system obrotu traktują jako drogę na główny rynek, gdzie poziom uwzględniania kwestii ESG jest wyższy.

Bibliografia

- Anam L.: *CSR a kryzys finansowy*. http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/101201,csr_a_kryzys_finansowy.html (20.10.2013).
- Bassen A., Meyer K., Schlange J.: *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006. <http://ssrn.com/abstract=984406> (21.10.2013).
- Burke L., Logsdon J.M.: *How Corporate Social Responsibility Pays Off*. „Long Range Planning” 1996, Vol. 29, August.
- Czerwinka M., Gorlewski B.: *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2012.
- GES: *GES Risk Rating*. www.ges-invest.com/pages/?ID=69 (14.10.2013).
- GPW: *Przewodnik po rynku NewConnect*, sierpień 2013, http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/przewodnik_2012/broszura_NewConnect_2012.pdf (18.10.2013).
- GPW: *Załącznik Nr 3 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu*. http://newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin__ASO_Zal_Nr_3.pdf (18.10.2013).
- Knox S., Maklan S.: *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*. „European Management Journal” 2004, Vol. 22, No. 5.
- Maignan I., Ferrell O.C.: *Antecedents and Benefits of Corporate Citizenship: an Investigation of French Businesses*. „Journal of Business Research” 2001, Vol. 51.
- Marcinkowska M.: *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*. W: *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*. Red. B. Filipiak, B. Mikołajczyk. Difin, Warszawa 2009.

- Marcinkowska M.: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Marcinkowska M.: *Společna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*. „Przegląd Organizacji” 2010, nr 12.
- Margolis J.D., Elfenbein H.A., Walsh J.P.: *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, 03.2009. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866371 (20.10.2013).
- Miller P.W.B., Bahnson P.R.: *Quality Financial Reporting*. McGraw-Hill, 2002.
- Pearce B.: *Sustainability and Business Competitiveness*, 2003. http://www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability_and_Business_Competitiveness.pdf (21.10.2013).
- Tapscott D., Ticoll D.: *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*. Free Press, New York 2003.

ESG DISCLOSURE IN POLISH LISTED COMPANIES – RESEARCH FINDINGS

Summary

Environmental and social issues concerning companies' activity are becoming increasingly important. Benefits and costs of socially responsible behaviour are heavily researched. The article presents polish public listed companies from the main market and NewConnect in view of their ESG mark according to GES Risk Rating method. The relationship between ESG score (in environmental, social and corporate governance areas) and rate of return as well as equity price volatility is being analysed. ESG score appear to correlate with rate of return and price volatility. The results are essential for stock companies and investors and emphasize the significance of conducting socially responsible business and reporting on environmental and social performance.