

# Ujawnienia ESG spółek notowanych na GPW w Warszawie a ich wyniki giełdowe

Dariusz Jędrzejka\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem pracy jest prezentacja obrazu polskich spółek giełdowych w kontekście ujawnień w obszarze ESG, a także zbadanie występowania wybranych pozytywnych efektów uwzględniania przez nie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu.

*Metodologia badania* – Statystyka opisowa miar ujawnień ESG spółek notowanych na GPW (rynek główny i NewConnect). Analiza korelacji pomiędzy oceną ujawnień a wybranymi parametrami giełdowymi.

*Wynik* – Nie odnotowano istotnych zmian miary ESG spółek rynku głównego w 2013 roku w porównaniu do roku 2012. Odnotowano niewielki wzrost przeciętnego poziomu oceny ESG dla spółek NewConnect. Wyniki analizy korelacji sugerują istnienie pozytywnej zależności pomiędzy oceną ESG spółek rynku głównego a stopą zwrotu oraz negatywnej zależności pomiędzy oceną ESG a zmiennością kursu akcji.

*Oryginalność/wartość* – Wyniki dostarczają argumentów za postępowaniem społecznie odpowiedzialnym przez spółki giełdowe. Ukazują obszary do poprawy w kwestii ujawnień ESG polskich emitentów.

**Słowa kluczowe:** ujawnienia pozafinansowe, spółki giełdowe, inwestycje społecznie odpowiedzialne

## Wprowadzenie

Podejmowanie przez przedsiębiorstwa, w tym spółki giełdowe, działań w obszarze społecznej odpowiedzialności biznesu czy postępowanie zgodnie z zasadami zrównoważonego rozwoju, jest przedmiotem nieustającego zainteresowania. Wśród menedżerów, analityków i badaczy toczy się dyskusja w kwestii występowania (zarówno po stronie podmiotów gospodarczych, jak i otoczenia) pozytywnych i negatywnych konsekwencji uwzględniania w działalności kwestii społecznych czy środowiskowych. Niektórzy postulują, iż nie tylko nie należy wyboru pomiędzy rozwojem podmiotu a dobrobytem otoczenia traktować jako gry o sumie zerowej (Pearce 2003), ale wręcz zalecają, by potraktować omawiane podejście jako inwestycję w kluczową kompetencję lub aktywo (Porter, Kramer 2006). W przypadku spółek giełdowych mówi się o potencjalnej zbieżności wartości dla interesariuszy z wartością dla akcjonariuszy (Tapscott, Ticoll 2003: 8).

Zwolennicy społecznej odpowiedzialności biznesu przytaczają szereg jej korzyści. Są to między innymi: poprawa wizerunku i wzrost zaufania (Knox, Maklan 2004; Trudel, Cotte

---

\* dr Dariusz Jędrzejka, Zakład Bankowości, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39, Łódź, e-mail: [dariusz.jedrzejka@uni.lodz.pl](mailto:dariusz.jedrzejka@uni.lodz.pl).

2008), większe możliwości pozyskiwania pracowników (Burke, Logsdon 1996; Maignan, Ferrell 2001), większa innowacyjność (Burke, Logsdon 1996), skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem (ONZ 2007) czy większa atrakcyjność w oczach inwestorów i tym samym łatwiejsze pozyskiwanie kapitału (Bassen i in. 2006; Marcinkowska 2009). Popularności omawianego zagadnienia dowodzi stale rosnący odsetek podmiotów, które postępują odpowiedzialnie jednocześnie informując o tym otoczenie<sup>1</sup>.

Od ponad 35 lat prowadzi się badania celem weryfikacji występowania potencjalnych korzyści działania społecznie odpowiedzialnego. Analizie poddawane są wyniki operacyjne, finansowe i giełdowe. Wyniki badań często nie są jednoznaczne. Niektóre z nich potwierdzają oczekiwane zależności, ale wiele nie pozwala rozstrzygać o pozytywnych skutkach omawianej działalności (Margolis i in. 2009, Czerwonka 2013: 92–96). Konkluduje się natomiast, iż spółki postępujące odpowiedzialnie nie są za taką decyzję „karane” (Marcinkowska 2010).

Niniejsza praca jest przyczynkiem do prowadzonych już rozważań. Jest poświęcona przedstawieniu wyników badania polskich spółek giełdowych w kontekście ujawniania informacji w obszarze ESG (*environmental, social, governmental*). Analizie poddano również występowanie wybranych pozytywnych efektów społecznie odpowiedzialnego postępowania spółek.

