

Determinanty dokonań polskich spółek publicznych w zakresie ESG*

Leszek Bohdanowicz

Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania

e-mail: leszek.bohdanowicz@uni.lodz.pl

ORCID: 0000-0002-4456-070X

Maria Aluchna

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

e-mail: maria.aluchna@sgh.waw.pl

ORCID: 0000-0001-8094-4295

© 2023 Leszek Bohdanowicz, Maria Aluchna

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0). Skrócona treść licencji na <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl>

Cytuj jako: Bohdanowicz, L. i Aluchna, M. (2023). Determinanty dokonań polskich spółek publicznych w zakresie ESG. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 67(4).

DOI: 10.15611/pn.2023.4.03

JEL Classification: M14

Streszczenie: Dokonania w zakresie ESG i ich pomiar stają się w ostatnich latach kluczowymi elementami działalności spółek. Rośnie też liczba badań poświęconych działaniom spółek oraz raportowaniu na temat aspektów społecznych, środowiskowych i ładu korporacyjnego. Niniejszy artykuł wpisuje się w ten nurt. Jego celem jest zbadanie związków pomiędzy dokonaniem spółek (*firm performance*) w zakresie ESG polskich spółek giełdowych z indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 a ich strukturami własnościowymi, wynikami finansowymi oraz wybranymi charakterystykami. Analiza regresji zgromadzonych danych pozwoliła stwierdzić, iż korzystny wpływ na dokonania spółek w zakresie ESG mierzone współczynnikiem *ESG Score-Refinitiv* mają wielkość spółki oraz własność zagranicznych akcjonariuszy.

Słowa kluczowe: ESG, raportowanie niefinansowe, dokonania w zakresie ESG, teoria sygnałów, teoria legitymizacji.

1. Wstęp

W ostatnich trzech dekadach systematycznie wzrastało zainteresowanie problemami społecznej odpowiedzialności biznesu oraz zrównoważonego rozwoju. Stały się one wyzwaniem dla przedsiębiorstw, rządów i całych społeczeństw. Z tego powodu również menedżerowie spółek coraz aktywniej zaczęli brać je pod uwagę w procesach podejmowania wielu decyzji. A właściciele, rady nadzorcze i zarządy

* Artykuł został napisany w ramach realizacji projektu badawczego Narodowego Centrum Nauki pt. „Efekty regulacji o raportowaniu niefinansowym dla praktyk zarządzania zasobami ludzkimi i ładu korporacyjnego w Niemczech i Polsce. Analiza wpływu Dyrektywy 2014/95/UE” (grant nr 2018/31/G/HS4/02504).

zaczęły przyjmować ukierunkowaną na społeczną odpowiedzialność orientację strategiczną i w ten sposób kreować wartość dla interesariuszy (Jouber, 2021).

W nowych warunkach także legislatorzy zaczęli wprowadzać przepisy, które wymagały od spółek aktywnych działań i ujawniania coraz szerszej gamy informacji niefinansowych, kształtując w ten sposób kierunek polityki spółek w zakresie CSR i zrównoważonego rozwoju (Jackson i in., 2019). Przykładem takich działań jest wdrożenie w krajach Unii Europejskiej Dyrektywy NFRD (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE), która wprowadziła obowiązkowe raportowanie informacji niefinansowych w największych europejskich przedsiębiorstwach (Kinderman, 2021). Zaimplementowano ją również w Polsce, a spółki w naszym kraju zaczęły upubliczniać wiele nowych informacji. Począwszy od tych na temat praktyk w zakresie zatrudnienia czy działań dobroczynnych, aż po aktywności społeczne, interakcje z dostawcami i odbiorcami lub wpływ produktów na zdrowie i bezpieczeństwo konsumentów. Często korzystano przy tym z najbardziej rozpowszechnionych na świecie standardów, jakimi są standardy the Global Reporting Initiative (Lozano i Huisingh, 2011; Marimon i in., 2012).

W takich okolicznościach wzrosło również znaczenie rozważań naukowych odnoszących się do różnych aspektów społecznej odpowiedzialności biznesu, włączając w to raportowanie niefinansowe. Jednak na ten temat wciąż mało jest badań empirycznych, w tym w szczególności prowadzonych w polskich spółkach publicznych. Choć pierwsze tego typu badania już się pojawiają, to dotyczą one na przykład jedynie spółek z indeksu RESPECT (Rubik, 2018) lub banków (Wójcik-Jurkiewicz, 2020). Niniejszy artykuł stara się te badania uzupełnić i wypełnić lukę badawczą. Jego celem jest empiryczne zbadanie związków pomiędzy dokonaniem spółek (*firm performance*) w zakresie ESG (*ESG performance*) polskich spółek giełdowych z indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 a ich strukturami własnościowymi, wynikami finansowymi oraz wybranymi charakterystykami. Dane pochodzą z lat 2017-2021. Analizy przeprowadzono za pomocą programu STATISTICA. Wyjaśnienie wspomnianych związków oparto na teoriach sygnałów oraz legitymizacji.

2. Przegląd literatury i hipotezy badawcze

2.1. Teoretyczne podejścia do problemu ujawniania informacji ESG

Największe spółki giełdowe publikują wiele informacji na temat swoich dokonań środowiskowych (E), społecznych (S) i w zakresie ładu korporacyjnego (G). Raporty na ten temat są coraz bardziej obszerne i szczegółowe. Częściowo wynika to z obowiązków regulacyjnych, a częściowo z podejścia samych spółek i dobrowolnego ujawniania. Informacje zawarte w tych raportach służą do komunikowania osiągnięć ESG różnym interesariuszom. To komunikowanie redukuje asymetrię informacji pomiędzy menedżerami i tymi interesariuszami, a przez to wpływa na podejmowanie przez niektórych inwestorów decyzji w sprawie inwestycji w akcje spółek zaangażowanych w działania CSR oraz zrównoważony rozwój (Martinez-Ferrero i in., 2017; Lingnau i in., 2022).

