



ANALIZA ESG SPÓŁEK W POLSCE



Transparentność w obszarze ESG jako element przewagi konkurencyjnej spółki giełdowej

ORGANIZATORZY:



PATRONI HONOROWI:



Ministerstwo
Skarbu
Państwa



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Transparentność w obszarze ESG jako element przewagi konkurencyjnej spółki giełdowej

Publikacja przygotowana przez
Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych,
GES oraz Crido Business Consulting

Redakcja: Robert Sroka

Warszawa, 2013

Wydawca:

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

Ul. Nowy Świat 35/5A

00-029 Warszawa

www.seg.org.pl

Na okładce:

Wojciech Sternak, Piramida (kadr)

z cyklu Światowidy, fotografia barwna, 70x100cm

ISBN: 978-83-936223-3-7

Wszelkie prawa, włącznie z prawem do reprodukcji tekstów w całości lub części w jakiegokolwiek formie - zastrzeżone.

© Copyright by Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, GES oraz Crido Business Consulting.

CZĘŚĆ 1

Analiza ESG spółek w Polsce – wyniki..... 9

Wyniki analizy ESG spółek giełdowych w Polsce..... 10

MAJA KOSTRZEWA ► GES

Polskie spółki zamknięte na zaangażowanych inwestorów..... 44

PAULINA KURKIEWICZ ► GES POLSKA

CZĘŚĆ 2

Raportowanie ESG..... 49

Komisja Europejska rozszerza obowiązki sprawozdawcze spółek..... 50

ROBERT SROKA, JOANNA KONDRACIUK ► CRIDO BUSINESS CONSULTING

Opinia europeanissuers w sprawie raportowania danych pozafinansowych..... 55

DARIUSZ WITKOWSKI ► DYREKTOR GENERALNY, STOWARZYSZENIE EMITENTÓW GIEŁDOWYCH

Znaczenie raportowania społecznego spółek giełdowych..... 58

ROBERT SROKA ► CRIDO BUSINESS CONSULTING

CZĘŚĆ 3

Czynniki ESG w analizach inwestycyjnych..... 63

W poszukiwaniu wartości czynników ESG..... 64

ADAM GRZYMISŁAWSKI ► CRIDO BUSINESS CONSULTING

Ryzyka ESG w spółkach publicznych..... 69

PROFESOR TERESA CZERWIŃSKA ► UNIwersYTET WARSZAWSKI

Raportowanie danych ESG – ewolucja nadchodzącej rewolucji..... 81

PIOTR KAŻMIERKIEWICZ ► CDM PEKAO S.A.

Ujawnienia pozafinansowe w obszarze ESG w polskich spółkach giełdowych..... 95

DARIUSZ JĘDRZEJKA, ZAKŁAD BANKOWOŚCI ► INSTYTUT FINANSÓW, UNIwersYTET ŁÓDZKI

ORGANIZATORZY, PARTNERZY I AUTORZY..... 110

Wprowadzenie

Kształt i zakres raportowania informacji przez spółki podlega ciągłym modyfikacjom. Zmianie ulegają sposoby prezentowania wskaźników finansowych, których ujawnienia oczekuje się od spółek. Wprowadzone zostały nowe elementy raportowania związane głównie z obszarem ładu korporacyjnego, który polskie spółki dobrze opanowały. Kolejnym etapem zmian wydaje się rozszerzenie zakresu raportowania o dane pozafinansowe. Jest to silny trend dostrzegalny zarówno na poziomie rynkowym, ponieważ coraz więcej spółek systematycznie raportuje dane pozafinansowe, samoregulacyjnym, gdzie całe branże wypracowują istotne czynniki i wskaźniki pozafinansowe, jak i regulacyjnym, który przejawia się w krajowych i unijnych inicjatywach legislacyjnych.

Rozszerzenie zakresu raportowania o dane pozafinansowe powoduje konieczność zdobycia nowych umiejętności, wiedzy i doświadczenia pozwalających na odpowiednie gromadzenie i przedstawienie tego typu informacji. Ukazanie ich w sposób wartościowy, przede wszystkim dla akcjonariuszy, jest niełatwym wyzwaniem. Konieczne jest poznanie oczekiwań odbiorców tego typu raportów, nauczenie się posługiwania standardami raportowania obszarów pozafinansowych oraz wypracowanie odpowiednich procesów mierzenia i gromadzenia danych wewnątrz organizacji. Pozostaje również obawa o to, czy nie odkryjemy się za bardzo przed konkurencją. Żeby podpowiedzieć polskim spółkom, co i jak raportować, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Crido Business Consulting oraz firma analityczna GES zainicjowały w 2012 roku projekt „Analiza ESG spółek w Polsce”. Jest to przedsięwzięcie edukacyjne, mające na celu przygotowanie spółek do raportowania danych w obszarach środowiskowym, społecznym i ładu korporacyjnego (ang. ESG: E – environment; S – social; G – governance).

Celem projektu „Analiza ESG spółek w Polsce” jest dostarczenie spółkom najlepszej wiedzy w jak najbardziej bezpośredni sposób. Centralnym elementem projektu jest analiza poziomu raportowania danych pozafinansowych wszystkich spółek notowanych na głównym parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz na rynku alternatywnym NewConnect. Wyniki analizy 865 spółek wykonywanej przez analityków GES są zapisywane na powstałej na potrzeby projektu platformie internetowej. Każda spółka po otrzymaniu hasła ma dostęp do swoich indywidualnych wyników, gdzie może sprawdzić, jak została oceniona oraz jak plasuje się wobec innych firm. Co ważniejsze, może prowadzić dialog z analitykami, pytając o swoją ocenę, komentując, dodając informacje, dzięki którym może podnieść swoją ocenę i pozycję w rankingu. Ponadto, firma Crido Business Consulting spotyka się z wybranymi spółkami w celu poznania barier i wyzwań w zakresie raportowania ESG, na podstawie których są przygotowywane konkretne wskazówki dla spółek chcących lepiej ujawniać dane pozafinansowe.

Analiza po raz pierwszy została przeprowadzona w 2012 roku, a jej wyniki i rekomendacje dla spółek przedstawiono w publikacji „Budowanie wartości spółki poprzez raportowanie danych pozafinansowych ESG”. W niniejszej publikacji prezentujemy wyniki drugiej edycji projektu Analiza ESG spółek w Polsce. Rezultaty zostały przedstawione w podziale na główne indeksy oraz sektory. Podział sektorowy pozwala na uchwycenie tych czynników, które spółki uważają za ważne w procesie raportowania. Uzyskane wyniki wskazują, że spółki mają jeszcze wiele do zrobienia, aby poprawić poziom ujawniania danych ESG, ważnych z punktu widzenia kluczowych interesariuszy. Takim właśnie interesariuszem, oprócz inwestorów, bezsprzecznie jest również administracja. Dlatego w artykule Komisja Europejska rozszerza obowiązki sprawozdawcze spółek przybliżamy propozycje zmian legislacyjnych proponowanych przez prawodawstwo unijne i polskie. Dzięki temu wskazujemy obszary raportowania, na które spółki powinny zwrócić większą uwagę. Dotyczy to przede wszystkim informacji w zakresie miejsca pracy, łańcucha dostaw oraz relacji ze społeczeństwem.

Ważne jest wskazanie korzyści płynących z większej transparentności raportowania ESG. Dlatego w trzeciej części publikacji został zamieszczony przegląd najważniejszych badań międzynarodowych analizujących zależność między raportowaniem danych pozafinansowych a wartością spółki na rynku. Zapraszamy do zapoznania się z wynikami prac analityków, którzy na podstawie danych z analizy ESG polskich spółek sprawdzili, czy inwestowanie w spółki najbardziej transparentne jest opłacalne.

Realizując projekt, zachęcamy inwestorów, którzy swoje decyzje inwestycyjne podejmują również na podstawie danych pozafinansowych, do większej aktywności w naszym kraju, dzięki czemu spółki najlepiej raportujące dane pozafinansowe byłyby nagradzane przez rynek. Każdego roku przybywa liczba tzw. odpowiedzialnych inwestorów, którzy oceniają wartość spółek także w oparciu na danych ESG. W związku z tym, że są to przede wszystkim inwestorzy zagraniczni, wyniki drugiej edycji projektu prezentujemy również w języku angielskim. Dzięki temu mamy nadzieję zainteresować inwestorów zagranicznych tymi spółkami, które najlepiej radzą sobie z ujawnianiem informacji z obszarów pozafinansowych.

Projekt Analiza ESG spółek w Polsce, ze względu na zasięg, sposób wykonania i cel, jest przedsięwzięciem unikatowym nie tylko w Polsce, lecz także w Europie. Dane, które są gromadzone podczas jego realizacji, nabierają każdego roku coraz większej wartości, ponieważ pozwalają inwestorom śledzić dynamikę zmiany i podejmować coraz lepsze decyzje inwestycyjne. A jak wskazują wyniki analizy, inwestowanie w spółki transparentne jest mniej ryzykowne i bardziej opłacalne. Mając to na uwadze, działy relacji inwestorskich powinny być świadome, że trud włożony w podniesienie poziomu raportowania danych ESG może realnie przełożyć się na większy dopływ kapitału do spółki.

CZĘŚĆ 1

Analiza ESG spółek w Polsce – wyniki

Wyniki analizy ESG spółek giełdowych w Polsce

MAJA KOSTRZEWA ► GES

Druga edycja projektu „Analiza ESG spółek w Polsce” została przeprowadzona na próbie 865 spółek i podobnie jak w roku ubiegłym obejmowała spółki notowane na rynku regulowanym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółki z rynku NewConnect. Poddane analizie spółki były ponownie weryfikowane pod kątem przejrzystości ujawniania danych z zakresu ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej oraz ładu korporacyjnego. W każdej z tych trzech kategorii spółki musiały spełnić określone kryteria zarówno ogólne, jak i w przypadku ochrony środowiska i odpowiedzialności społecznej branżowe, aby otrzymać satysfakcjonującą ocenę. Za pośrednictwem interaktywnej platformy spółki mają nadal możliwość komunikowania się z analitykiem, który dokonywał analizy, a co za tym idzie – pytając, komentując, wyjaśniając i sugerując zmiany, mają możliwość wpływu na podwyższenie poszczególnych wyników. Powyższa platforma umożliwia również spółkom zapoznanie się z benchmarkiem

branżowym, który stanowi porównanie w ramach jednej branży spółek wchodzących w skład takich światowych indeksów jak MSCI World, FTSE All World czy VINX Nordic.

Jakość informacji podawanej przez analizowane spółki jest, podobnie jak w zeszłym roku, zróżnicowana ze względu na poszczególne czynniki ESG. W większości przypadków wiąże się ona z rozmiarem analizowanej spółki, jak również z branżą, w której dana spółka operuje. Raporty spółek, które ujawniały dane pozafinansowe, są lepsze, bardziej szczegółowe, jednak zdecydowana większość polskich spółek nadal ujawnia dane pozafinansowe tylko w obrębie ładu korporacyjnego.

Na podstawie analizowanej próby 865 spółek giełdowych uzyskano następujące oceny za poszczególne czynniki ESG:

Tabela 1. Metodologia oceny spółek

Liczba punktów	Ocena stanu	Opis oceny
0 pkt	c	Brak informacji lub całkowite niepowodzenie
0,3 lub 0,2 pkt	c+	Wskazówki na istnienie strategii firmy
0,75 lub 0,5 pkt	b-	Rozbudowana polityka firmy
1,2 lub 0,8 pkt	b	Polityka + program lub polityka + system zarządzania
1,8 lub 1,2 pkt	b+	Polityka + program + system zarządzania
2,25 lub 1,5 pkt	a-	Ocena postępu
2,7-3 lub 1,8-2 pkt	a	Mechanizm zewnętrznej weryfikacji

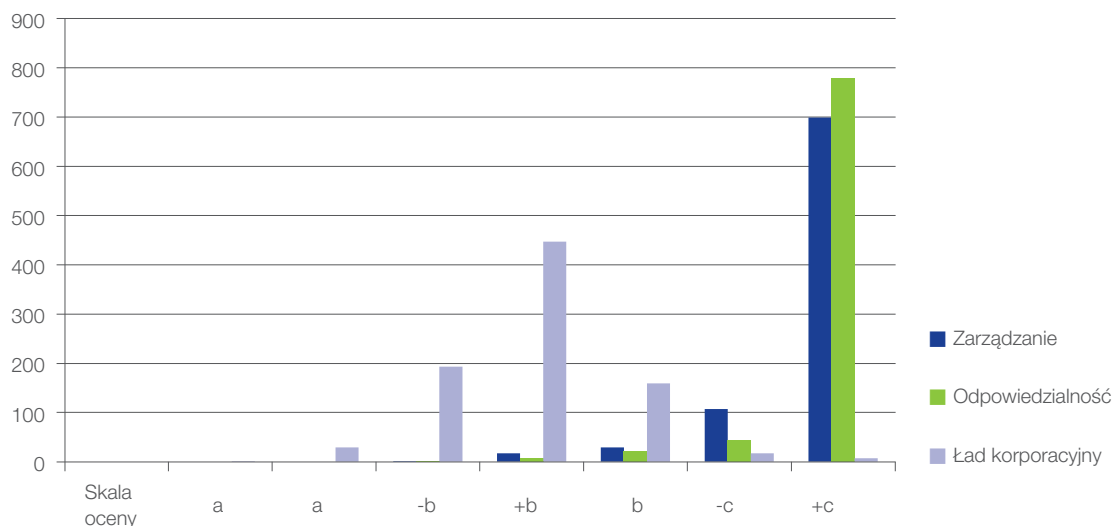
Tabela 2. Ilościowy podział spółek ze względu na otrzymaną ocenę ogólną w każdej z trzech kategorii ESG

Skala oceny	Zarządzanie środowiskiem (E)	Odpowiedzialność społeczna (S)	Ład korporacyjny (G)
a	0	0	1
a-	0	0	29
b+	2	2	192
b	15	5	458
b-	28	21	163
c+	110	45	16
c	711	793	7

Tabela 3. Procentowy podział spółek ze względu na otrzymaną ocenę ogólną w każdej z trzech kategorii ESG

Skala oceny	Zarządzanie środowiskiem (E)		Odpowiedzialność społeczna (S)		Ład korporacyjny (G)	
a	0	0%	0	0%	1	0,1%
a-	0	0%	0	0%	29	3,3%
b+	2	0,2%	2	0,2%	192	22,1%
b	15	1,7%	5	0,5%	458	52,9%
b-	28	3,2%	21	2,4%	163	18,8%
c+	110	12,7%	45	5,2%	16	2%
c	711	82,2%	793	91,7%	7	0,8%

Wykres 1.



Wyniki w obszarze zarządzania środowiskiem

W obszarze zarządzania środowiskiem 0,2% całości badanej próby otrzymało ocenę „b+”. Ocena „b+” w tej części analizy była oceną najwyższą, żadna ze spółek nie uzyskała wyższego rezultatu. 1,7% spółek otrzymało ocenę „b”, a 3,2% – ocenę „b-”. 12,7% spółek otrzymało ocenę „c+”. Wreszcie 82,2% firm otrzymało ocenę „c”. Spośród owych 83,2% spółek 13,2% ma znikomy zakres informacji, a 86,8% nie publikuje żadnej informacji.

Wyniki w obszarze odpowiedzialności społecznej

W ramach odpowiedzialności społecznej najwyższym wynikiem była również ocena „b+”, którą otrzymało 0,2% spółek. 0,5% firm uzyskało ocenę „b”. 2,4% firm uzyskało ocenę „b-”, natomiast 5,2% spółek otrzymało ocenę „c+”. 91,7% firm otrzymało ocenę „c”. 18,9% z 91,7% spółek ma znikomy zakres informacji, a 81,1% nie publikuje żadnej informacji.

Wyniki w obszarze ładu korporacyjnego

Najwięcej pozytywnych ocen otrzymały spółki za informacje wykorzystywane przy analizie ładu korporacyjnego. Kolejno jest to: 0,1% z oceną „a”, 3,3% spółek z oceną „a-”, 22,1% spółek z oceną „b+”, 52,9% spółek z oceną „b”, 18,8% firm z oceną „b-” i 2% spółek z oceną „c+”. Jedynie 0,8% spółek otrzymało ocenę „c”. Spośród tych 0,8% spółek 28,6% ma znikomy zakres informacji, a 71,4% (5 spółek) nie publikuje żadnej informacji.

W zestawieniu wszystkich trzech części analizy można zauważyć analogiczną tendencję do zeszłorocznej, która wskazuje na fakt, że spółki na podobnym, dosyć niskim, poziomie ujawniają informacje związane z ochroną środowiska i społeczną odpowiedzialnością, natomiast bardzo wysoki poziom raportowania można zaobserwować, oceniając ład korporacyjny firm. Zaledwie 0,8% przeanalizowanych spółek nie publikuje żadnej informacji.

Wyniki analizy z podziałem na grupy oparte na indeksach oraz z podziałem na sektory

W celu dokładnego porównania wyników analizy spółek giełdowych zastosowano następujące podziały:

- ▶ WIG20 + mWIG40,
- ▶ sWIG 80,
- ▶ Rynek Główny poza indeksami,
- ▶ New Connect,
- ▶ spółki zagraniczne,
- ▶ podział sektorowy spółek z Rynku Głównego.

O ile przy pierwszym podziale staraliśmy się dostrzec różnice w ratingu spółek, zestawiając ze sobą wartości minimalne, maksymalne, średnie i mediany, o tyle przy podziale sektorowym spółek z Rynku Głównego próbowaliśmy zaobserwować, jakie są średnie ocen w poszczególnych częściach analizy na tle ryzyk sektorowych.

Wyniki analizy z podziałem na grupy oparte na indeksach

Pierwszy podział jasno wskazuje na to, że biorąc pod uwagę wartości maksymalne, najlepiej z ujawnianiem danych ESG radzą sobie spółki zagraniczne (wartości maksymalne wynoszą 2,14 pkt). Następne w kolejności są: WIG20 + mWIG40 (1,79 pkt), sWIG80 (1,58 pkt), Rynek Główny poza indeksami (1,56 pkt) oraz NewConnect (0,87 pkt). Inaczej sytuacja wygląda, jeżeli za punkt odniesienia weźmiemy średnie arytmetyczne ocen czy mediany. Statystyki te nieznacznie różnią się między sobą, co oznacza, że w ocenianych grupach nie ma dysproporcji. Na pierwszym miejscu plasuje się WIG20 + mWIG40 (ze średnią: 1 pkt i medianą: 0,93 pkt), następnie są spółki zagraniczne (średnia: 0,86 pkt; mediana: 0,78 pkt), zaraz za nimi sWIG80 (średnia: 0,74 pkt; mediana: 0,69 pkt), później Rynek Główny poza indeksami (średnia: 0,62 pkt; mediana: 0,60 pkt) i wreszcie NewConnect (średnia: 0,44 pkt; mediana: 0,46 pkt). Minimalne wartości są równe zero w dwóch grupach: spółek z Rynku Głównego poza indeksami oraz spółek z NewConnect.

Gdybyśmy chcieli zobaczyć, jakie sektory reprezentują najbardziej transparentne spółki w poszczególnych grupach, będą to:

W grupie spółek notowanych na WIG20 + mWIG40:**► sektor energetyczny**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze energetycznym obejmuje w części środowiskowej odnawialne źródła energii, wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na WIG20 + mWIG40, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych jest zadowalający w części środowiskowej, gdzie oceny plasują się na średnim poziomie, podobnie w części poświęconej odpowiedzialności społecznej firm stosunkowo duża ilość informacji jest publikowana w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną, przeszkolenia pracowników ochrony i korupcji. Gorzej sytuacja wygląda w przypadku wymogów w stosunku do łańcucha dostaw, gdzie poziom publikowanych informacji jest bardzo niski bądź spółki nie publikują żadnych danych na ten temat.

► sektor materiałowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze materiałowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na WIG20 + mWIG40, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych jest zadowalający w części środowiskowej, gdzie oceny plasują się na średnim poziomie, za to w części poświęconej odpowiedzialności społecznej firm informacje głównie są publikowane w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną oraz w mniejszym stopniu w odniesieniu do przeszkolenia pracowników ochrony i korupcji. Najgorzej sytuacja wygląda w przypadku wymogów w stosunku do łańcucha dostaw, gdzie poziom publikowanych informacji jest bardzo niski bądź spółki nie publikują żadnych danych na ten temat.

► sektor telekomunikacyjny

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze telekomunikacyjnym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz zarządzanie flotą pojazdów. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na WIG20 + mWIG40, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania tych danych jest podobny w obu częściach analizy, reprezentuje średni poziom raportowania, jedynie wymogi względem dostawców są niedostatecznie opisane.

► sektor finansowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze finansowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz finansowanie projektów i aktywne uczestnictwo we własności. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję. W grupie spółek notowanych na WIG20 + mWIG40, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest dość wysoki w odniesieniu do aspektów finansowych w zarządzaniu produktem oraz własnością, jak również podróży biznesowych, natomiast niski w przypadku danych na temat wydajności środowiskowej. Podobnie sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest bardzo niski.

W grupie spółek notowanych na sWIG80:**► sektor finansowy**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze finansowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz finansowanie projektów i aktywne uczestnictwo we własności. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję. W grupie spółek notowanych na sWIG80, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest zadowalający w odniesieniu do aspektów finansowych w zarządzaniu produktem oraz własnością, podróży biznesowych,

jak również w przypadku danych na temat wydajności środowiskowej. Inaczej sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest zróżnicowany, ponieważ brakuje danych na temat inwestycji odpowiedzialnych społecznie. Jedynie poziom raportowania w zakresie korupcji utrzymuje się na zadowalającym poziomie.

► sektor przemysłowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze przemysłowym obejmuje w części środowiskowej efektywność energetyczną, wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia energii), rekultywację gruntów, niebezpieczne substancje oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na sWIG80, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest bardzo słaby, jedyne informacje dotyczą poziomu zużycia energii, jak również niebezpiecznych substancji. Inaczej sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest zadowalający w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną, szkoleniem pracowników ochrony oraz walki z korupcją, jednak brakuje danych na temat wymogów społecznych stawianych dostawcom.

► sektor ochrony zdrowia

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze ochrony zdrowia obejmuje w części środowiskowej zarządzanie flotą pojazdów, wydajność środowiskową (odpady i poziom zużycia energii) oraz niebezpieczne substancje. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na sWIG80, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest zadowalający, jeżeli chodzi o publikowane informacje na temat zarządzania flotą oraz wydajności środowiskowej. Natomiast brak danych na temat stosowania niebezpiecznych substancji. Podobnie sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom

ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest zadowalający w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną oraz walki z korupcją, jednak brakuje danych na temat wymogów społecznych stawianych dostawcom.

► sektor materiałowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze materiałowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów, jak również analizę ryzyka w procesie tworzenia nowych produktów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na sWIG80, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest w miarę zadowalający, jeżeli chodzi o publikowane informacje na temat wydajności środowiskowej oraz analizę ryzyka. Jednak pozostałe kwestie środowiskowe nie są w ogóle poruszane w publicznie dostępnych publikacjach spółek. Sytuacja wygląda podobnie, biorąc pod uwagę kwestie społeczne. Zakres ujawnianych informacji obejmuje tylko pewien obszar analizy, koncentruje się głównie na relacjach ze społecznością lokalną, natomiast jest bardzo mało lub nie ma wcale informacji na temat walki z korupcją czy wymogów względem dostawców.

W grupie spółek notowanych na Rynku Głównym poza indeksami:

► sektor materiałowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze materiałowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na Rynku Głównym, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych jest zadowalający w części środowiskowej, gdzie oceny plasują się na średnim poziomie, za to w części poświęconej odpowiedzialności społecznej firm informacje głównie

są publikowane w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną oraz w mniejszym stopniu w odniesieniu do przeszkolenia pracowników ochrony i korupcji. Najgorzej sytuacja wygląda w przypadku wymogów w stosunku do łańcucha dostaw, gdzie poziom publikowanych informacji jest bardzo niski bądź spółki nie publikują żadnych danych na ten temat.

► **sektor finansowy**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze finansowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz finansowanie projektów i aktywne uczestnictwo we własności. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję. W grupie spółek notowanych na Rynku Głównym, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest dosyć wysoki w odniesieniu do aspektów finansowych w zarządzaniu produktem, jak również podróży biznesowych oraz średni w przypadku danych na temat kwestii środowiskowych w zakresie zarządzania własnością. Podobnie sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest zadowalający.

► **sektor wyższych dóbr konsumpcyjnych**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze wyższych dóbr konsumpcyjnych obejmuje w części środowiskowej zarządzanie flotą pojazdów, wydajność środowiskową (odpady i poziom zużycia energii) oraz wytwarzanie ekoproductów bądź ekologicznych komponentów. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję oraz wymogi społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na Rynku Głównym, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest zróżnicowany, a jedynym kryterium, które w sposób zadowalający opisano, jest kwestia zarządzania flotą pojazdów.

W pozostałych kryteriach poziom przejrzystości spółek jest znikomy. Podobnie sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie zagadnienia związane ze społecznością lokalną i korupcją są raportowane na średnim poziomie, natomiast nie ma

żadnych informacji na temat wymogów względem dostawców.

► **sektor podstawowych dóbr konsumpcyjnych**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze podstawowych dóbr konsumpcyjnych obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (odpady oraz poziom zużycia wody i energii) oraz wytwarzanie ekoproductów bądź ekologicznych komponentów. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję oraz wymogi społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na Rynku Głównym, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest zadowalający w przypadku ujawniania wydajności środowiskowej, natomiast brak informacji na temat ewentualnego wytwarzania ekoproductów. Natomiast w części społecznej zagadnienia związane ze społecznością lokalną i korupcją są raportowane na niskim poziomie oraz nie ma żadnych informacji na temat wymogów względem dostawców.

W grupie spółek notowanych na NewConnect:

► **sektor przemysłowy**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze przemysłowym obejmuje w części środowiskowej zarządzanie flotą pojazdów oraz wydajność środowiskową (odpady i poziom zużycia energii). Natomiast w części społecznej obejmuje korupcję. W grupie spółek notowanych na NewConnect nawet spółki najlepiej raportujące nie publikują żadnej informacji w obszarze specyficznych dla danej branży zagadnień środowiskowych. W części poświęconej odpowiedzialności społecznej spółek temat korupcji jest raportowany na średnim poziomie.

► **sektor użyteczności publicznej**

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze użyteczności publicznej obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, niebezpieczne odpady, poziom zużycia energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na NewConnect, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom

ujawniania danych środowiskowych jest słaby, brak informacji na temat wydajności środowiskowej (z wyjątkiem danych związanych z poziomem zużywanej energii), natomiast niewielki zakres informacji spółki ujawniają w związku z rekultywacją gruntów. W części społecznej zagadnienia związane ze społecznością lokalną są raportowane na niskim poziomie oraz nie ma żadnych informacji na temat przeciwdziałania korupcji i wymogów względem dostawców.

► sektor finansowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze finansowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz finansowanie projektów i aktywne uczestnictwo we własności. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję. W grupie spółek notowanych na NewConnect nawet spółki najlepiej raportujące nie publikują żadnej informacji w obszarze specyficznych dla danej branży zagadnień środowiskowych. W części poświęconej odpowiedzialności społecznej spółek temat korupcji jest raportowany na średnim poziomie, jednak nie ma żadnych informacji na temat inwestycji odpowiedzialnych społecznie.

► sektor materiałowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze materiałowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek notowanych na NewConnect nawet spółki najlepiej raportujące nie publikują żadnej informacji w obszarze specyficznych dla danej branży zagadnień środowiskowych. W części poświęconej odpowiedzialności społecznej spółek jedynie temat relacji ze społecznością lokalną jest w niewielkim stopniu zaraportowany, poza tym brakuje informacji w odniesieniu do korupcji czy wymogów społecznych względem dostawców.

W grupie spółek zagranicznych notowanych na różnych indeksach:

► sektor finansowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze finansowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów i poziom zużycia energii), podróże biznesowe oraz finansowanie projektów i aktywne uczestnictwo we własności. Natomiast w części społecznej obejmuje inwestycje odpowiedzialne społecznie i korupcję. W grupie spółek zagranicznych, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest wysoki w odniesieniu do wszystkich aspektów analizy, jednak najwyższy – biorąc pod uwagę istotę działalności instytucji finansujących – w odniesieniu do aspektów środowiskowych w zarządzaniu produktem. Podobnie sytuacja wygląda w części społecznej, gdzie poziom ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych jest stosunkowo wysoki we wszystkich aspektach.

► sektor energetyczny

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze energetycznym obejmuje w części środowiskowej odnawialne źródła energii, wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek zagranicznych, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest dość wysoki we wszystkich aspektach analizy oraz średni w części poświęconej odpowiedzialności społecznej firm w odniesieniu do relacji ze społecznością lokalną, przeszkolenia pracowników ochrony i korupcji. W przypadku wymogów spółek w stosunku do łańcucha dostaw zakres raportowania jest zdecydowanie zadowalający.

► sektor materiałowy

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze materiałowym obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady,

poziom zużycia wody i energii), rekultywację gruntów oraz ocenę oddziaływania na środowisko. Natomiast w części społecznej obejmuje relacje ze społecznością lokalną, przeszkolenie pracowników ochrony w zakresie praw człowieka, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek zagranicznych, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest dosyć wysoki we wszystkich aspektach analizy. Najwięcej danych można znaleźć na temat rekultywacji gruntów. W części społecznej poziom raportowania jest niższy, ponieważ niewielki zakres informacji jest publikowany na temat relacji ze społecznością lokalną oraz walki z korupcją, większy – na temat wymogów względem dostawców, nie ma za to żadnych informacji w odniesieniu do szkolenia pracowników ochrony.

► sektor ochrony zdrowia

Zakres ujawniania specyficznych dla danej branży danych pozafinansowych przez spółki w sektorze ochrony zdrowia obejmuje w części środowiskowej wydajność środowiskową (emisje gazów, odpady, poziom zużycia wody i energii) oraz niebezpieczne substancje. Natomiast w części społecznej

obejmuje relacje ze społecznością lokalną, korupcję, jak również wymagania społeczne względem dostawców. W grupie spółek zagranicznych, wśród spółek najlepiej raportujących, poziom ujawniania danych środowiskowych jest zadowalający, jeżeli chodzi o publikowane informacje na temat wydajności środowiskowej. Natomiast brak danych na temat stosowania niebezpiecznych substancji. W części poświęconej odpowiedzialności społecznej spółek jedynie temat relacji ze społecznością lokalną jest w niewielkim stopniu zaraportowany, poza tym brakuje informacji w odniesieniu do korupcji czy wymogów społecznych względem dostawców.

Wyniki analizy w podziale sektorowym spółek z Rynku Głównego

Analizy według drugiego podziału (podział sektorowy spółek z Rynku Głównego) dokonano na podstawie analizowanej próby 437 spółek giełdowych z Rynku Głównego. Tym razem średnie ocen z każdej części analizy w danym sektorze zostały przedstawione na tle ryzyk, z jakimi muszą zmagać się spółki. Wnioski z tej analizy przedstawiono w tabeli poniżej.

Tabela 4. Średnie ocen w sektorze na tle ryzyk sektorowych

▶ CONSUMER DISCRETIONARY – sektor wyższych dóbr konsumpcyjnych					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n%)	- E	Średnia ocena spółek - S - G
Ryzyko środowiskowe	Ogólna ocena dla całego sektora		71	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c, rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c
	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze wyższych dóbr konsumpcyjnych są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i energii. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			Nadzór i kontrola – c+, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Zużycie wody, gospodarka odpadami, stosowanie niebezpiecznych substancji, emisje do powietrza, pakowanie	Ponadto, ryzyka środowiskowe obejmują gospodarkę odpadami stałymi i niebezpiecznymi, zużycie wody, stosowanie niebezpiecznych substancji w produkcji, emisje pozostałych gazów cieplarnianych (SO ² , NOx, NMLZO), jak również pakowanie, które ma znaczący wpływ na środowisko ze względu na zastosowanie niebezpiecznych substancji przy produkcji oraz długi okres rozkładu.			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiskowych, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą olbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działania osób trzecich.				
	BHP	Główne ryzyko społeczne w sektorze wyższych dóbr konsumpcyjnych jest związane ze złymi warunkami pracy oraz w przypadku niektórych branż – kontaktem ze szkodliwymi substancjami. Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy.				
	Prawa pracowników	Ryzyko to dotyczy również innych naruszeń praw pracowniczych, takich jak ograniczenia wolności pracowników do zrzeszania się i praca do zawierania zbiorowych układów pracy. Zatrudnianie pracowników tymczasowych, które praktykuje się w niektórych branżach tego sektora przemysłu, zwiększa ryzyko złych warunków pracy i nierównego traktowania pracowników. Obejmuje to niskie standardy życia, zmniejszenie płac, nieregulowane godziny pracy, a także przesładowanie pracowników.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracowników mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				

► CONSUMER STAPLES – sektor podstawowych dóbr konsumpcyjnych					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek	
				- E	- S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		40	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c, rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze podstawowych dóbr konsumpcyjnych są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i energii. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Zużycie materiałów, gospodarka odpadami, stosowanie niebezpiecznych substancji, wylesianie	Ponadto, ryzyka środowiskowe obejmują zużycie materiałów i gospodarkę odpadami produkcyjnymi oraz niebezpiecznymi, zużycie wody, stosowanie niebezpiecznych substancji w produkcji, jak również opakowania, które mają znaczący wpływ na środowisko ze względu na stosowanie niebezpiecznych substancji przy ich produkcji oraz długi okres rozkładu. Wycinanie lasów i brak stosowania procedur odtwarzania stanowią zagrożenie dla różnorodności biologicznej i ekosystemów.			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiska, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą ołbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				
	BHP	Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy, doprowadzają do występowania obrażeń, a nawet wypadków śmiertelnych.				
	Prawa pracowników	Ryzyko to dotyczy również innych naruszeń praw pracowniczych, takich jak ograniczenie wolności pracowników do zrzeszania się i prawa do zawierania zbiorowych układów pracy.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				

► ENERGY – sektor energetyczny						
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	- E	Średnia ocena spółek	
					- S	- G
	Ogólna ocena dla całego sektora		10	c+	c+	b+
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – b-, rezultaty – c+	Pracownicy – b-, społeczność lokalna – c+, dostawcy – c+	Nadzór i kontrola – b, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze energetycznym są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i energii. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.				
	Zużycie materiałów, gospodarka odpadami, stosowanie niebezpiecznych substancji	Ponadto, ryzyka środowiskowe związane z tym sektorem obejmują zużycie materiałów, jak również gospodarkę odpadami produkcyjnymi. Stosowanie substancji niebezpiecznych niesie za sobą ryzyko wycieków lub innych niebezpiecznych zdarzeń przy użyciu szkodliwych substancji. Działania wydobywcze lub instalacje energetyczne pociągające za sobą zmianę gruntów oraz ingerencję w różnorodność biologiczną także mogą zwiększyć ryzyko środowiskowe.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	BHP	Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy. Szczególną uwagę w tym sektorze należy zwrócić na bezpieczeństwo wypadków śmiertelnych w miejscu pracy; jak również narażenie na kontakt z toksycznymi substancjami chemicznymi.				
	Spoločności lokalne	Ryzyko społeczne obejmuje również społeczności lokalne. Sąsiadujące populacje mogą być narażone na działanie toksycznych substancji i dymów chemicznych, wpływających na ich zdrowie. Naruszenie podstawowych praw człowieka i wolności, w wyniku utraty środków do życia i przesiedlenia, mogą wywołać wrogie reakcje lokalnej ludności.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również wiązać się z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				
	Korupcja	Sektor energetyczny narażony jest także na ryzyko nieetycznych zachowań biznesowych, takich jak korupcja czy łapówkarstwo.				