## 1. Cel i metoda badania

Celami badania były analiza poziomu raportowania w obszarze ESG oraz identyfikacja potencjalnych związków pomiędzy oceną ujawnień a wybranymi charakterystykami polskich spółek giełdowych. Spółki, które starają się respektować międzynarodowe normy i standardy postępowania, a jednocześnie informują otoczenie o osiągniętych wynikach, powinny odnosić z tego tytułu omawiane wcześniej korzyści. W pracy zbadano korelację oceny ujawnień z wybranymi parametrami giełdowymi.

## 2. Przedmiot badania

Materiał badawczy stanowiły wyniki *GES Risk Rating* polskich spółek giełdowych za lata 2013 i 2012. Były to spółki notowane odpowiednio w dniu 30.06. 2012 i 2013 roku na rynku głównym oraz w alternatywnym systemie obrotu NewConnect. Miały one przypisane oceny dotyczące działania i raportowania w obszarze środowiska, społecznym (prawa człowieka) oraz ładu korporacyjnego, a także ocenę łączną. Oceny zostały przyznane zgodnie z metodą *GES Risk Rating*<sup>2</sup>. Otrzymane tą metodą wyniki mają odzwierciedlać skuteczność

<sup>1</sup> Według danych KPMG w 2005 roku 64% z 250 największych firm na świecie publikowało informacje na temat społecznej odpowiedzialności. W 2011 i 2013 roku odsetek ten wynosił już odpowiednio 95% i 93% (KPMG 2013).

<sup>2</sup> W pracy ocena *GES Risk Rating* i ocena oraz miara ESG oznaczają to samo i są używane zamiennie.

zarządzania ryzykiem związanym z daną branżą oraz stopień przestrzegania międzynarodowych norm.

Dla potrzeb niniejszej analizy posłużono się oceną spółek w skali punktowej od 0 do 3 dla każdej z trzech składowych. Ocena łączna jest średnią ocen z trzech podanych obszarów i również zawiera się w przedziale 0–3. Do oceny systemów zarządzania ryzykiem i osiągniętych wyników badanych podmiotów analitycy GES wykorzystują raporty roczne, inne oficjalne dokumenty oraz zawartość strony internetowej spółki (GES 2010: 3).

Oprócz ocen ESG w pracy posłużono się wynikami i informacjami giełdowymi spółek z bazy Amadeus Bureau van Dijk.

### 3. Charakterystyka badanych spółek

W analizie wykorzystano dane na temat oceny ESG spółek rynku głównego oraz rynku NewConnect za lata 2012 i 2013. Na potrzeby analiz, oceny ESG badanych spółek rozpatrywano w podziale na rynek główny i alternatywny. Jest to podyktowane znacząco różnymi wymogami stawianymi podmiotom notowanym lub ubiegającym się o dopuszczenie akcji do obrotu. Różna jest również wskutek tego charakterystyka spółek. NewConnect to rynek przeznaczony typowo dla spółek mniejszych i często o krótszej historii funkcjonowania, co zwykle pociąga za sobą niższą kapitalizację czy mniejszą płynność ich akcji.

### 4. Ilościowy obraz ocen ESG polskich spółek giełdowych

Poniżej zestawiono charakterystyki rozkładu łącznych ocen ESG dla dwóch badanych okresów. W przypadku rynku głównego przeciętna ocena ESG pozostała na niezmiennym poziomie w obu okresach. Podobnie zachowuje się zróżnicowanie ocen. W obu badanych okresach zaobserwować można prawostronną asymetrię rozkładu ocen. W 2013 roku jest ona większa w porównaniu do roku 2012, co wywnioskować można ze współczynnika skośności czy większej różnicy pomiędzy medianą a średnią. Oznacza to, iż w 2013 roku odsetek ocen poniżej średniej był większy niż rok wcześniej. Niewielkiemu wzrostowi uległa w 2013 roku wartość maksymalna oceny ogólnej ESG z 2,048 do 2,137.

**Tabela 1**

Miary rozkładu ocen ESG

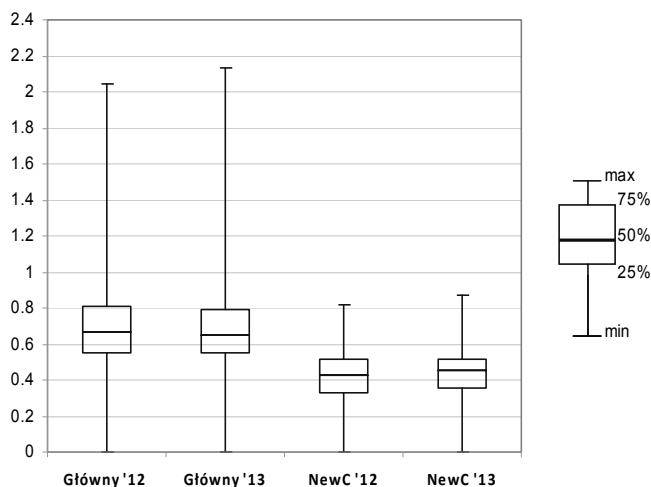
	Rynek główny		Newconnect	
	2012	2013	2012	2013
1	2	3	4	5
Średnia	0.708	0.707	0.409	0.441
Odczylenie standardowe	0.274	0.280	0.156	0.120