Informacje poszczególnych spółek są ujawniane na różnym poziomie szczegółowości. W niektórych raportach opisane są tylko same działania ESG, w innych dodatkowo zgodnie ze standardami GRI przedstawiono wskaźniki niefinansowe. Nie ma tu znaczenia, że ujawnienia mają charakter obowiązkowy i wynikają z przepisów prawa. Polityka informacyjna spółek oraz ich dokonania w zakresie ESG są różne. Podejście do tego wyjaśniają niektóre teorie, jak choćby teoria sygnałów (*signalling theory*) oraz teoria legitymizacji (*legitimacy theory*) czy koncepcja wywierania wrażenia (*impression management*).

Teoria sygnałów wskazuje, że spółki mogą wysyłać sygnały, które poprawiają ich reputację i status w oczach interesariuszy (Bhattacharya, 1980; Spence, 1973). Pełniejsze ujawnienia narażają te spółki na negatywne lub pozytywne skutki wizerunkowe. Tym samym często również dokonują wyborów pomiędzy pełnym informowaniem, nawet jeśli zawierałoby informacje o nieakceptowanym społecznie działaniu, a takim, które prowadzi do poprawy ich wizerunku, nawet kosztem niepełnego ujawniania (Fabrizio i Kim, 2019). Ameer i Othman (2012) stwierdzili, że słabe wyniki spółek w zakresie społecznej

odpowiedzialności mają swoje konsekwencje w takich aspektach, jak pogarszający się wizerunek i reputacja, konflikty w procesie rekrutacji, spory sądowe, zmniejszenie satysfakcji klientów i spadek wartości rynkowej. Tym samym wywieranie wrażenia na interesariuszach jest postrzegane jako strategia manipulowania percepcją zewnętrznych i wewnętrznych odbiorców informacji niefinansowych, takich jak akcjonariusze, klienci, pracownicy i inni, w formie, która wpływa na proces podejmowania przez tych odbiorców decyzji (Garcia-Sanchez i in., 2019; Yuthas i in., 2002).

Zgodnie z drugą teorią, czyli teorią legitymizacji, spółki muszą pokazywać, że działają legalnie oraz zgodnie z oczekiwaniami społecznymi (Deegan, 2002). Centralnym punktem tej teorii jest kontrakt społeczny, który wyjaśnia praktyki CSR. Ujawnianie informacji niefinansowych pozwala społeczności na ocenę, czy spółki wywiązują się z tego kontraktu, i dlatego bywa postrzegane jako mechanizm społecznej legitymizacji (Garcia-Sanchez i in., 2019). Jeśli legitymizacja byłaby zagrożona, to spółki mogą zmienić swoje działania na bardziej zgodne z oczekiwaniami lub nawet starać się wpływać na percepcję poprzez ujawnienia w zakresie ESG (Bebbington i in., 2008). Wpływając na tę percepcję, menedżerowie angażują się w ujawnianie informacji poprzez wywieranie wrażenia, manipulując postrzeganiem przez różnych interesariuszy i zakładając przy tym, że ci nie odkryją ich intencji (Merkl-Davies i in., 2011).

2.2. Czynniki wpływające na legitymizowanie oraz dawanie sygnałów interesariuszom w zakresie raportowania niefinansowego i na temat dokonania w ramach ESG

Na temat czynników wpływających na ujawnianie informacji niefinansowych przeprowadzono już wiele badań w państwach, w których spółki mają rozwinięte systemy tego raportowania, takich na przykład jak Szwecja (Tagesson i in., 2009), Hiszpania (Gutiérrez-Ponce, 2023) czy Republika Południowej Afryki (Ntim i Soobaroyen, 2013). Pokazały one choćby, że przedsiębiorstwa, które działają w sektorach będących pod silniejszą presją społeczną, jak choćby petrochemiczny czy energetyczny (Cerin, 2002; Gutiérrez-Ponce, 2023), lub te, na które silniej zwracają uwagę media, chętniej wykorzystują to ujawnianie jako narzędzie legitymizacji (Brown i Deegan, 1998). A firmy działające w branżach wrażliwych i o większym negatywnym wpływie na środowisko częściej dobrowolnie publikują informacje środowiskowe i społeczne niż firmy z innych branż (Dhandhania i O'Higgins, 2022; Lu i Abeysekera, 2014; Stology i Paugam, 2018).

Jednak nie tylko rodzaj sektora wpływa na zakres raportowania i dokonania spółek w zakresie ESG. Zauważono również, że wpływ ten ma wielkość spółki. Większe spółki dążą często do większego wpływu społecznego, także poprzez strategię CSR oraz zrównoważony rozwój, i dlatego wielkość spółki pozostaje w związku z zakresem raportowania niefinansowego (Abdi i in., 2018; 2022). Z tego również powodu w wielu badaniach znaleziono pozytywne i statystycznie istotne relacje pomiędzy wielkością spółki a poziomem ujawnień w zakresie ESG (Yu i in., 2018) czy ujawnień środowiskowych (Andrikopoulos i Krikilani, 2013), a także raportów sporządzanych zgodnie z wytycznymi Global Reporting Initiative (Legendre i Coderre, 2013) oraz Sustainable Development Goals (Rosati i Faria, 2019). Choć były również badania, w których związek pomiędzy wielkością spółki a poziomem ujawniania w zakresie ESG nie był istotny statystycznie (Rosati i Faria, 2019). Jednak na podstawie tych badań można postawić pierwszą hipotezę:

H1: Wielkość spółki wpływa pozytywnie na dokonania spółek w zakresie ESG.