► FINANCIALS – sektor finansowy					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	- E	Średnia ocena spółek - S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		81	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c, rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze finansowym są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa, energii oraz podróże biznesowe. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Zarządzanie produktem	Zarządzanie produktem jest również istotnym ryzykiem sektora finansowego. Sektor zmagają się z wyzwaniem, jakie niesie za sobą stosowanie odpowiedzialnych praktyk biznesowych ze względu na oczekiwania społeczne i rosnącą świadomość. W ramach tych praktyk spółki powinny uwzględniać zagadnienia środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego (ESG) w działalności kredytowej, a także zachowywać zasady odpowiedzialnego inwestowania poprzez przestrzeganie określonych przepisów lub przystępowanie do niektórych inicjatyw (np. PRI).			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	Zobowiązania finansowe związane z ochroną środowiska	Zagrożenia dla środowiska związane z branżą nieruchomości obejmują również zobowiązania środowiskowe: obowiązek dokonywania wydatków ze względu na dawną lub trwającą działalność, zwolnienie od szkodliwych substancji, składowanie niebezpiecznych odpadów lub inne działania mające negatywny wpływ na środowisko.				
	Projektowanie i rekultywacja gruntów	Projektowanie i rekultywacja gruntów są to kwestie równie istotne dla tej branży.				
	BHP	Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy, np. obrażenia związane z pracą przy użyciu urządzeń elektronicznych.				
	Prawa pracowników	Ponadto ryzyko społeczne obejmuje również problem dyskryminacji pracowników ze względu na płeć, rasę, kulturę lub religię. Ryzyko takie pojawia się również w relacjach z dostawcami.				
	Zarządzanie produktem	Zarządzanie produktem jest także kluczowym czynnikiem społecznym – społecznie odpowiedzialne inwestycje oraz pożyczki odgrywają ważną rolę w kwestii zrównoważonych praktyk biznesowych. Stosowanie określonych zasad i procedur (np. SRI, oceny skutków społecznych) wchodzi w zakres dobrych praktyk.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
	Praktyki biznesowe	Sektor finansowy jest ponadto narażony na ryzyko nieuczciwych praktyk biznesowych, w tym korupcji i łapownictwa, prania brudnych pieniędzy bądź niescisłości w wynagrodzeniach prezesów spółek oraz członków rad nadzorczych.				
	Prawa pracowników	Ryzyko społeczne związane z branżą nieruchomości obejmuje również zatrudnienie pracowników migrujących, które zwiększa możliwość występowania problemów związanych z trudnymi warunkami życia, niskimi płacami, nieregulowanymi godzinami pracy oraz prześladowaniem pracowników.				

► HEALTH CARE – sektor ochrony zdrowia					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek	
				- E	- S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		14	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c, rezultaty – c	Pracownicy – c+, społeczność lokalna – c+, dostawcy – c
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze ochrony zdrowia są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i energii. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei pośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Zużycie materiałów, gospodarka odpadami, stosowanie niebezpiecznych substancji	Ponadto, ryzyka środowiskowe związane z tym sektorem obejmują zużycie materiałów, jak również gospodarkę odpadami produkcyjnymi. Odnosi się to głównie do stosowania niebezpiecznych substancji (np. środków chemicznych) i zarządzania stałymi i niebezpiecznymi odpadami. Stosowanie substancji toksycznych jest ściśle związane z radioaktywnością, która również stanowi potencjalne zagrożenie. Niewłaściwe zarządzanie, magazynowanie oraz składowanie odpadów może wywierać negatywny wpływ na ekosystemy.			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	Emisje do powietrza i pakowanie	Ponadto, ryzyko środowiskowe obejmuje emisje pozostałych gazów cieplarnianych (SO ² , NOx, NMLZO), jak również pakowanie. Równolegle ze wzrostem świadomości środowiskowej wzrastają wymagania klientów dotyczące produkcji na bazie przyjaznych dla środowiska produktów i materiałów.				
	BHP	Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy. Szczególna troska o zdrowie pracowników jest związana z narażeniem na stężenie z toksycznymi substancjami chemicznymi.				
	Prawa pracowników	Ryzyko to dotyczy również naruszeń praw pracowniczych, takich jak ograniczenia wolności pracowników do zrzeszania się i prawa do zawierania układów zbiorowych pracy.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				

► INDUSTRIALS – sektor przemysłowy					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek	
				- E	- S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		106	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c+, rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie, niebezpieczne substancje	Dwoma najważniejszymi ryzykami środowiskowymi w sektorze przemysłowym są globalne ocieplenie oraz zużycie materiałów, w tym substancji niebezpiecznych (np. środków chemicznych). Generowane przez zużycie paliwa i energii gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych. Natomiast toksyczne związki i szkodliwe materiały stanowią znaczne zagrożenie dla środowiska – przy niewłaściwym użytkowaniu mogą one prowadzić do skażenia ziemi i wody.			Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Gospodarka odpadami, zużycie wody, emisje do powietrza	Ponadto, ryzyka środowiskowe obejmują gospodarkę odpadami stałymi i niebezpiecznymi, zużycie wody, jak również emisje pozostałych gazów cieplarnianych (SO ₂ , NOx, NMLZO).			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
	Pakowanie	Nie tylko same produkty, lecz także pojemniki, w których są one przechowywane, mogą stanowić potencjalne zagrożenie dla środowiska i zdrowia konsumenta. Materiał opakowania może zawierać szkodliwe substancje wpływające na środowisko lub może zostać uznany za nieekologiczny ze względu na długi czas rozkładu.				
	Rekultywacja gruntów	Zagrożenia dla ekosystemów mogą być powodowane także zmianami terenu, a przede wszystkim – wynikać z braku procedur rekultywacyjnych.				
	Emisje pyłów, wycieki, wylesianie	Inne ryzyka związane z procesami produkcyjnymi mogą stanowić emisje pyłów oraz wycieki, niezależnie kontrolowane czy przypadkowe, jak również wylesianie.				
	Zarządzanie flotą	W przypadku branży TSL (Transport-Spedycja-Logistyka) ryzyko środowiskowe może pociągać za sobą także niewłaściwe zarządzanie flotą.				
	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiskowych, jak również nie stosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą olbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	BHP	Ryzyko społeczne w tym sektorze wiąże się przede wszystkim ze złymi warunkami pracy – hałasem lub wibracjami, stosowaniem ciężkiego sprzętu lub ryzykiem wypadków przy pracy. Tego typu zagrożenia bezpieczeństwa i zdrowia obejmują zarówno pracowników, jak i społeczności lokalne. W przypadku tych drugich dotyczą one zdrowia ludzkiego, jak również własności.				
	Prawa pracowników	Zatrudnianie pracowników migrujących zwiększa możliwość występowania problemów związanych z trudnymi warunkami życia, niskimi płacami, nieregulowanymi godzinami pracy oraz przesładowaniem pracowników. Ryzyko to dotyczy również innych naruszeń praw pracowniczych, takich jak ograniczenia wolności pracowników do zrzeszania się i prawa do zawierania układów zbiorowych pracy.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				

► INFORMATION TECHNOLOGY – sektor technologii informacyjnych						
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	- E	- S	- G
	Ogólna ocena dla całego sektora		47	c	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c; rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c	Nadzór i kontrola – c+, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie, niebezpieczne substancje	Dwoma najważniejszymi ryzykami środowiskowymi w sektorze technologii informatycznych są globalne ocieplenie oraz zarządzanie niebezpiecznymi substancjami. Generowane przez zużycie paliwa oraz wysoki poziom zużycia energii elektrycznej gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych. Natomiast toksyczne opary zanieczyszczają atmosferę oraz stanowią znaczne zagrożenie dla środowiska.				
	Niebezpieczne odpady	Ponadto, istnieje ryzyko składowania niebezpiecznych materiałów zamiast zbierania, ponownego użycia lub recyklingu zużytych części elektronicznych. Niewłaściwa gospodarka odpadami powoduje potencjalnie trwałe szkody dla środowiska.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiska, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą ołbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				
	BHP	Zagrożenie bezpieczeństwa i zdrowia w sektorze technologii informatycznych jest związane z narażeniem na toksyczne substancje chemiczne. Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy (wdychanie toksycznych oparów, oparzenia chemiczne, zatrucia, obrażenia lub ofiary śmiertelne).				
	Prawa człowieka i pracownika	Większość problemów, z jakimi zmaga się ten sektor, wiąże się z łamaniem praw człowieka i pracownika: niskie wynagrodzenia, nieregulowany czas pracy, niski poziom życia, ograniczenie prawa do zrzeszania się i udziału w zbiorowych układach pracy, jak również praca przymusowa.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				

► MATERIALS – sektor materiałowy					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek	
				- E	- S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		48	c	b
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c+, rezultaty – c	Pracownicy – c+, społeczność lokalna – c, dostawcy – c
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze materiałowym są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i energii. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b+, przejrzystość i system nagradzania – a-
	Zużycie materiałów, gospodarka odpadami	Ponadto, ryzyka środowiskowe związane z tym sektorem obejmują zużycie materiałów, jak również gospodarkę odpadami produkcyjnymi. Odnosi się to głównie do stosowania niebezpiecznych substancji (np. środków chemicznych), zużycia wody i zarządzania stałymi i niebezpiecznymi odpadami. Wzrastająca ilość odpadów, problem stanowiący jedno z największych wyzwań środowiskowych, pociąga za sobą potrzebę zwiększenia procesów odzysku.			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spótek (n/%)	Średnia ocena spótek		
				- E	- S	- G
	Emisje do powietrza i pakowanie	Ryzyko środowiskowe obejmuje również emisje pozostałych gazów cieplarnianych (SO ₂ , NOx, NMLZO). Nie tylko same produkty, lecz także pojemniki, w których są one przechowywane, mogą stanowić potencjalne zagrożenie dla środowiska i zdrowia konsumenta. Materiał opakowania może zawierać szkodliwe substancje wpływające na środowisko lub może zostać uznany za nieekologiczny ze względu na długi czas rozkładu.				
	Rekultywacja gruntów	Zagrożenia dla ekosystemów mogą być powodowane także zmianami terenu, a przede wszystkim – wynikać z braku procedur rekultywacyjnych.				
	Substancje szkodliwe	Potencjalne zagrożenie dla środowiska może być również związane z przechowywaniem i stosowaniem substancji szkodliwych. Wycieki substancji chemicznych, kontrolowane czy przypadkowe, stanowią zagrożenie dla ekosystemów i bioróżnorodności. Odpady chemiczne lub toksyczne opary zanieczyszczają glebę, powietrze i wodę, co może powodować trwale zanieczyszczenie środowiska.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
	Ryzyka w branży górniczej	W przypadku branży górniczej działania wydobywcze pociągające za sobą przechowywanie niebezpiecznych substancji zwiększają ryzyko powstawania radioaktywności, która ma zdecydowanie negatywny wpływ na środowisko, pracowników, jak i społeczność lokalną. Ingerencja w ekosystemy w celu uzyskania dostępu do naturalnych zasobów zmienia środowisko oraz zwiększa potrzebę rekultywacji terenu w trakcie działania oraz po zamknięciu kopalni.				
	Ryzyka w branży leśnej	Natomiast w przypadku branży leśnej dostęp do surowców powodujący wylesianie zwiększa potrzebę ochrony ekosystemów. Ingerencja w bioróżnorodność oraz nielegalne pozyskiwanie surowców pozostawiają trwałe ślady w środowisku naturalnym.				
	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiskowych, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą olbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				
Ryzyko społeczne	BHP	Zagrożenia bezpieczeństwa i zdrowia dotyczą w sektorze materiałowym zarówno pracowników, jak i społeczności lokalne. Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy (wdychanie toksycznych oparów, oparzenia chemiczne, zatrucia, obrażenia lub ofiary śmiertelne).				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
	Społeczności lokalne	Naruszenie podstawowych praw człowieka i wolności w wyniku utraty środków do życia i przesiedlenia mogą wywołać wrogie reakcje lokalnej ludności.				
	Prawa pracowników	Ryzyko to dotyczy naruszeń praw pracowniczych, takich jak ograniczenia wolności pracowników do zrzeszania się i prawa do zawierania układów zbiorowych pracy. Zatrudnianie pracowników tymczasowych, które praktykuje się w niektórych branżach tego sektora przemysłu, zwiększa ryzyko nierównego traktowania pracowników i złych warunków pracy.				
	Łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				
	Korupcja	Sektor materiałowy jest narażony także na ryzyko nieetycznych zachowań biznesowych, takich jak korupcja czy łapówkarstwo.				

► TELECOMMUNICATION SERVICES – sektor telekomunikacyjny						
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	- E	- S	- G
Ryzyko środowiskowe	Ogólna ocena dla całego sektora		7	c	c	b-
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – c, rezultaty – c	Pracownicy – c, społeczność lokalna – c, dostawcy – c;	Nadzór i kontrola – b+, prawa udziałowców – b-, przejrzystość i system nagradzania – b+
	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze telekomunikacyjnym są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa i wysoki poziom zużycia energii elektrycznej. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.				
	Bioróżnorodność	Ponadto, ryzyka środowiskowe związane z tym sektorem obejmują ingerencję w ekosystemy i bioróżnorodność w procesie zdobywania terenów pod montaż linii wysokiego napięcia oraz nadajników.				
	Łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiska, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą olbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	BHP	Zagrożenia bezpieczeństwa i zdrowia dotyczą w sektorze telekomunikacyjnym zarówno pracowników, jak i społeczności lokalne ze względu na narażenie ich na działanie pól magnetycznych i elektrycznych, które mogą mieć negatywny wpływ na ludzkie życie. Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy (obrażenia lub ofiary śmiertelne spowodowane użytkowaniem sprzętu elektronicznego).				
		Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				
	Korupcja	Sektor materiałowy jest narażony także na ryzyko nieetycznych zachowań biznesowych, takich jak korupcja czy łapówkarstwo.				

► UTILITIES / sektor użyteczności publicznej					
Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek	
				- E	- S - G
	Ogólna ocena dla całego sektora		13	c+	c b-
	Ocena szczegółowa – ochrona środowiska, odpowiedzialność społeczna oraz ład korporacyjny			Przygotowanie – b-, rezultaty – c+	Pracownicy – c+, społeczność lokalna – c+, dostawcy – c Nadzór i kontrola – b-, prawa udziałowców – b, przejrzystość i system nagradzania – a-
Ryzyko środowiskowe	Globalne ocieplenie	Jednym z największych ryzyk środowiskowych w sektorze użyteczności publicznej są emisje gazów cieplarnianych, generowane przez zużycie paliwa. Gazy cieplarniane mają wpływ na efekt cieplarniany, co z kolei bezpośrednio wpływa na zmiany klimatyczne, które obecnie są jednym z ważniejszych zagrożeń środowiskowych.			
	Zużycie materiałów, szkodliwe substancje	Ponadto, ryzyko środowiskowe związane z tym sektorem obejmuje zużycie materiałów, głównie stosowanie materiałów niebezpiecznych. Toksyczne substancje chemiczne są szkodliwe dla środowiska, a ich przechowywanie pociąga za sobą ryzyko jego zanieczyszczenia.			
	Zużycie wody	Kwestie wykorzystania wody są istotne w fazach zarówno produkcyjnej, jak i poprodukcyjnej: zużycie wody oraz jakość wody uzdatnianej mogą powodować jej zanieczyszczenia oraz braki w dostawie.			

Rodzaj ryzyka	Rodzaj zagadnienia	Opis ryzyka	Ogólna liczba spółek (n/%)	Średnia ocena spółek		
				- E	- S	- G
Ryzyko społeczne	łańcuch dostaw	Dodatkowe ryzyko środowiskowe jest związane z łańcuchem dostaw, ponieważ naruszenie przepisów ochrony środowiska, jak również niestosowanie się do zrównoważonych praktyk biznesowych przez dostawców niosą olbrzymie ryzyko powiązania z negatywnym wpływem na ochronę środowiska przez działanie osób trzecich.				
	BHP	Zagrożenia bezpieczeństwa i zdrowia dotykają w sektorze użyteczności publicznej głównie pracowników ze względu na narażenie ich na działanie toksycznych substancji chemicznych. Niewystarczające środki bezpieczeństwa w miejscu pracy zwiększają ryzyko związane z bezpieczeństwem i higieną pracy (zatrucia, oparzenia, obrażenia lub ofiary śmiertelne spowodowane wypadkami pociągającymi za sobą zetknięcie się ze szkodliwymi substancjami lub wdychanie toksycznych oparów).				
	łańcuch dostaw	Ryzyko społeczne może również się wiązać z łańcuchem dostaw. Prawa człowieka i pracownika mogą być naruszane przez dostawców lub wykonawców, szczególnie w przypadku pracowników zewnętrznych w krajach rozwijających się, gdzie odpowiednie przepisy ustawowe i wykonawcze nie są przestrzegane.				
	Korupcja	Sektor materiałowy jest narażony także na ryzyko nieetycznych zachowań biznesowych, takich jak korupcja czy łapówkarstwo.				

Na podstawie powyższej tabeli można zaobserwować wyraźną tendencję spółek do ujawniania danych pozafinansowych w zakresie ładu korporacyjnego, jak również niemalże całkowity brak działań, które miałyby na celu przeciwdziałanie ryzykom sektorowym w dziedzinie ochrony środowiska oraz odpowiedzialności społecznej, bez względu na reprezentowany sektor. Biorąc pod uwagę powyższe, zaleca się, aby spółki przeanalizowały ryzyka społeczne i środowiskowe, które mogą mieć negatywny wpływ na ich funkcjonowanie, oraz drobnymi krokami, w sposób systematyczny i ustrukturyzowany, rozpoczęły działania prewencyjne, mające na celu zabezpieczenie ich działalności przed ewentualnymi incydentami w przyszłości.

W obszarze ochrony środowiska zaleca się opracowanie polityki środowiskowej, która powinna być następnie implementowana za pośrednictwem różnego rodzaju programów środowiskowych. Innym istotnym aspektem środowiskowym jest monitorowanie danych, takich jak emisje, zużycie energii, wody czy gospodarka odpadami. Niezbędne w dalszej perspektywie będzie wdrożenie systemu zarządzania środowiskiem, jak również potwierdzenie go w drodze certyfikacji. Biorąc pod uwagę, jak istotnym zagadnieniem w ostatnich czasach stało się globalne ocieplenie, zaleca się również raportowanie szczegółowych danych na temat emisji gazów cieplarnianych oraz publikowanie ich w postaci protokołów CDP (Carbon Disclosure Project).

W obszarze odpowiedzialności społecznej naturalnym początkiem wszelkich działań w tym zakresie wydaje się wprowadzenie kodeksu etycznego, który w sposób prosty i przejrzysty wyznaczałby metodę postępowania spółki wobec pracowników oraz innych interesariuszy, jak również pracowników wobec spółki. Kodeks taki powinien być jasny i prosty w formie, ponieważ jego nadrzędnym celem nie jest zaspokojenie rosnących wymagań inwestorów, ale komunikacja z interesariuszami, w tym z pracownikami na różnych szczeblach ich kariery zawodowej. Zaleca się, aby zobowiązania pracodawcy w stosunku do pracowników wykraczały poza narzucone przepisami normy, co w sposób ewidentny mogłoby wskazywać na etyczne uwarunkowania spółki. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku społeczności lokalnych, które często pozostają pod bezpośrednim wpływem sąsiadujących z nimi przedsiębiorstw. Tak jak w przypadku ochrony środowiska działaniem bardziej zaawansowanym może być wdrożenie systemu zarządzania związanego

z bezpieczeństwem i higieną pracy lub rozbudowany program przeciwdziałania korupcji czy dyskryminacji.

Odrębnym zagadnieniem jest łańcuch dostaw. Większość przedsiębiorstw nie tylko w Polsce, lecz także na świecie nie zdaje sobie sprawy, jak wielkie znaczenie dla działalności firmy może mieć współpraca z dostawcami. Pomijając oczywisty aspekt finansowy, negatywne skutki działań dostawców mogą odbić się na reputacji spółki, ale przede wszystkim na zaufaniu inwestorów. Wystarczy przytoczyć przypadek wycieku w Zatoce Meksykańskiej, który w znaczący sposób zachwiał równowagą firmy BP z sektora energetycznego czy niechlubne przypadki zatrudniania dzieci w fabrykach dostawców spółek z branży tekstylnej, a łatwo można wyobrazić sobie, jak wielkie znaczenie ma świadomy dobór i kontrola dostawców. W tym obszarze również zaleca się wdrożenie kodeksu etycznego dla dostawców, który powinien zostać im przedstawiony jeszcze przed podpisaniem umowy, a którego przestrzeganie byłoby dla nich obligatoryjne już od momentu jej podpisania. Należałoby także wdrożyć mechanizmy weryfikacji i kontroli, które gwarantowałyby jego rzeczywistą realizację.

Porównanie wyników drugiej edycji projektu do wyników z edycji pierwszej

Porównując wyniki pierwszej i drugiej edycji projektu „Analiza ESG spółek w Polsce”, łatwo można zauważyć, że poziom raportowania w Polsce nie uległ zmianie, a wahania wyników są niewielkie. Nadal poziom ujawniania danych pozafinansowych w części środowiskowej i społecznej jest słaby, jedynie w zakresie ładu korporacyjnego spółki mogą poszczycić się lepszymi wynikami. Porównując wyniki w obszarze ładu korporacyjnego z roku 2013 i 2012, można zaobserwować tendencję do wyrównywania się poziomu raportowania na poziomie średnim. Liczba spółek z oceną „c” i „c+” zmalała kolejno o 22 i 30, a z oceną „b+”, „a-” i „a” zmalała o 18, 24 i 2 spółki. Natomiast liczba spółek z oceną „b-” i „b” wzrosła o 31 i 100 firm, co stanowi w efekcie 18,8% i 52,9% wszystkich spółek. W przypadku analizy z podziałem na grupy oparte na indeksach oraz analizy w podziale sektorowym spółek z Rynku Głównego różnice w wynikach są również niewielkie, chociaż można zauważyć delikatną tendencję wzrostową.

Tabela 5: Porównanie wyników z lat 2012-2013

Skala oceny	Zarządzanie środowiskiem (E)		Odpowiedzialność społeczna (S)		Ład korporacyjny (G)	
	2013	2012	2013	2012	2013	2012
a	0%	0%	0%	0%	0,10%	0,40%
a-	0%	0%	0%	0%	3,30%	6,40%
b+	0,20%	0,10%	0,20%	0,10%	22,10%	25,20%
b	1,70%	1,90%	0,50%	0,70%	52,90%	43%
b-	3,20%	2,40%	2,40%	1,10%	18,80%	15,90%
c+	12,70%	12,30%	5,20%	5,10%	2%	5,60%
c	82,20%	83,30%	91,70%	93%	0,80%	3,50%

Współpraca ze spółkami w ramach platformy

Tegoroczny dialog ze spółkami za pośrednictwem interaktywnej platformy przebiegał podobnie jak w roku poprzednim. Niewielka liczba spółek na tle analizowanej próby wykazała zainteresowanie wynikami swoich analiz, a jeszcze mniejsza nawiązała dialog z analitykami firmy GES. Te spółki, które zaangażowały się w dialog, w wielu przypadkach skorzystały z wiedzy doświadczonych w tej dziedzinie analityków, a co ważniejsze – część punktów dzięki tej współpracy została podwyższona. Dialog za pośrednictwem platformy daje jedyną możliwość bezpłatnego skorzystania z wiedzy osób zajmujących się na co dzień zagadnieniami zrównoważonego rozwoju. Dzięki takiej współpracy działania spółek w celu zwiększenia transparentności w obszarze danych pozafinansowych mogą zostać właściwie ukierunkowane, ponieważ zakres potrzebnych informacji do uzyskania dobrej oceny w analizie daje wytyczne do tego, na czym powinna się opierać dobra strategia CSR danej firmy.

środowiskowej lub wdrożenia zintegrowanego systemu zarządzania jakością, środowiskiem oraz BHP. Natomiast w zakresie odpowiedzialności społecznej działania firm często ograniczają się do działalności charytatywnej lub opisywania działań, które rzadko wykraczają poza stosowanie się do wymogów legislacyjnych zawartych w polskim kodeksie pracy.

Można na tej podstawie wnioskować, że obowiązek stosowania kodeksu Dobrych Praktyk przez spółki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych przynosi oczekiwane efekty. Natomiast brak wymogów w obszarze ochrony środowiska i społecznym, jak również brak zainteresowania polskich inwestorów zagadnieniami zrównoważonego rozwoju powodują prawie całkowity brak zainteresowania tą dziedziną przez polskie spółki giełdowe.

Podsumowanie

Podsumowując wyniki analizy w drugiej edycji projektu „Analiza ESG spółek w Polsce”, po raz kolejny można zaobserwować niski poziom raportowania spółek giełdowych w obszarze ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej oraz satysfakcjonujący poziom w obszarze ładu korporacyjnego. Główne działania spółek w dziedzinie ochrony środowiska ograniczają się do publikowania polityki

Polskie spółki zamknięte na zaangażowanych inwestorów

PAULINA KURKIEWICZ ► GES POLSKA

Inwestorzy w poszukiwaniu najbardziej opłacalnych inwestycji coraz częściej korzystają z niekonwencjonalnych metod i narzędzi. Jednym z takich niestandardowych działań jest „engagement”, czyli zaangażowanie inwestora w poprawę jakości zarządzania obszarami pozafinansowymi. Dla jednych jest to szansa na ponadprzeciętne zyski, dla innych – sposób na obniżenie ryzyka inwestycyjnego. W ramach projektu „Analiza ESG spółek w Polsce” sprawdziliśmy, czy polskie firmy są otwarte na współpracę z inwestorami, którzy korzystają z narzędzia, jakim jest „engagement”.

■ Czym jest proces zaangażowania?

Właściciele aktywów oraz nimi zarządzający coraz częściej podejmują strategiczną decyzję, aby pozytywnie wpływać na wartość spółki w interesie udziałowców i interesariuszy poprzez integrację strategii ESG z procesami inwestycyjnymi. Odpowiedzialni inwestorzy, przede wszystkim sygnatariusze Zasad Odpowiedzialnego Inwestowania, których jest już ponad 1200, zobowiązali się, że będą aktywnymi właścicielami i będą uwzględniać czynniki ESG w swojej polityce oraz działaniach. Zobowiązanie to obejmuje między innymi wykorzystywanie prawa głosu, rozwijanie polityki zaangażowania czy też podejmowanie aktywnych działań wobec firm w odniesieniu do kwestii ESG. Poza tym inwestorzy ogłosili, że będą dążyć do rzetelnego ujawniania informacji odnośnie do kwestii ESG przez podmioty, w które inwestują. Dotyczy to takich działań jak: wystosowanie prośby w zakresie raportowania ESG zgodnego ze standardami, przyjęcia oraz przestrzegania odpowiednich norm, standardów, kodeksów postępowania lub inicjatyw międzynarodowych (na przykład UN Global Compact), wspierania inicjatyw akcjonariuszy i uchwał promujących ujawnianie informacji w zakresie ESG.

Ponieważ inwestorzy interesują się firmami o słabych wynikach pozafinansowych, działających w tzw. krajach wysokiego ryzyka, w odniesieniu do łamania praw człowieka i słabych regulacji środowiskowych oraz pragną dalej inwestować w spółki, które naruszyły normy i standardy międzynarodowe, decydują się na wsparcie tych firm i zamiast wykluczyć firmę z portfela inwestycyjnego, wspomagają spółkę i aktywnie angażują się w rozwiązanie problemu.

Engagement, czyli zaangażowanie, to jedna ze strategii uwzględniających dane środowiskowe, społeczne oraz ładu korporacyjnego (ESG) w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Polega ono na aktywnym zaangażowaniu się akcjonariuszy we wdrażanie standardów odpowiedzialności społecznej w danej firmie. Inwestorzy poprzez aktywny dialog z firmą, udział w walnych zgromadzeniach i aktywnym głosowaniu podnoszą kwestie ESG w firmie, dzięki czemu pozytywnie wpływają na środowisko oraz społeczeństwo. W przeciwieństwie do innych strategii uwzględniających dane pozafinansowe w procesie zaangażowania inwestor aktywnie angażuje się w rozwój spółki i wspiera ją w zakresie poprawy własnych procesów oraz strategii ESG. Zaangażowanie inwestora może obejmować dyskusję na różne tematy dotyczące danych pozafinansowych oraz podejmować poniższe zagadnienia czy też strategie inwestycyjne:

- raportowanie ESG – rozmowa dotyczy szans i zagrożeń spółek w tej dziedzinie. Aby przyspieszyć proces dostosowywania się firm do międzynarodowych standardów etycznych czy też w wielu przypadkach je zapoczątkować, inwestorzy aktywnie angażują się w rozwój wskaźników ESG;
- incydenty łamiące międzynarodowe normy i konwencje związane z ochroną środowiska, prawami człowieka lub pracy oraz korupcją;
- zaangażowanie tematyczne – rozmowa dotycząca danego zagadnienia problematycznego.

I Proces zaangażowania

Aby proces zaangażowania przyniósł pożądane rezultaty, przestrzega się następujących zasad:

- ▶ wspólne podejście interesariuszy do problemu,
- ▶ jasność problemu – zrozumiałe wyjaśnienie, dlaczego dany problem jest ważny dla inwestorów,
- ▶ jasne cele – opieranie się na międzynarodowych standardach,
- ▶ skupienie się na zmianie,
- ▶ cierpliwość – by przeprowadzić potrzebne zmiany w firmie, potrzeba czasu, to jest dwóch, trzech lat,
- ▶ profesjonalizm – spojrzenie na sprawę ze strony inwestora, a nie – aktywisty,
- ▶ zaufanie – sprawy poufne nie są ujawniane,
- ▶ wiedza – znajomość i zrozumienie działalności firmy,
- ▶ szacunek – słuchamy firmy i angażujemy się we współpracę z nią,
- ▶ rozsądne podejście i perspektywa długookresowa – widzimy stronę firmy i negocjujemy z nią, dokumentacja i przejrzystość,
- ▶ kwestia wpływu i wiedzy jest ważniejsza niż wielkość inwestora,
- ▶ docenienie relacji inwestorskich – często mają oni wiedzę na temat obaw inwestorów i mogą je efektywniej przekazać zarządowi.

Proces zaangażowania ma przede wszystkim za zadanie wspieranie kadry zarządzającej firm wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych, w budowaniu i rozwijaniu strategii zrównoważonego biznesu, praktyk i systemów raportowania. Oznacza to, że inwestor zamiast wykluczyć firmę z portfela inwestycyjnego, wspomaga spółkę i aktywnie angażuje się w rozwiązanie problemu.

Zaangażowanie daje możliwość spółkom, które do tej pory nie raportowały danych pozafinansowych, poprawy oraz wzrostu zainteresowania inwestorów. Spółki, które prowadziły rozszerzony dialog z interesariuszami, często są nagradzane przez uczestników rynku kapitałowego większym zaufaniem przekładającym się na ograniczone wahania kursów akcji tych podmiotów. Obserwacja dialogu firmy, sposobu, w jaki radzi sobie z czynnikami ESG, jej działań oraz planów na przyszłość pozwala analitykom finansowym odkryć i zrozumieć skłonność do zmian w firmie. Zaangażowanie zapewnia inwestorom całościową ocenę najważniejszych ryzyk oraz przygotowanie

Ponieważ inwestorzy interesują się firmami o słabych wynikach pozafinansowych, działających w tzw. krajach wysokiego ryzyka, w odniesieniu do łamania praw człowieka i słabych regulacji środowiskowych oraz pragną dalej inwestować w spółki, które naruszyły normy i standardy międzynarodowe, decydują się na wsparcie tych firm i zamiast wykluczyć firmę z portfela inwestycyjnego, wspomagają spółkę i aktywnie angażują się w rozwiązanie problemu.

firmy do radzenia sobie z nimi. Proaktywne i konstruktywne zaangażowanie pomaga inwestorom w czerpaniu korzyści z redukcji ryzyka i wzrastającej ceny akcji inwestycji. Poza tym proaktywna praca nad ESG daje inwestorowi „licencję do działania” przez najważniejszych interesariuszy.

I Zaangażowanie na rynkach wschodzących

Przykładem procesu zaangażowania jest projekt firmy GES na rynkach wschodzących. Rozpoczął się on w 2009 roku i objął firmy z krajów afrykańskich, Środkowego Wschodu, krajów BRIC-u, Dalekiego Wschodu oraz Ameryki Łacińskiej. W ciągu kilku lat w proces zostało zaangażowanych ok. 80 firm będących liderami w poszczególnych sektorach przemysłowych: wydobywczym, energetycznym, przetwórczym czy też elektrycznym. Spotkania z analitykami, będącymi reprezentantami inwestorów, odbyły się między innymi w Chinach, Azji Płd. Wsch., Indiach, Meksyku, Brazylii, Afryce oraz Rosji.

Badania wskaźników ESG przeprowadzone na tych firmach¹ wykazały, że nie są one dostatecznie przygotowane do radzenia sobie z ryzykiem

¹ Źródło GES.

pozafinansowym w sposób konstruktywny i przejrzysty. Głównym problemem był brak przejrzystego raportowania wskaźników ESG. Spotkania twarzą w twarz ujawniły, że firmy gromadzą wiele cennych dla inwestorów informacji dotyczących zagadnień ESG, jednak nie udostępniają ich na stronach internetowych czy też w raportach rocznych. Poza tym nie należy do rzadkości brak raportowania w języku angielskim. Pozytywem jest to, że wiele z analizowanych firm jest w trakcie tworzenia systemów zarządzania i raportowania w zakresie ochrony środowiska, odpowiedzialności społecznej i ładu korporacyjnego.

Dla wielu spółek były to pierwsze spotkania z inwestorami, podczas których omawiano sprawy środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego. W większości przypadków zapoczątkowany dialog był kontynuowany. Firmy dostrzegły znaczenie raportowania danych ESG dla budowania wartości rynkowej oraz uzyskały cenne wskazówki, jak wyrazić pokazywać wskaźniki z obszarów pozafinansowych. Celem engagement nie jest bowiem krytyka i wytykanie błędów, ale konstruktywny dialog, który ma przynieść korzyści inwestorom i spółkom.

Jednym z przykładów pozytywnego zaangażowania są spotkania z rosyjskimi firmami. Wiele firm rosyjskich pomimo początkowych obaw dotyczących rozmów na temat ESG wyraziło zgodę na spotkanie z analitykami. Największą otwartość na tę formę zaangażowania inwestorów wykazały rosyjskie firmy z sektora paliwowego i energetycznego, w których istnieją już raporty społeczne. Osoby z relacji inwestorskich, mając doświadczenie w tego typu rozmowach, bez problemów podejmowały się dialogu. Badania wykazały, że firmy rosyjskie wielokrotnie otrzymywały zapytania od różnych inwestorów zagranicznych na temat ESG, z większym naciskiem na pytania dotyczące ładu korporacyjnego.

Po każdej przeprowadzonej rozmowie firmom wysyłano rekomendacje, które były punktem odniesienia przy kolejnych spotkaniach. W kilku przypadkach okazało się, że firmy wcześniej raportujące wyłącznie na temat ładu korporacyjnego postanowiły włączyć do swojego raportu rocznego informacje na temat czynników środowiskowych i społecznych. W ten sposób jedna z firm z sektora detalicznego, która w 2011 roku miała tylko informacje dotyczące ładu korporacyjnego oraz dwustronicowy zapis na temat

Celem engagement nie jest bowiem krytyka i wytykanie błędów, ale konstruktywny dialog, który ma przynieść korzyści inwestorom i spółkom.

swojej działalności charytatywnej, obecnie może się pochwalić dodatkowymi informacjami dotyczącymi środowiska oraz praw pracowniczych, skupiając się głównie na największych ryzykach swojego sektora. Firma ta podkreśla, że jest to dopiero początek w raportowaniu danych pozafinansowych, a jej celem jest stworzenie całościowego raportu społecznego. To oczywiście pozwoli na lepsze spojrzenie inwestorów na spółkę oraz pozyskanie nowych.

I Strategia zaangażowania w Polsce

W ramach projektu „Analiza ESG spółek w Polsce” firma GES razem z Crido Business Consulting przeprowadziła pilotażowy projekt engagement wśród polskich spółek. Do badania pilotażowego wybrano te spółki, w których dochodzi do łamania międzynarodowych norm i procedur związanych z ochroną środowiska, prawami człowieka lub pracy oraz korupcją (incydenty takie zostały wcześniej zauważone przez analityków), oraz firmy o słabych wynikach raportowania danych pozafinansowych z różnych sektorów. Firmom zaproponowano spotkanie z przedstawicielem zarządu spółki lub z osobą odpowiedzialną za relacje inwestorskie w celu identyfikacji oraz zdefiniowania owych szans i zagrożeń. Miał być to pierwszy krok współpracy z firmami na drodze budowania i rozwijania strategii zrównoważonego biznesu, praktyk i systemów raportowania spółek.

Punktem wyjściowym do rozpoczęcia procesu zaangażowania było określenie wyzwania (ang. engagement challenge), które obie strony będą starały się poprawić w miarę postępowania procesem. Takim wyzwaniem z jednej strony może być wynik „c” (brak informacji lub znikoma ilość informacji) w analizie GES Risk Rating (zaangażowanie oparte na pierwszej grupie przedsiębiorstw) lub incydent (zaangażowanie oparte na drugiej grupie przedsiębiorstw). Gdy wyzwanie zostało już określone, proces zaangażowania opierał się na kilku istotnych krokach

mających na celu wsparcie zidentyfikowanych spółek w dążeniu do poprawy własnych procesów i strategii ESG. Kroki te były następujące:

1. nawiązanie kontaktu z firmą,
2. przedstawienie listy największych ryzyk materialnych w danym sektorze przemysłu (dziesięć największych zagrożeń i szans dla przemysłu),
3. podanie kilku sugestii dla firmy w dziedzinach, w których powinna się poprawić,
4. określenie stopnia postępu i reakcji danej firmy (ang. Progress and Response),
5. podtrzymywanie dialogu i współpracy z firmą.