	1	2	3	4	5
Współczynnik zmienności		38.7%	39.6%	38.0%	27.3%
Wariancja		0.075	0.078	0.024	0.014
Kurtoza		3.203	3.732	0.300	1.392
Skośność		1.144	1.560	-0.641	-0.280
Minimum		0.000	0.000	0.000	0.000
Kwartył 1.		0.555	0.552	0.330	0.360
Mediana		0.670	0.645	0.430	0.455
Kwartył 3.		0.810	0.792	0.520	0.519
Maksimum		2.048	2.137	0.815	0.872
N		434	437	397	428

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku spółek z obrotu alternatywnego zaobserwować można ponad siedmioprocentowy wzrost średniej oceny ogólnej ESG w 2013 roku. Jednocześnie spadło zróżnicowanie wartości tej miary. Rozkład ocen w 2013 roku wykazuje się ponadto wyraźnie mniejszą asymetrią (lewostronną). Mediana i średnia odnotowały bardziej zbliżone do siebie wartości.

Z rysunku 1 można wywnioskować, iż jedynie w przypadku rynku NewConnect mówić można o niewielkiej, ale pozytywnej zmianie wartości oceny łącznej ESG. Zarówno średnia, jak i wartość maksymalna są wyższe. Z drugiej jednak strony nadal wyraźna jest znaczna dysproporcja pomiędzy przeciętnymi wynikami na obu rynkach.



**Rysunek 1.** Rozkład oceny łącznej ESG dla rynku głównego i NewConnect.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza miary ESG w podziale na jej składowe (tab. 2) pozwala zauważyć, że dla rynku głównego GPW w obszarze „środowisko” oraz „prawa człowieka” nastąpił spadek odsetka spółek (odpowiednio o 5 oraz 7,3 punktu procentowego), które otrzymały najniższą możliwą notę (zero punktów). Wciąż jednak jest to ponad połowa podmiotów. Nie ujawniają one więc odpowiednich informacji, co biorąc pod uwagę fakt, iż ocena jest przyznawana na podstawie raportów rocznych, strony internetowej i innych dokumentów, wydaje się to być istotne. Dla danych z 2013 roku, obszarem z pojedynczymi tego rodzaju przypadkami jest „ład korporacyjny”.

**Tabela 2**

Odsetek spółek otrzymujących i nieotrzymujących punktów w poszczególnych obszarach

	Rynek główny (%)			NewConnect (%)		
	rok	0 pkt	> 0pkt	rok	0 pkt	> 0 pkt
Środowisko	2012	57.60	42.40	2012	89.90	10.10
	2013	52.60	47.40	2013	88.10	11.90
Prawa człowieka	2012	63.10	36.90	2012	93.20	6.80
	2013	55.80	44.20	2013	90.00	10.00
Ład korporacyjny	2012	0.50	99.50	2012	0.90	99.10
	2013	0.50	99.50	2013	0.90	99.10
Łącznie ESG	2012	0.20	99.80	2012	2.50	97.50
	2013	0.50	99.50	2013	0.90	99.10

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku alternatywnego systemu obrotu również zauważyć można wzrost liczby spółek otrzymujących punkty. Zmiany te są jednak zdecydowanie mniejsze niż na rynku głównym. Co istotne, w obszarach „środowisko” oraz „prawa człowieka”, nadal blisko 90% podmiotów to podmioty w ogóle nie publikujące odpowiednich ujawnień. Podobnie jak w przypadku rynku głównego, jedynie w obszarze „ład korporacyjny” tylko pojedyncze podmioty otrzymały zero punktów. Nie wydaje się to jednak zasługą rosnącej świadomości spółek. Wynika to głównie z obowiązujących przepisów prawa.

**Tabela 3**

Oceny ESG spółek rynku głównego GPW według obszarów

Obszar		Ocena (0–3)	Ocena (0–3)	Ocena / 3 pkt.	Ocena / 3 pkt.	
		2012	2013	2012	2013	
	1	2	3	4	5	6
Środowisko	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%	
	max	1.900	2.060	63.3%	68.7%	
	średnia	0.215	0.236	7.2%	7.9%	
Prawa człowieka	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%	

	1	2	3	4	5	6
		max	2.025	2.025	67.5%	67.5%
		średnia	0.112	0.142	3.7%	4.7%
Ład korporacyjny		min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
		max	2.730	2.715	91.0%	90.5%
		średnia	1.798	1.743	59.9%	58.1%
Łącznie ESG		min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
		max	2.048	2.137	68.3%	71.2%
		średnia	0.708	0.707	23.6%	23.6%

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3 potwierdza wcześniejsze spostrzeżenia dla spółek rynku głównego. Obszary „środowisko” oraz „prawa człowieka” odnotowały niewielkie wzrosty zarówno średniej, jak i maksymalnej liczby punktów. Okazuje się jednak, iż wzrostom tym towarzyszy negatywna zmiana w obszarze „ład korporacyjny”. Przeciętne i maksymalne wartości są w 2013 roku niższe niż rok wcześniej. Tym samym, mimo powyżej wspomnianych wzrostów, średnia ocena łączna nie uległa zmianie.