Teoria sygnałów oraz teoria legitymizacji wskazują również, że wpływają na dokonania w zakresie ESG. Te teorie sugerują, iż spółki, które osiągają gorsze rezultaty swojej działalności, mogą chętniej ujawniać informacje na temat społecznej odpowiedzialności oraz zrównoważonego rozwoju, by uzyskać przychylność inwestorów i innych interesariuszy. Ale z drugiej strony, lepiej zarządzane, a przez to osiągające lepsze rezultaty spółki mogą mieć większe dokonania w zakresie różnych obszarów związanych z ESG. Te założenia dały podstawy do prowadzenia wielu badań na temat relacji pomiędzy dokonaniem oraz raportowaniem w zakresie ESG a wartościami ROA, ROE, EPS lub też innymi wskaźnikami odnoszącymi się do tych rezultatów (Alareeni i Hamden, 2020; Bilyay-Erdogan i Öztürkkal, 2023; Hassan i Romilly, 2018). Nie przyniosły one dotychczas jednoznacznych wyników i wśród nich nie brakuje ta-

kich, które pokazały pozytywne, negatywne, niejednoznaczne czy też brak związków pomiędzy zmiennymi (Dorfleitner i in., 2020). Dominują te pierwsze, czyli pokazujące pozytywne związki. Tak jak to było na przykład w badaniach zespołu M. Sial i in. (2018), którzy analizując próbę spółek notowanych na giełdach w Shenzhen i Szanghaju w latach 2008-2015, stwierdzili, iż firmy osiągające lepsze wyniki finansowe częściej ujawniają działania CSR. Metaanaliza przeprowadzona przez zespół T. Whelan i in. (2021) dla lat 2015-2020 pokazała, że podobnych artykułów, prezentujących pozytywne związki między ESG i wynikami finansowymi spółek, jest 58%. Negatywne związki zauważono w 8%, niejednoznaczne w 21%, a w 19% artykułów nie stwierdzono statystycznie istotnej relacji. Niemniej, opierając się na teorii i wynikach większości dotychczasowych badań, można postawić drugą hipotezę:

H2: Wyniki finansowe wpływają na dokonania spółek w zakresie ESG.

Inna grupa badań opartych na teoriach sygnałów i legitymizacji dotyczyła wpływu struktur własnościowych na ujawnienia w zakresie ESG, w tym na przykład takich ich charakterystyk, jak koncentracja własności czy udział we własności państwa, własności rodzinnej, własności menedżerskiej oraz własności inwestorów instytucjonalnych (Amosh i Khatib, 2022; Bilyay-Erdogan i Öztürkkal, 2023). Zakładały one, iż akcjonariusze uwzględniają oczekiwania interesariuszy w swoich decyzjach na temat ESG, a niektórzy inwestorzy dodatkowo wykorzystują ujawnienie ESG jako kryterium inwestycyjne i ograniczają w ten sposób potencjalne ryzyko utraty reputacji oraz dążą do wzrostu wartości swoich inwestycji (Moneva i Cuellar, 2009; Yu i in., 2018).

Sama skoncentrowana własność jest postrzegana raczej jako czynnik zwiększający prywatny dostęp do informacji i w związku z tym może być negatywnie skorelowana z ujawnianiem informacji społecznych i środowiskowych (Ntim i Soobaroyen, 2013; Tagesson i in., 2009). Biorąc to pod uwagę, w badaniach ujawniono pozytywne skutki rozproszenia własności na ujawnienia informacji ESG (Brammer i Pavelin, 2006; Gamerschlag i in., 2011). Co ciekawe, ten negatywny związek występował również w niektórych badaniach dotyczących własności państwowej (Tagesson i in., 2009), co sugerowało, iż spółki niebędące państwowymi są bardziej wrażliwe na oczekiwania interesariuszy (Gao, 2011). Ale te wyniki także nie były jednoznaczne i w niektórych państwach pojawiły się również badania, które pokazywały pozytywne związki pomiędzy własnością państwową i dokonaniem w zakresie ESG (Amosh i Khatib, 2022). Generalnie na podstawie teorii oraz dotychczasowych badań można postawić kolejną hipotezę. Zakłada ona, że:

H3: Struktury własnościowe wpływają na dokonania spółek w zakresie ESG.

3. Metoda badawcza

3.1. Próba badawcza i źródła danych

Próbkę badawczą, która posłużyła do weryfikacji powyższych hipotez, tworzyły spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wchodzące w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w latach 2017-2021. Dane pochodziły z kilku lat, co mogło mieć wpływ na ich wartości, a przez to na interpretację wyników badania, np. niektóre spółki w okresie badania mogły kształtować swoją sytuację finansową poprzez tworzenie rezerw. Zwłaszcza że lata badania obejmowały również okres pandemii COVID-19.

Ze względu na braki danych na temat zmiennej opisującej ESG łącznie analizowano 168 obserwacji na temat 38 spółek. Spółki reprezentowały różne sektory – zarówno finansowe, jak i niefinansowe. 49 obserwacji dotyczyło spółek przemysłowych, 69 handlowych i usługowych, a 50 finansowych, w tym banków.

Dane finansowe i dotyczące ESG pochodziły z bazy danych Refinitiv (EIKON). Natomiast dane dotyczące struktur własnościowych zostały zebrane z raportów rocznych. Wszystkie analizy przeprowadzono w programie STATISTICA.

3.2. Zmienne badawcze

3.2.1. Zmienna opisująca efektywność w zakresie ESG

Do pomiaru dokonań spółek w zakresie ESG wykorzystano zmienną *ESG Score-Refinitiv* zamieszczoną w bazie EIKON (*Refinitiv*). Ta zmienna, skalkulowana przez firmę Refinitiv, przedstawia ogólny wynik dokonań spółki na podstawie publikowanych przez nią informacji w trzech obszarach – środowiskowym (E), społecznym (S) i ładu korporacyjnego (G). Wynik ten jest ustalany w 10 różnych tematach. W obszarze środowiskowym są to: wykorzystanie zasobów, emisje i innowacje. W obszarze społecznym: siła robocza, prawa człowieka, społeczność i odpowiedzialność za produkt. W obszarze ładu korporacyjnego – zarządzanie, akcjonariusze i strategia CSR. W tych obszarach do skalkulowania indeksu *ESG Score-Refinitiv* rejestrowanych i obliczanych jest ponad 630 miar ESG, dla których wybrano podzbiór 186 najbardziej porównywalnych punktów danych, czyli jednostek informacji (*Refinitiv*).