***Na tle doświadczeń
międzynarodowych po raz
pierwszy przytrafiła się sytuacja,
że tak wiele firm nie wykazało
zainteresowania spotkaniem.***

Badanie pilotażowe wykazało, że kontakt z polskimi spółkami jest bardzo utrudniony. Próby kontaktu mailowego oraz telefonicznego z osobami odpowiedzialnymi za relacje inwestorskie w spółkach się nie powiodły. Z dziesięciu firm dwie zgodziły się na rozmowę, a tylko z jedną spółką udało się spotkać. Pozostałe firmy nie odpowiedziały na wysłane maile. Poza tym utrudniony był kontakt telefoniczny – nie

odbierano telefonów, przekierowywano rozmowy do innych osób lub nie wykazywano zainteresowania. Z zachowań firm można wywnioskować, że polskie firmy mające zagranicznych inwestorów nie radzą sobie w relacjach inwestorskich z zapytaniami i propozycjami rozmów na temat raportowania danych ESG.

Na tle doświadczeń międzynarodowych po raz pierwszy przytrafiła się sytuacja, że tak wiele firm nie wykazało zainteresowania spotkaniem. Firmy na rynkach wschodzących, podobnych do polskiego, często z samej ciekawości spotykały się z analitykami oraz przedstawiały własny punkt widzenia na temat raportowania danych pozafinansowych. Osoby z relacji inwestorskich z innych krajów często były przygotowane do tego typu rozmów. Doskonale zdawały sobie sprawę, że takie spotkania są korzystne, ponieważ pomagają zyskać w oczach inwestorów. Firmy poprzez zgodę na spotkanie dają bowiem sygnał inwestorom, że nie mają nic do ukrycia i są gotowe do nawiązania dialogu.

Zachowanie osób z relacji inwestorskich polskich spółek pokazało ich niską świadomość wartości płynących z raportowania danych ESG. A co ważniejsze – ujawniło ogólny problem słabej jakości komunikacji działów IR, która przecież powinna być znakiem rozpoznawczym spółek otwartych na nowych inwestorów.

CZĘŚĆ 2

Raportowanie ESG

Przygotowywanie raportów z danymi pozafinansowymi w polskich firmach jest domeną przede wszystkim działów komunikacji lub PR. Jednak nie zawsze grupą docelową tych informacji są inwestorzy, dlatego nie są one prezentowane w odpowiedni dla analityków sposób. Ścisła współpraca między specjalistami z działu IR i osobami odpowiedzialnymi za komunikację w spółkach może przyczynić się do podniesienia poziomu raportowania ESG. Wkrótce taka kooperacja może stać się wręcz niezbędna ze względu na plany Komisji Europejskiej, dotyczące rozszerzenia obowiązkowej sprawozdawczości o dane pozafinansowe.

Komisja Europejska rozszerza obowiązki sprawozdawcze spółek

ROBERT SROKA, JOANNA KONDRACIUK ► CRIDO BUSINESS CONSULTING

Relacje inwestorskie oraz zakres informacji o firmach dostępny dla zainteresowanych podmiotów zajmują jedno z centralnych miejsc w aktualnych dyskusjach biznesowych. Stowarzyszenie Licencjonowanych Certyfikowanych Księgowych szacuje, że około 67% inwestorów zawsze bierze pod uwagę dane pozafinansowe przy podejmowaniu decyzji². Według Komisji Europejskiej obecnie około 2500 dużych firm w UE regularnie publikuje informacje środowiskowe i społeczne. Jeśli zmiany legislacyjne rozszerzające zakres sprawozdawczości o dane pozafinansowe, które proponuje Komisja Europejska, wejdą w życie, liczba ta może wzrosnąć do około 18000. Trend ten nie ominie również polskich firm.

Coraz bardziej popularne staje się przekonanie, że obowiązujące ramy sprawozdawczości korporacyjnej muszą rozwijać się tak, aby odzwierciedlać szeroki zakres czynników, które wpływają na wyniki firmy. Obecnie skupienie uwagi głównie na danych finansowych jest niewystarczające, aby odpowiedzieć na pytanie o wartość firmy. Sprawozdawczość finansowa obejmuje informacje o wynikach finansowych oraz ryzyku, jest jednak niedostateczna do podejmowania

racjonalnych i wysokiej jakości decyzji inwestycyjnych. W sytuacji, w której większość informacji dostępnych dla inwestorów jest przestarzała, podejmują oni decyzje raczej na podstawie niepełnych danych lub intuicji. W odpowiedzi na tę sytuację podjęto różnorodne inicjatywy dotyczące sprawy raportowania danych pozafinansowych przez przedsiębiorstwa.

Projekt legislacyjny Komisji Europejskiej w sprawie ujawniania danych pozafinansowych.

Obecne prawodawstwo UE, w szczególności czwarta dyrektywa **w sprawie rocznych sprawozdań finansowych**, dotyczy ujawniania informacji niefinansowych w taki sposób, że firmy mogą zdecydować się na upublicznienie informacji środowiskowych, informacji odnoszących się do ich działalności społecznej lub innych aspektów działalności firmy. Jednakże wymogi obowiązujących przepisów okazały się niejasne i nieefektywne, a ich stosowanie w państwach członkowskich przybiera różne formy. Obecnie mniej niż 10% największych przedsiębiorstw UE ujawnia

² What do investors expect from non-financial reporting? ACCA, 2013.

takie informacje regularnie. Z biegiem czasu niektóre państwa członkowskie wprowadziły wymogi dotyczące ujawniania informacji, które wykraczają poza zakres czwartej dyrektywy. Te kraje to np. Wielka Brytania (2006 r.), Szwecja (2007 r.), Hiszpania (2011 r.), Dania (2011 r.) oraz Francja (2012 r.).

W związku z tym w swojej strategii CSR na lata 2011-2014 Komisja Europejska zwróciła uwagę na to, że przedsiębiorstwa powinny w swoją działalność gospodarczą i strategię wprowadzić proces integracji kwestii społecznych, środowiskowych, etycznych oraz kwestii z zakresu praw człowieka. Poprawa ujawniania danych społecznych i środowiskowych jest jednym z priorytetów KE na wskazany okres. W tym celu w kwietniu 2013 r. Komisja przedstawiła projekt legislacyjny, który ma wprowadzić zmiany do istniejących już dyrektyw o rachunkowości: czwarta dyrektywa 78/660/EEC (Dyrektywa w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek) i siódma dyrektywa 83/349/EEC (Dyrektywa **w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych**).

Projekt przewiduje ujawnianie danych dotyczących strategii, ryzyka i wyników w następujących obszarach:

- ▶ kwestie środowiskowe,
- ▶ kwestie społeczne i pracownicze,
- ▶ poszanowanie praw człowieka,
- ▶ przeciwdziałanie korupcji i łapówkarstwu,
- ▶ różnorodność kadry zarządzającej.

Nowe przepisy zaproponowane przez KE będą miały zastosowanie tylko do dużych firm (średnio powyżej 500 zatrudnionych pracowników, których suma bilansowa przekracza 20 milionów EUR lub których obrót netto przekracza 40 milionów EUR), ponieważ koszty takiego raportowania dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) byłyby zbyt wysokie, znacznie przewyższałyby uzyskane korzyści. Zgodnie z projektem duże firmy będą zobowiązane do ujawnienia istotnych informacji środowiskowych i społecznych w swoich rocznych sprawozdaniach. Takie podejście zapewnia, że obciążenia administracyjne zostaną ograniczone do minimum. W sprawozdaniach, zamiast w pełni rozwiniętego i szczegółowego raportu, będą znajdować się jedynie zwięzłe i najbardziej istotne informacje, które są niezbędne do zrozumienia rozwoju przedsiębiorstwa, jego działalności i pozycji. Jeżeli ujawnianie informacji o określonym obszarze nie ma znaczenia dla firmy, nie będzie ona zobowiązana do

Nowe przepisy zaproponowane przez KE będą miały prawdopodobnie zastosowanie tylko do dużych firm (średnio powyżej 500 zatrudnionych pracowników, których suma bilansowa przekracza 20 milionów EUR lub których obrót netto przekracza 40 milionów EUR),

ich publikacji, ale tylko do wyjaśnienia, dlaczego dane informacje nie są ujawniane. Te wymagania są rezultatem odniesienia się do zasady „zastosuj albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz” (ang. *comply or explain*). W tym przypadku oczekuje się od firm ujawnienia wymaganych informacji lub wyjaśnienia, dlaczego do takiego ujawnienia nie doszło. Innymi słowy, przedsiębiorstwom pozostawi się pewien zakres swobody w podejmowaniu decyzji odnośnie do tego, które obszary są istotne dla zrozumienia ich działalności, co w konsekwencji wpłynie na to, jakie informacje zostaną ujawnione.

Jak podaje KE, obecnie ok. 2500 z ok. 42000 dużych firm w UE regularnie publikuje informacje środowiskowe i społeczne. Gdyby Komisja zastosowała próg w wysokości 250 pracowników, ponad 40000 dużych firm weszłoby w zakres stosowania projektowanej dyrektywy. Zastosowanie kryterium 500 pracowników faktycznie zmniejszy liczbę przedsiębiorstw do około 18000, co mimo wszystko oznacza pokaźny wzrost.

Proponowana dyrektywa skupia się na ujawnianiu informacji środowiskowych i społecznych. Należy jednak podkreślić i wyjaśnić, że aktualny projekt nie wymaga od przedsiębiorstw stosowania raportowania zintegrowanego, chociaż KE z dużym zainteresowaniem obserwuje ewolucję takiego raportowania oraz prace w tym zakresie Międzynarodowej Rady Raportowania Zintegrowanego (International Integrated Reporting Council – IIRC).

Głosy za projektem KE i przeciw niemu

Projekt legislacyjny Komisji Europejskiej budzi różne opinie w środowisku biznesowym. Międzynarodowy Komitet ds. Zintegrowanego Raportowania (ang. IIRC) pozytywnie odnosi się do nowego projektu

legislacyjnego KE, wyrażając opinię, że następnym krokiem powinna być integracja informacji, które są istotne do podejmowania decyzji strategicznych i raportowania procesów biznesowych. IIRC widzi w tym procesie drogę do raportowania zintegrowanego w przyszłości.

Z drugiej strony się podkreśla, że raportowanie powinno wykraczać poza sferę finansową, a dodatkowe koszty dla przedsiębiorstw związane ze skomplikowanymi wymogami sprawozdawczości powinny być dokładnie rozważone i zbalansowane w stosunku do korzyści wynikających z dostarczenia dodatkowych informacji i zwiększenia zaufania inwestorów (BIAC). W tym celu należy zwrócić uwagę na raportowanie zintegrowane, które ma za zadanie ujawnianie lepszych i bardziej związanych informacji niż po prostu większej ilości informacji.

BUSINESSEUROPE, organizacja reprezentująca na forum europejskim firmy z rynku biznesowego, uważa, że legislacyjne podejście do CSR naraża na ryzyko zdemotywowania te firmy, które rozpoczęły autentyczne działania CSR na własną rękę. Chronione powinno być podejście do CSR, które nie jest zwykłym odhaczaniem pól w formularzu, lecz podejściem do CSR tzw. business-driven, którego zadaniem jest realizacja celów biznesowych poprzez rozwiązywanie problemów społecznych i środowiskowych. Ponadto zauważono, że obowiązkowe ujawnianie takich danych na poziomie UE zniechęci firmy do odsłaniania informacji potencjalnie poufnych i wrażliwych, które mogłyby być wykorzystane przez konkurencję. Takie podejście może z raportowania pozafinansowego uczynić jedynie przykry obowiązek odhaczania pól w formularzu.

Inne głosy mówią, że obecne inicjatywy na poziomie narodowym w sposób wystarczający odnoszą się do kwestii ujawniania danych pozafinansowych. Tym samym się podkreśla, jak ważny jest dobrowolny charakter ujawniania tego rodzaju danych, i pokazuje, że potencjalnie sztywne regulacje prawne mogą negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój w tej sprawie.

Środowiska biznesowe zalecają ponowną rzetelną analizę ewentualnego nowego środka prawnego, a w szczególności ocenę, czy nowa ingerencja prawna rzeczywiście przyczyni się do pozytywnego rozwoju sprawozdań pozafinansowych.

Podobne inicjatywy

Kwestię raportowania danych ESG poruszono także na tegorocznej konferencji Ceres, która co roku gromadzi przedstawicieli biznesu, podmioty inwestycyjne oraz publiczne w celu omówienia najpilniejszych spraw z zakresu zrównoważonego rozwoju. W centrum uwagi znalazła się inicjatywa SSEI (Sustainable Stock Exchange Initiative) dążąca do uczynienia z raportowania danych pozafinansowych obowiązku korporacyjnego. Inicjatywa jest wspierana przez NASDAQ OMX, właściciela drugiej na świecie giełdy, i zyskała poparcie ze strony Światowej Federacji Giełd (World Federation of Exchanges). W październiku SEEI planuje przedstawić ten cel na swoim walnym zgromadzeniu w celu uzyskania dalszej akceptacji.

Równocześnie, amerykańska Sustainability Accounting Standards Board dąży do opracowania branżowych metryk zrównoważonego rozwoju dla spółek, które są notowane w Stanach Zjednoczonych. Takie wymogi prawne byłyby uzupełnieniem systemu dotyczącego raportowania danych ESG zaproponowanego przez KE.

Projekt Krajowego Standardu Rachunkowości nr 8 „Sprawozdanie z działalności”

Nie tylko na poziomie unijnym pojawiają się nowe projekty dotyczące zmian w przepisach o raportowaniu pozafinansowym. W Polsce Komitet Standardów Rachunkowości przekazał do dyskusji publicznej projekt Krajowego Standardu Rachunkowości nr 8 „Sprawozdanie z działalności” zawierający propozycje ujawniania przez spółki danych ESG. Wprowadzenie tego standardu ma służyć jako pomoc w sporządzaniu sprawozdania z działalności zgodnie z postanowieniami ustawy o rachunkowości (Dz.U. z 2009 r. nr 152, poz. 1223 ze zm.). Zawiera on szersze wytyczne w zakresie raportowania informacji pozafinansowych. Obecnie zobowiązane do sporządzania sprawozdania z działalności są: spółki kapitałowe, spółki komandytowo-akcyjne, товариства ubezpieczeń wzajemnych, товариства reasekuracji wzajemnej, spółdzielnie oraz przedsiębiorstwa państwowe. Zgodnie z art. 49 ust. 3 ustawy o rachunkowości sprawozdanie z działalności jednostki powinno obejmować także: wskaźniki finansowe i niefinansowe, łącznie z informacjami dotyczącymi zagadnień

środowiska naturalnego i zatrudnienia, a także dodatkowe wyjaśnienia do kwot wykazanych w sprawozdaniu finansowym. Sprawozdanie to obejmuje jednak takie wskaźniki finansowe i pozafinansowe, które są istotne dla oceny sytuacji jednostki. Ponieważ ustawa nie zawiera innych wytycznych odnośnie do tych wskaźników, projekt standardu jest ich uzupełnieniem i doprecyzowaniem.

Nowy projekt zawiera szeroki zakres wskazówek oraz ma za zadanie sformułowanie i promowanie dobrych praktyk dotyczących sporządzania sprawozdania z działalności. Ponadto, sprawozdanie z działalności ma być jedynie uzupełnieniem i dopełnieniem sprawozdania finansowego, tak aby możliwe było zaprezentowanie tła i kontekstu dla przedstawionych informacji finansowych, zawartych w sprawozdaniu finansowym. Oznacza to, że podawane będą także informacje pozafinansowe, które są istotne dla oceny przyszłych wyników i perspektyw w przyszłości.

Z punktu widzenia raportowania czynników pozafinansowych w sprawozdaniu z działalności powinna znaleźć się ogólna charakterystyka działalności jednostki, jej celów i strategii rozwoju, zasobów i relacji tworzących wartość jednostki i ryzyka, na które jest narażona. Zasadne, a w przypadku jednostek, których papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, wymagane jest przedstawienie informacji na temat ładu korporacyjnego. W ramach ujawniania informacji na temat otoczenia makroekonomicznego i regulacyjnego jednostki istotne może się okazać omówienie takich czynników zewnętrznych jak otoczenie społeczne, polityczne, technologiczne i środowiska naturalnego. W zależności od charakteru jednostki sprawozdanie z działalności może obejmować przedstawienie informacji na temat struktury i organizacji wewnętrznej oraz zasad zarządzania. Te informacje mogą zawierać prezentację przyjętych przez jednostkę wartości (norm, zasad), wewnętrznych kodeksów postępowania czy stosowanych i wdrażanych systemów i modeli zewnętrznych. Projekt standardu słusznie wskazuje, że w przypadku niektórych

jednostek prezentacja wyników działalności w poszczególnych sferach zrównoważonego rozwoju może być przedmiotem zainteresowania użytkowników sprawozdań. Sfery ekonomiczna (finansowa), środowiskowa (wpływ na środowisko naturalne) i społeczna stanowią w takim przypadku podstawę przedstawianych informacji. Za przydatne uznaje się dane dotyczące społecznej odpowiedzialności jednostki i środowiska naturalnego, m.in. informacje o gospodarowaniu zasobami i składnikami przyrody, wpływie na środowisko naturalne, działaniach proekologicznych, opłatach środowiskowych, działaniach społecznych czy o polityce jednostki dotyczącej tych aspektów.

Wszelkie informacje będą ujawniane z poziomu kierownictwa, które przedstawi swoje przewidywania i oczekiwania – zarówno te pozytywne, jak i negatywne – dotyczące rozwoju jednostki. Ponadto, projekt standardu wyjaśnia, że jednostka może wykorzystać wewnętrzne i zewnętrzne standardy czy rekomendacje dotyczące raportowania wyników, jako przykład podając standardy sprawozdawcze GRI (Global Reporting Initiative). Standardy GRI zawierają propozycje wskaźników ogólnych, czyli takich samych dla wszystkich podmiotów, oraz wskaźników branżowych, które dotyczą ekonomicznych, społecznych i środowiskowych aspektów działalności.

W projekcie standardu znajduje się przykładowy zakres danych ujawnianych w sprawozdaniu. Według wzoru informacje na temat zasobów ludzkich powinny zawierać dane dotyczące m.in. związków zawodowych, sporów zbiorowych, strajków, bezpieczeństwa i higieny pracy, wypadków w pracy czy informacje na temat satysfakcji i zaangażowania pracowników. Sprawozdanie z działalności ma prezentować mierniki finansowe i niefinansowe typowe dla jednostki, których dobór jest zależny od jej specyfiki, w tym branży, charakteru działalności czy wielkości. Jednym z takich mierników może być wskaźnik satysfakcji pracowników czy wskaźnik wypadków przy pracy (patrz przykład 1 i przykład 2).

Przykład 1. Przykładowy wskaźnik satysfakcji pracowników firmy A

Firma A corocznie zleca badanie satysfakcji pracowników niezależnej firmie XYZ, specjalizującej się w tym obszarze. Udział pracowników w badaniu jest dobrowolny. Badanie jest przeprowadzane drogą elektroniczną na podstawie kwestionariusza ankiety. Metodologia badania nie uległa zmianom. Satysfakcja pracowników jest mierzona w skali od 1 do 5, gdzie 1 oznacza niską, a 5 – wysoką satysfakcję. Celem jednostki jest osiągnięcie średniej oceny na poziomie co najmniej 4,3 przy udziale co najmniej 90% pracowników.

Wskaźnik	2013	2012	2011
Średni wskaźnik satysfakcji pracowników	4,0	3,8	3,5
Odsetek pracowników biorących udział w badaniu	90,0	85	85
Średni wskaźnik satysfakcji pracowników firm z branży ABC	4,5	4,1	4,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie Krajowego Standardu Rachunkowości nr 8.

W tym wypadku tak podane informacje wskazywałyby, że cel jednostki dotyczący liczby pracowników biorących udział w badaniu został osiągnięty w 2013 r., jednak średnia ocena, którą za cel postawiła sobie

firma, nie została jeszcze uzyskana. Dane umożliwiają ocenę tendencji wzrostowej (lub malejącej) zarówno liczby ankietowanych, jak i polepszającej (lub pogorszącej) się satysfakcji pracowników.

Przykład 2. Przykładowy wskaźnik wypadków przy pracy w firmie A

Charakter działalności prowadzonej przez firmę A zatrudniającą 650 pracowników powoduje, że są oni narażeni na zagrożenia naturalne i techniczne (ich opis został zawarty w rozdziale Czynniki ryzyka i zagrożeń niniejszego sprawozdania z działalności). Celem jednostki jest ograniczenie liczby wypadków do zera. Dzięki rygorystycznemu przestrzeganiu przepisów BHP systematycznie poprawiają się wyniki wypadkowości.

Wskaźnik i definicja	2013	2012	2011
Liczba wypadków ogółem, w tym:	50	60	76
– śmiertelne	4	6	6
– powodujące ciężkie uszkodzenie ciała	10	15	19
Wskaźnik częstotliwości wypadków (na 100 zatrudnionych)	20	24	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie Krajowego Standardu Rachunkowości nr 8.

Wskaźnik wypadków przy pracy przedstawiony w podobny sposób pozwoliłby na analizę częstotliwości wypadków, które są wynikiem zagrożeń naturalnych i technicznych związanych z działalnością firmy A. W danym przykładzie czytelnik sprawozdania mógłby samodzielnie ocenić, czy cele przyjęte przez firmę A zostały osiągnięte lub jak wygląda ich realizacja z roku na rok.

Podsumowując, przedstawiony projekt Krajowego Standardu Rachunkowości nr 8 wykazuje wysoką spójność ze standardami zaproponowanymi przez GRI, do których zresztą bezpośrednio nawiązuje jako przykład zewnętrznych standardów przydatnych w tworzeniu raportu. Ujawnianie tego typu danych w sprawozdaniach firm znacznie

zwiększyłyby ich przejrzystość. Ponadto, projekt wyjaśnia i rozwija dość ogólne pojęcie wskaźników

finansowych i pozafinansowych zawarte w art. 49 ustawy o rachunkowości.

Opinia EUROPEANISSUERS w sprawie raportowania danych pozafinansowych

DARIUSZ WITKOWSKI ► DYREKTOR GENERALNY,
STOWARZYSZENIE EMITENTÓW GIEŁDOWYCH

Europeanissuers

Obszar raportowania pozafinansowego jest przedmiotem dyskusji na poziomie Unii Europejskiej. Kwestia ta będzie implementowana do regulacji unijnych określających zakres i sposób raportowania, choć ze względu na różnorodność spółek notowanych na rynkach giełdowych krajów UE nie jest łatwo stworzyć system spójnych, elastycznych i efektywnych regulacji nakładających obowiązki w tym zakresie.

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych aktywnie uczestniczy w tych procesach poprzez swoje członkostwo w EuropeanIssuers i udział jego przedstawicieli zarówno w zarządzie tej organizacji, jak i kierowaniu Grupą Roboczą odpowiedzialną za obszar³ raportowania danych pozafinansowych.

EuropeanIssuers (EI) jest organizacją non profit znajdującą się w Brukseli, która reprezentuje interesy spółek notowanych na rynkach giełdowych w Unii Europejskiej. Członkami EI są zarówno narodowe organizacje zrzeszające emitentów notowanych na rynkach giełdowych, jak i same spółki notowane na giełdach z wielu sektorów.

Organizacja ta działa w obszarach istotnych dla spółek notowanych na giełdach:

- rynek kapitałowy,
- prawo spółek,
- ład korporacyjny,
- obowiązki informacyjne spółek notowanych na giełdzie.

Celem EI jest działanie na rzecz stworzenia sprzyjającego otoczenia prawnego dla europejskich rynków kapitałowych, które powinno przede wszystkim służyć potrzebom ich użytkowników, czyli spółek i inwestorów. EI wierzy, że sukces systemu prawnego powinien być oceniany na podstawie tego, czy przedsiębiorstwa są w stanie pomnażać wartość aktywów akcjonariuszy w dłuższej perspektywie, pozyskiwać kapitał poprzez rynki kapitałowe oraz wzrastać, tworząc miejsca pracy, podczas gdy inwestorzy i inni interesariusze otrzymają niezbędne dane pozwalające na ocenę zarówno bieżącej sytuacji ekonomicznej spółek, jak i ryzyka związanego z ich rozwojem.

Grupa robocza ds. Raportowania

W ramach Grupy Roboczej ds. Raportowania Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych działa aktywnie,

³ Członkiem Zarządu EuropeanIssuers jest Prezes Zarządu SEG dr Mirosław Kachniewski, natomiast pracami Grupy Roboczej odpowiedzialnej za prace nad rekomendacjami odnośnie do raportowania pozafinansowego kieruje Dariusz Witkowski, Dyrektor Generalny SEG.

współtworząc rekomendacje dotyczące zakresu i sposobu raportowania danych pozafinansowych.

EuropeanIssuers reprezentując interesy spółek notowanych na rynkach europejskich, wspiera koncepcję społecznie odpowiedzialnego biznesu, która stanowi jeden z kluczowych elementów budowania zaufania i sprzyja długoterminowym inwestycjom – a więc sprzyja także wzrostowi gospodarczemu, co leży w interesie spółek notowanych na giełdach.

Organizacja podkreśla jednak, że najważniejsze jest utrzymanie silnej pozycji spółek europejskich na rynku międzynarodowym. Dlatego też organizacja zaznacza, że niektóre z propozycji przygotowanych przez Komisję Europejską w zakresie raportowania danych pozafinansowych nie będą się przyczyniać do wzrostu spółek, spowodują natomiast powstanie dodatkowego, zbędnego dla nich ciężaru, w szczególności dla tych mniejszych. Rezultatem będzie osłabienie ich konkurencyjności w stosunku do spółek zarejestrowanych poza obszarem Unii Europejskiej.

Powodami, dla których raportowanie danych pozafinansowych nie powinno nadmiernie obciążać spółek oraz dla których dane pozafinansowe nie powinny stanowić integralnej części sprawozdań finansowych, są:

- ▶ brak powszechnie przyjętych standardów informacji pozafinansowych, istnieje jedynie kilka ogólnych zasad, które różnią się znacznie od wymogów raportowania finansowego,
- ▶ dane pozafinansowe mają charakter jakościowy i dlatego trudno je określić ilościowo
- ▶ i zmierzyć obiektywnie,
- ▶ wskaźniki społeczne i środowiskowe są niespójne i nieporównywalne,
- ▶ różny jest poziom wiarygodności i dostępności informacji finansowych i niefinansowych.

■ Raportowanie pozafinansowe

Przyjęty przez Komisję Europejską 16 kwietnia 2013 r. projekt dyrektywy dotyczący poprawy raportowania przez duże spółki w zakresie kwestii społecznych i środowiskowych jest teraz przedmiotem konsultacji na poziomie UE. Przygotowana propozycja odnosi się do informacji poruszających kwestie:

- ▶ środowiskowe,
- ▶ społeczne,
- ▶ pracownicze w zakresie praw człowieka,

- ▶ antykorupcji i przeciwdziałania łapówkarstwu.

Przewidziane w projekcie obowiązki mają dotyczyć spółek, których średnioroczne zatrudnienie przekracza 500 osób, a suma bilansowa wynosi ponad 20 mln euro lub przychody roczne przekraczają 40 mln euro. Zgodnie z projektem w przypadku takich spółek do raportów rocznych powinna zostać dołączona część pozafinansowa zawierająca informacje obejmujące co najmniej kwestie środowiskowe, społeczne i pracownicze uwzględniające:

- ▶ opis polityki realizowanej przez spółkę w odniesieniu do tych kwestii,
- ▶ opis rezultatów stosowanej polityki,
- ▶ opis ryzyk identyfikowanych przez spółkę w odniesieniu do tych kwestii i sposobu zarządzania tymi ryzykami przez spółkę,
- ▶ w przypadku gdyby spółki miały nie stosować tych polityk, projekt dyrektywy przewiduje konieczność wyjaśnienia takiej decyzji przez spółki.

EuropeanIssuers po szerokich konsultacjach ze swoimi członkami przygotowało rekomendacje w zakresie raportowania pozafinansowego. Przedstawiony przez Komisję Europejską projekt wymaga opublikowania wskazanych wyżej informacji w raporcie rocznym. Zdaniem podmiotów reprezentowanych w EI po uwzględnieniu natury i specyfiki informacji pozafinansowych ostateczna dyrektywa powinna pozwalać spółkom na publikację wymaganych informacji odrębnie, niezależnie od rocznego raportu finansowego. Poszczególne kraje członkowskie UE powinny zatem mieć możliwość pozwolenia spółkom na udostępnianie ww. informacji w oddzielnym raporcie, ze wskazaniem w raporcie rocznym, kiedy i gdzie taki dokument zawierający dane pozafinansowe będzie publicznie dostępny na stronie internetowej spółki.

■ Raportowanie zintegrowane

EI podkreśla także, że chociaż przejrzystość i porównywalność danych udostępnianych inwestorom i innym interesariuszom są bardzo istotne, w obecnej sytuacji nie ma potrzeby podejmowania działań na poziomie Unii Europejskiej w zakresie zwiększania integracji raportowania danych finansowych i pozafinansowych. Kwestia ta powinna pozostać w obszarze dobrych praktyk rynkowych dla uniknięcia nieporozumień.

Polityka różnorodności

EI wypowiada się także w sprawie propozycji zmiany art. 46 a czwartej dyrektywy dotyczącej polityki różnorodności w spółkach w ramach ich administracyjnych, zarządczych i nadzorczych struktur w odniesieniu do wieku, płci, zróżnicowania geograficznego, edukacji i profesjonalnego przygotowania, celów polityki różnorodności, sposobu zaimplementowania i jej rezultatów. Zgodnie z prezentowanym projektem spółki, które nie stosowałyby tego typu polityki, musiałyby przekazać stanowisko zawierające jasne i uzasadnione wyjaśnienie braku jej stosowania.

EI zgadza się z generalną zasadą przejrzystości we wdrażaniu polityki różnorodności w spółkach. Niemniej jednak EI podkreśliło w przygotowanym stanowisku, że wiele spółek z krajów UE już teraz przekazuje szczegółowe dane dotyczące składów zarządów i rad nadzorczych.

EI uważa, że krajowe kodeksy ładu korporacyjnego są właściwym rozwiązaniem do promowania najlepszych praktyk definiowania najbardziej odpowiednich wymogów w zakresie kwalifikacji zarządu i rady nadzorczej spółek oraz raportowania tego akcjonariuszom. Z tego też powodu EI rekomenduje posłużenie się zaleceniem unijnym, które pozostawi krajom członkowskim wolność transpozycji tego aktu za pomocą krajowych rozwiązań prawnych lub kodeksów ładu korporacyjnego.

Podsumowanie

Raportowanie pozafinansowe w najbliższym okresie stanie się przedmiotem nowych przepisów unijnych. Ich raportowanie będzie częścią raportowania spółek oraz elementem podejmowanych decyzji inwestycyjnych. W wielu krajach dane pozafinansowe już są elementem raportowania przez spółki, a wiele spółek raportuje takie dane dobrowolnie.

Aktywność Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych na poziomie Unii Europejskiej poprzez Europeanlsuers daje możliwość wpływania na kształtowanie regulacji w tym zakresie oraz pozwala śledzić kolejne etapy legislacyjne. Należy podkreślić, że rola raportowania danych pozafinansowych wzrasta, bo pozwala to na lepszą i bardziej przejrzystą komunikację spółek z rynkiem. Ostateczny kształt nowych obowiązków będzie znany być może na początku 2014 r., ale już dzisiaj należy przygotowywać się do nowych standardów raportowania w zakresie danych pozafinansowych, które będą obowiązywać (w zależności od tego, jak szybko Komisja, Parlament i Rada Unii Europejskiej osiągną porozumienie) w 2016 lub 2017 roku (w każdym razie nie wcześniej niż w połowie 2016).

Znaczenie raportowania społecznego spółek giełdowych

ROBERT SROKA ► CRIDO BUSINESS CONSULTING

Jeśli pracownicy stanowią fundament sukcesu firmy, o czym czytamy na stronach internetowych wielu spółek, a łańcuch dostaw jest podstawowym ryzykiem biznesowym, to dlaczego spółki notowane na GPW nie informują swoich inwestorów, jak zarządzają w tych obszarach? A o tym, że tego nie robią, świadczą wyniki projektu Analizy ESG spółek w Polsce. Pomiędzy poziomem raportowania danych z zakresu ładu korporacyjnego czy nawet środowiskowego a ilością informacji dostarczanych na tematy społeczne, czyli miejsca pracy, łańcuch dostaw i relacje z otoczeniem, jest olbrzymia przepaść.

Oczywiście można zadać pytanie również potencjalnym odbiorcom tych informacji, czyli inwestorom, dlaczego nie interesują ich tego typu dane. Bo jeśli analitycy rzetelnie wykonują swoją pracę i na poważnie biorą pod uwagę ryzyka inwestycyjne wynikające z obszaru miejsca pracy i łańcucha dostaw, to rodzi się pytanie, dlaczego nie oczekują od spółek informacji na ten temat. Jednak przerzucanie winy ze spółek na inwestorów i analityków jest jedynie wymówką. Firmy niezależnie od tego, czy inwestorzy naciskają o informacje pozafinansowe, czy nie, muszą być świadome, że w sytuacji kryzysowej mogą szybko zostać ukarane za brak rzetelnego komunikatu.

Raportując dane w obszarze społecznym, należy zwrócić uwagę na pokazanie konkretnych wskaźników dotyczących miejsca pracy, łańcucha dostaw i relacji ze społecznością lokalną. Jeśli chodzi o miejsce pracy, zakres minimalny powinien wskazywać na działania, jakie firma podjęła, aby wykluczyć pracę dzieci, pracę przymusową oraz przypadki łamania praw człowieka wśród pracowników. Ważne są również informacje dotyczące BHP, czyli aktywność firmy na rzecz podniesienia bezpieczeństwa w miejscu pracy, dane na temat liczby wypadków, w szczególności w porównaniu z poprzednimi latami. Analityków mogą interesować również programy nakierowane na rozwój pracowników, zmniejszające rotacje. Z uwagi

na liczne skandale korupcyjne oraz zmoły branżowe i cenowe warto pokazać, jakie działania spółka podejmuje, aby uniknąć tego typu kłopotów. Jednak takich informacji nie znajdujemy na stronach internetowych przeznaczonych dla inwestorów, w raportach czy innych oficjalnych dokumentach spółek. Wariantów odpowiedzi na pytanie o niski poziom raportowania danych społecznych przez relacje inwestorskie polskich spółek może być kilka:

1. regulacje nie wymagają informowania rynku o tych obszarach, więc nie ma sensu dokładać sobie więcej pracy;
2. obszar miejsca pracy i łańcucha dostaw jest ważny, ale niekoniecznie interesuje inwestorów, więc spółki o nim nie mówią;
3. spółki chciałyby więcej komunikować o tych obszarach, ale brak im narzędzi i wskaźników;
4. spółki nie przekazują danych ESG, ponieważ nie dostrzegają zależności między obszarem miejsca pracy i łańcucha dostaw a wynikami spółki.

Warto przyrzeć się źródłom każdego z zaproponowanych powyżej wariantów, żeby pokazać korzyści i ryzyka różnych podejść do raportowania danych pozafinansowych w obszarze społecznym.

Pomiędzy poziomem raportowania danych z zakresu ładu korporacyjnego czy nawet środowiskowego a ilością informacji dostarczanych na tematy społeczne, czyli miejsca pracy, łańcuch dostaw i relacje z otoczeniem, jest olbrzymia przepaść.

STANOWISKO 1.

Regulacje nie wymagają informowania rynku o wskaźnikach społecznych, więc nie ma sensu dokładać sobie więcej pracy.

Poziom raportowania danych z zakresu ładu korporacyjnego spółek notowanych na GPW jest jednym z najlepszych w Europie. Również nie mamy się czego wstydzić, jeśli chodzi o dostępność do informacji na temat środowiska naturalnego. W pierwszym przypadku jest to zasługa dobrych regulacji i wytycznych, a w drugim – coraz powszechniejszej standaryzacji i umiejętności spółek. W obydwu przypadkach o dobrym poziomie raportowania nie decydują inwestorzy, lecz inne czynniki, takie jak regulacje lub dążenie do międzynarodowych standardów. Inaczej rzecz się ma z danymi społecznymi. Po pierwsze, działy relacji inwestorskich w polskich spółkach mają ograniczone zasoby, więc skupiają się jedynie na kwestiach najistotniejszych. Również osoby pracujące w tych działach niekoniecznie mają odpowiednie kompetencje umożliwiające im wartościowe, czyli wymierne zebranie, przeanalizowanie i przekazanie komunikatu o czynnikach społecznych na zewnątrz. Biorąc pod uwagę również słaby poziom komunikacji wewnętrznej działów IR, które kontaktują się jedynie schematycznie z wybranymi komórkami firmy, powoduje to konieczność włożenia trudu i poświęcenia znacznej ilości czasu, którego przecież nie ma za wiele, na raportowanie danych społecznych.

Po drugie, osoby z działów relacji inwestorskich chcą dostarczyć inwestorom tylko takie informacje, które ich interesują. A zdaniem wielu specjalistów IR analityków interesują tylko dane wymagane przez regulacje, i tylko niektóre. Dlatego nie zasypują analityków zbędnymi dodatkowymi informacjami, a do takich zaliczają właśnie dane społeczne. Pozostaje jednak wątpliwość, czy rzeczywiście dane społeczne nie są znaczące dla określania wartości spółki. I czy fakt, że ich raportowania nie jest wymagane przez prawo, jest wystarczającym argumentem zwalniających spółki z informowania rynku o tym, jak zarządzają pracownikami, minimalizują ryzyko w łańcuchu dostaw i czy mają procedury, które mają uchronić je przed bojkotem konsumenckim i protestami społecznymi.