Emitenci z alternatywnego systemu obrotu odnotowali nieznaczne wzrosty przeciętnej liczby punktów we wszystkich obszarach (tab. 4). Ponadto stosunek średniej ocen do maksymalnej liczby punktów jest bardzo niski (poniżej 1,5%) w obszarach „środowisko” i „prawa człowieka”. Wynika to z faktu, iż większość podmiotów w ogóle nie otrzymuje punktów w tych obszarach. W przypadku „ładu korporacyjnego” stosunek ten oscyluje około 40%.

**Tabela 4**

Oceny ESG spółek NewConnect według obszarów

Obszar		Ocena (0–3)		Ocena / 3 pkt.	
		2012	2013	2012	2013
Środowisko	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	max	0.880	0.880	29.3%	29.3%
	średnia	0.028	0.032	0.9%	1.1%
Prawa człowieka	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	max	0.315	0.795	10.5%	26.5%
	średnia	0.008	0.015	0.3%	0.5%
Ład korporacyjny	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	max	2.100	1.980	70.0%	66.0%
	średnia	1.193	1.276	39.8%	42.5%
Łącznie ESG	min	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	max	0.815	0.872	27.2%	29.1%
	średnia	0.408	0.441	13.6%	14.7%

Źródło: opracowanie własne.

Obserwując stosunek liczby punktów do maksimum, oba rynki charakteryzują się relatywnie niskimi wartościami. W przypadku rynku głównego jest to – w obu badanych okresach – niecałe 24% na poziomie oceny łącznej. Dla NewConnect, mimo nieznacznej poprawy, wartość ta wynosi 15% maksymalnej liczby punktów.

Najlepiej ocenione ujawnienia to te z obszaru „ład korporacyjny”. W przypadku rynku głównego przeciętny wynik to 58% maksymalnej liczby punktów, dla NewConnect jest to 42,5%. Zdecydowanie gorzej ocenionym obszarem jest „środowisko”, gdzie wspomniany stosunek wynosi odpowiednio 7,9% i 1,1%. Dla obszaru „prawa człowieka” jest to 4,7% oraz 0,5%. Różnica w ocenie ujawnień pomiędzy obszarami „ład korporacyjny” a pozostałymi dwoma jest znacząca. W rezultacie na ocenę łączną decydujący wpływ ma ta pierwsza, przy niewielkim znaczeniu pozostałych dwóch. Sugerować to może, iż przeciętnie spółki nie są chętne do publikowania ujawnień dobrowolnych w obszarze „środowisko” i „prawa człowieka”. Zdecydowanie więcej raportują natomiast w obszarze „ład korporacyjny” (regulowany głównie przepisami).

Na obu rynkach nie odnotowano spadków średnich ocen w poszczególnych obszarach i na poziomie oceny łącznej, co można odbierać jako dowód na utrzymujący się poziom świadomości potrzeby raportowania w obszarze społecznej odpowiedzialności biznesu.

## 5. Zależności między miarą ESG a wybranymi charakterystykami spółek

Celem zbadania występowania potencjalnych pozytywnych efektów dla podmiotów wyróżniających się pod względem ujawnień ESG, posłużono się analizą korelacji Pearsona. Badano, czy inwestowanie w te spółki może wiązać się z osiąganiem wyższych stóp zwrotu oraz niższą zmiennością kursu akcji.

Wybrane spółki zostały wykluczone z dalszych analiz. Część spółek (zwłaszcza na rynku NewConnect) miała swój debiut w 2012 lub 2013 roku. Tym samym korzystanie z danych finansowych tych emitentów skutkowałoby wykorzystaniem informacji pochodzących z okresu przed debiutem.

W związku z powyższym, liczby spółek z obu rynków w dalszych analizach nie pokrywają się z tymi przedstawionymi w pierwszej części pracy. Z uwagi na występujące skrajne wartości badanych wielkości, w każdym przypadku do analizy nie brano po uwagę 5% najwyższych i najniższych wartości.