ESG Score-Refinitiv jest miarą, która ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar względnych wyników ESG (dokonań spółek w zakresie ESG), w tym zaangażowania i skuteczności spółek w obszarach społecznym, środowiskowym i ładu korporacyjnego, opierając się na publicznie dostępnych danych. Spółki na podstawie wyników *ESG Score-Refinitiv* można zakwalifikować do czterech grup, które przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Podział spółek ze względu na wartości współczynnika *ESG Score-Refinitiv*

| Wartość współczynnika | Kwartył | Opis |
|-----------------------|----------|--|
| 0 do 25 | Pierwszy | Słabe względne wyniki ESG i niewystarczający stopień przejrzystości w publicznym zgłaszaniu istotnych danych ESG |
| > 25 do 50 | Drugi | Zadowolające względne wyniki ESG i umiarkowany stopień przejrzystości w publicznym przedstawianiu istotnych danych ESG |
| > 50 do 75 | Trzeci | Dobre względne wyniki ESG i ponadprzeciętny stopień przejrzystości w publicznym przedstawianiu istotnych danych ESG |
| > 75 do 100 | Czwarty | Doskonałe wyniki ESG i wysoki stopień transparentności danych ESG |

Źródło: (Refinitiv, b.d.).

3.2.2. Zmienne wpływające na dokonania spółek w zakresie ESG

Do testowania hipotez wykorzystano trzy grupy zmiennych wpływających na efektywność w zakresie ESG, tj. zmienne opisujące wyniki finansowe spółek (ROA i ROE), charakterystyki spółek (wskaźnik zadłużenia, aktywa razem, sektor) oraz ich struktury własnościowe (stopień koncentracji własności mierzony jako udział we własności największego akcjonariusza: własność państwa, własność menedżerska, własność zagranicznych inwestorów). Jednocześnie w dwóch modelach zamiast zmiennej udział we własności największego akcjonariusza wprowadzono zmienną *free float*. Te zmienne mierzą stopień koncentracji własności w sposób odwrotny, tj. większa wartość udziału największego akcjonariusza świadczy o wyższej koncentracji własności, natomiast większa wartość zmiennej *free float* o niższej koncentracji.

W pierwszej grupie zmiennych zmienne ROA i ROE były pozyskane z bazy EIKON. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) był obliczany jako zysk operacyjny podzielony przez wartość sumy bilansowej, natomiast wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) jako ten zysk podzielony przez kapitał własny.

W drugiej grupie zmiennych wielkość spółki została zmierzona jako wartość sumy aktywów i przedstawiona została w tysiącach złotych. W analizie regresji zastosowano logarytm naturalny wartości tej zmiennej. Zadłużenie spółek było natomiast kontrolowane przez wskaźnik zadłużenia liczony jako stosunek zobowiązań ogółem do aktywów ogółem (Crespi-Cladera i Gispert, 2003). Spółki zostały również przyporządkowane do sektora. W tym celu wykorzystano trzy zmienne zero-jedynkowe, które przyjmowały wartość 1, jeśli spółka działała odpowiednio w sektorach przemysłowych, handlu i usług,

lub była spółką finansową (bankiem albo spółką ubezpieczeniową). Przydzielenie spółek do jednej z tych kategorii odbywało się na podstawie klasyfikacji sektorów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wszystkie zmienne opisujące struktury własnościowe, czyli zmienne z trzeciej grupy, liczone były w ułamkach dziesiętnych. Stopień koncentracji – jako udział we własności największego akcjonariusza, a *free float* – jako ten udział w rękach wszystkich akcjonariuszy posiadających poniżej 5% akcji. Własność państwa mierzona była jako procentowy (bezpośredni i pośredni) udział Skarbu Państwa w strukturach własnościowych. Także do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.

Własność menedżerska była mierzona jako procentowy udział członków zarządu w strukturze własnościowej spółek (Himmelberg i in., 1999). Polskie prawo wymaga od nich, aby w raportach okresowych ujawniali swój bezpośredni i pośredni udział. Nie wymaga jednak tego samego od innych członków najwyższego kierownictwa, którzy nie są członkami zarządu. Członkowie najwyższego kierownictwa niebędący członkami zarządu mają obowiązek ujawniania stanu swojego posiadania jedynie wtedy, gdy przekroczą 5% próg udziału we własności. Z tego powodu nie uwzględniono ich przy kalkulacji tej zmiennej. Takie samo podejście zaproponował np. M. Lasfer (2006).

Własność zagranicznych inwestorów była obliczana jako procentowy (bezpośredni i pośredni) udział zagranicznych inwestorów w strukturach własnościowych (wyrażony w ułamku dziesiętnym). W obliczaniu tej zmiennej nie brano pod uwagę inwestorów instytucjonalnych (finansowych), a tylko zagraniczną własność korporacyjną i własność zagranicznych osób fizycznych. Ze względu na obowiązki publikacyjne do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.

Ponadto w analizach wykorzystano zmienne zero-jedynkowe opisujące rok obserwacji. Ta zmienna była zmienną kontrolną, mającą za zadanie kontrolowanie wpływu na zmienne niezależne czynników nieuwzględnionych w modelu, a związanych z czasem obserwacji.

4. Wyniki badania

4.1. Statystyki opisowe

Tabela 2 zawiera statystyki opisowe (średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe, minimum i maksimum) analizowanych zmiennych. Średnia dla *ESG Score-Refinitiv* wynosi 50,42, z maksimum wynoszącym 86,87 i minimum 7,12. Rozpiętość pomiędzy najmniejszym wynikiem i największym była więc relatywnie duża.