Stanowisko 2.

Obszar miejsca pracy i łańcucha dostaw jest ważny, ale niekoniecznie interesuje inwestorów, więc spółki o nim nie mówią.

Każdego roku zwiększa się liczba spółek publikujących raporty CSR. Działy relacji inwestorskich „naciskane” przez osoby odpowiedzialne za CSR informują o tych raportach inwestorów, a niektóre nawet decydują się na wysłanie do najważniejszych kilku egzemplarzy. Jednak na spotkaniach z inwestorami ani prezes, ani członek zarządu, ani szef relacji inwestorskich nie wspomną o raporcie słowem. W ten sposób wysyła się sygnał, że raporty społeczne to produkt przelotnej mody na CSR i nie stanowi realnego narzędzia służącego budowaniu wartości spółki na rynku.

Warto jednak pamiętać o grupie międzynarodowych inwestorów, którzy w swoich strategiach inwestycyjnych biorą pod uwagę czynniki ESG. Segment odpowiedzialnych inwestycji rośnie co prawda z dala od Polski, na bardziej rozwiniętych rynkach. Gdy wreszcie dotrze do naszego kraju, z dodatkowego zastrzyku kapitału skorzystają w pierwszej kolejności ci, którzy zdobyli umiejętność ujawniania danych społecznych w ciekawej dla inwestorów formie. Warto pamiętać, że inwestorzy biorący pod uwagę dane pozafinansowe w większości są nastawieni na inwestycje długoterminowe. Tym cenniejsze jest zwrócenie ich uwagi odpowiednio przedstawionymi informacjami z obszaru społecznego.

Stanowisko 3.

Spółki chciałyby więcej komunikować o tych obszarach, ale brak im narzędzi i wskaźników.

Raportowanie o wynikach firmy w obszarze społecznym nie jest zadaniem prostym. Wymaga konieczności przedstawienia skwantyfikowanych wskaźników ilościowych oraz wiarygodnych danych jakościowych. Dlatego jest konieczne wdrożenie systemu raportowania, ustanowienie w wielu obszarach nowych wskaźników oraz przekazanie wyników w formie czytelnej dla analityków. Ważne jest również pokazanie znaczenia publikowanych danych dla wartości spółki. W tej pracy nie trzeba wymyślać od początku ani narzędzi, ani wskaźników. Osoby odpowiedzialne za relacje inwestorskie powinny wiedzieć, czy w ich firmach zostały wdrożone standardy społeczne, czy spółka ma certyfikaty, strategie, polityki i procedury

w obszarze miejsca pracy, relacji ze społeczeństwem i ryzyk pozafinansowych w łańcuchu dostaw. Do najpopularniejszych standardów raportowania, które mogą być pomocne w pracy specjalisty do spraw relacji inwestorskich, należą Global Reporting Initiative czy Ramy Raportowania Zintegrowanego.

Stanowisko 4.

Spółki nie przekazują danych ESG, ponieważ nie dostrzegają zależności między obszarem miejsca pracy i łańcucha dostaw a wynikami spółki.

Nie ma prostego równania, które pozwalałoby na pokazanie wprost, jak zmiany w obszarach pozafinansowych wpływają na wynik finansowy spółki. Jednak świadomość wzrostu znaczenia kapitału ludzkiego, ryzyko szybkich i bolesnych bojkotów konsumentskich, łatwych do przeprowadzenia dzięki mediom społecznościowym, czy wpływ organizacji pozarządowych wskazujących spółkom konieczność ponoszenia odpowiedzialności za podnoszenie standardów w łańcuchu dostaw powoduje, że czynniki te mogą być przyczyną dotkliwych w skutkach sytuacji kryzysowych. Pokazanie analitykom, że spółka minimalizuje te ryzyka za pomocą skutecznych działań, może przyczynić się do lepszej wyceny spółki.

Narzędziem ułatwiającym pokazanie zależności między zmianami w obszarach pozafinansowych a wynikami spółki jest raport zintegrowany, którego metodologię opracowuje Międzynarodowy Komitet ds. Zintegrowanego Raportowania (IIRC), a która w finalnej wersji ma być dostępna dla spółek jeszcze w tym roku. Zintegrowany raport to zwięzły komunikat o tym, jak strategia, zarządzanie, wydajność i perspektywy organizacji, w kontekście jej środowiska zewnętrznego, doprowadziły do powstania wartości w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej. Zintegrowany raport powinien być przygotowany zgodnie z międzynarodowymi ramami IR. Projektowany przewodnik jest przeznaczony przede wszystkim do stosowania przez sektor prywatny, ale może być również używany i dostosowywany – w razie potrzeby – przez sektor publiczny i organizacje non profit. Zamiast skupiać się na regułach dotyczących mierzalnych wskaźników efektywności (KPI – key performance indicators), przewodnik przedstawia podejście oparte na ogólnych zasadach. Intencją takiego podejścia jest zapewnienie równowagi między elastycznością i podejściem uznającym różnorodność okoliczności, w których znajdują się rozmaite podmioty. Ma to umożliwić wystarczający stopień porównywalności tych podmiotów i być odpowiedzią na potrzeby informacyjne.

CZĘŚĆ 3

Czynniki ESG w analizach inwestycyjnych

Każdego roku przybywa inwestorów, którzy biorą pod uwagę dane ESG w działaniach inwestycyjnych. Potwierdzeniem tych deklaracji jest zobowiązanie do przestrzegania opracowanych przez Organizację Narodów Zjednoczonych Zasad Odpowiedzialnego Inwestowania (PRI). Już ponad 1200 instytucji z rynku finansowego zadeklarowało, że:

- ▶ *będzie włączać czynniki ESG w procesy dokonywania analiz i podejmowania decyzji,*
- ▶ *będzie aktywnymi właścicielami i zastosuje standardy ESG w polityce i działaniach,*
- ▶ *będzie dążyć do należytego ujawniania czynników ESG przez firmy, w które inwestuje,*
- ▶ *będzie promować akceptację i wdrażanie zasad w branży inwestycyjnej,*
- ▶ *będzie współpracować, aby zwiększyć skuteczność poprzez wdrażanie zasad,*
- ▶ *będzie publikować raporty z działań i z postępów we wprowadzaniu w życie zasad.*

W prezentowanych w tym rozdziale analizach szukamy odpowiedzi na pytanie, czy branie pod uwagę czynników ESG w procesie podejmowania decyzji ma sens. A jeśli tak, to należy zadać jeszcze jedno pytanie, na które nie udzielamy odpowiedzi – dlaczego żadna znacząca instytucja finansowa z Polski nie dołączyła do grona ponad 1200 sygnatariuszy PRI?

W poszukiwaniu wartości czynników ESG

ADAM GRZYMISŁAWSKI ▶ CRIDO BUSINESS CONSULTING

Wśród wielu spółek giełdowych można spotkać opinię, że nie ma jednoznacznych dowodów na to, że uwzględnianie czynników środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ang. environmental, social, governance; w skrócie ESG) przekłada się na wzrost wartości spółki. Konsekwentnie wielu inwestorów, którym przedstawia się ideę zrównoważonego i odpowiedzialnego inwestowania (ang. sustainable and responsible investment; w skrócie SRI), wyraża obawę o opłacalność związanych z tym strategii, wprowadzających dodatkowe zmienne do modeli finansowych używanych przez nich od lat.

Przeprowadzono liczne badania na temat powiązań między uwzględnianiem czynników ESG a wynikami finansowymi. Wnioski, nieskategoryzowane w odpowiedni sposób, mogą sprawiać wrażenie braku jednoznaczności co do występowania korelacji. Część badań wykazuje korelację pozytywną, część – negatywną, jeszcze inne – jej brak.

W obliczu tych niejednoznaczności departament doradztwa w zakresie zmian klimatycznych Deutsche

Bank (Deutsche Bank Climate Change Advisors; w skrócie DBCCA; 2012) przeprowadził kompleksową analizę badań na temat powiązań między wynikami w zakresie ESG a wynikami finansowymi. Głównym celem analizy było zidentyfikowanie badań, które są najbardziej wiarygodne, i skategoryzowanie ich w 3 grupy tematyczne:

- ▶ CSR a koszt kapitału,
- ▶ CSR a wyniki finansowe firmy,
- ▶ CSR a wyniki funduszy inwestycyjnych.

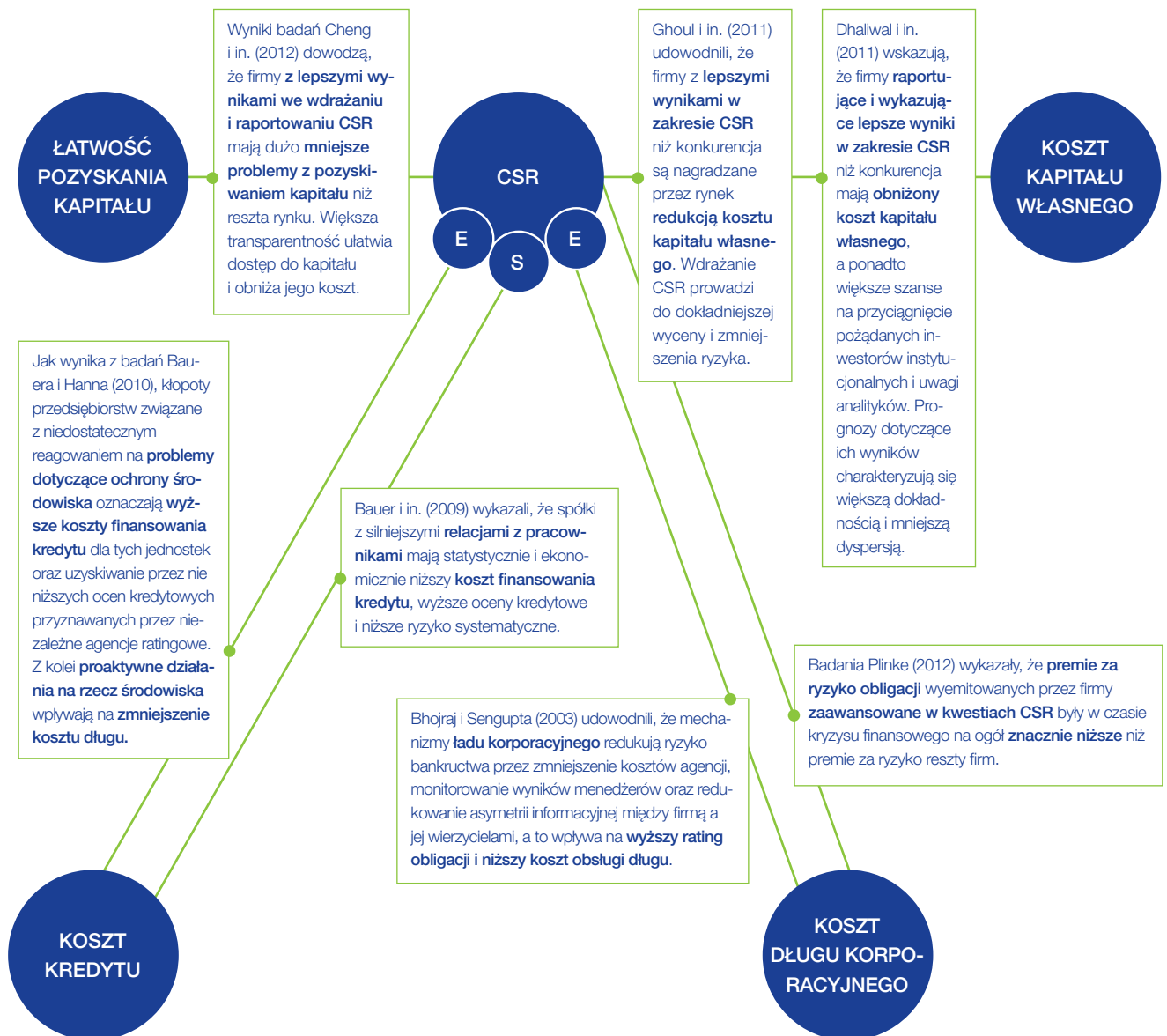
Z ponad 100 badań z ostatnich 15 lat, które zostały zidentyfikowane w początkowej fazie, w analizie uwzględniono 56 prac badawczych, a także – 2 przeglądy literatury i 4 metaanalizy. Aby zwiększyć wiarygodność wyników analizy, wybrano tylko te dokumenty, które spełniają minimalny poziom dyscypliny akademickiej – zostały opublikowane w znanych czasopismach naukowych. Wykluczono natomiast prace, które opublikowano jedynie jako dokumenty robocze do dyskusji lub co do których można mieć wątpliwości odnośnie do doboru próby lub ominięcia ważnych

zmiennych. Przedstawione poniżej kluczowe wnioski z analizy DBCCA rzucają dodatkowe światło na siłę i warunki występowania korelacji.

CSR a koszt kapitału

Wyniki wszystkich 19 badań, które sprawdzały korelację między ratingiem CSR firm (oceniającym ich sposób zarządzania czynnikami ESG) a kosztem kapitału

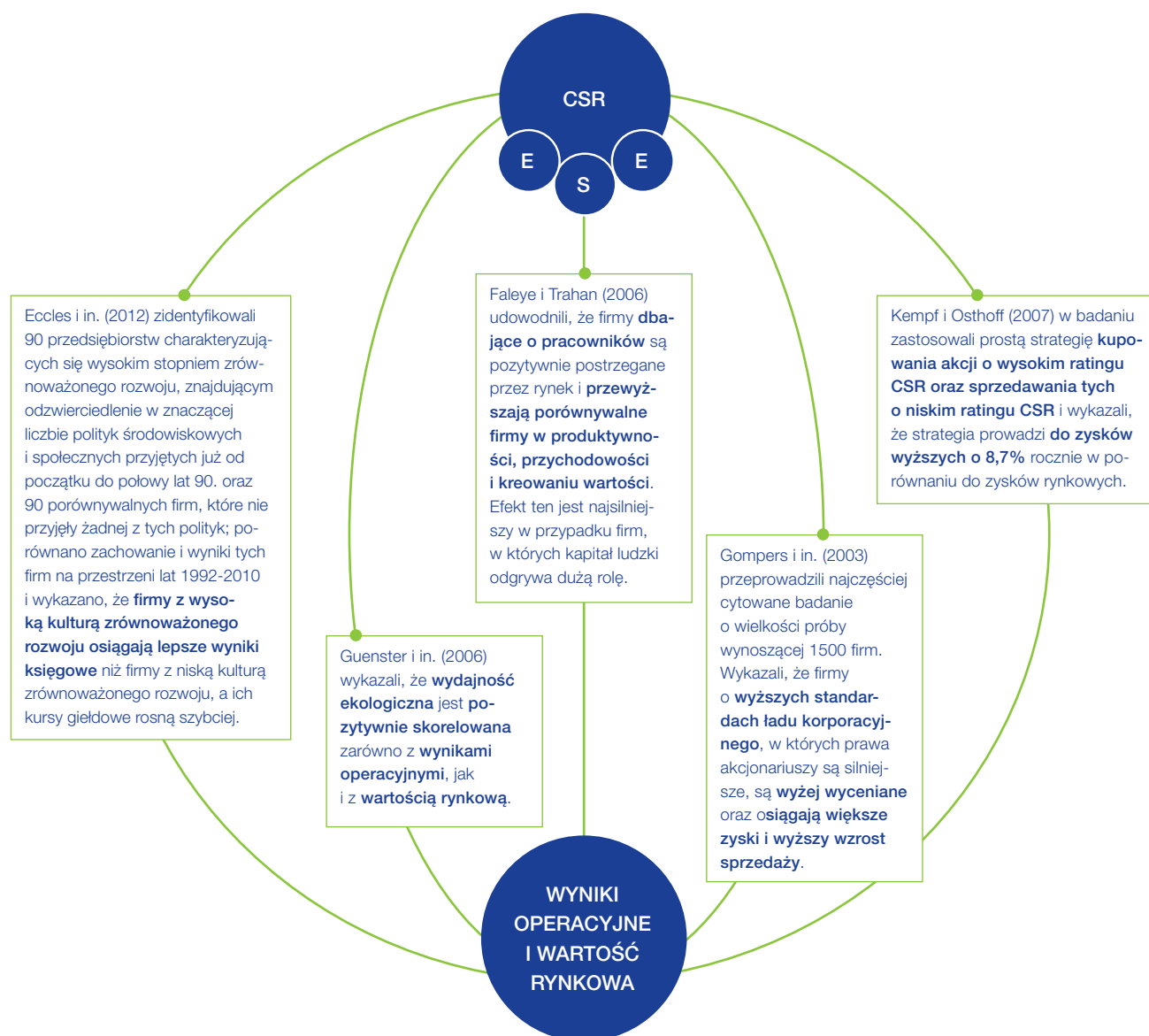
(zarówno kapitału obcego – kredyty i obligacje, jak i kapitału własnego – akcje), wskazują, że firmy o wysokim ratingu CSR mają niższy (ex ante) koszt kapitału. Oznacza to, że rynek postrzega takie firmy za mniej ryzykowne niż inne i stosownie je za to wynagradza. W obliczu tych wyników nie dziwi fakt, że w wielu firmach w kwestie związane z CSR jest zaangażowany CFO. Najciekawsze wnioski z badań w tej kategorii:



CSR a wyniki finansowe firmy

Istnieją przekonujące dowody na to, że dobre zarządzanie czynnikami ESG jest również pozytywnie skorelowane z wynikami finansowymi firmy. Dotyczy to zarówno wyników księgowych, jak i zachowania się kursu akcji. W przeważającej większości z 36 zidentyfikowanych przez DBCCA badań wykazano, że

firmy plasujące się wysoko w ratingach CSR osiągają ponadprzeciętne wyniki finansowe, a ich kurs akcji zachowuje się lepiej niż indeksy rynkowe. Ramy czasowe dla tego typu rozważań nie są stałe – różnią się w odmiennych badaniach, jednak większość inwestorów postrzega uwzględnienie kwestii ESG jako szansę średnioterminową (3-5 lat) oraz długoterminową (5-10 lat). Najciekawsze wnioski z badań w tej kategorii:



CSR a wyniki funduszy inwestycyjnych

Grupa badań, która wykazuje mieszane wyniki, to badania na temat wyników funduszy inwestycyjnych opartych na zasadach odpowiedzialnego inwestowania na tle rynku. Tutaj większość badań (88%) przedstawiło neutralny lub mieszany wpływ. Ogólnie, menedżerowie inwestycyjni, z wyjątkiem kilku specjalistycznych funduszy, zdają się nie wykorzystywać

potencjału do osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, jaki płynie z wykazywanych w poprzednich punktach badaniach korelacji między wynikami w zakresie CSR i wynikami finansowymi firmy, ale przynajmniej nie ma żadnych badań akademickich, które wykazywałyby negatywny wpływ stosowania SRI na wyniki funduszy. Warto jednak nadmienić, że większość badań skupiało się na funduszach stosujących selekcję negatywną. Najciekawsze wnioski z badań w tej kategorii:

Analiza Corteza i in. (2009) wyników 46 funduszy SRI na rynkach europejskich i amerykańskim na przestrzeni lat 1996-2008 sugeruje, że większość funduszy SRI osiąga wyniki podobne do benchmarków rynkowych.

Analiza Bauera i in. (2002) 103 międzynarodowych funduszy etycznych wykazała, że nie osiągają one gorszych wyników niż fundusze konwencjonalne; dodatkowo ciekawym wynikiem było wykrycie „krzywej uczenia się” – nowo powstałe fundusze etyczne nie mają tak dobrych wyników jak starsze fundusze, ale po pewnym czasie nadrabiają zaległości i również nie okazują się gorsze od konwencjonalnych funduszy.

Amenc i Le Sourd (2010) przeanalizowali wyniki 69 francuskich funduszy SRI na przestrzeni lat 2002-2009 i wykazali, że znaczna większość funduszy (93%) osiąga nieznaczną alfę (wynik ponad benchmark), co po większa pulę dowodów na to, że SRI nie wpływa destrukcyjnie na wyniki inwestycyjne.

Podsumowując, inwestowanie w firmy o wysokich standardach zarządzania ESG niesie ze sobą potencjał osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków przy danym poziomie ryzyka, ale menedżerowie inwestycyjni muszą opracować właściwe podejście do integrowania czynników ESG z używanymi przez nich modelami wyceny. Jest to wiadomość istotna również dla

spółek, ale z ich punktu widzenia analizowane powyżej badania mają jeszcze ważniejszy wymiar – wszystkie badania jednoznacznie wskazują, że odpowiednie zarządzanie kwestiami ESG wpływa na obniżenie kosztu długu i kapitału własnego. To powinno wnieść zrównoważony rozwój na agendę nie tylko menedżera ds. CSR, lecz także CFO.

Źródła:

- ▶ Bauer, Hann, *Corporate environmental management and credit risk*, Working Paper, 2010.
- ▶ Bauer, Derwall, Hann, *Employee Relations and Credit Risk*, Working Draft, 2009.
- ▶ Bauer, Koedijk, Otten, *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*, Financial Economics, 2002.
- ▶ Bhojraj, Sengupta, *Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors*, The Journal of Business, 2003.
- ▶ Cheng, Ioannou, Serafeim, *Corporate Social Responsibility and Access to Finance*, HBS Working Paper Series, 11-130, 2012.
- ▶ Cortez, Silva, Areal, *Socially responsible investing in the global market: Performance of US and European funds*, Working Paper Series, 2009.
- ▶ Deutsche Bank Climate Change Advisors, *Sustainable Investing. Establishing long term value and performance*, New York, 2012.
- ▶ Dhaliwal, Li, Tsang, *Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting*, The Accounting Review, 2011.
- ▶ Eccles, Ioannou, Serafeim, *The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance*, Harvard Business School Working Paper, 2012.
- ▶ Faleye, Trahan, *Is what's best for employees best for shareholders?*, Working Paper: Northeastern University, 2006.
- ▶ Ghoul, Guedhami, Kwok, Mishra, *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, Journal of Banking and Finance, 2011.
- ▶ Gompers, Ishii, Metrick, *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics, 2003.
- ▶ Guenster, Derwall, Bauer, Koedijk, *The economic value of corporate eco-efficiency*, Ecce Research Note 06-02, 2006.
- ▶ Kempf, Osthoff, *The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance*, European Financial Management, 13: 908–922, 2007.
- ▶ Plinke, *Sustainability reduces the risks of corporate bonds*, Bank Sarasin's Sustainability Spotlight, Basel, 2012.

Ryzyka ESG w spółkach publicznych

PROFESOR TERESA CZERWIŃSKA ► UNIwersytet Warszawski

Wprowadzenie

Implementacja koncepcji społecznej odpowiedzialności (*Social Responsible Investment*) w procesie inwestycyjnym wymaga poszukiwania rozwiązań umożliwiających łączenie celów typowo biznesowych z celami społecznymi na gruncie praktyki. Jednak wykształcenie się nowych paradygmatów w zarządzaniu inwestycjami jest procesem długofalowym i wielopłaszczyznowym, z uwagi zarówno na zakres procesu, jak i złożoność samej materii. W klasycznym ujęciu inwestycje, jako kategoria ekonomiczna, są rozpatrywane przede wszystkim w kategoriach: efektywności, ryzyka, horyzontu czasowego oraz płynności. Do analizy i oceny portfela inwestycji stosuje się przede wszystkim finansowe kryteria mierzalne. Kryteria niekwantyfikowalne, odnoszące się do szerszego wymiaru oceny skutków społeczno-ekonomicznych inwestycji, są stosowane dość rzadko i w zasadzie wyłącznie do oceny projektów o charakterze z założenia niekomercyjnym. Tymczasem, wzrost świadomości społecznej oraz realia kryzysu gospodarczego i problemy sektora finansów publicznych w wielu krajach powodują, że nasila się presja społeczna uwzględniania kryteriów pozaekonomicznych w sektorze finansowym. Pojawia się zatem coraz silniej akcentowana potrzeba wkomponowywania w proces inwestycyjny (w mniejszym lub większym stopniu) oprócz kryteriów stricte ekonomicznych wartości etycznych, interesów społecznych, ekologicznych oraz dialogu z interesariuszami⁴. Inwestorzy i zarządzającym portfelem zatem, gdy podejmują decyzje, nie tylko poszukują informacji dotyczących parametrów ekonomicznych i finansowych spółki, lecz także podejmują się (w sposób pośredni lub bezpośredni) oceny ryzyka inwestycyjnego związanego

z działalnością spółki w wymiarze społecznym oraz jej wpływu na środowisko naturalne.

Ujawnianie danych pozafinansowych umożliwia kompletną ocenę ryzyka przedsiębiorstwa i należy do kluczowych determinantów wdrażania koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Czynniki związane ze środowiskiem naturalnym, społeczeństwem oraz ładem korporacyjnym (*ESG: Environment, Social, Corporate Governance*) generują ryzyko równie istotne w ocenie inwestycji co dane finansowe. Ponadto, w ocenie ryzyka inwestycji należy także pamiętać, że parametry finansowe inwestycji są w istocie wyrażoną w pieniądzu pochodną w stosunku do jej uwarunkowań społeczno-ekonomicznych.

Ryzyko ESG z perspektywy zarządzających spółką i inwestorów

Jak pokazują doświadczenia ostatnich lat, kreowanie wartości po pierwsze ma wymiar nie tylko finansowy, a po drugie – wymaga trwałego łączenia zarządzania w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym (tzw. Triple Bottom Line) zarówno na poziomie przedsiębiorstwa, jak i całej gospodarki. We współczesnej gospodarce globalnej, gdzie bariery przepływu kapitału, towarów oraz zarządzających są w znacznej mierze likwidowane, przedsiębiorstwa upatrują swoją szansę na kreowanie wartości poprzez budowanie wzajemnych relacji z grupami interesariuszy, zaliczając ich obok kapitału intelektualnego i organizacyjnego do aktywów niematerialnych o fundamentalnym znaczeniu rozwojowym⁵.

⁴ Zob.: *The Principles for Responsible Investment*, UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact 2007;

A. Miller, *Socially responsible investing: how to invest with your conscience*, NY Institute of Finance, New York 1991.

⁵ Zob.: R. Stalmach, *Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy*, Difin, Warszawa 2005, s. 79;

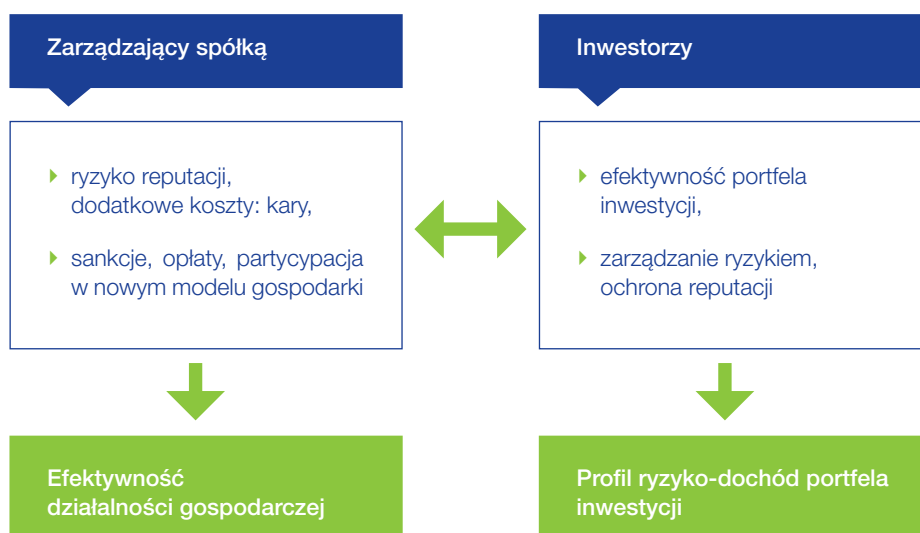
A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*,

[w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 40-42.

Pojawia się potrzeba oceny ryzyka znajdującego się na styku biznesu, otoczenia społecznego, środowiska naturalnego oraz związanego z łańcem korporacyjnym (ESG). Ryzyko to postrzegane z perspektywy zarządzających łączy się przede wszystkim z ryzykiem nieosiągnięcia założonego wyniku finansowego wskutek ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z karami, sankcjami, ostracyzmem społecznym oraz ryzykiem utraty dobrej reputacji i wiarygodności zarówno wśród konsumentów, jak i kontrahentów. Natomiast z perspektywy inwestorów ryzyko związane z ESG jest rozpatrywane głównie w aspekcie ryzyka reputacji oraz efektywności portfela (rysunek 1). W ujęciu syntetycznym ryzyka związane z obszarami ESG przedstawia tabela 1.

Dla inwestora kluczową kwestią do wdrożenia analizy kryteriów ESG i ryzyka z nimi związanego w proces inwestycyjny jest zakres ich oddziaływania na efektywność portfela. Inwestorzy argumentują, że wskutek asymetrii informacyjnej w zakresie praktyk społecznej odpowiedzialności poszczególnych emitentów analiza kryteriów ESG daje pewną przewagę informacyjną, co może skutkować osiągnięciem ponadprzeciętnych wyników (Kekäläinen 2004; Hudson 2006). W tym ujęciu pozytywny wpływ aplikacji kryteriów ESG na efektywność portfela inwestycji jest związany z uzyskiwaniem lepszych wyników na działalności operacyjnej i finansowej w długim okresie przez przedsiębiorstwa działające zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu.

Rysunek 1. Ryzyko związane z obszarami ESG z perspektywy zarządzających spółką i inwestorów



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Ryzyka związane z obszarami ESG i efekty ich realizacji

Obszary	Ryzyka związane z ESG	Efekty realizacji ryzyka
Środowisko naturalne	▶ zmiany klimatyczne – anomalie pogodowe, efekt cieplarniany, powodzie, ▶ wzrost częstotliwości i dotkliwości katastrof naturalnych,	Koszty bezpośrednie: ▶ rynek praw do emisji zanieczyszczeń, ▶ wzrost kosztów surowców, materiałów, energii, ▶ awarie środowiskowe, ▶ akcje protestacyjne, blokady.
	▶ wyczerpalność zasobów naturalnych – marnotrawienie zasobów, gospodarka rabunkowa, ▶ degradacja ekosystemu, skażenie środowiska naturalnego i składowanie niebezpiecznych odpadów.	Koszty pośrednie: ▶ utrata reputacji, ostracyzm społeczny, ▶ dodatkowe koszty negatywnych skutków zmian klimatycznych i skażenia środowiska, ▶ niska innowacyjność gospodarki.
Społeczeństwo	▶ wykluczenie finansowe – ubóstwo, słaby dostęp do usług medycznych i leków, ▶ choroby cywilizacyjne – ryzyka związane z nanotechnologią, otyłość, pandemie,	Koszty bezpośrednie: ▶ procesy sądowe, spory pracownicze, strajki, ▶ kary i restrykcje nakładane przez organy nadzorcze, ▶ wypadki w pracy, przestoje, ▶ wzrost kosztów zarządzania zasobami ludzkimi, ▶ niższa wydajność pracowników, ▶ defekty produktów, reklamacje, ▶ „drenaż mózgów”, ▶ bojkotowanie przez organizacje konsumenckie.
	▶ prawa człowieka i prawa pracownicze – wzrost efektywności kosztem pracowników, mobbing, niekorzystne warunki outsourcingu, dyskryminacja w miejscu pracy (zwłaszcza ze względu na płeć), ▶ starzenie się społeczeństwa – zmiany struktury demograficznej.	Koszty pośrednie: ▶ wzrost kosztów społecznych, ▶ utrata reputacji, ostracyzm społeczny, ▶ niedopasowanie nowych produktów do oczekiwań społecznych, ▶ brak lojalności pracowników i wysoka rotacja kadry, ▶ wyższe bezrobocie, ▶ problemy demograficzne.
Ład korporacyjny	▶ regulacje prawne – korupcja, fałszerstwa, niestosowne postępowanie reklamacyjne/odwoławcze, praktykowanie zmów cenowych, ▶ zasady etyki zawodowej – nieetyczna konstrukcja umów, kontrowersyjne praktyki marketingowe, reklama wprowadzająca w błąd,	Koszty bezpośrednie: ▶ problemy w łańcuchu dostaw, ▶ kary, ▶ restrykcje nakładane przez organy nadzorcze, procesy sądowe, ▶ trudności w pozyskiwaniu partnerów biznesowych oraz źródeł finansowania.
	▶ równe traktowanie grup interesariuszy, ▶ konflikty interesów, struktura zarządzania i rad nadzorczych, kreowanie wartości dla poszczególnych grup interesariuszy, ▶ transparentność działalności i polityki informacyjnej – komunikacja z otoczeniem.	Koszty pośrednie: ▶ brak/spadek lojalności klientów, ▶ zła reputacja, ▶ koszty konfliktów interesów, ▶ pogorszenie jakości otoczenia społecznego ▶ i ekonomicznego, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo – brak transparentności, ▶ przewidywalności działalności i zarządzania ryzykiem.

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem: Gasiński T., G. Piekalski, Zrównoważony biznes: podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw, Ministerstwo Gospodarki 2009.

Jak dotychczas przegląd zrealizowanych badań empirycznych wykazuje, że stosowanie kryteriów ESG w zarządzaniu portfelem w większości przypadków nie powoduje automatycznego obniżenia efektywności i wzrostu ryzyka działalności inwestycyjnej w długim okresie. Niemniej jednak, inwestorzy zwracają uwagę, że wkomponowanie kryteriów ESG do procesu inwestycyjnego może wiązać się z problemem jego odpowiedniej dywersyfikacji. Wykluczanie pewnych branż lub obszarów geograficznych z portfela inwestycji może prowadzić do wzrostu ryzyka systematycznego portfela, ponieważ zostaje zaburzona struktura alokacji wyznaczana przez tzw. portfel rynkowy.

Inwestorzy, zwłaszcza instytucjonalni o zasięgu globalnym, traktują kryteria ESG przede wszystkim jako czynniki ryzyka inwestycyjnego, a realizowane przez nich badania dotyczą głównie szans i zagrożeń związanych z inwestowaniem w spółki surowcowe oraz z branży energetycznej. Przedmiotem ich zainteresowania jest wpływ zaostrzenia regulacji związanych z normami środowiskowymi na opłacalność inwestowania w te branże (np. rynek opłat za prawa do emisji CO₂, rynek kontraktów energetycznych, wzrost cen paliw)⁶. Przeprowadzone badania często dotyczą wpływu wybranych kryteriów społecznej odpowiedzialności na efektywność i ryzyko portfela inwestycji, np. czynników związanych z odpowiedzialnością za środowisko naturalne⁷. Najczęściej przedmiotem zainteresowania jest kwantyfikacja i ocena konsekwencji selekcji i wykluczenia z portfela inwestycji instrumentów emitowanych przez emitentów zaliczanych do kategorii nieodpowiedzialnych lub wręcz szkodliwych społecznie (tzw. sin stocks)⁸ oraz powiązanie czynników ESG z wartością przedsiębiorstwa. Natomiast w znacznie mniejszym stopniu podejmowane są tu kwestie współzależności między społeczną odpowiedzialnością biznesu a wynikami ekonomiczno-finansowymi przedsiębiorstw w długim okresie. Ich analizy idą głównie w kierunku selekcji sektorowej i tworzenia portfeli tematycznych, polegających na doborze do portfela inwestycji instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące zgodnie z koncepcją CSR należące do wybranego sektora.

Zarządzający spółką poszukują związków między *corporate governance* a wartością przedsiębiorstwa i jego zdolnością do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie⁹. Podejmuje się próby wykazania pozytywnego wpływu aplikacji kryteriów ESG na kondycję ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa i jego zdolność do utrzymania przewagi konkurencyjnej w dłuższym horyzoncie czasowym. Jednocześnie wdrażanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu przyczynia się do wzrostu transparentności, obliczalności działalności spółek, co z kolei wpływa w znaczącym stopniu na redukcję asymetrii informacyjnej na rynku kapitałowym, a w konsekwencji – istotnie redukuje błędy prognozytyczne w zakresie ryzyko-dochód portfeli inwestycji. Ponadto, działalność przedsiębiorstwa zgodna z CSR ma na celu ograniczenie kontrowersji i konfliktów interesów poszczególnych grup interesariuszy, które często są przyczyną kryzysów w przedsiębiorstwie i odbijają się na jego efektywności, co skutkuje wzrostem zmienności kursu emitowanych przez nie instrumentów i szoków cenowych¹⁰. Wiele z wymienionych czynników dotyczących społecznej odpowiedzialności obecnie jest ujmowanych przez zarządzających, nawet intuicyjnie, jako komponenty zarządzania strategicznego, lecz w długoterminowej wycenie wartości przedsiębiorstwa najczęściej pomija się wartość dodaną z tytułu włączenia kryteriów ESG do zarządzania.