### 5.1. Korelacja miar ESG ze stopą zwrotu

Wyższa transparentność spółek ujawniających informacje w obszarze ESG może sprzyjać zwiększonemu zainteresowaniu walorami emitenta. W ten sposób zarówno popyt na akcje, jak i rentowność inwestycji mogą być większe (Mercer i in. 2009). Zbadano, czy inwesto-

wanie w takie podmioty idzie w parze z wyższymi stopami zwrotu. Posłużono się prostą roczną stopą zwrotu, liczoną według wzoru:

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

gdzie:

- $R_t$  – stopa zwrotu z akcji dla okresu  $t$ ,  
 $kurs_t$  – kurs zamknięcia akcji w okresie  $t$ .

Wykorzystano kursy zamknięcia na koniec roku 2011, 2012 oraz na koniec czerwca 2012 i 2013. Stopy zwrotu wyliczono dla trzech rocznych okresów: roku 2011, 2012 oraz na koniec czerwca 2013 roku.

We wszystkich trzech okresach odnotowano dodatnie współczynniki korelacji pomiędzy stopą zwrotu z akcji spółek rynku głównego a miarami ESG. Dla stóp zwrotu wyliczonych na koniec roku 2011 oraz 2012 jest to korelacja słaba oscylująca wokół 0,2. Co ważne, na poziomie oceny łącznej jest ona statystycznie istotna (oznaczone \*\* na poziomie  $\alpha = 0,05$ ). Istotne są także korelacje ze składową „środowisko” oraz „prawa człowieka”. Zbliżone wyniki otrzymano dla danych z roku wcześniejszego (tab. 5). Może to sugerować, iż pozytywny dla inwestorów efekt nie występuje tylko w pojedynczym okresie, ale może się utrzymywać także w okresie dłuższym. Oznaczać to może, że akcje spółek, które lepiej identyfikują i ujawniają informacje z obszaru ESG, przynoszą wyższe stopy zwrotu. Pełne potwierdzenie tej obserwacji będzie wymagać jednak zbadania dłuższego szeregu czasowego. Mimo to otrzymane wyniki wydają się stanowić ważki argument za zwróceniem większej uwagi na kwestie ESG zarówno po stronie samych spółek, jak i po stronie inwestorów.

**Tabela 5**

Współczynniki korelacji ocen ESG ze stopą zwrotu z akcji spółek z rynku głównego

	Roczna stopa zwrotu		
	koniec 2011 / koniec 2010 N=329	koniec 2012 / koniec 2011 N=358	06.2013 / 06.2012 N=323
Środowisko	0,20**	0,23**	0,06
Prawa człowieka	0,20**	0,15**	0,05
Ład korporacyjny	0,12	0,09	0,12**
Łącznie ESG	0,21**	0,20**	0,10

Źródło: opracowanie własne.

Dla spółek z NewConnect otrzymano w większości dodatnie korelacje pomiędzy stopą zwrotu a miarami ESG. W pojedynczych przypadkach pojawiły się jednak także korelacje



ujemne, co może wynikać z dość dużego zróżnicowania stóp zwrotu. Otrzymane współczynniki nie są istotne statystycznie i nie pozwalają rozstrzygać o kierunku zależności.

**Tabela 6**

Współczynniki korelacji ocen ESG ze stopą zwrotu z akcji spółek NewConnect

	Roczna stopa zwrotu		
	koniec 2011 / koniec 2010 N=127	koniec 2012 / koniec 2011 N=272	06.2013 / 06.2012 N=278
Środowisko	0,05	0,04	-0,01
Prawa człowieka	-0,02	0,05	-0,06
Ład korporacyjny	0,16	0,06	0,09
Łącznie ESG	0,17	0,08	0,07

Źródło: opracowanie własne.

## 5.2. Korelacja miar ESG ze zmiennością cen akcji

Wyższa transparentność podmiotów wskutek raportowania ryzyk i wyników w obszarze ESG może się także przekładać na zmniejszenie niepewności wśród interesariuszy. Inwestorzy, podejmując decyzje, mają wtedy do dyspozycji szerszy obraz spółki i mogą przewidywać ich skutki w dłuższym horyzoncie czasowym. Tym samym, ryzyko inwestycji w spółki przejrzyste powinno być mniejsze (Miller, Bahnson 2002).

Posłużono się miarą ryzyka w postaci zmienności kursu akcji. Wykorzystano odchylenie standardowe logarytmów naturalnych (*volatility*) zmian cen akcji za okres 360 dni (na danych dziennych). Informacje te zostały pozyskane z bazy Amadeus Bureau van Dijk na ostatnie dni notowań w roku 2011 oraz 2012, a także na koniec czerwca 2012 oraz 2013 roku. Wyniki analizy dla spółek z rynku głównego zaprezentowano w tabeli 7.