Do analiz wykorzystano dwie zmienne opisujące wyniki finansowe spółek. Były to wskaźniki: rentowność aktywów (ROA) i rentowność kapitału własnego (ROE). Średnie dla nich wynosiły odpowiednio 4,28 i 7,99. Kolejne dwie zmienne charakteryzowały spółki. Pierwszą była ich wielkość mierzona wartością aktywów razem, drugą wskaźnik zadłużenia. Średnia arytmetyczna dla pierwszej wynosiła 64 397 599 zł, dla drugiej 0,19 (przy odchyleniu standardowym na poziomie 0,14). Te zmiennej pokazuje, że analizy objęły głównie spółki duże, o niewielkim zadłużeniu.

Ostatnią grupę stanowiły zmienne opisujące struktury własnościowe. Wśród nich najniższą średnią arytmetyczną miała zmienna własność członków zarządu, która wynosiła tylko 0,08. Wynika to również ze struktury próby, w której dominowały – jak już wspomniano – spółki duże (z największych indeksów), gdzie udział menedżerów we własności jest zazwyczaj mniejszy. Niezbyt wysoki był również udział we własności zagranicznych inwestorów. Średnia dla tej zmiennej wyniosła 0,13. Najwyższą średnią z trzech zmiennych odnoszących się do rodzaju akcjonariusza miała zmienna własność państwa. Jej wartość wynosiła 0,19.

Średnia arytmetyczna dla zmiennej stopień koncentracji własności mierzonej udziałem największego akcjonariusza wyniosła 0,47. Wskazuje to na wysoki poziom tej koncentracji, charakterystyczny dla

spółek z Europy kontynentalnej, w przeciwieństwie do niskiego poziomu w krajach anglosaskich, gdzie wysoki jest udział akcji w obrocie giełdowym (*free float*). W tym badaniu średnia dla zmiennej *free float* wyniosła 0,44.

Tabela 2. Statystyki opisowe

| Zmienna | Średnia | Odch. std. | Minimum | Maksimum |
|--------------------------------------|------------|------------|---------|-------------|
| ESG Score-Refinitiv | 50,42 | 16,67 | 7,12 | 86,87 |
| ROA | 4,28 | 6,54 | -9,86 | 53,93 |
| ROE | 7,99 | 15,97 | -65,05 | 70,11 |
| Aktywa razem (w tys.) | 64 397 599 | 93 687 159 | 981 513 | 413 970 000 |
| Wskaźnik zadłużenia | 0,19 | 0,14 | 0 | 0,56 |
| Największy akcjonariusz | 0,47 | 0,17 | 0,11 | 0,76 |
| <i>Free float</i> | 0,44 | 0,13 | 0,16 | 0,72 |
| Własność zagranicznych akcjonariuszy | 0,13 | 0,26 | 0 | 0,75 |
| Własność państwa | 0,19 | 0,23 | 0 | 0,76 |
| Własność członków zarządu | 0,08 | 0,17 | 0 | 0,63 |

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowej analizie wymaga zmienna zależna ESG Score-Refinitiv. Jej rozkład został przedstawiony w tab. 3. Na 168 obserwacji tylko 11 mieściło się w czwartym kwartyle, co oznaczało doskonałe wyniki ESG (duży zakres dokonania) i wysoki stopień transparentności danych ESG. Równocześnie 10 obserwacji znalazło się w pierwszym kwartyle, oznaczającym słabe względne wyniki ESG (małe dokonania) i niewystarczający stopień przejrzystości w publicznym ogłaszaniu istotnych danych ESG. Dla 74 obserwacji były to wyniki zadowalające, a dla 73 względnie dobre.

Tabela 3. Rozkład zmiennej ESG Score-Refinitiv

| Wynik | Liczba | Procent |
|-------------|--------|---------|
| 0 do 25 | 10 | 6 |
| > 25 do 50 | 74 | 44 |
| > 50 do 75 | 73 | 44 |
| > 75 do 100 | 11 | 7 |
| Suma | 168 | 100 |

Źródło: opracowanie własne.

Kolejna tabela (tab. 4) zawiera dane dotyczące ESG Score-Refinitiv z podziałem na sektory. Najwyższe średnie wskaźników ESG Score-Refinitiv miały spółki finansowe. Dla nich średnia wyniosła 59,04. Najniższą średnią odnotowano w spółkach zajmujących się produkcją. Dla nich średnia wynosiła 45,76. W spółkach handlowych i usługowych średnia ta wyniosła 48,32.

Tabela 4. Statystyki opisowe ESG Score-Refinitiv z podziałem na sektory

| Zmienna | Średnia | Odch. std. | Minimum | Maksimum |
|---------------------|---------|------------|---------|----------|
| Produkcja | | | | |
| ESG Score-Refinitiv | 45,76 | 10,74 | 22,31 | 62,30 |
| Handel i usługi | | | | |
| ESG Score-Refinitiv | 48,32 | 14,10 | 7,12 | 73,07 |
| Finanse | | | | |
| ESG Score-Refinitiv | 59,04 | 17,85 | 15,46 | 86,87 |

Źródło: opracowanie własne.

4.2. Analiza regresji

Tabela 5 przedstawia wyniki analizy regresji. Została ona przeprowadzona w czterech modelach z różną konfiguracją zmiennych opisujących wyniki spółek (wskaźniki ROA i ROE) oraz stopień koncentracji struktur własnościowych (zmienne: udział we własności największego akcjonariusza oraz *free float*). Wykorzystanie czterech modeli podyktowane było zastosowaniem dwóch skorelowanych ze sobą wskaźników opisujących wyniki finansowe oraz zmiennych zero-jedynkowych przyporządkowujących obserwacje (spółki) do sektora. Wszystkie modele wskazywały te same zależności pomiędzy zmienną zależną *ESG Score-Refinitiv* i zmiennymi niezależnymi.