Raportowanie danych pozafinansowych przez spółki publiczne

Analiza ryzyka związanego z obszarami ESG wymaga rzetelnego okresowego raportowania. W wielu krajach Unii Europejskiej raportowanie danych pozafinansowych spółki nie tylko należy do tzw. kanonu dobrych praktyk, lecz także jest wymogiem prawnym, jak np. we Francji, gdzie od 1977 roku przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 300 osób są zobowiązane do raportowania tzw. bilansu społecznego (*Nouvelles Regulations Economiques art. 116*), a od lipca

⁶ Zob.: Demystifying Responsible Investment Performance 2007.

⁷ Zob. efekt negatywny wyłączeń na efektywność i ryzyko portfela inwestycji: Chong, Her, M. & Phillips 2006: 406-417; badania wykazujące efekt pozytywny selekcji na ryzyko i efektywność portfela inwestycji: Statman 2000:30-39; Statman 2006:100-109.

⁸ Zob. badania wykazujące korzyści z wkomponowania kryteriów środowiskowych w proces inwestycyjny: Derwall, Guenster, Bauer, Koedijk 2005: 51-62; brak efektów pozytywnych uwzględniania kryteriów środowiskowych na wyniki zarządzania portfelem inwestycji: Olsson 2007:11-22.

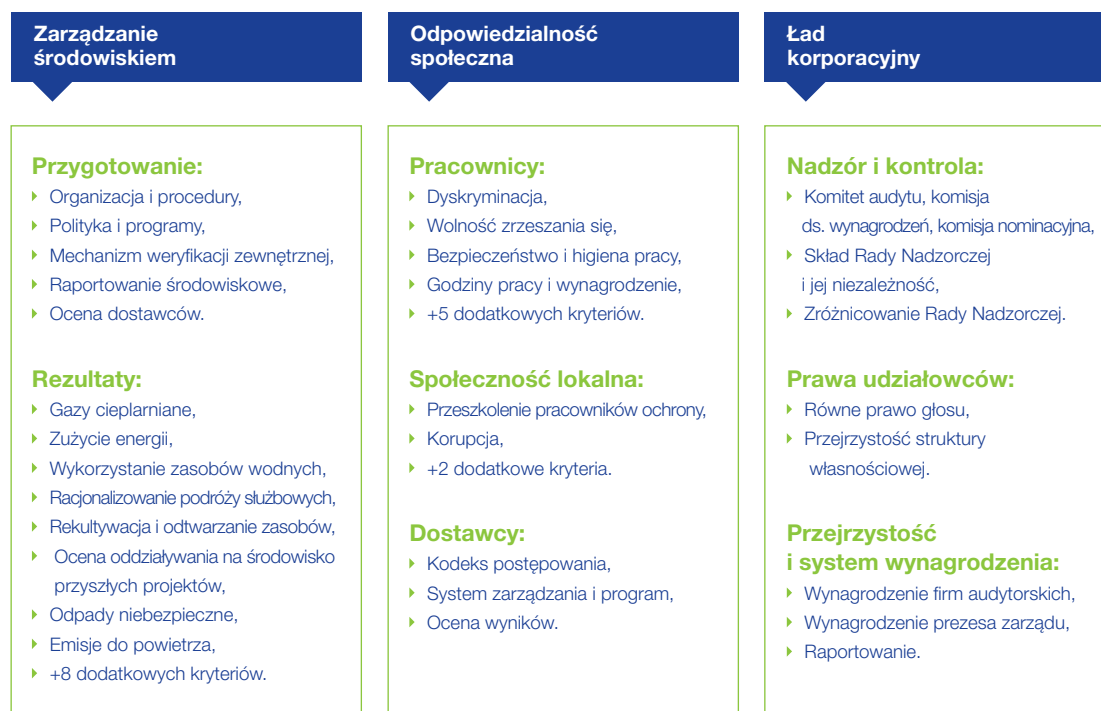
⁹ Zob. Gompers, P., Ishii J., Metrick A., 2003. Corporate governance and equity prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), s.107-155.

¹⁰ Becchetti L., Ciciretti R., A. Giovannelli 2012. Corporate Social Responsibility and Stock Market Efficiency, Working Paper Sustainable Investment Research Platform.

2010 roku wszystkie największe przedsiębiorstwa mają obowiązek raportowania ESG oraz ich wkładu w zrównoważony rozwój. Podobnie od 2009 r. jest w Wielkiej Brytanii, Danii, Szwecji – obowiązek raportowania ESG mają największe przedsiębiorstwa wg GRI. W Polsce co prawda obecnie są publikowane raporty dotyczące społecznej odpowiedzialności z reguły przez największe spółki, niemniej jednak wciąż brakuje – jak wykazuje nawet pobieżne rozpoznanie wśród zarządzających – jednolitej, kompleksowej oraz – co ważne – systematycznej oceny ryzyka związanego z obszarami ESG spółek publicznych. Z jednej strony wynika to jeszcze wciąż – jak się wydaje – z niedostatecznej presji społecznej w zakresie uwzględniania kryteriów ESG w zarządzaniu portfelem inwestycji. Z drugiej zaś – z braku odpowiednich regulacji prawnych lub wytycznych organów nadzorczych.

Ocena poziomu raportowania danych pozafinansowych przez spółki publiczne w Polsce dokonywana przez GES Risk Rating opiera się na ocenie transparentności systemów zarządzania w zakresie środowiska, społecznej odpowiedzialności oraz ładu korporacyjnego spółek. Podstawowym źródłem informacji w badaniu są raporty roczne spółek oraz inne ogólnie dostępne dla inwestorów dokumenty i strony internetowe spółek. Dodatkowo informacje te są uzupełniane danymi ze stron internetowych, np. rządowych, pozarządowych oraz regulatorów, a także artykułów prasowych, publikacji branżowych i serwisów informacyjnych. Zatem oceny ryzyka spółki dokonuje się zarówno poprzez pryzmat transparentności danych pozafinansowych, jak i procedur stosowanych przez spółki w zakresie: odpowiedzialności społecznej, *corporate governance* oraz środowiska naturalnego (rysunek 2).

Rysunek 2. Kryteria oceny raportowania danych pozafinansowych spółek publicznych wg GES Risk Rating

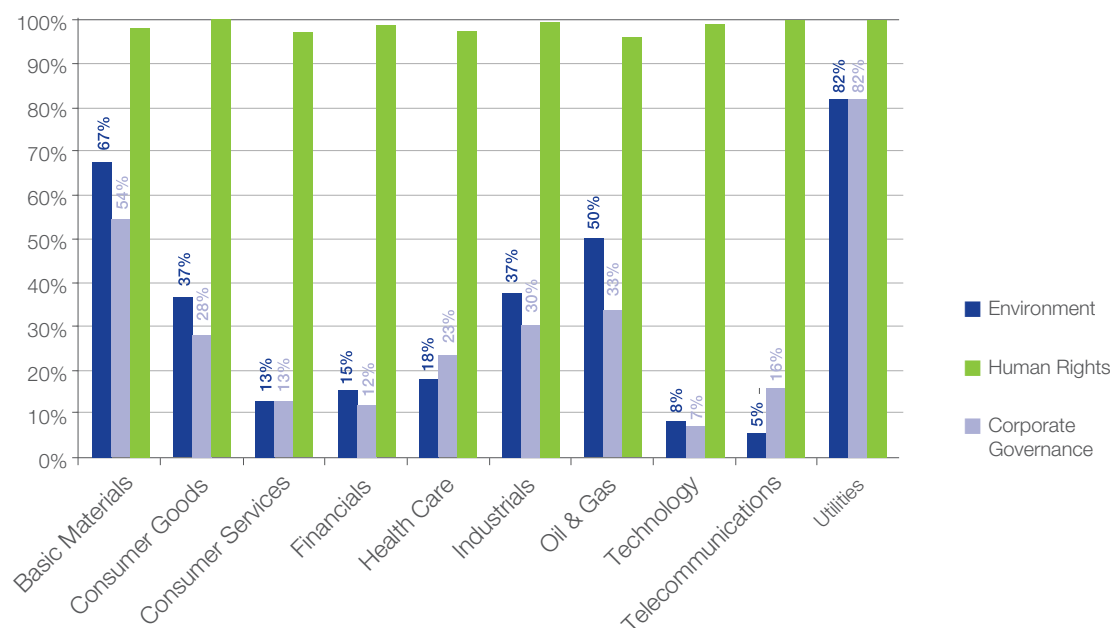


Źródło: GES Risk Rating.

Przeprowadzone badania wśród spółek publicznych w Polsce w zakresie raportowania danych pozafinansowych wykazały, że istnieje znacząca luka informacyjna zwłaszcza w raportowaniu zagadnień związanych z ochroną środowiska oraz obszarem społecznym. Wśród spółek publicznych w sektorach: technologicznym, telekomunikacyjnym

i finansowym zaledwie od 5 do 15% spółek raportuje informacje w obszarze zarządzania ryzykiem związanym ze środowiskiem naturalnym oraz szeroko pojętymi sprawami społecznymi. Przede wszystkim spółki publiczne raportują informacje dotyczące ładu korporacyjnego, co jest związane z polityką GPW w zakresie dobrych praktyk.

Rysunek 3. Luka informacyjna w raportowaniu ESG w spółkach publicznych w Polsce (2012)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

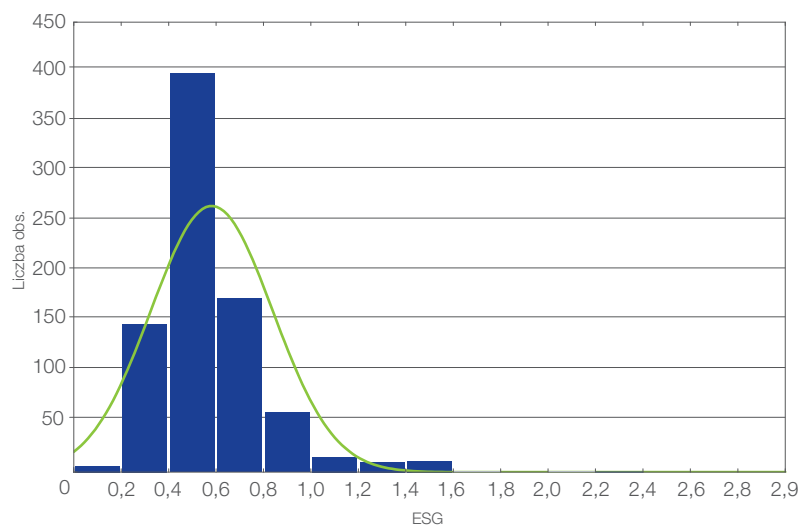
Biorąc pod uwagę poziom raportowania oceniany w skali punktowej¹¹, należy zauważyć, że ogólny poziom raportowania jest stosunkowo niski. Analiza statystyczna rozkładów ocen poziomu raportowania wykazuje, że spółki w zdecydowanej większości najczęściej nie ujawniają danych dotyczących polityki związanej ze środowiskiem naturalnym i społeczną

odpowiedzialnością lub też nie mają opracowanej polityki w tym zakresie. Najwyższy poziom raportowania dotyczy ładu korporacyjnego. Widoczna jest również istotna statystycznie korelacja między poziomem raportowania danych w zakresie społecznej odpowiedzialności i środowiska naturalnego.

¹¹ Łączny wynik analizy GES Risk Rating jest sumą poszczególnych kryteriów ocenianych w punktach:

- 0 pkt. – brak informacji lub całkowite niepowodzenie;
- 0,5 lub 0,33 – wskazówki na istnienie strategii firmy;
- 1 lub 0,67 – rozbudowana polityka firmy;
- 1,5 lub 1 – polityka + program lub polityka + system zarządzania;
- 2 lub 1,33 – polityka + program + system zarządzania;
- 2,5 lub 1,67 – ocena postępu;
- 3 lub 2 – mechanizm zewnętrznej weryfikacji.

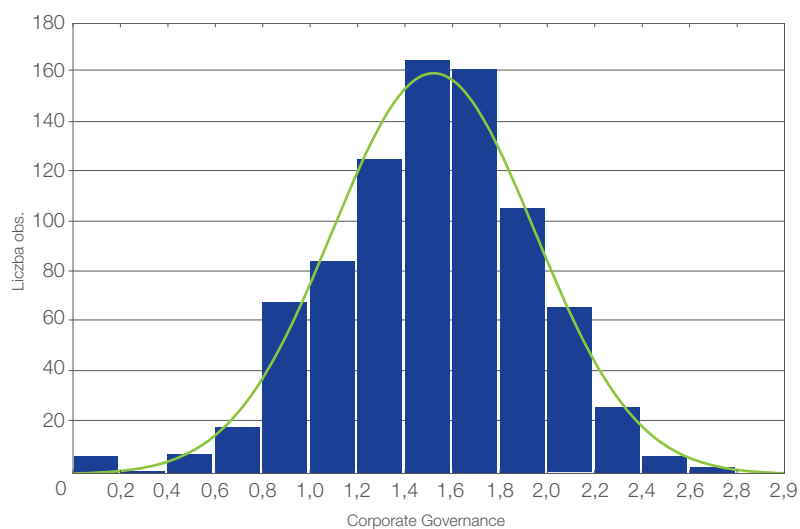
Wszystkie kryteria mają przypisaną określoną wartość punktową (zob.: Metodologia GES Risk Rating (www.seg.org.pl)).

Rysunek 4. Rozkład ocen raportowania ESG przez spółki publiczne w Polsce (2013)**Histogram ESG**

Arkusz1 114v*853c

$$\text{ESG} = 853 \cdot 0,2 \cdot \text{normal}(x; 0,5789; 0,2556)$$

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GES Risk Rating.

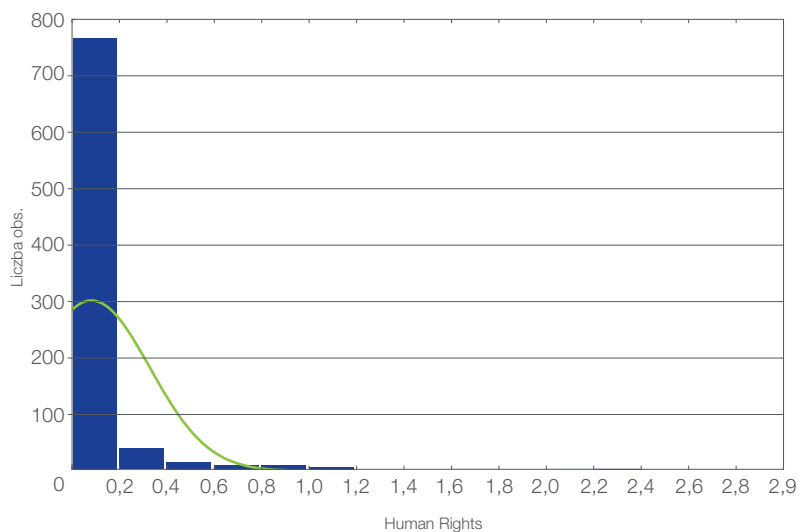
Rysunek 5. Rozkład ocen raportowania w zakresie corporate governance przez spółki publiczne w Polsce (2013)**Histogram Corporate Governance**

Arkusz1 114v*853c

$$\text{Corporate Governance} = 853 \cdot 0,2 \cdot \text{normal}(x; 1,5164; 0,4242)$$

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Rysunek 6. Rozkład ocen raportowania w zakresie odpowiedzialności społecznej przez spółki publiczne w Polsce (2013)



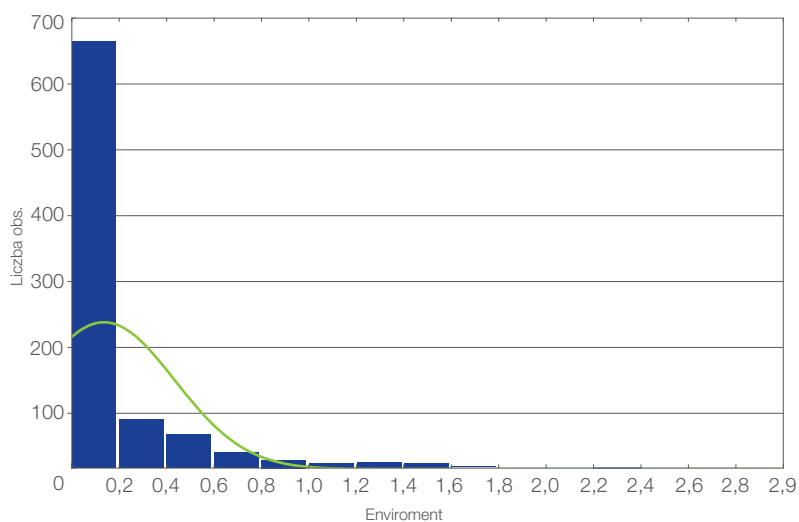
Histogram Human Rights

Arkusz1 114v*853c

Human Rights = 853*0,2*normal
(x; 0,0818; 0,2272)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Rysunek 7. Rozkład ocen raportowania w zakresie środowiska naturalnego przez spółki publiczne w Polsce (2013)



Histogram Enviroment

Arkusz1 114v*853c

Enviroment = 853*0,2*normal
(x; 0,1385; 0,2975)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Tabela 2. Statystyki opisowe dla analizowanej populacji

Statystyki opisowe

Obszar oceny	Nr obserwacji	Średnia	Minimum	Maksimum	Odch. std.
Enviroment	853	0,13850	0,00	2,060	0,297466
Human Rights	853	0,08175	0,00	2,025	0,227241
Corporate Governance	853	1,51639	0,00	2,715	0,424171
ESG	853	0,57888	0,00	2,137	0,255588

Macierz korelacji

Oznaczone wsp. korelacji są istotne z $p < ,05000$ N=853 (braki danych usuwano przypadkami)

	Enviroment	Human Rights	Corporate Governance
Enviroment	1,000000	0,758342	0,369663
Human Rights	0,758342	1,000000	0,373869
Corporate Governance	0,369663	0,373869	1,000000

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Jednocześnie, biorąc pod uwagę zróżnicowanie branżowe, badania wykazały, że najwyższy poziom raportowania wykazują spółki publiczne zaliczane do sektorów: użyteczności, materiałowego oraz petrochemicznego (rysunek 8). W ujęciu dynamicznym w relacji do roku poprzedniego można zauważyć pewne zmiany w poziomie raportowania. Jak się wydaje, spółki publiczne dostrzegają powoli potrzebę raportowania danych pozafinansowych w innych obszarach niż corporate governance. W niektórych sektorach zaobserwowano nawet pogorszenie ocen dotyczących raportowania czynników związanych z ładem korporacyjnym, np. w spółkach należących do sektora użyteczności, finansowego oraz telekomunikacyjnego. Niemniej jednak można zaobserwować ogólną poprawę parametrów raportowania danych w zakresie ESG w większości analizowanych sektorów. Poprawa ta dotyczyła głównie spółek należących do sektorów: użyteczności, ochrony zdrowia oraz petrochemicznego. Zauważalna jest znacząca poprawa w zakresie raportowania czynników związanych ze środowiskiem naturalnym w spółkach należących do sektorów: finansowego, petrochemicznego i ochrony zdrowia oraz w zakresie czynników związanych z obszarami społecznymi w sektorach: użytecz-

ności, materiałowym i ochrony zdrowia (rysunek 9). Jednocześnie, podobnie zresztą jak w roku 2012, jest widoczna istotna różnica w poziomie raportowania w spółkach polskich i zagranicznych, które cechują się wyższym poziomem raportowania w zakresie każdego z poszczególnych obszarów ESG.

Sektorowa macierz ryzyka ESG

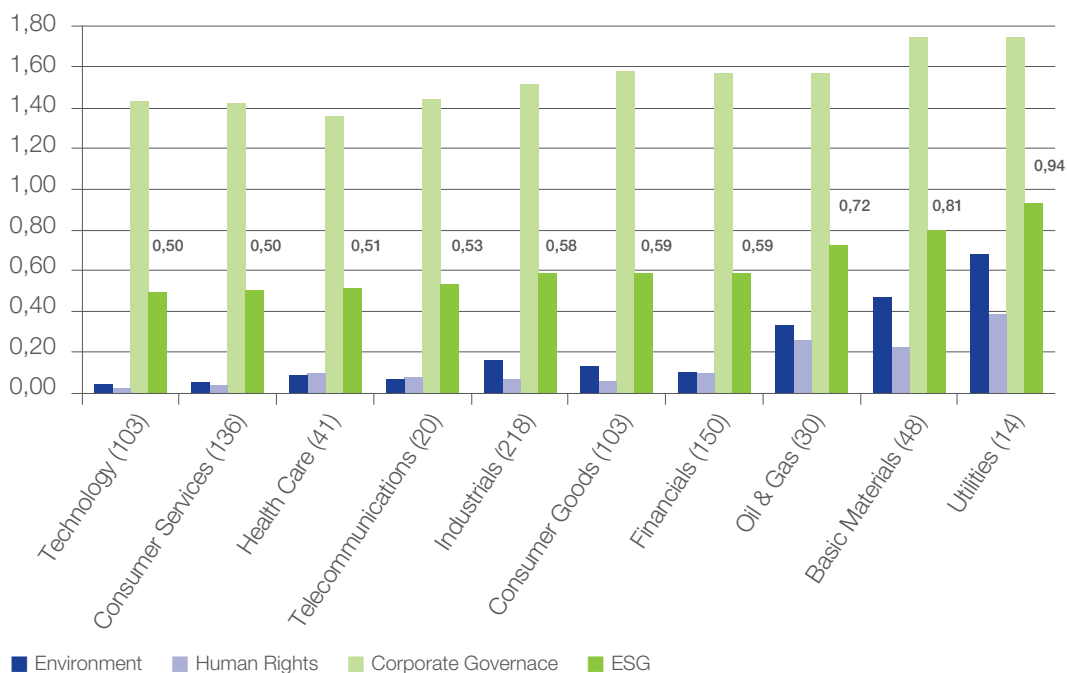
Przeprowadzone badania umożliwiają sporządzenie sektorowej macierzy ryzyka ESG, która może stanowić dodatkowe kryterium w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Podstawą oceny jest ryzyko sektora, w którym dana spółka prowadzi działalność, uwarunkowane specyfiką określonej gałęzi działalności gospodarczej. Stąd kryteria oceny ryzyka są dobierane zgodnie ze specyficznymi wymaganiami, np. w zakresie ochrony środowiska dla danej branży. Natomiast ryzyko związane z corporate governance nie ma zróżnicowania sektorowego (dlatego nie jest uwzględniane w macierzy). Kategorie ratingowe są oznaczane literami od A (najniższe ryzyko) do C (najwyższe ryzyko)¹². W macierzy uwzględniono ocenę ratingową ryzyka właściwego dla danego sektora oraz przeciętny

¹² Zob.: Metodologia GES Risk Rating (www.seg.org.pl).

poziom ryzyka oszacowany dla spółek należących do danego sektora (na podstawie ich wyników uzyskanych w badaniu). Badania wykazały, że w Polsce do sektorów cechujących się najniższym ryzykiem inwestycyjnym w zakresie czynników związanych z ESG należą: sektor finansowy, media, IT. Natomiast

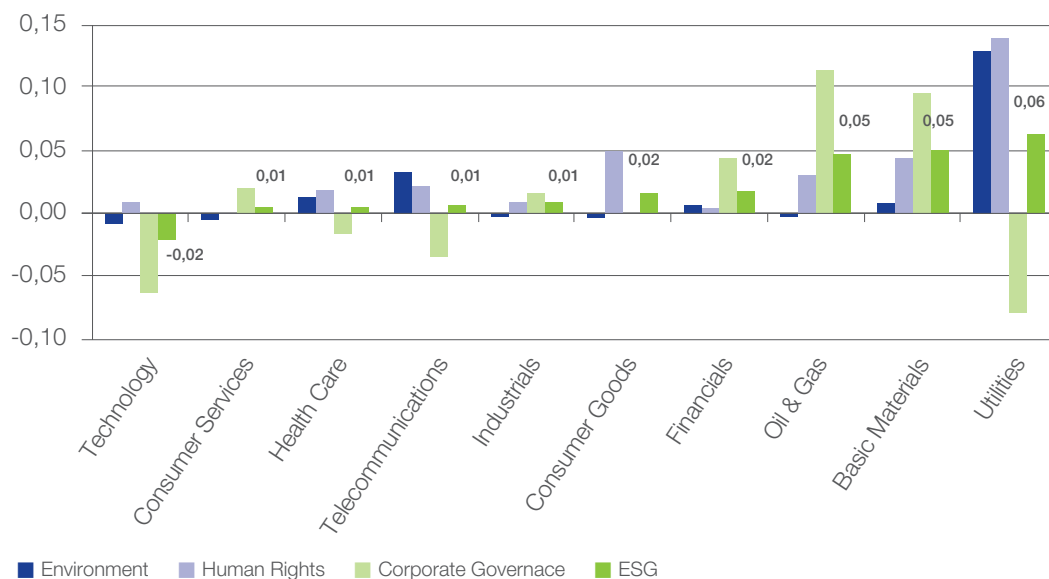
najwyższe ryzyko związane z ESG cechuje spółki z sektorów: energetycznego, metalowego, produkcji żywności. Do spółek, które charakteryzują się najwyższą transparentnością w zakresie raportowania danych pozafinansowych związanych z ESG, należą głównie banki oraz spółki petrochemiczne (tabela Top 30).

Rysunek 8. Ocena raportowania ESG w spółkach publicznych według sektorów (2013)

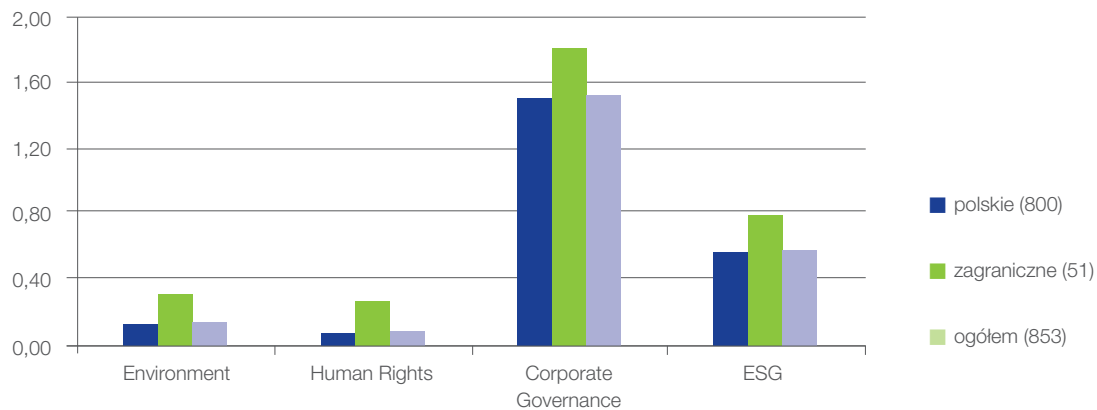


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Rysunek 9. Zmiana ocen raportowania ESG w spółkach publicznych według sektorów (2013 w relacji do 2012)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Rysunek 10. Ocena raportowania ESG w spółkach publicznych według sektorów (2013)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Rysunek 11. Sektorowa macierz ryzyka związanego z ESG (2013)

General Human Rights Risk	A					Capital Markets	Software, Internet Software & Services
	A-					Commercial Banks, Biotechnology	Media, Diversified Financial Services
	B+			Real Estate, Management & Development	Health Care Equipment & Supplies	Diversified Telecommunication Services	
	B	Chemicals, Containers & Packaging	Building Products, Machinery		Health Care Providers & Services	Commercial Services & Supplies	Internet & Catalog Retail, Professional Services
	B-	Construction Materials	Electrical Equipment	Electronic Equipment, Instruments & Components, Household Durables	Office Electronics	Textiles, Apparel & Luxury Goods	Distributors
	C+	Construction & Engineering, Independent Power Producers & Energy Traders	Water Utilities	Road & Rail, Beverages	Hotels, Restaurants & Leisure	Specialty Retail	
	C	Metals & Mining, Oil, Gas & Consumable Fuels	Food Products	Food & Staples Retailing			
		C	C+	B-	B	B+	A-
General Environmental Risk							

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Tabela 3. Lista spółek publicznych o najwyższej transparentności w zakresie raportowania ryzyk ESG wg ocen ratingowych w kolejności alfabetycznej (Top 30)

Lp	Nazwa spółki	kraj	MSCI Industry
1	APATOR S.A.	PL	Electronic Equipment, Instruments & Components
2	ARCTIC PAPER S.A.	PL	Paper & Forest Products
3	BANK GOSPODARKI ZYWNOSCI	PL	Commercial Banks
4	BANK HANDLOWY W WARSZAWIE SA	PL	Commercial Banks
5	BANK MILLENNIUM	PL	Commercial Banks
6	BPH	PL	Commercial Banks
7	BUDIMEX	PL	Construction & Engineering
8	CEZ	CZ	Electric Utilities
9	ELEKTROBUDOWA S.A.	PL	Electrical Equipment
10	ENEA SA	PL	Electric Utilities
11	GRUPA AZOTY	PL	Chemicals
12	GRUPA KETY SA	PL	Metals & Mining
13	ING BANK SLASKI	PL	Commercial Banks
14	INTERFERIE	PL	Metals & Mining
15	INTERNATIONAL PERSONAL FINANCE	GB	Consumer Finance
16	INTERSPORT POLSKA	PL	Specialty Retail
17	KGHM	PL	Metals & Mining
18	KREDYT BANK	PL	Commercial Banks
19	KRKA	SI	Pharmaceuticals
20	LOTOS GROUP	PL	Oil, Gas & Consumable Fuels
21	LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	PL	Metals & Mining
22	MAGYAR OLAJ GAZIRT	HU	Oil, Gas & Consumable Fuels
23	NEW WORLD RESOURCES PLC	NL	Metals & Mining
24	PGE	PL	Electric Utilities
25	PKN ORLEN	PL	Oil, Gas & Consumable Fuels
26	POLSKIE GORNICTWO NAFTOWE I GAZOWNICTWO SA	PL	Oil, Gas & Consumable Fuels
27	PZU SA	PL	Insurance
28	TPSA TELEKOM POLSKA	PL	Diversified Telecommunication Services
29	UNICREDIT ORD	IT	Commercial Banks
30	ZAKLADY AZOTOWE PULAWY SA	PL	Chemicals

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GES Risk Rating.

Raportowanie danych ESG – ewolucja nadchodzącej rewolucji

PIOTR KAŻMIERKIEWICZ ► CDM PEKAO S.A.

II Drugie podejście

To już druga edycja badania „Analiza ESG spółek w Polsce” przeprowadzona przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, GES oraz Crido Business Consulting. Słowo „już” zostało użyte nieprzypadkowo, ponieważ fakt kontynuacji ubiegłorocznego wyzwania pozwala nadać badaniu znamiona cykliczności. Rok 2013 zapisze się zatem jako przełomowy w historii rozwoju rynku danych pozafinansowych. Druga edycja to również dobra okazja, by z perspektywy roku ocenić zmiany w raportowaniu danych ESG na polskim rynku kapitałowym. Kolejna edycja to także dobry moment do promocji idei tworzenia zbioru zestandaryzowanych danych pozafinansowych, który w sposób istotny mógłby uzupełnić analizy spółek oparte wyłącznie na danych finansowych i rynkowych. Wszystko ma na celu zmianę dotychczasowego wybiórczego zainteresowania rodzimych inwestorów uwzględnianiem czynników ESG w procesie inwestycyjnym.

III Wątpliwości pozostają bez zmian, tak samo metodologia

Kolejna edycja nie zmienia pytań, jakie stawia się przy tego rodzaju badaniach. Wciąż aktualna jest wątpliwość podnoszona przez same spółki – czy raportowanie danych pozafinansowych może być elementem przewagi konkurencyjnej spółki na rynku kapitałowym? Odpowiedzią na to pytanie ma być test istotności zależności między danymi finansowymi i pozafinansowymi wśród spółek notowanych na GPW i rynku NewConnect. Z kolei, przyjmując perspektywę inwestorów, przyjrzymy się temu, czy stosowanie kryteriów pozafinansowych w selekcji spółek może być źródłem istotnych przewag nad podejściem tradycyjnym w procesie szacowania relacji ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji. Z punktu widzenia zarządzających spółkami notowanymi na GPW i rynku

NewConnect ważne będzie natomiast znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy jest możliwe stwierdzenie istotnej statystycznie pozytywnej relacji między poziomem raportowania a postrzeganiem spółki przez inwestorów. Mając świadomość istotności danych rynkowych w procesie szacowania kosztu pozyskania kapitału niezbędnego do funkcjonowania przedsiębiorstwa, występowanie takiego zjawiska (przykładowo w postaci wyższych od rynkowych przeciętnych stóp zwrotu z inwestycji przy podobnym poziomie ryzyka lub porównywalnych zwrotów przy niższym poziomie zmienności) mogłoby przyczynić się do zmiany podejścia spółek do raportowania danych pozafinansowych. Dostrzeżenie pozytywnego wpływu odpowiedzialności społecznej spółek na koszt pozyskiwania przez nie kapitału mogłoby być podstawą do zwiększania transparentności spółek w obszarach ESG jako czynności o ściśle biznesowym uzasadnieniu.

IV Krótka historia badania

Dwie edycje badania nie tworzą wystarczająco długiej historii, by uznać poniższe wnioski za rozstrzygające. Mimo tego, z uwagi na unikatowy charakter badania na polskim rynku, zachęca się do głębszej analizy otrzymanych rezultatów. Korzystając z faktu, że jest to druga edycja badania, wyniki tegoroczne zostaną porównane do rezultatów z roku ubiegłego. Oceny stanu dokonano na dzień 30 czerwca 2012 i 2013 roku. W procesie analizy zależności wykorzystano zatem wyniki badania „Analizy ESG spółek w Polsce” za rok 2012 i 2013, a także dane finansowe obejmujące lata 2009-2012 oraz miesięczne stopy zwrotu spółek w okresie od 30 września 2009 do 30 września 2013 roku.

Analizie poddano następujące wskaźniki:

1. stopę zwrotu z aktywów (ang. Return On Assets based on bottom EPS, ROA) – obliczaną jako wynik netto z danego roku podzielony przez poziom aktywów spółki,

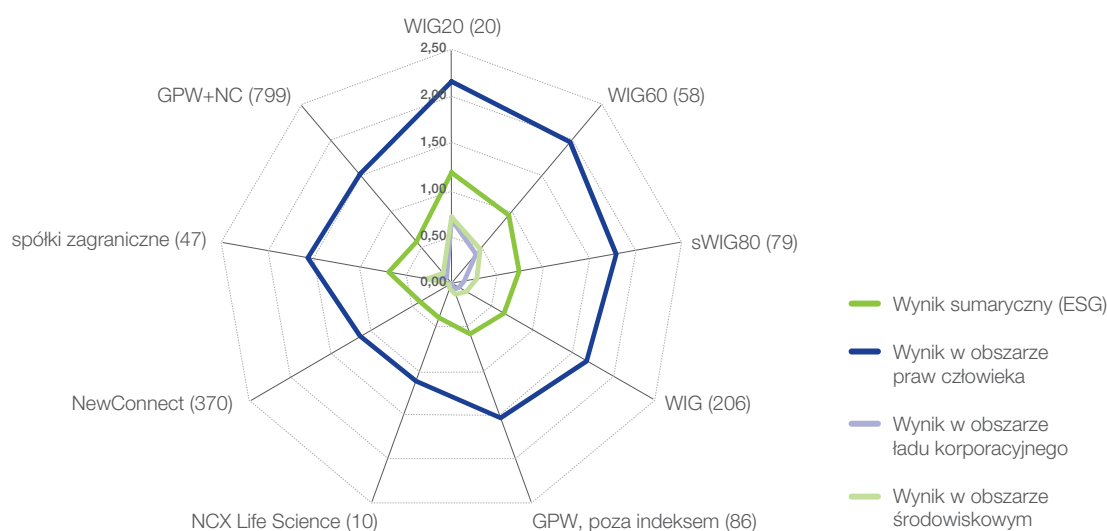
2. stopę zwrotu z kapitałów własnych (ang. Return on Common Equity, ROE) – obliczaną jako wynik netto z danego roku podzielony przez poziom kapitałów własnych spółki.

Podstawową zaletą zastosowania wskaźnika ROE jest fakt, że pozwala on ocenić efektywność zarządzania spółką i nie budzi zastrzeżeń przy porównywaniu podmiotów z odmiennych branż. Stosunkowo liczna grupa spółek poddanych badaniu pozwoliła także na porównanie ich pod kątem efektywności funkcjonowania poszczególnych sektorów. W takiej analizie dodatkowo korzystano ze wskaźnika ROA. Podziału na sektory dokonano na podstawie klasyfikacji sektorowej zaproponowanej przez firmę MSCI, która wyróżnia dziesięć głównych branż.