**Tabela 7**

Współczynniki korelacji ocen ESG ze zmiennością stóp zwrotu dla spółek z rynku głównego

	Zmienność kursu akcji			
	30.12.2011 N=328	28.12.2012 N=358	29.06.2012 N=350	28.06.2013 N=359
Środowisko	-0,21**	-0,24**	-0,13**	-0,18**
Prawa człowieka	-0,25**	-0,24**	-0,16**	-0,19**
Ład korporacyjny	-0,17**	-0,17**	0,20**	-0,21**
Łącznie ESG	-0,26**	-0,27**	-0,22**	-0,25**

Źródło: opracowanie własne.

Wyższa ocena ESG spółki idzie w parze z niższą zmiennością kursu jej akcji. Jest to słaba zależność ujemna oscylująca wokół 0,2. Co ważne, korelacja jest istotna statystycznie dla wszystkich badanych okresów. Ponadto, zarówno składowe miary ESG, jak i ocena łączna pozostają w statystycznie istotnym związku ze zmiennością kursu akcji. Sugeruje to, że im wyższej jakości ujawnienia ESG spółki, tym mniejszym wahaniom ulegają kursy jej akcji. Oznaczać to może, że kursy akcji wyżej ocenionych podmiotów relatywnie rzadziej podlegają dużym wahaniom lub wahania te są mniejsze.

Otrzymane wyniki są zgodne z oczekiwaniami i mogą świadczyć o kolejnej potencjalnej korzyści dla inwestorów. Podobnie jak w przypadku korelacji miar ESG ze stopą zwrotu, znaczenia powyższym wnioskom dodaje występowanie omawianej zależności dla czterech rocznych okresów.

**Tabela 8**

Współczynniki korelacji ocen ESG ze zmiennością stóp zwrotu dla spółek NewConnect

	Zmienność kursu akcji			
	30.12.2011 N=159	28.12.2012 N=281	29.06.2012 N=211	28.06.2013 N=281
Środowisko	-0,16**	-0,04	-0,11	-0,03
Prawa człowieka	-0,11	0,01	-0,07	-0,03
Ład korporacyjny	-0,01	-0,1	-0,01	-0,08
Łącznie ESG	-0,05	-0,1	-0,04	-0,08

Źródło: opracowanie własne.

Współczynniki korelacji przedstawione w tabeli 8 dla spółek NewConnect wykazują wartości ujemne. Zaobserwowano to zarówno na poziomie oceny łącznej, jak i dla składowych dotyczących trzech obszarów. Tylko w jednym w przypadku jest to jednak zależność istotna statystycznie. Trudno zatem potwierdzić występowanie pozytywnego efektu zmniejszonego ryzyka w przypadku podmiotów z wyższą oceną ESG.

## Wnioski i uwagi końcowe

Dane *GES Risk Rating* polskich spółek giełdowych z 2012 i 2013 roku umożliwiły porównanie obrazu ujawnień ESG oraz obserwację zależności pomiędzy miarami ESG a wybranymi charakterystykami spółek.

Rozkłady oceny łącznej ESG spółek rynku głównego sugerują, że przeciętnie nie nastąpiły wyraźne zmiany w wysokości przyznanych not. Wydaje się ważne, iż nie uległy one spadkom. Niewielki, około siedmioprocentowy, wzrost przeciętnego wyniku oceny łącznej odnotowały spółki z NewConnect. W obu badanych okresach wyraźna jest dysproporcja pomiędzy rynkami. Spółki z rynku głównego otrzymują przeciętnie oceny o 60% wyższe.

Na pozytywne zmiany wskazuje spadek odsetka spółek na obu rynkach, które dla obszarów „środowisko” oraz „prawa człowieka” otrzymały najniższą możliwą notę (0 punktów). Spadek ten był wyraźnie wyższy dla spółek z rynku głównego. Poprawa była jednak relatywnie niewielka. Nadal ponad połowa spółek rynku głównego nie ujawnia w tych obszarach jakichkolwiek informacji punktowanych przez GES. W przypadku spółek z NewConnect odsetek ten jest wyższy i oscyluje wokół 90%. O niewielkim stopniu uwzględnienia kwestii środowiskowych i z zakresu praw człowieka świadczy także średnia liczby punktów w relacji do oceny maksymalnej. Dla obu rynków wskazania te wynoszą mniej niż 10%. Tym samym, dominującym czynnikiem wpływającym na wysokość łącznej oceny ESG jest składowa dotycząca ładu korporacyjnego. Ujawnienia w tym obszarze są dość ściśle regulowane, co w zdecydowanie mniejszym stopniu dotyczy obszarów „środowisko” oraz „prawa człowieka”. Oznaczać to może mniejszą skłonność spółek do dobrowolnego raportowania w tym zakresie. Wydaje się to mieć szczególne znaczenie w zestawieniu z faktem, iż analizie poddawane są różne źródła informacji publikowane przez spółki: raporty roczne, inne dokumenty, strona internetowa. Wnioskować można, że międzynarodowe normy i wytyczne<sup>3</sup>, na podstawie których przyznawana jest ocena GES, nie są przez dużą część podmiotów w ogóle uwzględniane. Uzasadnia to konieczność kontynuacji procesu uświadamiania spółek w zakresie istotności raportowania informacji pozafinansowych.