Wyniki analizy pokazały, że zmienna wielkość spółki (aktywa razem) jest istotnie statystycznie i pozytywnie powiązana ze zmienną *ESG Score-Refinitiv* (w każdym modelu $p < 0,01$). Wskazuje to, że w większych spółkach, czyli o większej wartości aktywów razem, wartości tego współczynnika są większe. Ta zależność potwierdza hipotezę 1.

Również zmienna udział we własności zagranicznych inwestorów pozostawała w istotnych statystycznie związkach ze zmienną *ESG Score-Refinitiv*. Były to związki pozytywne (w każdym modelu $p < 0,01$). Taka zależność wskazuje, iż udział we własności zagranicznego akcjonariusza sprawiał, że wartości współczynnika *ESG Score-Refinitiv* były wyższe. Założenie związków pomiędzy dokonaniem spółek w zakresie ESG i strukturami własnościowymi przyjęto w hipotezie 3. Nie było natomiast istotnych statystycznie związków pomiędzy wartościami współczynnika *Refinitiv Score* a pozostałymi zmiennymi opisującymi strukturę własnościową.

W analizach nie znaleziono także żadnego istotnie statystycznego potwierdzenia związków opisanych w hipotezie 2. Zakładała ona, że wyniki finansowe wpływają na dokonania spółek w zakresie ESG. Na koniec rodzaj sektora, a także rok obserwacji wpływały w sposób istotny statystycznie na wartości współczynnika *ESG Score-Refinitiv*.

Tabela 5. Analiza regresji dla zmiennej zależnej *ESG Score-Refinitiv*

| Zmienne niezależne i kontrolne | Zmienna zależna | | | |
|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | model 1 | model 2 | model 3 | model 4 |
| | <i>ESG Score-Refinitiv</i> | | | |
| ROA | -0,0448 (0,1698) | -0,0535 (0,1732) | | |
| ROE | | | -0,0136 (0,0658) | -9,0149 (0,0661) |
| Ln (Aktywa razem) | 6,5628*** (0,9173) | 6,4758*** (0,9806) | 6,6045*** (0,9322) | 6,5359*** (0,9856) |
| Wskaźnik zadłużenia | 2,4120 (8,6638) | 2,1343 (8,8,6166) | 2,3703 (8,9794) | 2,1432 (8,9300) |
| Największy akcjonariusz | -3,6649 (7,4818) | | -3,4532 (7,3962) | |
| <i>Free float</i> | | 5,3320 (10,4217) | | 4,7861 (10,1458) |
| Własność zagranicznych akcjonariuszy | 25,7195*** (5,9449) | 25,8569*** (6,0156) | 25,7577*** (5,9492) | 25,8277*** (6,0170) |
| Własność państwa | 0,7877 (5,3595) | 0,2238 (5,2124) | 0,8481 (5,3556) | 0,3437 (5,1892) |
| Własność członków zarządu | 7,51,35 (6,4514) | 7,5601 (6,4485) | 7,3019 (6,5342) | 7,3256 (6,5319) |
| Produkcja | Tak*** | | Tak*** | |
| Handel i usługi | | Tak*** | | Tak*** |
| Bankowość | Tak*** | Tak*** | Tak*** | Tak*** |
| Rok obserwacji | Tak*** | Tak*** | Tak*** | Tak*** |
| Wyraz wolny | -52,0174*** (15,3525) | -54,4145*** (13,6291) | -52,9134*** (15,0739) | -55,3257*** (13,4689) |
| R kwadrat | 0,5201 | 0,5202 | 0,5201 | 0,5201 |

* Uwagi: *** $p < 0,001$. W nawiasach błąd standardowy.

Źródło: opracowanie własne.

5. Zakończenie

Raportowanie niefinansowe oraz dokonania spółek w zakresie ESG stały się ważnymi narzędziami komunikacji spółek z interesariuszami. Są również uwzględniane w procesie podejmowania decyzji strategicznych. Ich znaczenie zostało również wzmocnione przez legislatorów. W Unii Europejskiej uchwalono najpierw dyrektywę NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*), a później zastępującą ją dyrektywę CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*). W wyniku ich implementacji do prawa krajowego coraz mniejsze spółki będą musiały raportować na temat ESG, a to w efekcie będzie je motywowało do różnych dokonań w tym zakresie. Oczywiście nie wszystkie spółki będą równie aktywne i w jednakowym stopniu będą wdrażały działania społeczne, środowiskowe i w zakresie ładu korporacyjnego. Na ich aktywność w tych obszarach będzie wpływało wiele czynników, w tym te, które zostały opisane w niniejszym artykule. Jego celem było określenie związków pomiędzy dokonaniem spółek w zakresie ESG (*ESG performance*) polskich spółek giełdowych z indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 a ich strukturami własnościowymi, wynikami finansowymi oraz innymi wybranymi charakterystykami. Przeprowadzona analiza regresji pozwoliła na stwierdzenie, że wpływ na dokonania spółek w zakresie ESG polskich spółek ma ich wielkość. Większe spółki chętniej poprawiają swoją reputację poprzez różne dokonania w zakresie ESG, a potem ich raportowanie. Tym bardziej, że ze względu na swoją wielkość mogą być postrzegane przez interesariuszy jako potencjalne źródło nadużyć społecznych i środowiskowych, a poprzez poprawę swoich dokonań w zakresie ESG mogą również dążyć do zwiększenia swojego wpływu społecznego (Stolowy i Paugam, 2018). Od większych spółek można oczekiwać tym samym, że staną się liderami we wdrażaniu działań ESG oraz wzorem dla mniejszych spółek. Podobne procesy można dostrzec w przypadku spółek, w których strukturach własnościowych zwiększa się udział zagranicznego akcjonariusza. W tym przypadku również w badaniu potwierdzono pozytywną zależność. Tym razem pomiędzy tym udziałem a dokonaniem spółek w zakresie ESG. Może to wynikać z przenoszenia wyższych standardów z kraju macierzystego, ale także większej chęci akceptacji społecznej ze strony takiego właściciela w nowych warunkach instytucjonalnych i przez to dążenia, aby spółki z udziałem zagranicznego inwestora były postrzegane jako prospołeczne i prośrodowiskowe. W tych nowych warunkach poprzez dokonania ESG i raportowanie w ich zakresie zagraniczny inwestor może legitymizować swoje inwestycje w kraju goszczącym i wysyłać pozytywne sygnały lokalnym interesariuszom na ich temat, dążąc do uzyskania przychylności.