Peleton nadrabia dystans, wciąż jednak bez NewConnect

Po raz kolejny wyniki pogłębionej analizy będą się odnosić wyłącznie do rynku GPW. Wynika to z faktu, że o ile spółki z NewConnect odznaczały się satysfakcjonującym poziomem raportowania w zakresie ładu korporacyjnego, o tyle jakość i istotność informacji z pozostałych obszarów (środowiskowego i praw człowieka) wciąż pozostają na znikomym poziomie. Obrazuje to poniższy zestaw wykresów, na których zaznaczono poziom raportowania danych pozafinansowych w rozbiciu na poszczególne kategorie danych oraz indeksy. Dla zapewnienia porównywalności wyniki dotyczą wyłącznie spółek poddanych badaniu w obu edycjach przy zachowaniu klasyfikacji sektorowej obowiązującej w dniu 30 czerwca 2013 roku.

Rysunek 1. Poziom raportowania na GPW i NewConnect w rozbiciu na indeksy (skala: 0-3 pkt.; w nawiasach liczba spółek)

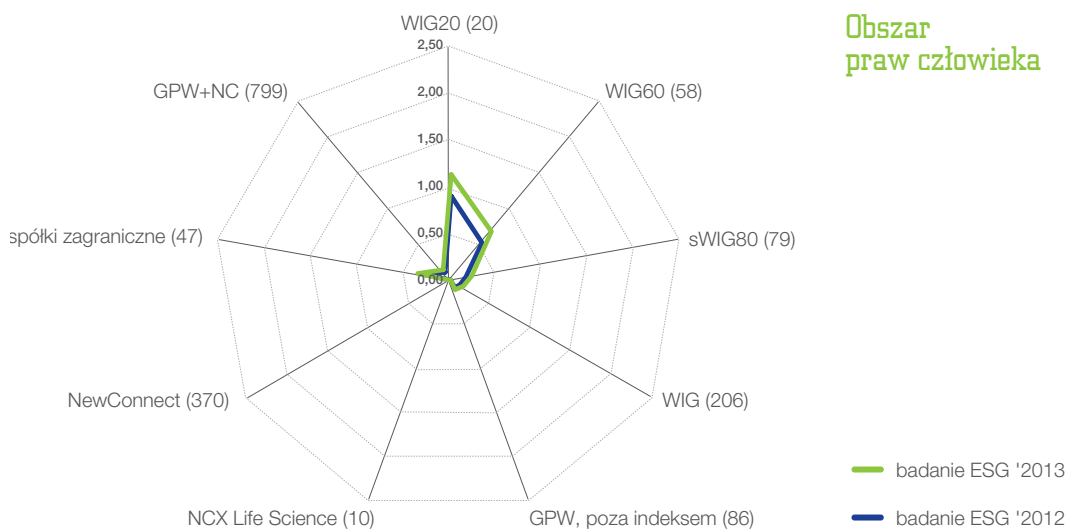
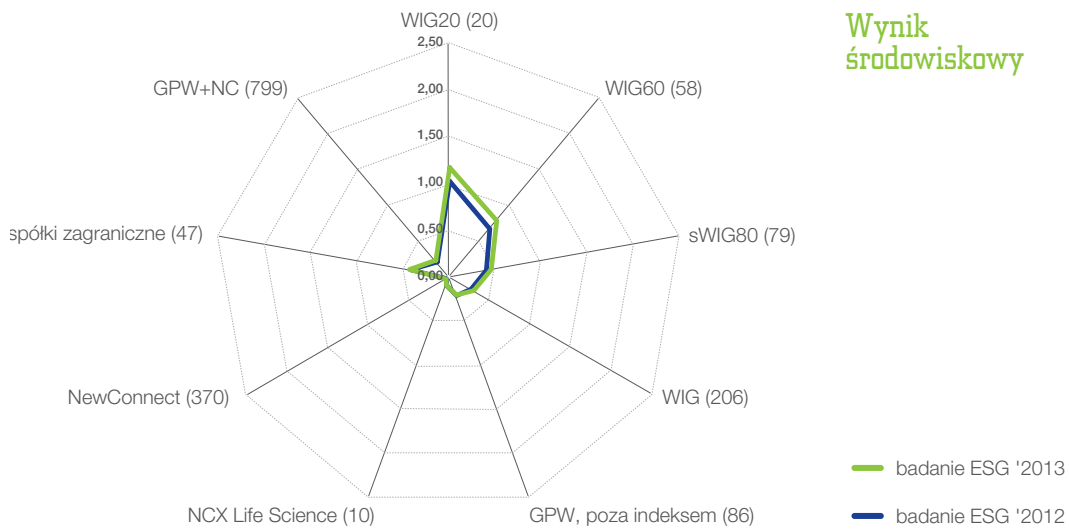
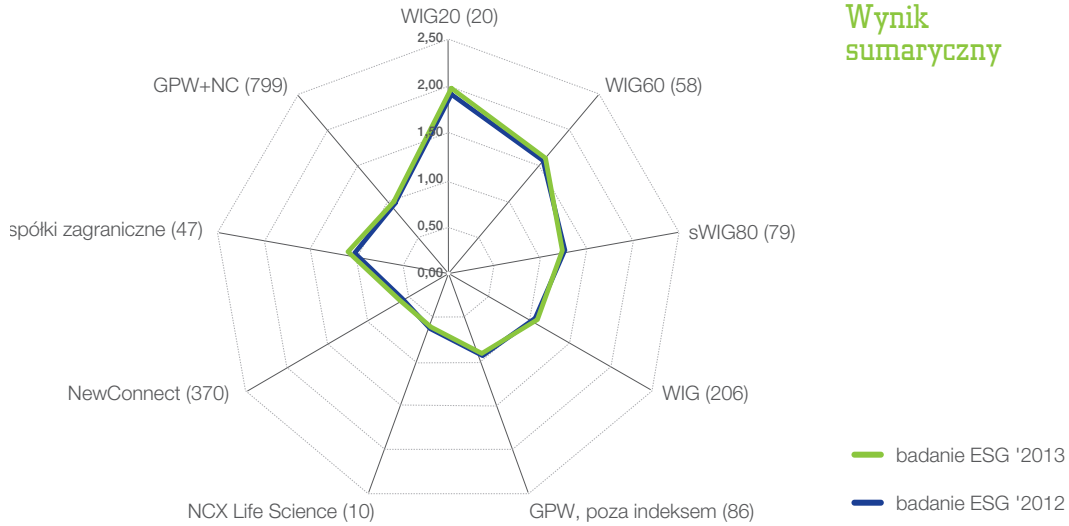


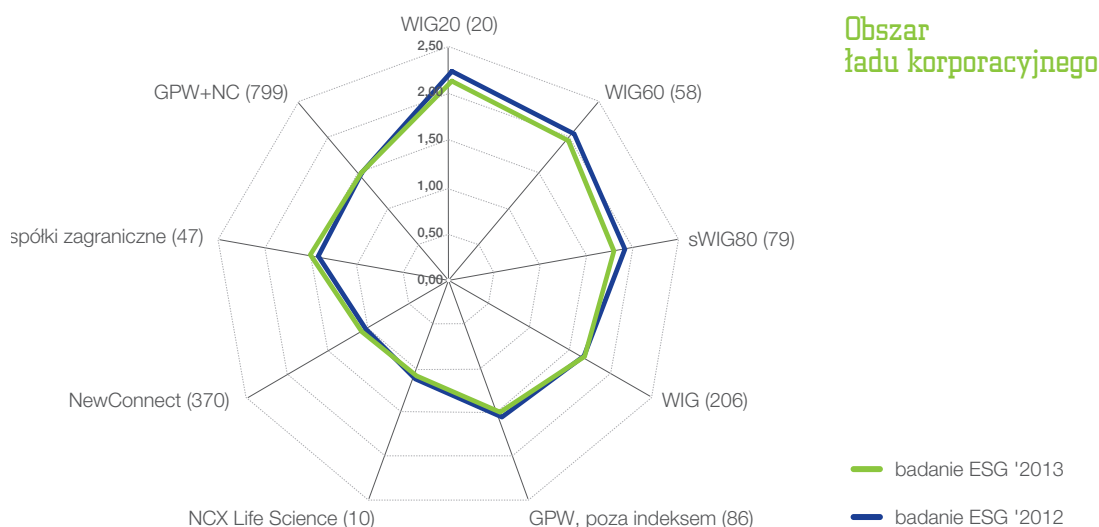
Źródło: GES, obliczenia własne.

Choć obszar, jaki spółki wyraźnie akcentują przy raportowaniu danych pozafinansowych, pozostaje bez zmian (ład korporacyjny), to porównując wyniki obu edycji badania, dostrzegamy kilka interesujących faktów. Po pierwsze – sumaryczny poziom raportowania

niemal nie uległ zmianie. W ramach poszczególnych grup spółek wyniki różnią się symbolicznie i nie odchylają o więcej niż 0,02 pkt. (sWIG80, GPW poza indeksem) oraz +0,04 pkt. (WIG20, spółki zagraniczne).

Rysunek 2. Zmiany w poziomie raportowania w porównaniu do poprzedniej edycji na GPW i NewConnect w rozbiciu na indeksy (skala: 0-3 pkt.; w nawiasach liczba spółek)





Źródło: GES, obliczenia własne.

Choć na pierwszy rzut oka rezultaty nie wydają się zbyt optymistyczne, to dokładniejsze spojrzenie na wyniki jednostkowe prezentuje trochę bardziej kolorowy obraz. Okazuje się, że poprawę średnich wyników zawdzięczamy nie tyle polepszeniu jakości raportowania wśród podmiotów, które już wcześniej szczerze dzieliły się informacjami pozafinansowymi, ile coraz większemu zainteresowaniu ujawniania tego typu danych przed spółki, które dotychczas tego nie robiły bądź robiły, ale na niewielką skalę. Przedstawia to seria wykresów na kolejnych stronach, na których zewnętrzne pierścienie prezentują wyniki tegoroczne, pierścienie wewnętrzne zaś – oddają rezultaty badania sprzed roku.

W obszarach środowiskowym i praw człowieka jest zauważalna poprawa raportowania danych pozafinansowych, choć należy zaznaczyć, że wciąż przytłaczająca liczba spółek nie ujawnia żadnych istotnych danych w tym zakresie (kolor szary: odpowiednio 71,3 i 74,8 proc., spadek o 2,2 i 2,8 pkt. proc.). Zgoła odmienną tendencję obserwujemy za to w obszarze ładu korporacyjnego, który dotychczas był uważany za wzorcowy. Okazuje się bowiem, że co 22 spółka wciąż nie uzyskuje w tym zakresie wyniku powyżej 0,5 pkt. Wśród spółek z ubiegłorocznej edycji wartości te dotyczyły jedynie co 89 podmiotu! Co więcej, wynik powyżej 2,0 pkt. w tegorocznej edycji dotyczy zaledwie 12,6 proc. spółek uczestniczących w obu badaniach, przy 20,0 proc. wyników z roku ubiegłego.

W tym miejscu pojawia się jednak jeden z najważniejszych rezultatów tegorocznego badania. Poddamy analizie jedynie 5 proc. najlepszych i 5 proc. najgorszych

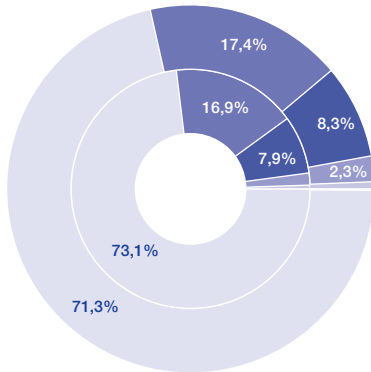
spółek z 2012 roku (39 i 36 spółek; różnice w liczebności wynikają z braku niektórych spółek w tegorocznym badaniu) – rezultaty przedstawia rysunek 4. Okazuje się, że o ile ubiegłoroczni liderzy wciąż dążą do poprawy jakości raportowania, o tyle prawdziwy skok jakościowy odnotowujemy w grupie maruderów 2012 roku. Tu przyrost sumarycznego wyniku ESG wynosi bowiem 0,25 pkt., przy zaledwie 0,04 pkt. poprawy u liderów. Co prawda wynik ten zawdzięczamy wyłącznie poprawie ujawniania danych z obszaru ładu korporacyjnego, lecz takie zachowanie analizowanych podmiotów może wskazywać na wzrost świadomości i powolne dostrzeganie istotności ujawniania danych pozafinansowych w procesie budowania wizerunku wśród inwestorów z rodzimego rynku kapitałowego.

Nie zmienia to faktu, że patrząc przez pryzmat przynależności spółek do poszczególnych indeksów, wyraźnie widać zależność między wielkością spółki a poziomem raportowania przez nią danych pozafinansowych. We wszystkich kategoriach prym zdecydowanie wiodą tzw. blue chipy, czyli spółki z indeksu WIG20. Warto zwrócić uwagę na spółki zagraniczne, które – w odróżnieniu do zeszłorocznych wyników, uwzględniając tylko GPW – plasowały się tuż za spółkami wchodzącymi w skład grupy WIG60, wyprzedzając sWIG80 średnio o 0,12 pkt.

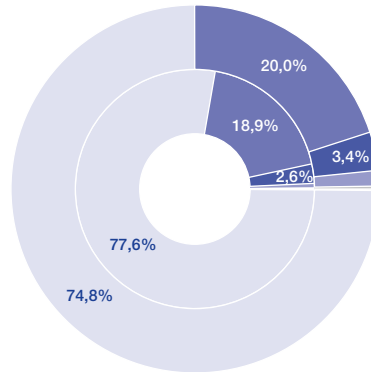
To, co ponownie zaś martwi, to wynik podmiotów tworzących indeks NC Life Science. Wydawać by się mogło, że podmioty te powinny być naturalnymi liderami w zakresie dostarczania danych pozafinansowych. Dlatego niezmiennie niski poziom raportowania w tej grupie jest niewątpliwie negatywnym zaskoczeniem tegorocznego badania.

Rysunek 3. Porównanie poziomów istotności raportowania w kolejnych edycjach badania

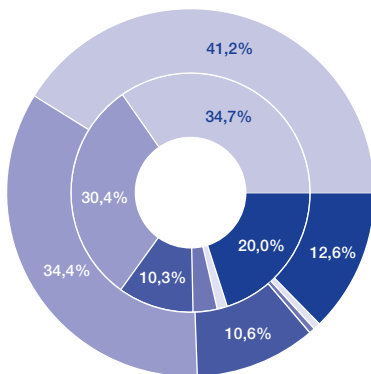
Poziom istotności danych w obszarze środowiskowym



Poziom istotności danych w obszarze praw człowieka



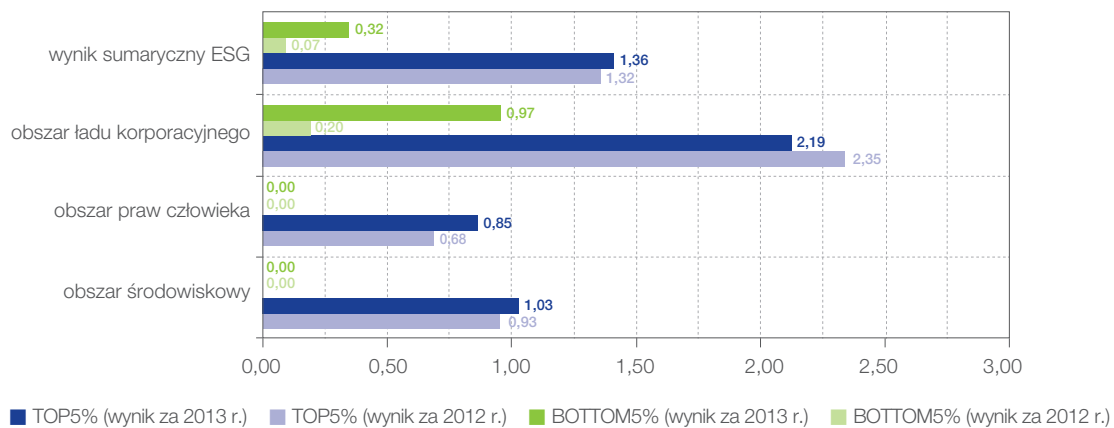
Poziom istotności danych w obszarze ładu korporacyjnego



- od 0 do 0,5
- od 0 do 1
- od 0 do 1,5
- od 0 do 2
- powyżej 2,0
- brak istotnych danych

Źródło: GES, obliczenia własne.

Rysunek 4. Zmiany poziomu raportowania podmiotów o najlepszych i najgorszych wynikach sumarycznych ESG z ubiegłorocznego badania (GPW wraz z NewConnect)



Źródło: GES, obliczenia własne.

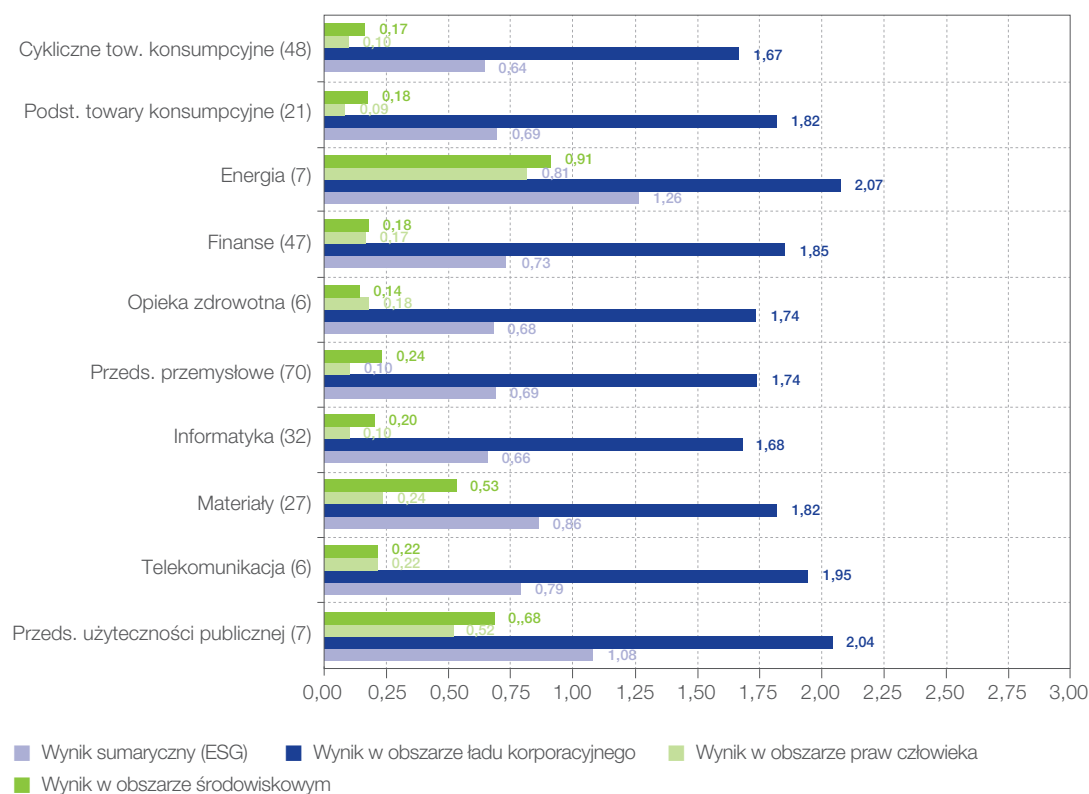
Dalsza część opracowania zawiera próbę zestawienia danych finansowych i pozafinansowych. Jak już wcześniej wspomniano, z uwagi na brak dostatecznie dużej próby spółek z rynku NewConnect raportujących choćby w minimalnym stopniu istotne dane z obszarów środowiskowych (11,3 proc.) i praw człowieka (10,2 proc.) w procesie analizy zależności uwzględniono jedynie spółki notowane na GPW. Aby uzyskać pełną porównywalność, do badania zakwalifikowano podmioty, których okres sprawozdawczy pokrywa się z rokiem kalendarzowym. Z analizy wykluczono spółki notowane krócej niż trzy lata, a także te, których kapitały własne, w dowolnym roku, były ujemne.

Grono analizowanych spółek charakteryzowała spora niejednorodność, która wynika przede wszystkim ze stosunkowo niedługiej historii naszego rynku kapitałowego. Dlatego, podobnie jak w ubiegłym roku, na potrzeby analiz ogólnych zależności między danymi finansowymi i pozafinansowymi zdecydowano się wykluczyć z dalszego badania obserwacje

odstające, które mogły zaburzać dalsze wnioskowanie. Pod pojęciem „obserwacje odstające” w niniejszej analizie rozumie się 5 proc. spółek o najniższych i najwyższych wartościach rentowności kapitałów własnych. W dalszej części opracowania wnioskowanie będzie się odbywać zatem na próbie ograniczonej do spółek, których trzyletnie średnie rentowności kapitałów własnych znajdują się wśród 90 proc. środkowych wartości rozkładu wskaźnika ROE. Zawęży to grupę badawczą do 243 podmiotów. W przypadku analiz w ramach poszczególnych sektorów założenie to będzie uchylone, co oznacza, że przy podziale branżowym zostaną wykorzystane dane 271 spółek.

Mimo sporej próby badawczej, jeśli przyjrzymy się podziałowi sektorowemu na GPW, wciąż widać spore dysproporcje w liczebności poszczególnych branż. Wśród spółek dopuszczonych do analizy najliczniej były reprezentowane przedsiębiorstwa przemysłowe (70 spółek), które wraz z podmiotami finansowymi (47) oraz wytwarzającymi cykliczne

Rysunek 5. Poziom raportowania na GPW w poszczególnych sektorach MSCI
(skala: 0-3 pkt.; w nawiasach liczba spółek)



Źródło: GES, obliczenia własne.

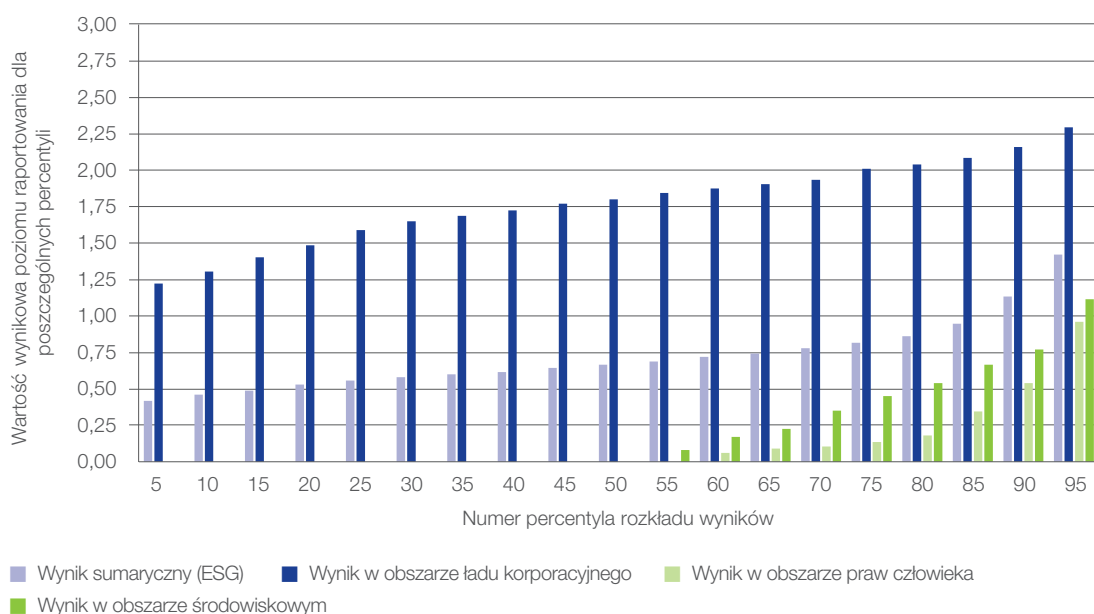
dobry konsumpcyjny (48) znacząco przeważały nad pozostałymi sektorami. Sporą liczbę reprezentantów miały również takie branże jak: materiały (27), informatyka (32) oraz podstawowe towary konsumpcyjne (21). Pozostałe grupy nie spełniały warunku minimalnej liczebności próby dla celów wnioskowania statystycznego, przez co wnioskowanie w ich obszarze może być obarczone dużym błędem.

Biorąc jednak pod uwagę znaczenie tych branż (szczególnie energetycznej i opieki zdrowotnej) w kontekście pozafinansowych danych z obszaru środowiskowego i praw człowieka, mimo wszystko zdecydowano się umieścić je w opracowaniu. Uwzględnienie sektora energetycznego i telekomunikacyjnego jest istotne także z punktu widzenia ich wpływu na kształtowanie się obrazu całego rynku

(znaczny udział w portfelu indeksu WIG). Sektor energetyczny i użyteczności publicznej to także liderzy w raportowaniu pozafinansowym, co czyni je kluczowymi dla rezultatów całej analizy, ich brak zaś mocno zaburzałby rozkład wyników poziomu raportowania w poszczególnych obszarach.

Rysunek 6. przedstawia inne ujęcie poziomu raportowania przez spółki. Na osi poziomej zaznaczono numery poszczególnych percentyli, oś pionowa przedstawia zaś wartości tych percentyli w poszczególnych obszarach. Podobnie jak w badaniu z 2012 roku mamy tutaj ustalenie granicy z wartością niezerową na 55 percentyli (dane środowiskowe) oraz 60 percentyli dla danych dotyczących praw człowieka. Na uwagę zasługuje natomiast istotny wzrost wartości najwyższych percentyli (powyżej 90).

Rysunek 6. Rozkład poziomu raportowania w poszczególnych obszarach (skala: 0-3 pkt.)



Źródło: GES, obliczenia własne.

Listek figowy czy kwiatek do kozucha?

Dwanaście miesięcy zakończone 30 czerwca stworzyło sprzyjające warunki do inwestycji. Wzrost WIG o 9,6 proc. doprowadził do osiągnięcia średniej miesięcznej stopy zwrotu z indeksu z ostatnich trzech lat na poziomie +0,47 proc. Spora w tym zasługa spółek z indeksu mWIG40, które w tym czasie zyskiwały

średniomiesięcznie +0,55 proc. Z uwagi jednak na zawężoną grupę badanych spółek (spełniających wyżej opisane kryteria; 271 podmiotów) oraz równe udziały spółek w portfelach ich charakterystyki różniły się od wartości klasycznych składów indeksów. I tak, w ramach zawężonej grupy spółek średnia miesięczna stopa zwrotu wyniosła -0,17 proc., natomiast dla WIG20, WIG60 oraz sWIG80 odpowiednio – +0,74, 0,44 i 0,46 proc. Taki stan rzeczy prowadzi do rozszerzenia,

w stosunku do roku ubiegłego, zakresu sektorów MCSI, które osiągnęły dodatnią średnią miesięczną stopę zwrotu (rysunek 12.).

Zestawiając rozbieżność wyników raportowania (zaprezentowane na rysunku 6.) z parametrami opisującymi wynik inwestycji w spółki (trzyletnia średnia i odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu), otrzymujemy

poniższą tabelę (rysunek 7.). Przykładowo pierwsze trzy komórki pierwszego wiersza (górne 5 proc. wyników) oznaczają, że pięć procent z 271 spółek osiąga wynik raportowania w obszarze środowiskowym równy 1,12 lub większy. Ponadto spółki o wyniku w obszarze środowiskowym równym 1,12 lub większym przynosiły w ostatnich trzech latach miesięcznie średnio 0,52 proc. zysku, a inwestycja w takie walory była obciążona przeciętnie ryzykiem rzędu 9,32 proc.

Rysunek 7. Poziom raportowania w poszczególnych obszarach a wyniki inwestycyjne w trzyletnim horyzoncie

	Percentyle rozkładu czynników z obszaru środowiskowego	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Percentyle rozkładu czynników z obszaru praw człowieka	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Percentyle rozkładu czynników z obszaru ładu korporacyjnego	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Percentyle rozkładu – wynik sumaryczny (ESG)	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu
górne 5 proc. wyników	1,12	0,52	9,32	0,96	0,77	8,35	2,30	0,51	8,05	1,42	0,65	8,88
górne 10 proc. wyników	0,77	0,53	9,46	0,54	0,63	9,06	2,16	0,48	9,43	1,13	0,74	9,23
górne 15 proc. wyników	0,67	0,40	9,93	0,35	0,16	9,74	2,09	0,38	9,47	0,95	0,30	9,47
górne 20 proc. wyników	0,54	0,15	10,74	0,18	0,17	9,77	2,04	0,13	9,92	0,86	0,20	9,47
trzeci kwartyl	0,45	0,11	11,14	0,14	0,10	10,34	2,01	-0,12	10,72	0,82	0,04	10,01
górne 30 proc. wyników	0,35	0,15	11,02	0,11	0,14	10,57	1,94	-0,17	10,65	0,78	0,17	10,23
górne 35 proc. wyników	0,23	0,27	11,08	0,09	0,23	11,28	1,91	-0,15	11,06	0,74	0,15	10,65
górne 40 proc. wyników	0,17	0,28	11,23	0,06	0,18	11,34	1,88	-0,11	11,10	0,72	0,26	11,04
górne 45 proc. wyników	0,08	0,36	11,69	0,00	-0,17	12,47	1,85	-0,17	11,34	0,69	0,19	11,02
mediana	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,80	-0,10	11,43	0,67	0,10	11,24
górne 55 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,77	-0,07	11,61	0,64	0,02	11,28
górne 60 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,73	-0,12	11,78	0,62	-0,07	11,59
górne 65 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,69	-0,15	11,75	0,60	0,00	12,07
górne 70 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,65	-0,15	11,85	0,58	-0,03	12,11
pierwszy kwartyl	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,59	-0,09	12,26	0,56	-0,04	12,03
górne 80 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,49	-0,07	12,38	0,53	-0,06	12,19
górne 85 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,40	-0,09	12,47	0,49	-0,07	12,45
górne 90 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,31	-0,09	12,42	0,46	-0,09	12,37
górne 95 proc. wyników	0,00	-0,17	12,47	0,00	-0,17	12,47	1,22	-0,08	12,39	0,42	-0,11	12,35

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

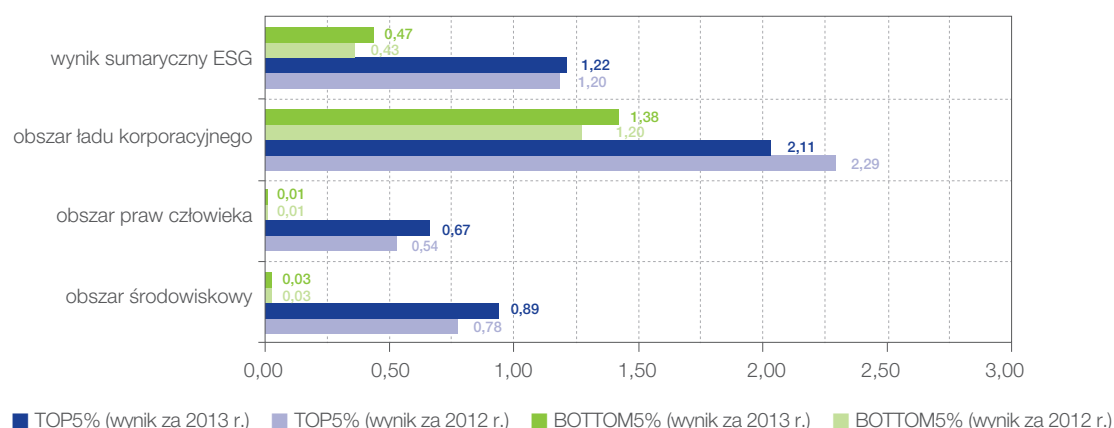
Z kolei pierwsze trzy komórki piątego wiersza (trzeci kwartył) oznaczają, że dwadzieścia pięć procent z 271 spółek osiąga wynik raportowania w obszarze środowiskowym równy 0,45 lub większy. Ponadto spółki o wyniku w obszarze środowiskowym równym 0,45 lub większym przynosiły w trzech ostatnich latach miesięcznie średnio 0,11 proc. zysku, a inwestycja w takie walory była obciążona przeciętnie ryzykiem rzędu 11,14 proc. Warto zwrócić uwagę, że w obszarze środowiskowym już mediana wszystkich wyników osiąga wartość 0,00. Oznacza to, że połowa z 271 badanych spółek nie ujawnia w tym obszarze żadnych istotnych danych. Wartości średniej i odchylenia w tym przypadku oznaczają, że spółki z wynikiem w obszarze środowiskowym równym lub większym zeru (w praktyce oznacza to wszystkie 271 podmiotów) przynosiły miesięcznie 0,17 proc. straty przy poziomie ryzyka rzędu 12,47 proc.

Patrząc przez pryzmat wyników historycznych, okazuje się, że spółki ujawniające istotne dane pozafinansowe pozytywnie wyróżniały się zarówno na tle pozostałych spółek z sektora, jak i całego rynku. I choć wśród analizowanych spółek jedynie w obszarze

ładu korporacyjnego ponad połowa podmiotów raportuje istotne dane pozafinansowe, podmioty te były pozytywnie postrzegane przez inwestorów i nagrodzone lepszymi wynikami inwestycyjnymi. Co więcej, w każdej kategorii pięć procent najlepszych spółek przynosiło zawsze dodatnią średnią stopę zwrotu przy istotnie niższym poziomie ryzyka. Skutkowało to uzyskiwaniem przez te spółki pożądanej relacji tych wartości (relacja zysk-ryzyko dla najlepszych 5 proc. spółek w obszarze środowiskowym równa 5,5%, praw człowieka – 9,2%, ładu korporacyjnego zaś – 6,3%).

Należy jednak pamiętać o retrospektywnym charakterze zależności, przez który nie możemy ocenić, czy lepsze postrzeganie spółek wynikało z ilości raportowanych danych, czy też zależność ta miała charakter przypadkowy. Częściową odpowiedzią na to pytanie jest ponowna analiza 5 proc. najlepszych i najgorszych spółek z ubiegłorocznego badania. Tym razem, z uwagi na niewielką ilość istotnych danych ujawnianych przez spółki z NewConnect, analizę zawężamy do spółek z GPW.

Rysunek 8. Zmiany poziomu raportowania podmiotów o najlepszych i najgorszych wynikach sumarycznych ESG z ubiegłorocznego badania – analiza zawężona do spółek z GPW



Źródło: GES, obliczenia własne.

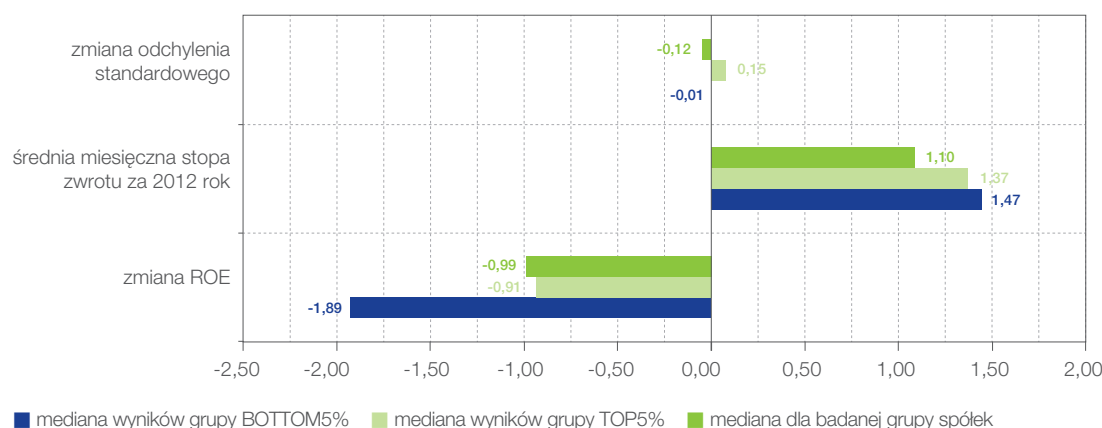
Tu również widzimy poprawę w ilości istotnych danych ujawnianych przez maruderów ubiegłorocznej edycji. Nie jest to jednak skok jakościowy porównywalny z tym, jaki obserwowaliśmy dla grupy spółek wraz z rynkiem NewConnect, ale widać, że obszarem najchętniej poprawianym jest mimo wszystko ład korporacyjny. Jaki jest cel zwiększania

transparentności przez spółki? Czy wynika on z potrzeby prowadzenia aktywnego dialogu z poszczególnymi grupami interesariuszy, czy może ma charakter chętności się osiągnięciami lub – w przypadku ich braku – listka figowego? Analiza wyników liderów i outsiderów zeszłorocznego badania (rysunek 9.) wymaga porównania ich osiągnięć z medianą dla

całej grupy (271 spółek). Okazuje się, że w czasach kryzysu nawet najbardziej transparentne podmioty nie mają patentu na utratę zyskowności prowadzonego biznesu. Porównując medianę rentowności kapitałów własnych (ROE) za 2013 rok do wyniku z roku ubiegłego, dostrzegamy jednak, że spadek ten (mierzony za pomocą mediany wyników) jest nieznacznie mniejszy niż dla całej grupy poddanej badaniu, a także istotnie mniejszy, jeśli porównamy go do wyniku maruderów badania z 2012 roku (-0,91 pkt. proc. dla liderów przy -1,89 pkt. proc. dla outsiderów). Co ciekawe, skuteczniejsza obrona zyskowności nie znalazła uznania wśród inwestorów. Choć spoglądali oni łaskawiej na podmioty z grupy TOP5%, dzięki czemu mediana średniej miesięcznej stopy zwrotu była wyższa niż dla całej grupy, wynik osiągnięty przez frakcję BOTTOM5% okazał się jeszcze lepszy. Co więcej, dodatkowej stopie zwrotu niemal nie towarzyszył przy tym wzrost ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym.