Motywnym prowadzenia prac na rzecz uwzględniana kwestii ESG przez spółki giełdowe mogą być wyniki badania zależności między miarami ESG a wybranymi parametrami emitentów. Zgodnie z oczekiwaniami, udało się wykazać dodatnią zależność pomiędzy roczną stopą zwrotu a ocenami ESG dla spółek z rynku głównego. Spółki o wyższych ocenach ESG łącznych oraz składowych „środowisko” oraz „prawa człowieka” odznaczają się statystycznie wyższymi stopami zwrotu z akcji. Dodatkowo zbadano także korelację miar ESG z roczną stopą zwrotu ustaloną na koniec czerwca 2013 roku, czyli momentu, na który przyznawana była ocena przez GES. Tutaj również zaobserwowano dodatnie zależności. Korelacja była statystycznie istotna jedynie w przypadku obszaru „ład korporacyjny”. Dla spółek z rynku NewConnect współczynniki korelacji wskazywały zarówno na zależności dodatnie, jak i ujemne. Nie były one istotne statystycznie, co nie pozwala wnioskować o występowaniu oczekiwanej zależności.

Argumentu uzasadniającego inwestowanie w spółki społecznie odpowiedzialne dostarczyła analiza korelacji zależności pomiędzy ocenami ESG a zmiennością kursu akcji. Oczekiwane zależności udało się zaobserwować jedynie dla spółek z rynku głównego. Wyniki wskazują na słabą ujemną korelację, co sugeruje, że spółki o lepiej ocenionych ujawnieniach w obszarze ESG charakteryzuje niższa zmienność kursu akcji. Zależność istotną statystycznie zaobserwowano zarówno na poziomie oceny łącznej ESG, jak i we wszystkich trzech jej składowych. Co ważne, omawianą relację odnotowano dla czterech okresów kalkulacji stopy zwrotu (koniec roku 2011, 2012 oraz koniec czerwca 2012, 2013). Rezultat

<sup>3</sup>Mowa tu między innymi o międzynarodowych normach zarządzania środowiskowego, Powszechnej Deklaracji Praw Człowieka, Konwencjach Międzynarodowej Organizacji Pracy.

wydaje się być istotnym dla inwestorów, dla których niższa zmienność kursu akcji przekłada się na niższe ryzyko. Korzyść może odnieść także spółka, której, z uwagi na większe zainteresowania jej akcjami, może być łatwiej pozyskać kapitał.

Otrzymanych wyników nie należy rozpatrywać w oderwaniu od jego ograniczeń. Analiza korelacji to tylko jedna z metod wykrywania zależności pomiędzy zmiennymi. Podstawową jej wadą jest brak możliwości wnioskowania o przyczynowości – mówi ona jedynie o współwystępowaniu pewnych tendencji. Należy również zauważyć, iż sam proces przyznawania ocen *GES Risk Rating* musi wiązać się z choćby częściową utratą informacji. Wynika to z faktu, iż zawartość dokumentów spółki reprezentowana jest przez dane ilościowe (punkty). Nie udało się potwierdzić oczekiwanych zależności dla spółek z NewConnect. Prawdopodobną tego przyczyną może być charakterystyka notowanych podmiotów, których parametry mogły cechować się bardzo dużą zmiennością. Mimo wykluczenia skrajnych wartości, nie pozwalało to na odkrycie zależności zgodnych z oczekiwaniami. Ponadto w wykorzystanych bazach danych znacznie częściej obserwowano brak informacji dla tych spółek.

Celem potwierdzenia występowania pozytywnego efektu prowadzenia i raportowania działań ESG dla podmiotów głównego rynku GPW, należałoby kontynuować badanie w przyszłości, stale wydłużając szereg czasowy ocen ESG. Pozwoliłoby to na sprawdzenie, czy obserwowane zależności mają charakter długoterminowy oraz analizę zmian ich siły w czasie.

Niniejsza praca pokazuje, że polskie spółki giełdowe powinny przywiązywać większą uwagę do kwestii uwzględniania i raportowania informacji na temat społecznej odpowiedzialności, zwłaszcza w obszarach „środowisko” i „prawa człowieka”. Podmioty z alternatywnego systemu obrotu, ujawniające jakiegokolwiek informacje w tych obszarach, stanowią tylko 10% ogółu. W roku 2013 nie zaobserwowano istotnego postępu w tym zakresie. Wydaje się, iż spółki z NewConnect nie powinny odwlekać decyzji o raportowaniu – zwłaszcza w sytuacji, gdy ich celem jest rynek główny, na którym poziom uwzględniania kwestii ESG jest wyższy.