Wyniki przeprowadzonych badań pokazują, jakiego rodzaju spółki mają większe dokonania w zakresie ESG i ujawniania informacji na ten temat. Są to spółki większe oraz spółki z udziałem zagranicznych inwestorów. To one ze względu na większe możliwości oraz rozbudowane struktury (wielkość spółki) oraz doświadczenia w innych krajach (własność zagraniczna) mogą stać się wzorcem dla innych polskich spółek w zakresie instytucjonalizacji dokonań ESG. O ile implementacja dyrektyw unijnych (NFRD i CSRD) jest źródłem działań o charakterze przymusowym (konieczność raportowania), o tyle te wzorce dają możliwości mniej doświadczonym w zakresie dokonań ESG spółkom możliwości naśladowania (mimetyczne), a na oba te rodzaje działań kładzie przecież nacisk teoria instytucjonalna i wskazuje ich wagę w utrwalaniu reguł rynkowych funkcjonowania spółek. Przeprowadzone badania wskazały również możliwe dalsze kierunki analiz rozpatrywanego problemu. W dużej mierze wynikają one z ograniczeń badawczych, związanych z próbą badawczą oraz zastosowaną metodą. Po pierwsze, wpływ na wyniki mogły mieć braki danych w bazie. Były one związane z relatywnie niskim poziomem ujawnień przez spółki. Zwłaszcza dotyczy to początku okresu badawczego, choć dla spółek z indeksu sWIG80 niski poziom ujawnień i w efekcie brak danych na temat zmiennej zależnej *ESG Score-Refinitiv* miał miejsce przez cały okres. Dlatego badania należy traktować raczej jako eksploracyjne, a nie wyjaśniające. Można się spodziewać, że dalsze wdrażanie dyrektyw unijnych sprawi, iż coraz więcej spółek będzie podejmowało się ujawniania danych niefinansowych, w tym zgodnie ze standardami GRI.

Po drugie, w badaniach przyjęto, że wywieranie wrażenia następuje poprzez zwiększenie ujawnień na temat CSR. W niektórych badaniach oceniano wywieranie wrażenia poprzez jakościową analizę opisowych informacji zawartych w raportach niefinansowych (Ben-Amer i in., 2021). Przeprowadzenie

kolejnych badań na podstawie takich analiz dałoby pełniejszy obraz polityki wywierania wrażenia na interesariuszach przez polskie spółki publiczne.

Literatura

- Abdi, Y., Li, X. i Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the Impact of Sustainability (ESG) Disclosure on Firm Value and Financial Performance (FP) in Airline Industry: The Moderating Role of Size and Age. *Environment, Development and Sustainability*, (24), 5052-5079.
- Alareeni, B. i Hamden, A. (2020). ESG Impact on Performance of US S&P 500 Listed Firms. *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428.
- Ameer, R. i Othman, R. (2012). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61-79.
- Amosh, H. i Khatib, S. (2022). Ownership Structure and Environmental, Social and Governance Performance Disclosure: The Moderating Role of the Board Independence. *Journal of Business and Socioeconomic Development*, 2(1), 49-66.
- Andrikopoulos, A. i Krikilani, N. (2013). Environmental Disclosure and Financial Characteristics of the Firm: The Case of Denmark. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(1), 55-64.
- Bebbington, J., Larrinaga, C. i Moneva, J. (2008). Corporate Social Reporting and Reputation Risk Management. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 337-361.
- Bhattacharya, S. (1980). Nondissipative Signalling Structures and Dividend Policy. *Quarterly Journal of Economics*, 95(1), 1-24.
- Ben-Amer, W., Bujaki, M., McConomy, B. i McIlkenny, P. (2021). Disclosure Transparency and Impression Management: A Textual Analysis of Board Gender Diversity Disclosure in Canada. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1-19.
- Bilyay-Erdogan, S. i Öztürk, B. (2023). The Role of Environmental, Social, Governance (ESG) Practices and Ownership on Firm Performance in Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade* (w druku).
- Brammer, S. i Pavelin, S. (2006). Voluntary Environmental Disclosures by Large UK Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(7-8), 1168-1188.
- Brown, N. i Deegan, C. (1998). The Public Disclosure of Environmental Performance Information – A Dual Test Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory. *Accounting and Business Research*, 29(1), 21-41.
- Cerin, P. (2002). Communication in Corporate Environmental Reports. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9(1), 46-55.
- Crespí-Cladera, R. i Gispert, C. (2003). Total Board Compensation, Governance and Performance of Spanish Listed Companies. *Labour*, 17(1), 103-126.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The Legitimizing Effect of Social and Environmental Disclosure – A Theoretical Foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Dhandhanian, A. i O'Higgins, E. (2022). Can "Sin Industries" Prove Their Legitimacy Through CSR Reporting? A Study of UK Tobacco and Gambling Companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(4), 1009-1034.
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C. i Sparrer, C. (2020). ESG controversies and Controversial ESG: About Silent Saints And Small Sinners. *Journal of Asset Management*, 21(5), 393-412.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy. Pobrano z <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>
- Fabrizio, K. i Kim, E. (2019). Reluctant Disclosure and Transparency: Evidence from Environmental Disclosures. *Organization Science*, 30(6), 1207-1231.
- Gamerschlag, R., Möller, K. i Verbeeten, F. (2011). Determinants of Voluntary CSR Disclosure: Empirical Evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2), 233-262.
- Gao, Y. (2011). CSR in an Emerging Country: A Content Analysis of CSR Reports of Listed Companies. *Baltic Journal of Management*, 6(2), 263-291.
- García-Sánchez, I., Suárez-Fernández, O. i Martínez-Ferrero, J. (2019). Female Directors and Impression Management in Sustainability Reporting. *International Business Review*, (28), 359-374.
- Gutiérrez-Ponce, H. (2023). Sustainability as a Strategy Base in Spanish Firms: Sustainability Reports and Performance on the Sustainable Development Goals. *Sustainable Development* (w druku).
- Hassan, O. i Romilly, P. (2018). Relations between Corporate Economic Performance, Environmental Disclosure and Greenhouse Effect Emissions: New Insights. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 893-909.
- Himmelberg, Ch., Hubbard, R. i Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, (53), 353-384.
- Jackson, G., Bartosch, J., Aветisyan, E., Kinderman, D. i Knudsen, J. (2019). Mandatory Non-Financial Disclosure and Its Influence on CSR: An International Comparison. *Journal of Business Ethics*, (162), 323-342.