W okresie 12 miesięcy zakończonym 30 czerwca 2013 roku wyższą stopę zwrotu przyniosłaby zatem strategia akcji podmiotów wykazujących niską transparentność w pierwszej edycji badania. Choć spostrzeżenie to ma charakter jednej obserwacji, przez co nie pozwala wysuwać wniosków o dużej mocy, rezultat ten wskazuje, że dobrze raportujące spółki rzadko kiedy są źródłem zaskoczenia dla rynku. Z kolei outsiderzy raportowania pozafinansowego, którzy podejmują dialog z interesariuszami, łagodzą negatywne ich postrzeganie wśród inwestorów, którzy szybciej i lepiej reagują na pierwsze symptomy (jak również same zapowiedzi) poprawy sytuacji w spółce. Jeśli obserwacja ta znajdzie potwierdzenie w przyszłych latach, będzie to dowód na to, że liderzy raportowania są wyceniani z premią w stosunku do spółek niechętnie dzielących się informacjami pozafinansowymi.

Rysunek 9. Porównanie zmian w charakterystykach spółek tworzących górne i dolne 5% rozkładu wyników badania z 2012 roku do zmian wyników dla całej próby spółek z GPW

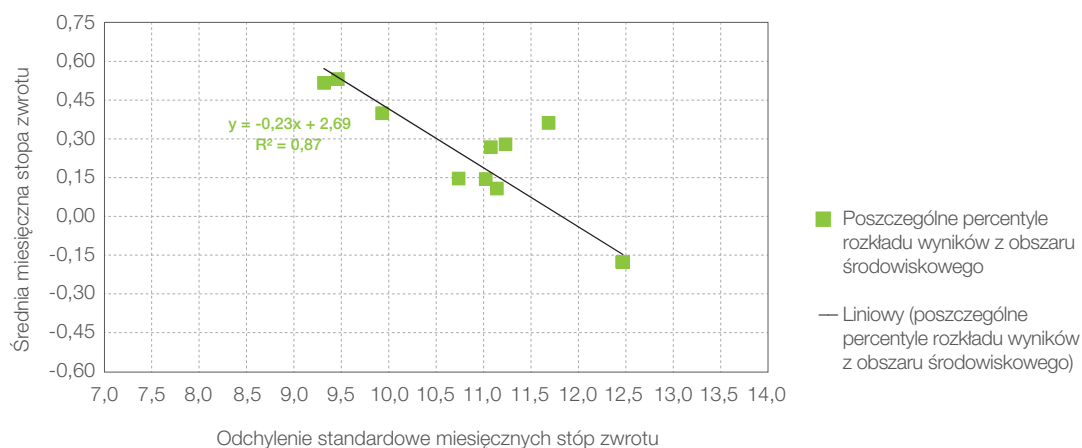


Źródło: GES, obliczenia własne.

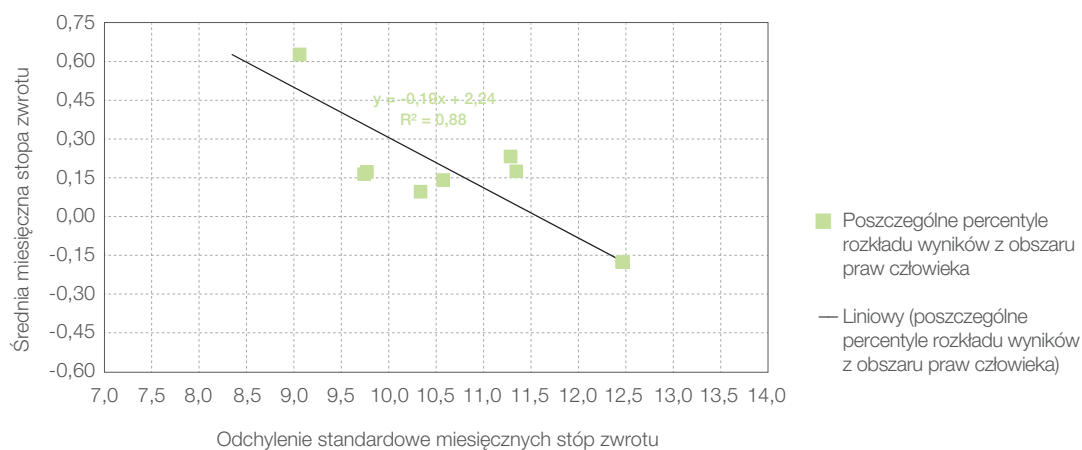
Potwierdzenie wyników, choć wciąż mówimy o przeszłości

Przedstawiając za pomocą wykresu punktowego relację między średnimi stopami zwrotu i ich odchyleniami standardowymi dla poszczególnych percentyli wyników raportowania możemy wyznaczyć parametry równania liniowego opisującego powyższe zależności (patrz: rysunki 4., 7.). Tegoroczne rezultaty zależności wyników inwestycyjnych od poziomu raportowania w poszczególnych obszarach potwierdzają

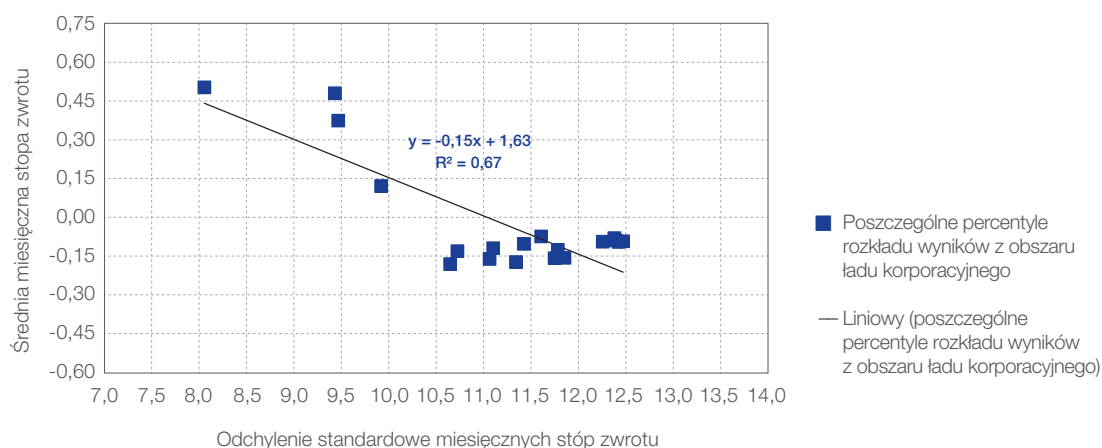
zeszłoroczne zaskoczenie. Otóż najsilniejsze związki (opisane za pomocą współczynnika determinacji R^2) między raportowaniem istotnych danych pozafinansowych a relacją ryzyko-zysk odnajdujemy w obszarach środowiskowym ($R^2 = 0,87$) i związanym z prawami człowieka ($R^2 = 0,88$). Najslabiej wśród trzech obszarów ESG wypada ład korporacyjny ($R^2=0,67$), w którym relacja, choć wciąż silna, istotnie odbiega od pozostałych wyników.

Rysunek 10. Mapa ryzyko-zysk dla poszczególnych percentyli – obszar środowiskowy

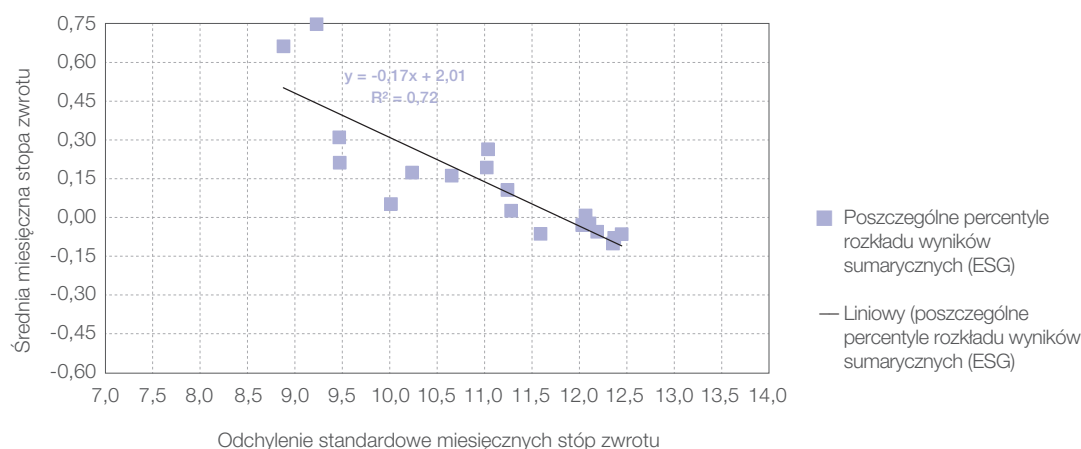
Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Rysunek 11. Mapa ryzyko-zysk dla poszczególnych percentyli – obszar praw człowieka

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Rysunek 12. Mapa ryzyko-zysk dla poszczególnych percentyli – obszar ładu korporacyjnego

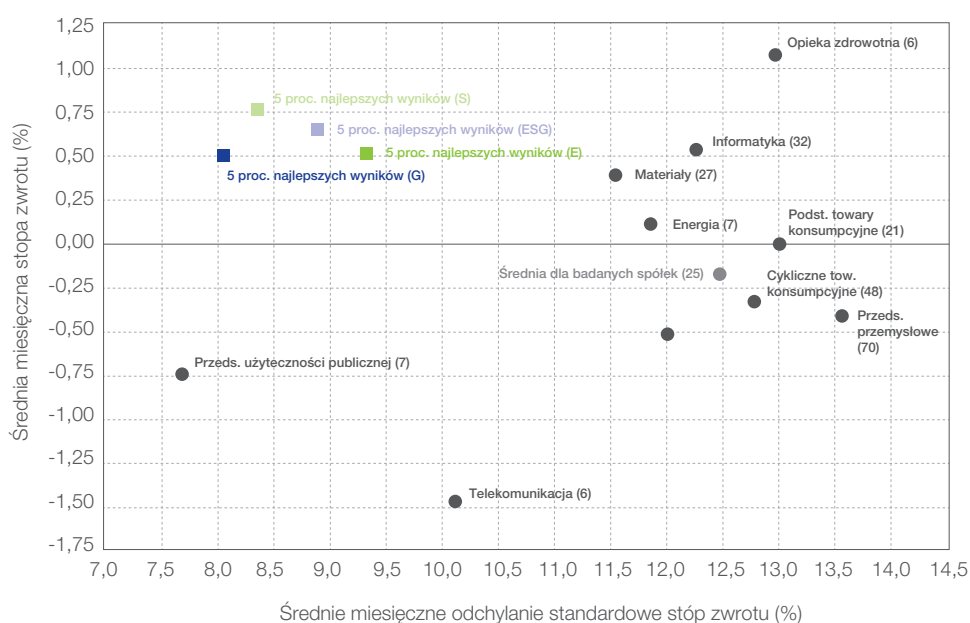
Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Rysunek 13. Mapa ryzyko-zysk dla poszczególnych percentyli – wynik sumaryczny (ESG)

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Pojedyncze punkty na powyższych wykresach reprezentują wartości średnich stóp zwrotu i ich odchyłeń dla poszczególnych percentyli opisanych w tabeli „Rysunek 7.”. Ujemne znaki przy parametrach kierunkowych wszystkich równań potwierdzają występowanie pożądanej dla inwestorów zależności między poziomem raportowania a parametrami inwestycji. W odróżnieniu od roku ubiegłego tym razem to obszar praw człowieka okazał się najlepszym wyróżnikiem wśród badanych spółek, ponieważ podmioty raportujące sporo istotnych danych w tym obszarze cechowały najlepsze parametry inwestycyjne

w horyzoncie ostatnich trzech lat. Niestety wnioski te uzyskujemy w wyniku analizy ex post, co oznacza, że ich słuszność będziemy mogli ocenić dopiero po upływie przynajmniej roku od sporządzenia badania. Ponadto nie można nie zauważyć, że spółki o najwyższych wynikach raportowania w obszarze środowiskowym (5-percentyl; 12 spółek) reprezentują niemal wyłącznie sektory energetyczny (4) i materiałowy (5), czyli branże, których przeciętne stopy zwrotu pozytywnie wyróżniały się na tle całego rynku. Zatem by mówić o trwałości zauważonych cech, będzie potrzebne ponowienie analizy w nadchodzących latach.

Rysunek 14. Mapa ryzyko-zysk w rozbiciu na sektory

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Tak jak w ubiegłym roku kolejnym etapem analizy była próba odpowiedzi na pytanie, czy i jakie związki istnieją między zysownością spółek a poziomem raportowania w poszczególnych obszarach. Wyniki przedstawia następująca tabela (rysunek 15.). Tegoroczne rezultaty okazały się silniejsze niż wyniki zaobserwowane w 2012 roku. Otóż w badanej próbie, w niemal każdym sektorze MSCI, poziom raportowania danych pozafinansowych był ujemnie skorelowany ze zmiennością miesięcznych stóp zwrotu z okresu analizy (wyjątek stanowi obszar ładu korporacyjnego

dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej). I choć większość z tych korelacji ma charakter słaby, z całą pewnością można stwierdzić, że również w tym roku spółki prowadzące rozszerzony dialog z interesariuszami były nagradzane przez uczestników rynku kapitałowego większym zaufaniem, które przekładało się na ograniczone wahania kursów akcji tych podmiotów. Stwierdzenie to jest prawdziwe bez względu na branżę, przez co uzyskane rezultaty stanowią obiecującą bazę do kontynuacji badań w przyszłości.

Rysunek 15. Współczynniki korelacji wybranych wskaźników finansowych i rynkowych z poziomem raportowania przez spółki w ramach sektorów w rozbiciu na poszczególne obszary (ESG)

	Poziom korelacji wyników w obszarze środowiskowym				Poziom korelacji wyników w obszarze praw człowieka				Poziom korelacji wyników w obszarze ładu korporacyjnego				Poziom korelacji wyników sumarycznych (ESG)			
	Rentowność kapitałów własnych ROE (%)	Rentowność aktywów ROA (%)	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Rentowność kapitałów własnych ROE (%)	Rentowność aktywów ROA (%)	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Rentowność kapitałów własnych ROE (%)	Rentowność aktywów ROA (%)	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	Rentowność kapitałów własnych ROE (%)	Rentowność aktywów ROA (%)	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu
Cykliczne tow. konsumpcyjne (48)	0,15	0,18	0,33	-0,12	0,13	0,14	0,12	-0,04	-0,12	-0,14	0,03	-0,13	0,04	0,04	0,21	-0,15
Podst. towary konsumpcyjne (21)	0,29	0,29	0,16	-0,26	0,29	0,38	0,00	-0,26	0,42	0,56	0,07	-0,42	0,42	0,52	0,10	-0,40
Energia (7)	0,94	0,92	0,42	-0,80	0,91	0,90	0,36	-0,77	0,38	0,46	0,16	-0,39	0,94	0,93	0,40	-0,80
Finanse (47)	0,34	0,03	0,08	-0,40	0,27	0,11	0,24	-0,49	0,46	0,27	0,20	-0,36	0,42	0,17	0,21	-0,49
Opieka zdrowotna (6)	0,34	0,02	0,37	-0,12	0,37	-0,22	0,46	-0,14	0,28	-0,56	0,04	0,09	0,40	-0,33	0,35	-0,07
Przeds. przemysłowe (70)	0,07	0,09	-0,01	-0,02	0,04	0,02	-0,01	-0,04	-0,02	-0,01	0,02	-0,12	0,03	0,05	0,01	-0,09
Informatyka (32)	0,15	0,18	0,20	-0,10	0,09	0,11	-0,02	-0,36	0,07	0,11	0,40	-0,03	0,15	0,19	0,29	-0,22
Materiały (27)	0,25	0,29	0,20	-0,25	0,33	0,40	0,30	-0,22	0,12	0,08	0,07	-0,33	0,27	0,30	0,22	-0,29
Telekomunikacja (6)	0,20	0,17	0,11	-0,03	0,21	0,18	0,13	-0,05	0,20	0,26	0,49	-0,11	0,25	0,25	0,30	-0,08
Przeds. użyteczności publicznej (7)	0,68	0,78	-0,87	-0,66	0,42	0,64	-0,45	-0,66	-0,79	-0,60	0,37	0,03	0,34	0,58	-0,62	-0,72

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Podobnie jednoznaczna sytuacja ma miejsce w przypadku korelacji poziomu raportowania ze wskaźnikami rentowności. Otóż niemal dla wszystkich sektorów w obszarach środowiskowym i praw człowieka wartości korelacji są dodatnie (wyjątkiem jest korelacja ROA z wynikiem w obszarze praw człowieka wśród spółek opieki zdrowotnej). Z kolei w obszarze ładu korporacyjnego nie możemy wysuwać już tak stanowczych wniosków, ponieważ część sektorów wykazuje ujemne relacje między poziomem raportowania a wskaźnikami ROA (4) i ROE (3). Ostatni z badanych wskaźników (średnia stopa zwrotu), w odróżnieniu do ubiegłorocznego badania, stwarza przesłanki wskazujące na występowanie relacji z poziomem ujawniania istotnych danych pozafinansowych. Zależność ta, na tym etapie rozwoju rynku danych ESG, nie ma jednak charakteru trwałego i sporadycznie osiąga wartości istotne statystycznie.

Podobnie jak rok temu wśród branż o najsilniejszych korelacjach danych pozafinansowych z finansowymi i rynkowymi wyróżnić należy sektor energetyczny oraz przedsiębiorstwa użyteczności publicznej. Zależność ta natomiast (za sprawą TPSA) przestała dotyczyć branży telekomunikacyjnej. Niestety wspomniane sektory należą do grup o najmniejszej liczebności w badaniu, przez co wnioskowanie w ich obszarze jest obciążone dużym błędem.

■ Podsumowanie

Mimo świadomości ograniczeń, na jakie napotkała niniejsza analiza (dopiero druga edycja badania, brak historycznych odwołań, niewielkie liczebności kluczowych sektorów), otrzymane rezultaty stanowią obiecującą bazę do dalszych badań nad wykorzystaniem

filtrów ESG w procesie inwestycyjnym. Istnieją bowiem przesłanki mówiące o tym, że rozszerzenie analizy finansowej o analizę danych pozafinansowych może być pożądane przez inwestorów poszukujących ponadrynkowych stóp zwrotu z inwestycji. Zdanie to jest szczególnie istotne z punktu widzenia inwestycji w podmioty o fundamentach słabej jakości (brak rentowności, wysokie zadłużenie), gdzie pierwszym symptomem poprawy kondycji spółki jest próba zacieśnienia relacji z interesariuszami poprzez zwiększenie transparentności prowadzonego biznesu. I choć dotychczasowe badania nie są w stanie potwierdzić tego założenia, historyczne korelacje nie pozwalają również wykluczyć pozytywnej zależności między poziomem raportowania a pożądaną przez inwestorów relacją potencjalnej stopy zwrotu do ryzyka. Mając świadomość istotności danych rynkowych w procesie szacowania kosztu pozyskania kapitału niezbędnego do funkcjonowania przedsiębiorstwa, występowanie takiego zjawiska (przykładowo w postaci wyższych od rynkowych przeciętnych stóp zwrotu z inwestycji przy podobnym poziomie ryzyka lub porównywalnych zwrotów przy niższym poziomie zmienności) mogłoby przyczynić się do dalszej ewolucji podejścia spółek do raportowania danych pozafinansowych. Dostrzeżenie pozytywnego wpływu odpowiedzialności społecznej spółek na koszt pozyskiwania przez nie kapitału byłoby więc podstawą do zwiększania transparentności spółek w obszarach ESG jako czynności o ściśle biznesowym uzasadnieniu. Byłaby to również przesłanka do rewizji istniejących metod szacowania kosztu kapitału i uwzględnienia w nich poziomu komunikacji spółki z otoczeniem wyrażonej za pomocą ilości istotnych danych pozafinansowych ujawnianych przez spółkę. Czy czeka nas zatem rewolucja myślenia w tym obszarze analizy spółki? Czas pokaże.

Ujawnienia pozafinansowe w obszarze ESG w polskich spółkach giełdowych

DARIUSZ JĘDRZEJKA, ZAKŁAD BANKOWOŚCI ► INSTYTUT FINANSÓW, UNIwersytet Łódzki

Wstęp

Działalność spółek giełdowych w obszarze społecznej odpowiedzialności biznesu czy raportowania ESG (environmental, social, governmental) jest przedmiotem nieustającego zainteresowania. Dowodem tego są liczne inicjatywy podejmowane na szczeblu krajowym czy międzynarodowym, które jako cel stawiają sobie wypracowanie i promowanie ram, zasad, dobrych praktyk w zakresie społecznie odpowiedzialnego prowadzenia działalności. Z jednej strony przedstawia się decyzję o uwzględnianiu potrzeb szerokiego kręgu interesariuszy jako warunek konieczny przetrwania dzisiejszych organizacji, z drugiej – promuje się przekonanie, że wartość dla interesariuszy może iść w parze z wartością dla akcjonariuszy¹³. Przytacza się szereg korzyści dla spółek, które prowadzą dialog z otoczeniem. Mówi się między innymi o:

- poprawie wizerunku i wzroście zaufania do spółki¹⁴,
- szerszych możliwościach pozyskiwania pracowników, wyższej ich lojalności, zadowoleniu z pracy¹⁵,
- potencjalnie większej innowacyjności – uwzględnianie aspektów społecznych i ekologicznych wpływa na powstawanie nowych produktów i usprawnianie procesów (na przykład w stronę bardziej ekologicznych)¹⁶,

- lepszym zarządzaniu ryzykiem – analiza relacji z interesariuszami w naturalny sposób ułatwia identyfikację nowych ryzyk¹⁷,
- większej atrakcyjności w oczach inwestorów, co może skutkować łatwiejszym pozyskiwaniem kapitału przez spółki¹⁸.

Od ponad 35 lat prowadzi się badania, które mają na celu weryfikację, czy liczne potencjalne korzyści wynikające z działania społecznie odpowiedzialnego i zarządzania ryzykiem w obszarach ESG da się potwierdzić empirycznie¹⁹. Analizie poddaje się 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. Konkluduje się natomiast, że spółki postępujące odpowiedzialnie nie są za taką decyzję „karane”²⁰.

W niniejszej pracy przedstawiono wnioski z analizy wyników polskich spółek giełdowych w kontekście uwzględniania kwestii ESG. Rozważane wyniki są efektem drugiej edycji badania przeprowadzonego przez GES, w którym ocenie poddano spółki z rynku głównego oraz alternatywnego systemu obrotu na GPW w Warszawie. Praca pozwala prześledzić, jak

¹³ D. Tapscott, D. Ticoll, *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*, Free Press, New York 2003, s. 8.

¹⁴ S. Knox, S. Maklan: *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*, „European Management Journal”, vol. 22, no. 5, 2004; R. Trudel, J. Cotte: *Does being ethical pay?*, „The Wall Street Journal”, May 2008, <http://online.wsj.com/article/SB121018735490274425.html> (14.09.2013).

¹⁵ L. Burke, J. M. Logsdon: *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, „Long Range Planning”, vol. 29, August 1996; I. Maignan, O. C. Ferrell: *Antecedents and Benefits of Corporate Citizenship: an Investigation of French Businesses*, „Journal of Business Research”, vol. 51, 2001.

¹⁶ L. Burke, J. M. Logsdon: *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, op. cit.

¹⁷ ONZ, UN Global Compact, Rainforest Alliance: *Measuring Business Success from Sustainability Certification*, 2007, www.unglobalcompact.org (12.09.2012).

¹⁸ A. Bassen, K. Meyer, J. Schlange: *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=984406> (21.10.2012); M. Marcinkowska, *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009, s. 239-255.

¹⁹ Przegląd takich badań między innymi 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 (14.09.2013).

²⁰ M. Marcinkowska, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*, „Przegląd Organizacji” nr 12/2010, s. 3-6.

zmienił się obraz polskich emitentów w kontekście uwzględniania kwestii ESG w roku 2013 w porównaniu do roku 2012. Analizie poddano również występowanie wybranych pozytywnych efektów społecznie odpowiedzialnego postępowania.

Cel i przedmiot badania

Celem badania jest identyfikacja potencjalnych związków między oceną ESG a wybranymi charakterystykami polskich spółek giełdowych. Można się spodziewać, że spółki, które starają się respektować międzynarodowe normy i standardy postępowania a jednocześnie informują otoczenie o związanych z tym osiągniętych postępach i wynikach, powinny odnosić z tego tytułu omawiane wcześniej korzyści. W pracy zbadano korelację oceny ESG z wybranymi parametrami finansowymi i giełdowymi. Badanie korelacji zostało poprzedzone ogólną prezentacją ilościowego obrazu ocen ESG podmiotów notowanych na dwóch rynkach GPW.

Główny materiał badawczy w niniejszej pracy stanowiły wyniki GES Risk Rating dla polskich spółek giełdowych, których akcje w dniu 30 czerwca 2013 roku były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Lista ta zawierała spółki notowane na rynku głównym oraz w alternatywnym systemie obrotu NewConnect. Łącznie było to 865 spółek. Dodatkowo wykorzystano również dane z badania przeprowadzonego rok wcześniej (831 spółek), które zestawiono w taki sam sposób dla spółek notowanych na dzień 30 czerwca 2012 roku. Ponadto posłużono się wynikami finansowymi i informacjami giełdowymi spółek z baz:

- ▶ serwisu Notoria,
- ▶ Amadeus Bureau van Dijk.

Spółki, których zestawienie wykorzystano w pracy, miały przypisane oceny dotyczące działania w obszarach: środowiska, społecznym (prawa człowieka) oraz ładu korporacyjnego, a także – ocenę łączną. Zostały one przyznane zgodnie z metodą *GES Risk Rating*²¹ wypracowaną przez firmę GES. Otrzymane tą metodą wyniki mają odzwierciedlać skuteczność

zarządzania ryzykiem związanym z daną branżą oraz stopień przestrzegania międzynarodowych norm. Dla potrzeb niniejszej analizy posłużono się oceną spółek w skali od 0 do 3 punktów 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 wykorzystuje się raporty roczne, inne oficjalne dokumenty oraz zawartość strony internetowej spółki.

Charakterystyka badanych spółek

W analizie wykorzystano dane na temat oceny ESG dla 865 spółek, w tym:

- ▶ 437 z rynku głównego,
- ▶ 428 z rynku NewConnect.

Tabela nr 1. prezentuje liczebności spółek w poszczególnych sektorach określonych według GICS²².

Najliczniej reprezentowanymi sektorami w przypadku rynku głównego są branże związane z budownictwem (Construction & Engineering), przemysłem spożywczym (Food Products), przemysłem maszynowym (Machinery), nieruchomościami (Real Estate Management & Development) oraz z działalnością na rynku kapitałowym (Capital Markets). W przypadku obrotu alternatywnego były to branże związane z działalnością na rynku kapitałowym (Capital Markets), usługami – także finansowymi – (Commercial Services & Supplies, Diversified Financial Services), mediami (Media), oprogramowaniem (Software).

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 skutek 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 akcji.

²¹ W pracy ocena GES Risk Rating oraz ocena ESG oznaczają to samo i będą używane zamiennie.

²² GICS to Global Industry Classification Standard opracowany przez MSCI oraz Standard & Poor's. http://www.msci.com/products/indices/sector/gics/gics_structure.html (14.09.2013).

Tabela 1. Badane spółki według sektorów

Branża	Rynek główny	NewConnect	Branża	Rynek główny	NewConnect
Air Freight & Logistics	1	1	Household Products	1	1
Airlines	0	2	Independent Power Producers & Energy Traders	3	12
Auto Components	8	4	Industrial Conglomerates	0	1
Beverages	5	4	Insurance	3	4
Biotechnology	3	7	Internet & Catalog Retail	1	12
Building Products	11	9	Internet Software & Services	6	18
Capital Markets	25	20	IT Services	16	9
Chemicals	15	2	Leisure Equipment & Products	0	4
Commercial Banks	18	0	Life Sciences Tools & Services	0	1
Commercial Services & Supplies	13	28	Machinery	24	10
Communications Equipment	1	2	Marine	1	1
Computers & Peripherals	3	2	Media	13	39
Construction & Engineering	36	14	Metals & Mining	19	3
Construction Materials	4	5	Multi-Utilities	1	0
Consumer Finance	2	1	Office Electronics	0	1
Containers & Packaging	4	5	Oil, Gas & Consumable Fuels	10	3
Distributors	2	7	Paper & Forest Products	6	2
Diversified Consumer Services	0	7	Personal Products	2	1
Diversified Financial Services	12	31	Pharmaceuticals	2	2
Diversified Telecommunication Services	6	9	Professional Services	2	10
Electric Utilities	7	0	Real Estate Investment Trusts (REITs)	0	1
Electrical Equipment	7	3	Real Estate Management & Development	21	15
Electronic Equipment, Instruments & Components	12	5	Road & Rail	3	1
Energy Equipment & Services	0	1	Software	9	37
Food & Staples Retailing	5	2	Specialty Retail	9	11
Food Products	27	6	Textiles, Apparel & Luxury Goods	17	3
Gas Utilities	2	0	Thriffs & Mortgage Finance	0	2
Health Care Equipment & Supplies	2	10	Trading Companies & Distributors	7	2
Health Care Providers & Services	7	8	Water Utilities	0	2
Hotels, Restaurants & Leisure	11	14	Transportation Infrastructure	1	0
Household Durables	10	8	Wireless Telecommunication Services	1	3

Źródło: GES, opracowanie własne.

Ilościowy obraz ocen ESG polskich spółek giełdowych

Zestawione poniżej charakterystyki rozkładu ocen ESG dla dwóch badanych okresów pokazują, że w przypadku rynku głównego nastąpiły jedynie niewielkie zmiany wartości ocen. Przeciętna ocena ESG pozostała na niezmiennym poziomie. Zróżnicowanie ocen również nie odnotowało istotnej zmiany.

W obu badanych okresach można zaobserwować prawostronną asymetrię rozkładu ocen. W 2013 roku jest ona większa w porównaniu do roku 2012, co można wywnioskować, patrząc na współczynnik skośności czy większą różnicę między medianą a średnią. Oznacza to, że w 2013 roku odsetek ocen poniżej średniej był większy niż rok wcześniej. Niewielkiemu wzrostowi uległa wartość maksymalna oceny ogólnej ESG z 2,048 do 2,137.

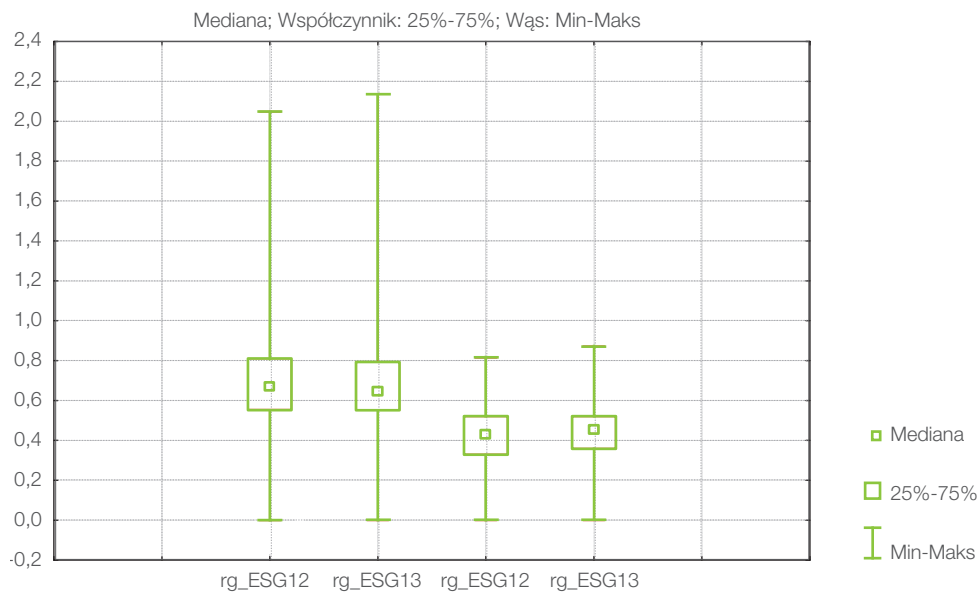
Tabela 2. Miary rozkładu ocen ESG

	Rynek główny		Newconnect	
	Edycja 2012	Edycja 2013	Edycja 2012	Edycja 2013
Średnia	0.708	0.707	0.409	0.441
Odchylenie standardowe	0.274	0.280	0.156	0.120
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 można zaobserwować ponad siedmioprocentowy wzrost średniej oceny ogólnej ESG. Jednocześnie spadło zróżnicowanie wartości miary ESG na tym rynku. Rozkład ocen w 2013 roku wykazuje ponadto wyraźniej mniejszą asymetrię (lewostronną). Mediana i średnia odnotowały bardziej zbliżone do siebie wartości.

Wykres 1. pokazuje, że jedynie w przypadku rynku NewConnect można mówić 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 między przeciętnymi wynikami na obu rynkach.

Rysunek 13. Mapa ryzyko-zysk dla poszczególnych percentyli – wynik sumaryczny (ESG)

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne.

Analiza oceny ESG w podziale na jej składowe (tabela 3.) pozwala zauważyć, że dla rynku głównego GPW w obszarach „środowisko” oraz „prawa człowieka” nastąpił spadek odsetka spółek (odpowiednio o 5 oraz 7,3 punktu procentowego), które otrzymały najniższą możliwą notę. Wciąż jednak zero punktów w tych obszarach otrzymała ponad połowa

podmiotów. Nie ujawniają one więc odpowiednich informacji, co – biorąc pod uwagę fakt, że ocena jest przyznawana na podstawie raportów rocznych, strony internetowej i innych dokumentów – wydaje się istotne. Ponownie dla danych z 2013 roku obszarem z jedynie pojedynczymi tego rodzaju przypadkami jest ład korporacyjny.

Tabela 3. Odsetek spółek otrzymujących i nieotrzymujących punktów w poszczególnych obszarach

	Środowisko		Prawa człowieka		Ład korporacyjny		Łącznie ESG	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Rynek główny								
=0pkt	57.6%	52.6%	63.1%	55.8%	0.5%	0.5%	0.2%	0.5%
>0pkt	42.4%	47.4%	36.9%	44.2%	99.5%	99.5%	99.8%	99.5%
NewConnect								
=0pkt	89.9%	88.1%	93.2%	90.0%	0.9%	0.9%	2.5%	0.9%
>0pkt	10.1%	11.9%	6.8%	10.0%	99.1%	99.1%	97.5%	99.1%

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku alternatywnego systemu obrotu również można zauważyć 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 procent podmiotów to spółki w ogóle niepublikujące odpowiednich ujawnień (otrzymujące zero punktów).

Podobnie jak w przypadku rynku głównego jedynie w obszarze związanym z ładem korporacyjnym tylko pojedyncze podmioty otrzymały zero punktów. Nie wydaje się, by było to jednak zasługą rosnącej świadomości spółek. Wynika to prawdopodobnie głównie z obowiązujących przepisów prawa.

Tabela 4. Oceny ESG spółek rynku głównego GPW według obszarów

		Ocena (0-3)	Ocena (0-3)	Ocena: 3 pkt.	Ocena: 3 pkt.
		2012	2013	2012	2013
Środowisko	min.	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	maks.	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%
	maks.	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%
	maks.	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%
	maks.	2.048	2.137	68.3%	71.2%
	średnia	0.708	0.707	23.6%	23.6%

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wartości z tabeli 4. dla spółek rynku głównego potwierdza wcześniejsze spostrzeżenia. Obszary: środowisko oraz prawa człowieka odnotowały niewielkie wzrosty zarówno średniej, jak i maksymalnej liczby punktów. Okazuje się jednak, że wzrostom tym towarzyszy negatywna zmiana w obszarze ładu korporacyjnego. Przeciętne i maksymalne wartości są w 2013 roku niższe niż rok wcześniej. Tym samym, mimo wyżej wspomnianych wzrostów, średnia ocena łączna nie uległa zmianie.

Emitenci z alternatywnego systemu obrotu odnotowali wzrosty przeciętnej liczby punktów we wszystkich obszarach (tabela 5.). Są to jednak zmiany nieznaczne. Ponadto należy zaznaczyć, że stosunek średniej ocen do maksymalnej liczby punktów jest bardzo niski (poniżej 1,5%) w obszarach „środowisko” i „prawa człowieka”. Wynika to z faktu, że większość podmiotów w ogóle nie otrzymuje punktów w tych obszarach. W przypadku ładu korporacyjnego stosunek ten oscyluje około 40%. Przestrzeń do poprawy ujawnień spółek w obszarze ESG wydaje się znaczna. Patrząc na liczbę punktów w porównaniu do maksimum, oba rynki charakteryzują się 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 niecałe 15% maksymalnej liczby punktów.