Praca może dostarczać uzasadnienia dla podejmowania działań nakierowanych na zwiększanie świadomości konieczności uwzględniania i raportowania zagadnień ESG. Akcje spółek respektujących międzynarodowe normy i wytyczne w zakresie środowiska czy praw człowieka, mogą charakteryzować się wyższymi stopami zwrotu oraz jednocześnie niższą zmiennością kursu. Uzyskane wnioski mogą nie tylko stanowić istotne przesłanki większej koncentracji na omawianych kwestiach przez emitentów. Mogą się również okazać cenne przy podejmowaniu przez inwestorów decyzji o doborze kryteriów budowy portfeli inwestycyjnych.

## Literatura

- Bassen A., Meyer K., Schlange J. (2006), *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=984406> (9.02.2014).
- Burke L., Logsdon J. M. (1996), *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, „Long Range Planning”, vol. 29.9, August.

- Czerwonka M. (2013), *Investowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa.
- GES (2010), *ESG reporting in New and Old Europe*, [www.reportingcsr.org/force\\_document.php?fichier=document\\_460.pdf&fichier\\_old=GES\\_-\\_ESG\\_reporting\\_in\\_New\\_and\\_Old\\_Europe\[1\]\[1\].pdf](http://www.reportingcsr.org/force_document.php?fichier=document_460.pdf&fichier_old=GES_-_ESG_reporting_in_New_and_Old_Europe[1][1].pdf) (09.02.2014).
- Knox S., Maklan S. (2004), *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*, „European Management Journal”, vol. 22, no. 5.
- KPMG (2013), *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013*, [www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013.pdf](http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013.pdf) (9.02.2014).
- Maignan I., Ferrell O.C. (2001), *Antecedents and benefits of corporate citizenship: an investigation of French businesses*, „Journal of Business Research”, vol. 51.
- Marcinkowska M. (2009), *Investycje społecznie odpowiedzialne*, w: *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, red. B. Filipiak, B. Mikołajczyk, Difin, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2010), *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*, „Przegląd Organizacji” nr 12, s. 3–6.
- Margolis J.D., Elfenbein H.A., Walsh J.P. (2009), *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1866371](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1866371) (14.09.2013).
- Mercer M., Carpenter G., Wyman O. (2009), *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts*, [www.sirp.se/getfile.ashx?cid=46181&cc=4&refid=1](http://www.sirp.se/getfile.ashx?cid=46181&cc=4&refid=1) (9.02.2014).
- Miller P.W.B., Bahnson P.R. (2002), *Quality Financial Reporting*, McGraw-Hill.
- ONZ (2007), *UN Global Compact, Rainforest Alliance: Measuring Business Success from Sustainability Certification*, [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org) (14.09.2013).
- Pearce B. (2003), *Sustainability and business competitiveness*, [www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability\\_and\\_Business\\_Competitiveness.pdf](http://www.sproutdesign.co.uk/documents/Sustainability_and_Business_Competitiveness.pdf) (9.02.2014).
- Porter M.E., Kramer M.R. (2006), *Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, „Harvard Business Review”, nr 12/2006.
- Tapscott D., Ticoll D. (2003), *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*, Free Press, New York.
- Trudel R., Cotte J. (2008), *Does being ethical pay?*, „The Wall Street Journal”, May, <http://online.wsj.com/article/SB121018735490274425.html> (7.02.2014–14.09.2013).

## EGS DISCLOSURE BY COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE AND THEIR STOCK MARKET RESULTS

**Abstract:** *Purpose* – The aim of the paper is to present polish listed companies ESG disclosures and examine the occurrence of selected positive effects of socially responsible behaviour.

*Design/Methodology/approach* – Descriptive statistics of ESG measure of polish listed companies (main market and NewConnect). Correlation analysis of ESG notes versus selected stock parameters.

*Findings* – No relevant changes in ESG measure for main market companies in 2013 vs. 2012 were observed. Minor increase in ESG measure for NewConnect companies was found. Correlation analysis results suggest the existence of positive relationship between main market companies' ESG measure and stock returns and negative relationship between ESG measure and stock price volatility.

*Originality/value* – Research results provide reasons for socially responsible behaviour of listed companies. Some areas of possible improvements in ESG disclosures are pointed out.

**Keywords:** non-financial disclosures, listed companies, socially responsible investment

## Cytowanie

- Jędrzejka D. (2014), *Ujawnienia ESG spółek notowanych na GPW w Warszawie a ich wyniki giełdowe*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 331–343; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