- Jouber, H. (2021). Is the Effect of Board Diversity on CSR Diverse? New Insights from One-Tier vs Two-Tier Corporate Board Models. *Corporate Governance*, 21(1), 23-61.
- Kinderman, D. (2019). The Challenges of Upwards Regulatory Harmonization: The Case of Sustainability Reporting in the UE. *Regulation & Governance*, 14(4), 674-697.
- Lasfer, M. (2006). The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure. *Journal of Business and Accounting*, 33(7-8), 1006-1033.
- Legendre, S. i Coderre, F. (2013). Determinants of GRI G3 Application Levels: the Case of the Fortune Global 500. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 182-192.
- Lingnau, V., Fuchs, F. i Beham, F. (2022). The Link Between Corporate Sustainability and Willingness to Investment: New Evidence from the Field of Ethical Investments. *Journal of Management Control*, 33, 335-369.
- Lozano, R. i Huisingh, D. (2011). Intra-linking Issues and Dimensions in Sustainability Reporting. *Journal of Cleaner Production*, (19), 99-107.
- Lu, Y. i Abeysekera, I. (2014). Stakeholders' Power, Corporate Characteristics, and Social and Environmental Disclosure: Evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, (64), 426-436.
- Marimon, F., Alonso-Almeida, M., Rodriguez, M. i Cortes, C. (2012). The Worldwide Diffusion of the Global Reporting Initiative: What is the Point. *Journal of Cleaner Production*, (35), 132-144.
- Martinez-Ferrero, J., Villaron-Peramato, O. i Garcia-Sanchez, I. (2017). Can Investors Identify Managerial Discretion in Corporate Social Responsibility Practices? The Moderate Role of Investor Protection. *Australian Accounting Review*, 27(1), 4-16.
- Merkel-Davies, D., Brennan, N. i McLeay, S. (2011). Impression Management and Retrospective Sense-Making in Corporate Narratives: A Social Psychology Perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315-344.
- Moneva, J. i Cuellar, B. (2009). The Value Relevance of Financial and Non-financial Environmental Reporting. *Environmental and Resource Economics*, 44(3), 441-456.
- Ntim, C. i Soobaroyen, T. (2013). Black Economic Empowerment Disclosures by South African Listed Corporations: The Influence of Ownership and Board Characteristics. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 121-138.
- Refinitiv. (b.d.). *Refinitiv® ESG Scores*. Pobrano 9 lipca 2023 z https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/esg-scores-fact-sheet.pdf
- Rosati, F. i Faria, L. (2019). Business Contribution to the Sustainable Development Agenda: Organizational Factors Related to Early Adoption of SDG Reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 588-597.
- Rubik, J. (2018). Raportowanie niefinansowe spółek Respect Index po zmianach. *Studia Ekonomiczne*, (369), 209-220.
- Sial, M., Zheng, C., Khuong, N., Khan, T. i Usman, M. (2018). Does Firm Performance Influence Corporate Social Responsibility Reporting of Chinese Listed Companies? *Sustainability*, 10(7).
- Spence, M. (1973). Job Market Signalling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stolowy, H. i Paugam, L. (2018). The Expansion of Non-Financial Reporting: An Exploratory Study. *Accounting and Business Research*, 48(5), 525-548.
- Tagesson, T., Blank, V., Broberg, P. i Collin, S. (2009). What Explains the Extent and Content of Social and Environmental Disclosures on Corporate Websites: A Study of Social and Environmental Reporting in Swedish Listed Corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16(6), 352-364.
- Whelan, T., Atz, U. i Clark, C. (2021). *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*. NYU STERN Center for Sustainable Business.
- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2020). Raportowanie niefinansowe banków z perspektywy społecznie odpowiedzialnej – przykłady z WIG-ESG. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, (108), 207-228.
- Yuthas, K., Rogeres, R. i Dillard, J. (2002). Communicative Action and Corporate Annual Reports. *Journal of Business Ethics*, 41(1), 141-157.
- Yu, E., Guo, C. i Luu, B. (2018). Environmental, Social and Governance Transparency and Firm Value. *Business Strategy and Environment*, 27(7), 987-1004.

Determinants of ESG Performance: Evidence from Polish Listed Companies

Abstract: ESG performance has become a key element of companies' strategies in recent years. The number of studies devoted to this problem is also growing. This article follows this trend. Its purpose is to examine the relationship between the ESG performance of Polish listed companies from the WIG20, mWIG40 and sWIG80 indices and their ownership structures, financial performance, and selected characteristics. The regression analysis of the collected data allowed us to conclude that the company size of the ownership of foreign shareholders has a positive impact on the ESG performance measured by the ESG Score-Refinitiv coefficient.

Keywords: ESG, nonfinancial reporting, ESG performance, signalling theory, legitimacy theory.