Najlepiej ocenione ujawnienia to te z obszaru ładu korporacyjnego. W przypadku rynku głównego przeciętny wynik to 58% maksymalnej liczby punktów, dla NewConnect jest to 42,5%. Zdecydowanie gorzej ocenionym obszarem jest środowisko, w którym wspomniany stosunek wynosi odpowiednio 7,9% i 1,1%. Dla obszaru prawa człowieka jest to 4,7% oraz 0,5%. Różnica w ocenie ujawnień między obszarami ładu korporacyjnego a pozostałymi dwoma jest znacząca. W rezultacie na ocenę łączną decydujący wpływ ma ta pierwsza. Pozostałe dwie zdają się mieć niewielkie znaczenie. Może to sugerować, że przeciętnie spółki nie są chętne do publikowania ujawnień dobrowolnych w obszarach „środowisko” i „prawa człowieka”. Relatywnie więcej raportują natomiast w obszarze ładu korporacyjnego (regulowanym głównie przepisami).

Tabela 5. Oceny ESG spółek NewConnect według obszarów

		Ocena (0-3)	Ocena (0-3)	Ocena: 3 pkt.	Ocena: 3 pkt.
		2012	2013	2012	2013
Środowisko	min.	0.000	0.000	0.0%	0.0%
	maks.	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%
	maks.	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%
	maks.	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%
	maks.	0.815	0.872	27.2%	29.1%
	średnia	0.408	0.441	13.6%	14.7%

Źródło: opracowanie własne.

Zależności między oceną 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 spółki te mogą charakteryzować się wyższymi dynamikami marż operacyjnych i netto. Analizie poddano także parametry istotne dla inwestorów – stopę zwrotu oraz zmienność kursu akcji.

Część spółek została wykluczona z dalszych analiz. Przyczyny takiego postępowania są następujące:

- ▶ 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;
- ▶ część spółek posługuje się inaczej określonym rokiem obrotowym. Zamiast przyjmowanego najczęściej roku obrotowego zgodnego z rokiem kalendarzowym niektóre spółki sprawozdają za rok zaczynający się przykładowo w kwietniu czy maju.

Wykluczono dane tych spółek, aby zachować porównywalność wyników.

Z tych powodów 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 wartości²³.

Korelacja miar ESG z dynamiką marż

Zbadanie relacji miar ESG i dynamiki marż miało na celu sprawdzenie, czy spółki postępujące społecznie odpowiedzialnie i ujawniające wyższej jakości informacje w tym zakresie odnoszą korzyść w postaci szybszych wzrostów marż. Spółka postępująca odpowiedzialnie, ciesząc się większą reputacją wśród interesariuszy ma potencjalnie większe szanse na osiągnięcie wyższej rentowności. Chodzi tu o większy popyt, szybszą akceptację produktów podmiotu na nowych rynkach czy oszczędności kosztowe wynikające z lepszego zarządzania ryzykiem w spółce (poprzez uwzględnianie

²³ Wyeliminowano w ten sposób wartości znacznie odbiegające od pozostałych, wynikające z bardzo specyficznym zestawionych danych. Mowa tu na przykład o dynamikach rzędu setek czy tysięcy procent.

kwestii ESG). Innymi słowy, działania w obszarze ESG mogą znaleźć swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się określonych pozycji rachunku zysków i strat.

Analizie poddano współczynniki korelacji dynamiki marży netto i marży operacyjnej względem miar ESG. Jeśli spółka miałaby odnosić korzyści z faktu prowadzenia działalności społecznie odpowiedzialnej, to wyższe miary ESG powinny iść w parze z wyższymi zmianami marż.

Marżę netto liczono według następującego wzoru:

$$marża_{netto} = \frac{zysk_{netto}_t}{przychody_{netto_ze_sprzedaży}_t}$$

Marża operacyjna natomiast była liczona następująco:

$$marża_{operacyjna} = \frac{zysk_z_dział_operacyjnej_j_t}{przychody_{netto_ze_sprzedaży}_t}$$

Do kalkulacji marż posłużono się wynikami rocznymi za lata 2012, 2011, 2010 (jeśli to możliwe – skonsolidowanymi). W badaniu uwzględniono tylko te sytuacje, gdy na poziomie wyniku operacyjnego oraz wyniku netto spółka notowała wartości dodatnie. Ustalono marże netto i operacyjne dla badanych okresów, a następnie określono ich dynamikę 2012/2011 (celem badania korelacji z ocenami ESG z edycji badania GES z 2013 roku) oraz 2010/2011 (celem badania korelacji z ocenami ESG z edycji badania GES z 2012 roku). Wyniki badania korelacji przedstawiono w poniższych tabelach. Wyniki istotne statystycznie na poziomie istotności 5% zaznaczono pogrubioną czcionką.

Tabela 6. Współczynniki korelacji ocen ESG względem dynamiki marż dla spółek rynku głównego

	Dynamika marży operacyjnej		Dynamika marży netto	
	2011/2010 N=269	2012/2011 N=229	2011/2010 N=259	2012/2011 N=177
Środowisko	-0,04	-0,14	-0,08	0,05
Prawa człowieka	-0,08	-0,06	-0,14	0,08
Ład korporacyjny	-0,01	0,00	0,03	0,01
Łącznie ESG	-0,05	-0,09	-0,06	0,06

Źródło: opracowanie własne.

Dla spółek z rynku głównego nie zaobserwowano istotnie statystycznej zależności między oceną ESG a dynamikami marży operacyjnej czy marży netto. Jedynie na poziomie składowych oceny ESG w pojedynczych przypadkach korelacja okazała się istotna. Występuje ona dla obszaru „środowisko” względem

dynamiki marży operacyjnej 2012/2011 oraz dla obszaru „prawa człowieka” względem dynamiki marży operacyjnej 2011/2010. Jest to sprzeczna z oczekiwaniami korelacja ujemna słaba. Sugerowałaby ona, że spółki o wyższych ocenach ESG w danym obszarze mają niższe dynamiki marż.

Tabela 7. Współczynniki korelacji ocen ESG względem dynamiki marż dla spółek z NewConnect

	Dynamika marży operacyjnej		Dynamika marży netto	
	2011/2010 N=144	2012/2011 N=104	2011/2010 N=156	2012/2011 N=105
Środowisko	-0,09	-0,13	-0,04	-0,07
Prawa człowieka	-0,12	-0,07	-0,04	0,00
Ład korporacyjny	0,07	0,05	-0,03	0,06
Łącznie ESG	0,03	-0,02	-0,04	0,03

Źródło: opracowanie własne.

Dla spółek NewConnect żaden ze współczynników nie okazał się istotny statystycznie. Współczynniki bliskie zeru wskazują na bardzo słabą korelację. Podobnie jak dla rynku głównego wiele wyników ma znak ujemny. Trudno jednak zaobserwować powtarzalność kierunku obserwowanej zależności.

Mimo wykorzystania danych dla dwóch edycji badania ocen ESG nie można wnioskować o występowaniu wyraźnej czy powtarzalnej zależności między dynamiką marży operacyjnej lub netto a miarami ESG.

Korelacja miar ESG ze stopą zwrotu

Spółki poprzez ujawnianie informacji w obszarze ESG są bardziej przejrzyste. Wyższa transparentność może sprzyjać zwiększonemu zainteresowaniu walorami emitenta ze strony inwestorów. W ten sposób popyt na akcje spółek może być większy. Zbadano, czy inwestorzy angażujący swój kapitał w takie podmioty mogą odnieść wymierną korzyść w postaci wyższych stóp zwrotu.

Do zbadania, czy istnieją zależności między stopami zwrotu a miarami ESG posłużono się prostą roczną stopą zwrotu, liczoną według wzoru:

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

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 (dla ocen ESG edycji 2012), 2012 (dla ocen ESG edycji 2013) oraz na koniec czerwca 2013 roku (dla ocen ESG edycji 2013).

W przypadku spółek rynku głównego we wszystkich trzech przypadkach odnotowano dodatnie korelacje między stopą zwrotu 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. Ponadto, istotne są także korelacje ze składową „środowisko” oraz „prawa człowieka”. Podobne wyniki otrzymano w poprzedniej edycji badania (w tabeli 8. – kolumna oznaczona jako 2011). Ponowne wystąpienie statystycznie istotnych współczynników korelacji wydaje się bardzo cenną obserwacją. Może to sugerować, że 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. Nie można tu jeszcze z pewnością mówić o regularności, ponieważ wymagałoby to zbadania dłuższego szeregu czasowego. Mimo to **otrzymane wyniki mogą być ważkim argumentem za zwróceniem większej uwagi na kwestie ESG zarówno po stronie samych spółek, jak i po stronie inwestorów.**

Tabela 8. Współczynniki korelacji ocen ESG ze stopą zwrotu z akcji spółek z rynku głównego

	Roczna stopa zwrotu		
	2011 N=329	2012 N=358	06.2013 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 między stopą zwrotu a miarami ESG. W pojedynczych przypadkach pojawiły się jednak także korelacje ujemne. Może to wynikać z dość dużego zróżnicowania stóp zwrotu spółek

z NewConnect. Zarówno dla danych z bieżącej, jak i poprzedniej edycji badania GES otrzymane współczynniki nie są istotne statystycznie i nie pozwalają rozstrzygać o kierunku zależności.

Tabela 9. Współczynniki korelacji ocen ESG ze stopą zwrotu z akcji spółek NewConnect

	Roczna stopa zwrotu		
	kon2011/2010 N=127	kon2012/2011 N=272	czer2013/2012 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.

Korelacja miar ESG ze zmiennością cen akcji

Wyższa transparentność podmiotów wskutek raportowania ryzyk i wyników w obszarze ESG powinna przekładać się 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. W celu zbadania,

czy efekt ten da się zaobserwować dla polskich spółek, 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. Wyniki analizy dla spółek z rynku głównego prezentuje tabela 10.

Tabela 10. 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.

Okazuje się, że wyższa liczba punktów spółki za działania i ujawnienia ESG 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 wyższa ocena ESG spółki, tym mniejszym wahaniom ulegają kursy jej akcji. Oznaczać to również 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 danych zarówno z pierwszej, jak i drugiej edycji badania GES.

Tabela 11. Współczynniki korelacji ocen ESG ze zmiennością stóp zwrotu dla spółek NewConnect

	Zmienność kursu akcji			
	30122011 N=159	28122012 N=281	29062012 N=211	28062013 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 miar ESG ze zmiennością kursu akcji spółek z NewConnect odnotowały 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. Na podstawie uzyskanych wyników trudno potwierdzić występowanie pozytywnego efektu zmniejszonego ryzyka w przypadku podmiotów z wyższą oceną ESG.

Wnioski

Wykorzystanie wyników dwóch edycji badania GES polskich spółek giełdowych (dane z 2012 i 2013 roku) umożliwiło sprawdzanie, czy poczynione w ubiegłym roku obserwacje są powtarzalne. Pozwoliło to także na porównanie obrazu polskich spółek giełdowych w dwóch badanych okresach w kontekście przyznanych ocen ESG.

Obserwacja miar rozkładu oceny łącznej ESG dla spółek rynku głównego sugeruje, że przeciętnie nie nastąpiły wyraźne zmiany w wysokościach przyznanych not. Przyjmowały one w obu okresach bardzo zbliżone wartości. Niewielką poprawę (wzrost około 7%) przeciętnego wyniku oceny łącznej ESG odnotowały natomiast spółki z alternatywnego systemu obrotu. W obu badanych okresach wyraźna jest dysproporcja między oboma rynkami. Spółki z rynku głównego otrzymują przeciętnie oceny o 60% wyższe.

Na pozytywny trend wskazuje analiza liczby spółek otrzymujących punkty za poszczególne składowe miary ESG. W przypadku obu rynków dla obszarów „środowisko” oraz „prawa człowieka” spadł odsetek spółek, które otrzymały najniższą możliwą notę (0 punktów). Dla obszaru „ład korporacyjny” nie odnotowano zmian w tym zakresie, a omawiany odsetek jest bliski zeru. Wspomniany wcześniej spadek był wyraźnie wyższy dla spółek z rynku głównego. Poprawa, jakkolwiek ważna, była jednak relatywnie niewielka. Nadal ponad połowa spółek z rynku głównego nie ujawnia w tych obszarach żadnych informacji punktowanych przez GES. W przypadku spółek z NewConnect odsetek ten jest jeszcze wyższy i oscyluje wokół 90%. O niewielkim stopniu uwzględniania 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, w obu badanych okresach dominującym czynnikiem wpływającym na wysokość łącznej oceny ESG jest składowa dotycząca ładu korporacyjnego. Należy tu dodać, że ujawnienia w tym obszarze są dość ściśle regulowane przez obowiązujące przepisy prawa, co w zdecydowanie mniejszym stopniu dotyczy obszarów „środowisko” oraz „prawa człowieka”. Sugerować to może, że większość spółek nie jest skłonna do dobrowolnego raportowania w tym zakresie. Wydaje się to mieć szczególne znaczenie w zestawieniu z faktem, że analizie poddaje się różne źródła informacji publikowane przez spółki – raporty roczne, inne dokumenty, strony internetowe. Można zatem wnioskować, że **międzynarodowe normy i wytyczne²⁴, na podstawie których przyznawana jest ocena GES, nie są przez dużą część podmiotów w ogóle uwzględniane**. Otrzymane wyniki są

Dla danych zarówno z pierwszej, jak i drugiej edycji badania udało się wykazać dodatnią zależność między 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.

jednocześnie uzasadnieniem dla konieczności kontynuacji procesu uświadamiania spółek w zakresie istotności raportowania informacji pozafinansowych.

Argumentem za intensyfikacją prac na rzecz uwzględniania kwestii ESG przez spółki giełdowe mogą być wyniki badania zależności między ocenami ESG a wybranymi parametrami emitentów. W pracy przeanalizowano współczynniki korelacji miar ESG względem:

- ▶ dynamiki marży operacyjnej,
- ▶ dynamiki marży netto,
- ▶ stopy zwrotu z akcji,
- ▶ zmienności kursu akcji.

Dwa pierwsze z powyższych parametrów można określić mianem wyników finansowych, dwa pozostałe – mianem wyników giełdowych.

W przypadku korelacji dynamiki marży operacyjnej oraz marży netto spodziewano się zależności dodatniej. W pojedynczych przypadkach dla spółek rynku głównego otrzymano natomiast współczynniki ujemne. W przypadku spółek NewConnect żaden ze współczynników nie okazał się istotny statystycznie. Nie udało się zatem potwierdzić istotnego związku dynamiki marż z oceną łączną ESG lub jej składowymi. Warto tutaj zauważyć, że wiele dotychczas prowadzonych badań dostarczało tego rodzaju niekonkluzywnych wyników²⁵.

²⁴ Mowa tu między innymi o międzynarodowych normach zarządzania środowiskowego, Powszechnej Deklaracji Praw Człowieka, Konwencjach Międzynarodowej Organizacji, szerzej: GES, GES Risk Rating, www.ges-invest.com/pages/?ID=69 (14.09.2013).

²⁵ 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 (14.09.2013).

Interesujących spostrzeżeń, zwłaszcza dla inwestorów, dostarczyła natomiast analiza korelacji miar ESG z wynikami giełdowymi. Zgodnie z oczekiwaniami okazało się, że dla danych zarówno z pierwszej, jak i drugiej edycji badania udało się wykazać dodatnią zależność między 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 przyznawano ocenę 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 na zależności zarówno dodatnie, jak i ujemne. W żadnym przypadku nie były one istotne statystycznie, co nie pozwala wnioskować o występowaniu zależności.

Argumentu uzasadniającego inwestowanie w spółki społecznie odpowiedzialne dostarczyło również badanie zależności między ocenami ESG a zmiennością kursu akcji. Ponownie oczekiwane zależności udało się zaobserwować jedynie dla spółek z rynku głównego. Wyniki wskazują na słabą ujemną korelację, co sugeruje, że spółki o wyższych ocenach 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 na cztery różne daty (koniec roku 2011, 2012 oraz koniec czerwca 2012, 2013). Rezultat ten wydaje się niezwykle istotny dla inwestorów, dla których niższa zmienność kursu akcji może przekładać 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 między zmiennymi. Podstawową jej wadą jest brak możliwości wnioskowania o przyczynowości – mówi ona jedynie o współwystępowaniu pewnych tendencji. Należy również zauważyć, że sam proces przyznawania ocen GES Risk Rating musi wiązać się z choćby częściową utratą informacji. Wynika to z faktu, że zawartość dokumentów spółki jest reprezentowana przez dane ilościowe (punkty).

Nie udało się potwierdzić oczekiwanych zależności dla spółek z NewConnect. Prawdopodobną tego przyczyną może być charakterystyka spółek tam notowanych. Obserwowane parametry mogły cechować się bardzo dużą zmiennością, co mimo wykluczenia skrajnych wartości nie pozwalało na odkrycie zależności zgodnych z oczekiwaniami. Ponadto w wykorzystanych bazach danych 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. Pozwoli to na sprawdzenie, czy obserwowane zależności mają charakter długoterminowy, oraz umożliwi analizę zmian ich siły w czasie.

Podsumowanie

Wyniki niniejszej analizy pokazują, że przestrzeń do poprawy działań w zakresie uwzględniania i raportowania zagadnień ESG przez polskie spółki giełdowe jest bardzo duża. Obszarami o relatywnie niskim zainteresowaniu ze strony emitentów pozostają kwestie środowiskowe oraz prawa człowieka. Dotyczy to zarówno spółek rynku głównego, jak i NewConnect. Podmioty z alternatywnego systemu obrotu ujawniające jakiejkolwiek informacje w tych obszarach stanowią zaledwie 10% ogółu. W roku 2013 nie zaobserwowano istotnego postępu w tym zakresie. Wydaje się, że spółki z NewConnect nie powinny odkładać decyzji o rozpoczęciu prowadzenia szerszego dialogu z interesariuszami, zwłaszcza w sytuacji, gdy ich celem jest rynek główny, na którym poziom uwzględniania kwestii ESG jest wyższy.

Praca może służyć za uzasadnienie dla podejmowania działań nakierowanych na zwiększanie świadomości konieczności uwzględniania i raportowania zagadnień ESG. Wyniki dla dwóch edycji badania GES sugerują, że akcje spółek respektujących międzynarodowe normy i wytyczne w zakresie środowiska czy praw człowieka mogą charakteryzować się wyższymi stopami zwrotu. Jednocześnie zaobserwowano relatywnie niższą zmienność kursu akcji spółek społecznie odpowiedzialnych. 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.

Bibliografia:

- ▶ Bassen A., Meyer K., Schlange J., *The Influence of Corporate Responsibility on the Cost of Capital*, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=984406> (14.09.2013).
- ▶ Burke L., Logsdon J. M., *How Corporate Social Responsibility Pays Off*, „Long Range Planning”, vol. 29, August 1996.
- ▶ GES Risk Rating, www.ges-invest.com/pages/?ID=69 (14.09.2013).
- ▶ Knox S., Maklan S., *Corporate Social Responsibility: Moving Beyond Investment Towards Measuring Outcomes*, „European Management Journal”, vol. 22, No. 5, 2004.
- ▶ Maignan I., Ferrell O. C., *Antecedents and benefits of corporate citizenship: an investigation of French businesses*, „Journal of Business Research”, vol. 51, 2001.
- ▶ Marcinkowska M., *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – przegląd badań*, „Przegląd Organizacji” nr 12/2010, s. 3-6.
- ▶ Marcinkowska M., *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.
- ▶ 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 (14.09.2013).
- ▶ ONZ, UN Global Compact, Rainforest Alliance: *Measuring Business Success from Sustainability Certification*, 2007, www.unglobalcompact.org (14.09.2013).
- ▶ Tapscott D., Ticoll D., *The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business*, Free Press, New York 2003.
- ▶ Trudel R., Cotte J., *Does being ethical pay?*, „The Wall Street Journal”, May 2008, <http://online.wsj.com/article/SB121018735490274425.html> (14.09.2013).

Organizatorzy



Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych jest organizacją ekspercką, która istnieje od 1993 roku. Podstawowym celem funkcjonowania SEG jest udzielanie wsparcia spółkom w aspektach informacyjnym (przekazywanie informacji o zmianach legislacyjnych), edukacyjnym (organizacja seminariów i konferencji) oraz prawnym (opracowywanie opinii prawnych, rekomendacji i interpretacji dotyczących nowych przepisów). SEG podejmuje prace na rzecz rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz reprezentuje interesy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Obecnie Stowarzyszenie skupia ponad 270 spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz alternatywnym rynku New Connect, reprezentujących blisko 80 proc. kapitalizacji emitentów krajowych.



GES to firma założona w 1992 roku, która jest liderem na rynku północnoeuropejskim w dziedzinie badań i usług z zakresu Odpowiedzialnych Inwestycji. Analizy firmy opierają się na międzynarodowych normach dotyczących środowiska, odpowiedzialności społecznej oraz ładu korporacyjnego. Szacunkowa kwota aktywów, którymi zarządzają klienci, a wśród nich znane fundusze emerytalne, banki oraz inni inwestorzy, wynosi około 700 miliardów euro.



Crido Business Consulting to zespół doświadczonych specjalistów z bogatym doświadczeniem z dziedziny ekonomii, zarządzania, finansów, planowania strategicznego, prywatyzacji, potwierdzonym w realizacji wielu projektów. Na rynku usług doradczych działamy od 2005 roku (do marca 2013 roku pod nazwą Accreo Taxand). Zespół CSR Crido Business Consulting wspiera firmy w opracowywaniu kompleksowych strategii CSR pomagających w osiągnięciu celów biznesowych. Specjalizujemy się w budowaniu kultury etycznej organizacji oraz podnoszeniu zaangażowania pracowników dzięki poprawie efektywności komunikacji wewnętrznej. Wzmacniamy wartość spółek na rynku dzięki raportowaniu danych pozafinansowych zgodnie z międzynarodowymi standardami GRI oraz raportowania zintegrowanego. W zakresie naszych usług znajduje się również budowanie relacji z kluczowymi interesariuszami za pomocą procesu dialogu, programów zaangażowania społecznego, wolontariatu pracowniczego i analizy ryzyk pozafinansowych w łańcuchu dostaw.

Patroni honorowi



**Ministerstwo
Skarbu
Państwa**

Ministerstwo Skarbu Państwa jest organem administracji publicznej. Zajmuje się sprawami dotyczącymi gospodarowania mieniem Skarbu Państwa – prywatyzacją spółek z udziałem Skarbu Państwa i nadzorem nad nimi. Funkcję Ministra Skarbu Państwa pełni Włodzimierz Karpiński.



Akcjonariat Obywatelski. Inwestuj świadomie” to działania edukacyjne zainicjowane przez Ministerstwo Skarbu Państwa skierowane do inwestorów indywidualnych. Osoby stawiające pierwsze kroki na giełdzie oraz inwestorzy z większym doświadczeniem mogą wziąć udział w spotkaniach z ekspertami i zajęciach praktycznych, podczas których dowiedzą się, jakie możliwości daje rynek kapitałowy. Na portalu wiedzy o inwestowaniu na giełdzie www.AkcjonariatObywatelski.pl są dostępne materiały edukacyjne, multimedia, artykuły prasowe oraz testy i symulacje giełdowe.



**Komisja
Nadzoru
Finansowego**

Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) jest centralnym organem administracji państwowej sprawującym nadzór nad rynkiem finansowym w Polsce. KNF nadzoruje sektor bankowy, rynek kapitałowy, ubezpieczeniowy, emerytalny, a także sprawuje nadzór nad instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych, instytucjami pieniądza elektronicznego oraz nad sektorem kas spółdzielczych. Celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie właściwego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów jego uczestników. Nadzór nad działalnością Komisji sprawuje Prezes Rady Ministrów.



**Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych**

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) jest największą organizacją zrzeszającą inwestorów giełdowych w Polsce, działa od 1999 roku i należy do europejskich organizacji inwestorskich Euroshareholders, EuroFinuse oraz Światowej Federacji Inwestorów WFIC.

Działalność Stowarzyszenia koncentruje się na wszechstronnym wsparciu inwestorów i opiera się na trzech głównych filarach:

- ▶ edukacja i analizy: konferencje i szkolenia (w tym największe w kraju – WallStreet i Profesjonalny Inwestor), wydawnictwa (np. kwartalnik „Akcjonariusz”, biuletyn NewConnect), analizy giełdowe (m.in. Portfel SII, ATrakcyjne Spółki, Raporty IPO, Indeks Nastroju Inwestorów, Ciekawe Spółki);
- ▶ ochrona praw: wsparcie prawne, ochrona interesów i reprezentacja inwestorów oraz wpływ na proces ustawodawczy;
- ▶ zniżki: na produkty i usługi przydatne inwestorom, oferowane przez partnerów Stowarzyszenia.

Stowarzyszenie zrzesza obecnie ponad 8 000 członków. Pełna informacja o SII znajduje się na stronie www.sii.org.pl.

SII – Wspieramy Inwestorów!

Patroni medialni



POLSKA AGENCJA PRASOWA

Polska Agencja Prasowa to największa agencja informacyjna w Polsce. Działa od 1945 roku, jest kontynuatorką powstałej w 1918 roku Polskiej Agencji Telegraficznej (PAT). PAP zbiera, opracowuje i przekazuje odbiorcom informacje z kraju i ze świata. Zatrudnia 250 dziennikarzy i 50 fotoreporterów. Przygotowuje serwisy informacyjne dla prasy, radia i telewizji, portali internetowych i operatorów telefonii komórkowej, pakiety zdjęciowe, informacje dla biur maklerskich, banków, inwestorów i przedsiębiorców, informacje dla administracji, organów samorządu terytorialnego, związków, stowarzyszeń i ambasad. Depesze PAP powstają na podstawie informacji własnych oraz doniesień największych światowych agencji prasowych. Dzienna produkcja to ponad 1000 newsów i ponad 1000 zdjęć. Ważną i dynamicznie rozwijającą się działalnością Agencji są serwisy ekonomiczne poświęcone rynkowi kapitałowemu i finansowemu tworzone w Oddziale PAP Biznes przez Redakcję Ekonomiczną.



BIZON Tym programem odpowiadamy na świeży trend w gospodarce światowej, którego pierwsi ambasadorzy są zauważalni w polskich firmach. Kto rozmawia z kimś z działu CSR, być może nawet widzi błysk w oku rozmówcy – błysk na dźwięk słowa „interesariusz” (ang. stakeholder) – który oznacza dumę z przeprowadzki z końca korytarza już prawie pod drzwi prezesa. A są przecież firmy, które mają osoby odpowiedzialne za CSR w zarządach. CSR, czyli Corporate Social Responsibility lepiej brzmi po polsku jako Biznes Odpowiedzialny, a my w PIN-ie dodajemy „i Nowoczesny”. Bo odpowiedzialni byli menadżerowie wiek temu na Zachodzie, a u nas dwie dziesiątki lat wstecz. I oto mają państwo BIZON. Czyli program nie tylko o tym, co słychać w importowanych teoriach, gospodarczych trendach, lecz także o tym, jak ten trend zmienia konkretnie świat.

BIZON – Biznes Odpowiedzialny i Nowoczesny. Radio PIN, sobota, godz. 14

Danych finansowych dostarczyła firma:



Spółka ma ponad 20 lat doświadczenia na rynku informacji ekonomicznej. Od stycznia 2010 roku akcje spółki są notowane na rynku NewConnect. W 2013 wspólnie z tureckim partnerem – firmą Rasyonet Ltd. spółka przygotowała zaawansowane oprogramowanie do analizy finansowej Notoria StockGround, które pozwoli na szybką i dokładną analizę finansową.

Program Notoria StockGround to:

- ▶ zintegrowany system do analizy technicznej i fundamentalnej,
- ▶ dane finansowe bezpośrednio w arkuszu kalkulacyjnym,
- ▶ możliwość tworzenia i automatycznej aktualizacji własnych modeli analitycznych,
- ▶ ujednolicone sprawozdania finansowe MSR/MSSF,
- ▶ szeroki wybór narzędzi i wskaźników,
- ▶ dane spółek z krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Więcej informacji na stronie www.notoria.pl

Kontakt dla inwestorów:

Artur Sierant – Prezes Zarządu
a.sierant@notoria.pl

Kontakt dla klientów:

Katarzyna Marczak – Product Manager
k.marczak@notoria.pl

Autorzy artykułów

Teresa Czerwińska

profesor na Wydziale
Zarządzania Uniwersytetu
Warszawskiego

Od wielu lat jest związana ze środowiskiem badaczy i praktyków rynku kapitałowego i ubezpieczeniowego. Zajmuje się problematyką wdrażania kryteriów społecznej odpowiedzialności w proces zarządzania portfelem inwestycji instytucji finansowych, zwłaszcza funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeń. Ekspert na zlecenie Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową oraz Izby Gospodarczej Ubezpieczeń i Obsługi Ryzyka. W latach 2004-2005 główny specjalista w Departamencie Integracji Europejskiej Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Autorka kilkudziesięciu publikacji z zakresu polityki inwestycyjnej instytucji ubezpieczeniowych oraz oceny efektywności i ryzyka inwestowania na rynku kapitałowym, wśród których do najważniejszych można zaliczyć wyróżnione nagrodą książki: Polityka inwestycyjna instytucji ubezpieczeniowych (2009), Towarzystwa ubezpieczeniowe na rynku kapitałowym w Polsce (2003).

Adam Grzymisławski

Consultant w firmie
Crido Business Consulting

Zagadnieniem społecznej odpowiedzialności biznesu zajmuje się od 5 lat. Specjalizuje się w rynku odpowiedzialnych inwestycji. Doświadczenie zdobywał jako redaktor portalu Odpowiedzialne-Inwestowanie.pl. Koordynował polską część badania Eurosif European SRI Study 2012. Jest członkiem Grupy Roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji przy Ministerstwie Gospodarki. W Crido Business Consulting koordynował również na zlecenie Ministerstwa Gospodarki opracowanie przewodnika dla przedsiębiorstw w zakresie raportowania zintegrowanego. Laureat konkursu CSR Case Study 2011. Jest absolwentem finansów i rachunkowości na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.

Dariusz Jędrzejka

adiunkt w Zakładzie
Bankowości w Instytucie
Finansów UŁ

Absolwent kierunku finanse i bankowość Uniwersytetu Łódzkiego oraz kierunku BA (Hons) European Business na University of Huddersfield, wykładowca przedmiotów w zakresie rachunkowości finansowej i zarządczej, sprawozdawczości; zainteresowania naukowe i tematyka publikacji koncentrują się wokół szeroko pojętej sprawozdawczości i przejrzystości, głównie emitentów giełdowych; członek kapituły konkursu „The Best Annual Report” organizowanego przez IRIP; członek grupy roboczej ds. odpowiedzialnych inwestycji w ramach rządowego zespołu ds. społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.

Piotr Kaźmierkiewicz

Analitik Centralnego Domu
Maklerskiego Pekao SA

Autor szeregu badań i prezentacji poświęconych inwestowaniu w spółki odpowiedzialne społecznie. W swoich pracach stara się łączyć osiągnięcia analizy fundamentalnej i portfelowej z zastosowaniem filtrów fundamentalnych oraz kryteriów SRI w procesie doboru spółek do portfela. Od stycznia 2010 roku członek grupy roboczej ds. odpowiedzialnych inwestycji przy Ministerstwie Gospodarki. Od 2011 roku współpracuje z Instytutem Badań i Analiz Finansowych w zakresie prowadzonych badań naukowych w dziedzinie szeroko rozumianych finansów. Absolwent Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania na Uniwersytecie Szczecińskim. Obecnie przygotowuje pracę doktorską nt. wpływu CSR na koszt kapitału pozyskiwanego przez spółki.

Joanna Kondraciuk

CSR Crido
Business Consulting

W zespole CSR Crido Business Consulting zajmuje się regulacyjnymi oraz pracowniczymi aspektami społecznej odpowiedzialności biznesu. Ukończyła administrację na Uniwersytecie Łódzkim oraz studia LL.M. z zakresu globalizacji i prawa korporacyjnego w Maastricht University w Holandii. Swoją pracę magisterską poświęciła zagadnieniu społecznej odpowiedzialności i zrównoważonemu rozwojowi przedsiębiorstw w sektorze kolorowych kamieni szlachetnych ze szczególnym uwzględnieniem legislacji Stanów Zjednoczonych.

Maja Kostrzewa

Analitik i Menedżer
Produktu Risk Transparency,
GES

Maja Kostrzewa, Analitik i Menedżer Produktu Risk Transparency w międzynarodowej firmie ratingowej, GES, będącej liderem na rynku północnoeuropejskim w dziedzinie badań i usług z zakresu Odpowiedzialnych Inwestycji. Koordynator projektu „Analiza ESG polskich spółek”, odpowiedzialna za dostarczenie gotowych analiz danych pozafinansowych polskich spółek, komunikację ze spółkami notowanymi na rynku głównym oraz na rynku NewConnect, warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, jak również za proces engagement oparty na zidentyfikowanym ryzyku firm, w ramach danego sektora lub branży. Maja posiada tytuł magistra Filologii Romańskiej na Uniwersytecie we Wrocławiu oraz aktywnie pracuje jako tłumacz przysięgły języka francuskiego.

Paulina Kurkiewicz

**Analitik i Menadżer
Produktu ds. GES
Alert Service**

Odpowiedzialna za monitorowanie i analizowanie wiadomości dotyczących łamania praw człowieka, pracy, zanieczyszczeń środowiska oraz korupcji. Pracuje także w ramach GES Global Ethical Standard, gdzie odpowiada za prowadzenie dialogu z firmami, które wchodzi w skład portfeli Inwestorów, a którym zostały postawione zarzuty łamania międzynarodowych norm i praw związanych z przestrzeganiem zasad odpowiedzialnego biznesu. Uczestniczyła również w spotkaniach z rosyjskimi firmami w ramach projektu „Zaangażowanie na rynkach wschodzących”. Ma tytuł magistra stosunków międzynarodowych, specjalność wschodoznawstwo, uzyskanego na Uniwersytecie Adama Mickiewicza w Poznaniu.

Robert Sroka

**CSR Project Manager
w Crido Business Consulting**

Odpowiada za rozwój doradztwa w zakresie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Jako członek rządowego Zespołu ds. Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw, organu doradczego i opiniodawczego Prezesa Rady Ministrów, przewodniczy pracom Grupy roboczej ds. Odpowiedzialnych Inwestycji. Jest ekspertem ds. CSR organizacji pracodawców, Pracodawcy RP. W latach 2009-2010 był kierownikiem ds. odpowiedzialności społecznej w Grupie Żywiec SA, gdzie był odpowiedzialny m.in. za wprowadzenie Spółki na RESPECT Index. Karierę zawodową rozpoczynał w Parlamencie Europejskim w Brukseli, współpracując między innymi z Przewodniczącym Komisji Petycji. Jest redaktorem publikacji Odpowiedzialne Inwestycje Kapitałowe oraz Wytycznych dla inwestorów w zakresie odpowiedzialnego inwestowania. Prowadzi liczne szkolenia i warsztaty z etyki biznesu i CSR między innymi dla menedżerów, członków zagranicznych izb gospodarczych w Polsce, związków zawodowych oraz organizacji pozarządowych.

Dariusz Witkowski

**Dyrektor Generalny
w Stowarzyszeniu
Emitentów Giełdowych**

Piastuje również stanowisko Prezesa Zarządu spółki Zakłady Tytoniowe w Lublinie SA. Wcześniej pełnił funkcję Prezesa Zarządu spółki Karen SA notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W latach 2009-2010 był zatrudniony w Konfederacji Pracodawców Polskich. Wcześniej przez trzy lata pracował w UniCredit CAIB Poland. W latach 2005-2006 zajmował stanowisko członka zarządu PKN Orlen odpowiedzialnego za nadzór nad grupą kapitałową koncernu. W latach 2004- 2005 r. pracował jako podsekretarz stanu w Ministerstwie Skarbu Państwa, odpowiadając za procesy prywatyzacji, w szczególności w ramach ofert publicznych. W latach 2000-2004 był członkiem Komitetu Indeksów Giełdowych przy Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Od 1995 do 2004 r. pełnił funkcję dyrektora Departamentu Spółek Publicznych i Finansów w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd – odpowiadał za procesy dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu oraz nadzorował spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej oraz Krajowej Szkoły Administracji Publicznej w Warszawie. Wykładowca na wielu konferencjach dotyczących rynku kapitałowego, nadzoru i publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Zapraszamy do kontaktu w sprawie projektu:

Pytania dotyczące organizacji Projektu, kontakt dla mediów:

Magdalena Raczek

Manager ds. PR

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

tel. 22 826 26 89

e-mail: mraczek@seg.org.pl

Pytania dotyczące metodologii:

Marcin Pitura

Dyrektor Zarządzający

GES

tel.: 68 422 13 26

E-mail: martin.pitura@ges-invest.com

Pytania dotyczące badania jakościowego oraz raportowania danych ESG:

Robert Sroka

CSR Project Manager

Crido Business Consulting

tel.: 22 324 59 26

E-mail: robert.sroka@taxand.pl

PARTNER MEDIALNY:



DANYCH FINANSOWYCH DOSTARCZYŁA:

