

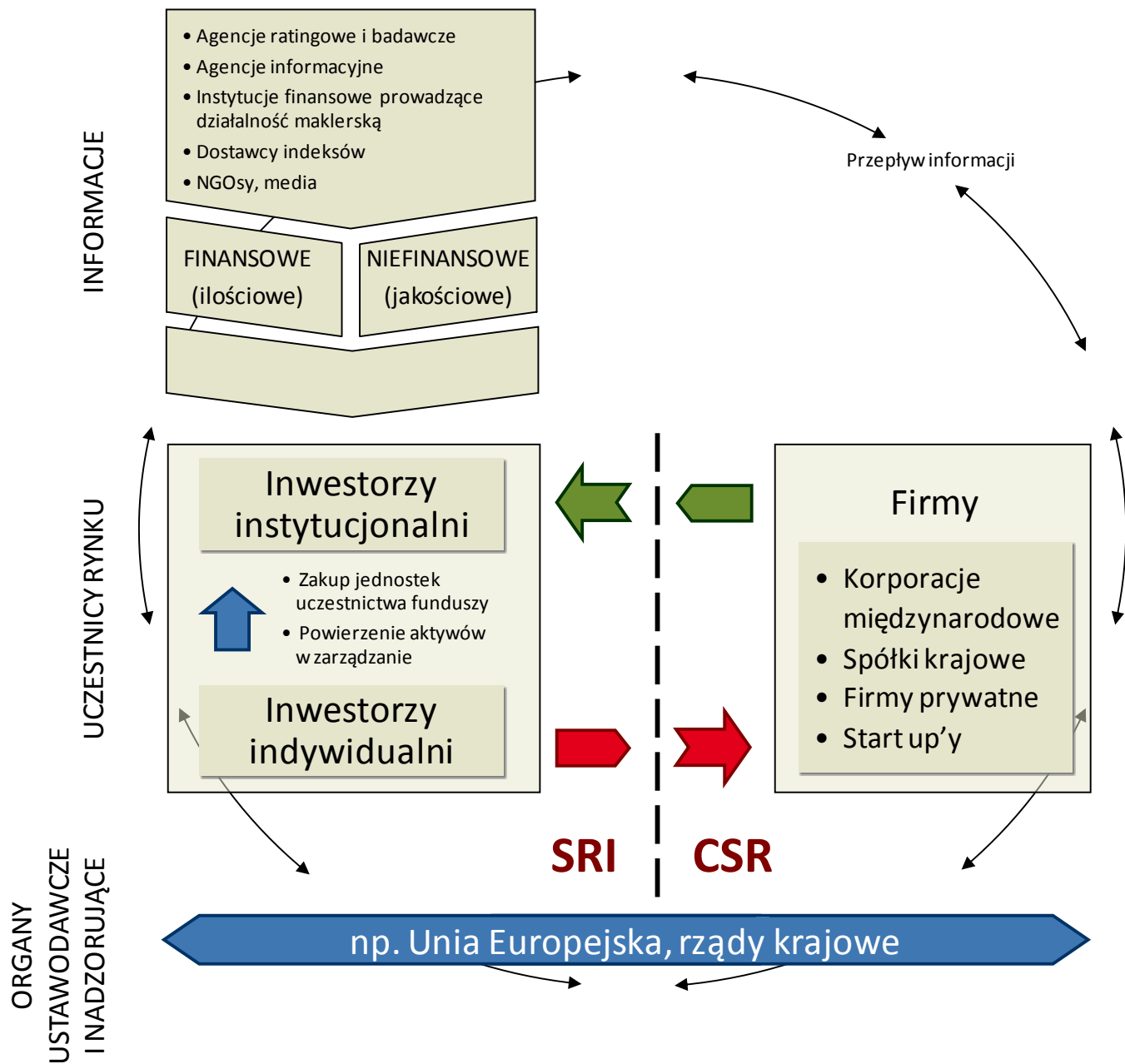
*Czy raportowanie danych pozafinansowych
może być elementem przewagi konkurencyjnej
spółki na rynku kapitałowym?*

Warszawa, 14 listopada 2012 r.

Piotr Kaźmierkiewicz, CDM Pekao SA



Centralny Dom Maklerski
PEKAO SA



“Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.”

- John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*

Dla kogo dane ESG?

Perspektywa	Horyzont	Cel	Znaczenie giełdowej wyceny spółki	Rodzaj tworzonej więzi ze spółką	Znaczenie aspektów ESG w polityce inwestycyjnej
inwestora indywidualnego	przeważnie krótki	maksymalizacja zysku przy danym poziomie ryzyka inwestycji	kluczowe, w wielu przypadkach jedyny analizowany czynnik	bardzo nietrwała poprzez stosunkowo łatwy sposób wyjścia z inwestycji	niewielkie ze względu na krótki horyzont inwestycji
inwestora instytucjonalnego	preferowany: długi, lecz zazwyczaj (ze względu na wymagania klientów) ogranicza się do średniego	nastawienie na zwiększanie wartości w określonym horyzoncie czasu, przy ograniczonym poziomie ryzyka	istotne, ale nie najważniejsze; główny nacisk kładziony jest na zdolność spółki do kreowania przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy	silna, głównie ze względu na poziom zaangażowania kapitałowego i częsty brak możliwości natychmiastowego wycofania z inwestycji; sporadyczne zaangażowanie w funkcjonowanie spółki	umiarkowane; brak nacisku ze strony klientów; trudność kwantyfikacji ich wpływu na wartość spółki
właściciela	przeważnie długi	powiększanie wartości przedsiębiorstwa i/lub uzyskiwanie rosnących przepływów dywidendowych	umiarkowane, głównie w przypadku sprzedaży udziałów w spółce	bardzo silna przejawiająca się dużym zaangażowaniem w funkcjonowanie spółki	dostrzeganie znaczenia aspektów ESG w procesie budowania wartości przedsiębiorstwa oraz ograniczania ryzyk jego funkcjonowania
zarządzającego spółką	preferowany: stabilny akcjonariat; niestety rozliczanie z wyników znacznie skraca tą perspektywę	preferowany: realizacja projektów o dodatnim NPV; często jednak pod naciskiem akcjonariusza większościowego: maksymalizacja wyniku finansowego netto	istotne dla kosztu pozyskania kapitału (zarówno w drodze emisji akcji lub obligacji, czy w postaci kredytu bankowego), ale także z punktu widzenia wysokości premii menedżerskich	silna, lecz ograniczona stosunkiem pracy; konflikt interesów na linii menedżer - właściciele	szczególne uwzględnianie aspektów o dodatnim wpływie na wynik finansowy

„Potrzeba wiele filozofii, aby zauważyć fakty, które codziennie widzimy.” - Jean-Jacques Rousseau

Teza:

CSR to koszt



Spółki raportujące dane ESG powinny cechować się gorszymi relacjami parametrów rynkowych (wyrażonych np. za pomocą stopy zwrotu i jej wahań)

- 1) Spółki powinny zaprzestać raportowania danych pozafinansowych
- 2) Inwestorzy powinni unikać spółek raportujących dane z obszarów ESG

Wnioski:

CSR to korzyść



Spółki raportujące dane ESG powinny cechować się lepszymi relacjami parametrów rynkowych (wyrażonych np. za pomocą stopy zwrotu i jej wahań)

- 1) Raportowanie danych pozafinansowych leży w interesie spółki
- 2) Inwestorzy powinni preferować spółki raportujące dane z obszarów ESG

Rozwiązanie:

Cel badania i postawione pytania



dane ESG a wyniki

- Czy występuje istotna **zależności pomiędzy danymi finansowymi i pozafinansowymi** wśród spółek notowanych na GPW i rynku NewConnect?
- *Teza: stosowanie kryteriów pozafinansowych w selekcji spółek może być źródłem istotnych przewag w procesie szacowania relacji ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji*



dane ESG a rynek

- Czy możliwe jest stwierdzenie istotnej statystycznie pozytywnej **relacji pomiędzy poziomem raportowania i postrzeganiem spółki** przez inwestorów?
- *Teza: występowanie takiego zjawiska powinno znaleźć pozytywne odzwierciedlenie w procesie szacowania kosztu pozyskania kapitału, niezbędnego do funkcjonowania przedsiębiorstwa*

Spółki poddane badaniu

831 *wszystkie spółki (GPW i NC)*

434 *spółki notowane na GPW*

284 *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.*

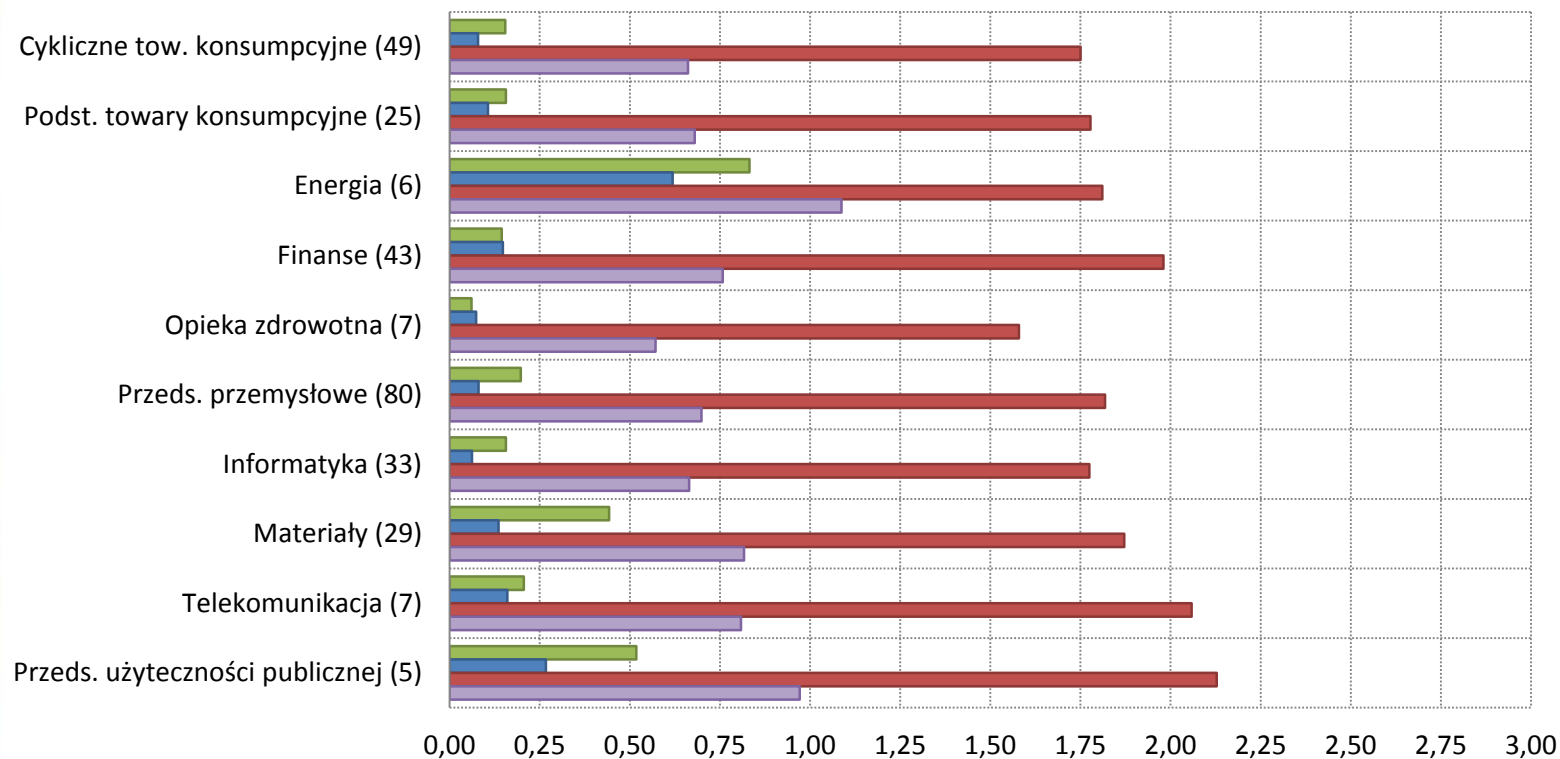
254 *Po wykluczeniu 5 proc. obserwacji odstających (spółki o najniższych i najwyższych wartościach rentowności kapitałów własnych)*

Miary i wskaźniki poddane analizie

- Średnia miesięczna stopa zwrotu
 - Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu
-
- **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,
 - **Stopę zwrotu z kapitałów własnych** (ang. *Return on Common Equity, ROE*) – obliczaną jako wynik netto z danego roku podzielony przez poziom kapitałów własnych spółki.

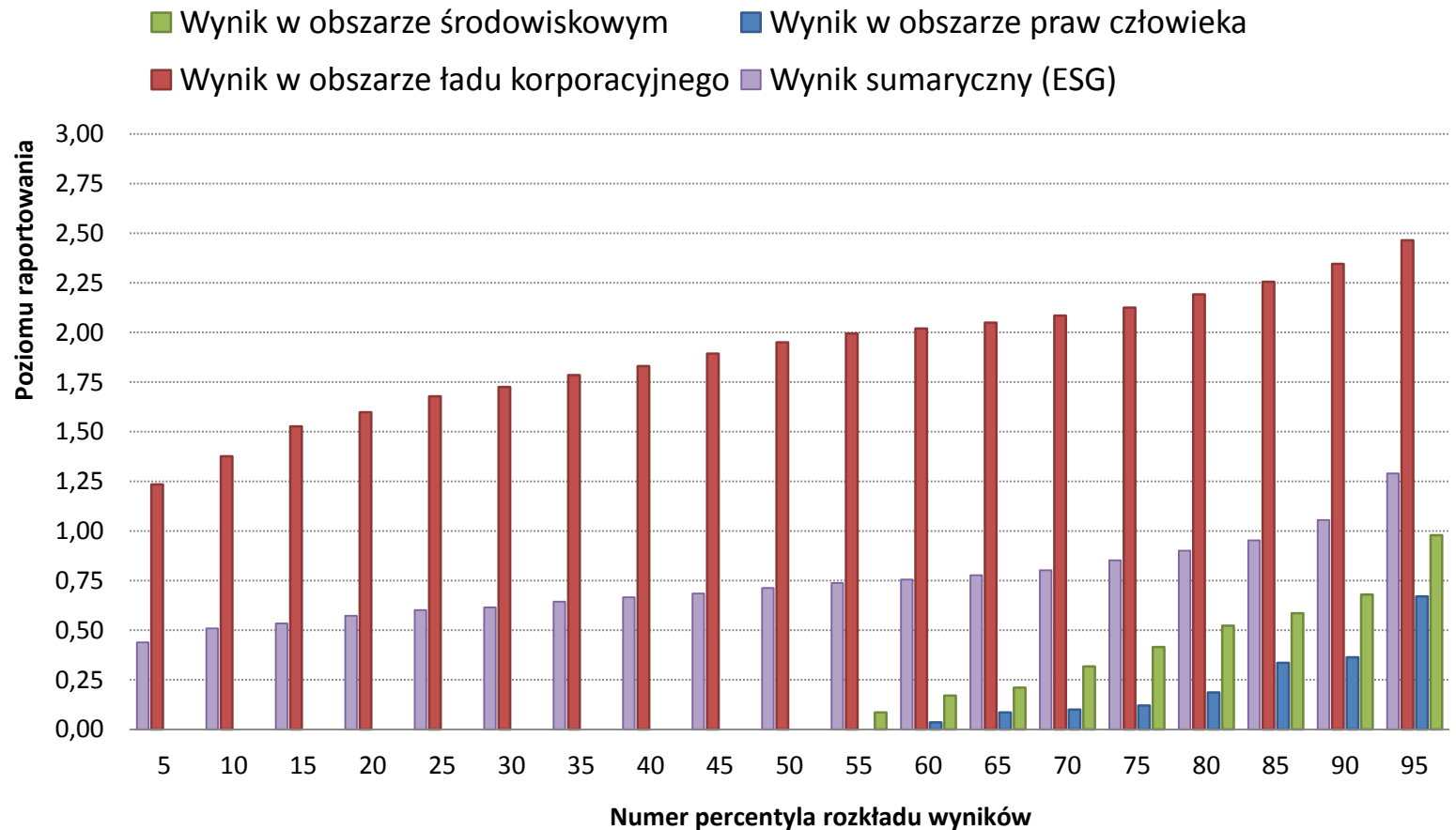
Poziom raportowania na GPW w poszczególnych sektorach MSCI

■ Wynik w obszarze środowiskowym ■ Wynik w obszarze praw człowieka
■ Wynik w obszarze ładu korporacyjnego ■ Wynik sumaryczny (ESG)



Źródło: GES, obliczenia własne (skala: 0-3 pkt.; w nawiasach liczba spółek)

Rozkład poziomu raportowania w poszczególnych obszarach



Źródło: GES, obliczenia własne (skala: 0-3 pkt.)

Poziom raportowania, a wyniki inwestycyjne

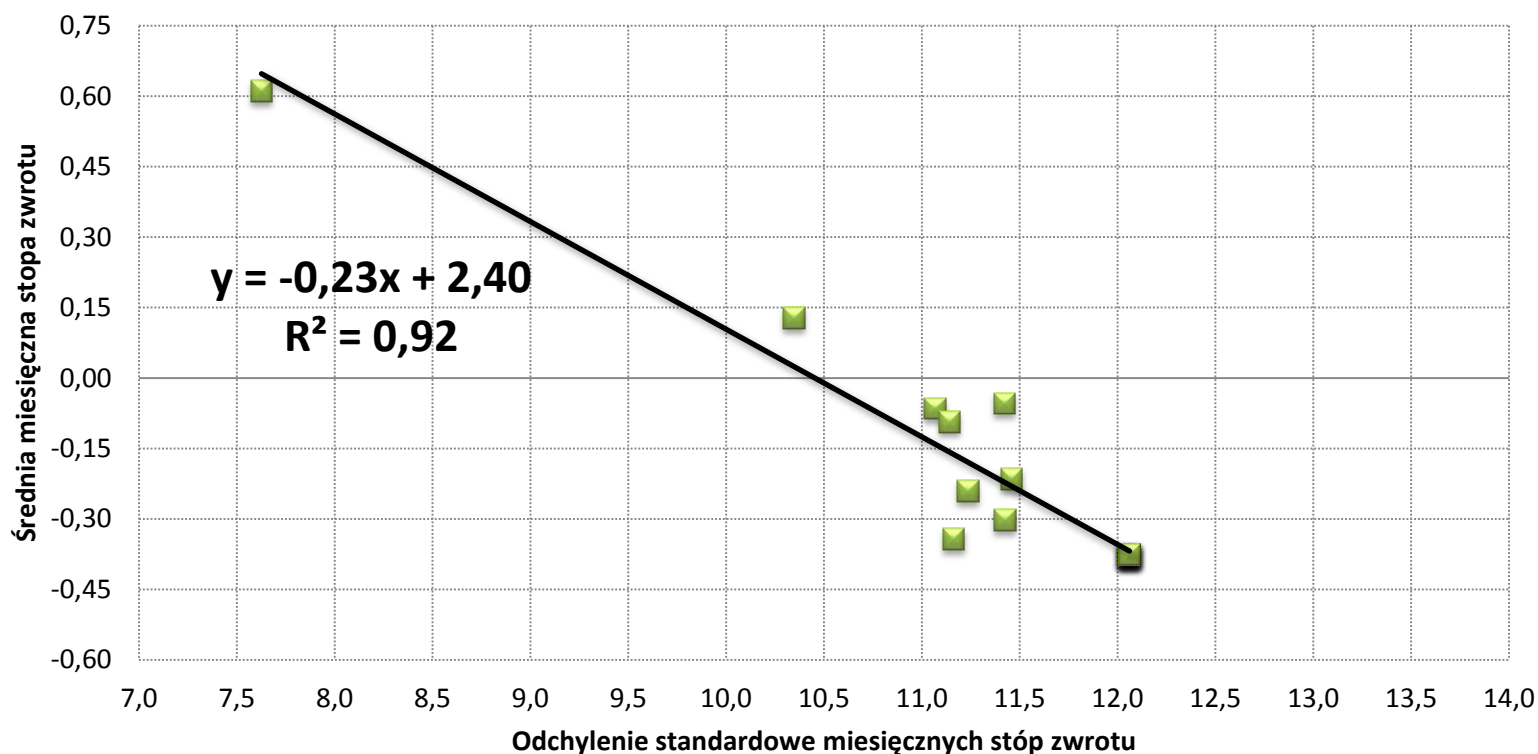
	Percentyle rozkładu czynników z obszaru środowiskowego			Percentyle rozkładu czynników z obszaru praw człowieka			Percentyle rozkładu czynników z obszaru ład korporacyjny			Percentyle rozkładu - wynik sumaryczny (ESG)		
	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu		Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu		Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu		Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu	
górne 5 proc. wyników	0,98	0,61	7,63	0,67	0,34	9,22	2,47	0,31	8,13	1,29	0,47	8,09
górne 10 proc. wyników	0,68	0,13	10,35	0,36	0,01	8,98	2,35	-0,07	9,25	1,05	-0,19	9,86
górne 15 proc. wyników	0,59	-0,22	11,46	0,34	-0,14	9,58	2,26	-0,31	9,84	0,95	-0,15	10,01
górne 20 proc. wyników	0,52	-0,30	11,43	0,19	-0,10	9,81	2,19	-0,32	10,94	0,90	-0,28	10,22
trzeci kwartyl	0,42	-0,34	11,16	0,12	-0,42	10,09	2,13	-0,25	11,44	0,85	-0,28	10,51
górne 30 proc. wyników	0,32	-0,24	11,24	0,10	-0,31	10,33	2,09	-0,27	11,44	0,80	-0,11	10,48
górne 35 proc. wyników	0,21	-0,07	11,07	0,09	-0,16	11,09	2,05	-0,32	11,23	0,78	-0,20	10,46
górne 40 proc. wyników	0,17	-0,09	11,14	0,04	-0,22	10,99	2,02	-0,28	11,72	0,75	-0,13	10,54
górne 45 proc. wyników	0,09	-0,05	11,42	0,00	-0,38	12,06	2,00	-0,39	11,61	0,74	-0,08	11,28
mediana	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,95	-0,36	11,73	0,71	-0,16	11,51
górne 55 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,89	-0,34	11,71	0,68	-0,19	11,54
górne 60 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,83	-0,33	11,77	0,67	-0,29	11,52
górne 65 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,79	-0,36	11,93	0,64	-0,26	11,70
górne 70 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,73	-0,32	11,87	0,61	-0,28	11,65
pierwszy kwartyl	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,68	-0,27	11,86	0,60	-0,34	11,84
górne 80 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,60	-0,30	12,05	0,57	-0,32	11,80
górne 85 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,53	-0,34	11,99	0,53	-0,29	11,90
górne 90 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,38	-0,31	11,92	0,51	-0,31	11,95
górne 95 proc. wyników	0,00	-0,38	12,06	0,00	-0,38	12,06	1,23	-0,33	12,00	0,44	-0,33	11,99

Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne (dane miesięczne, trzyletni horyzont inwestycyjny)

Mapa „Ryzyko-Zysk” – obszar środowiskowy

■ Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru środowiskowego

— Liniowy (Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru środowiskowego)

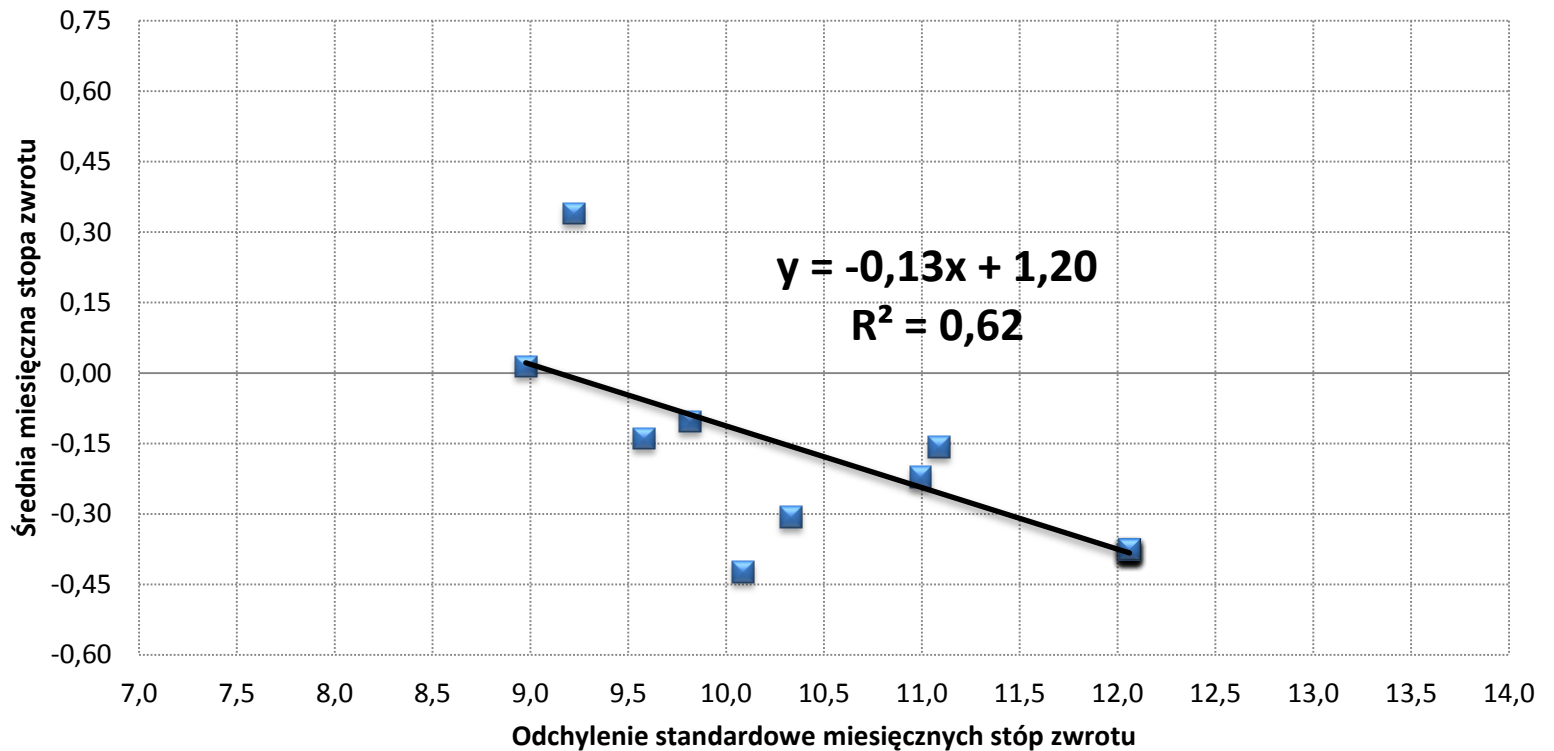


Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne

Mapa „Ryzyko-Zysk” – prawa człowieka

■ Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru praw człowieka

— Liniowy (Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru praw człowieka)

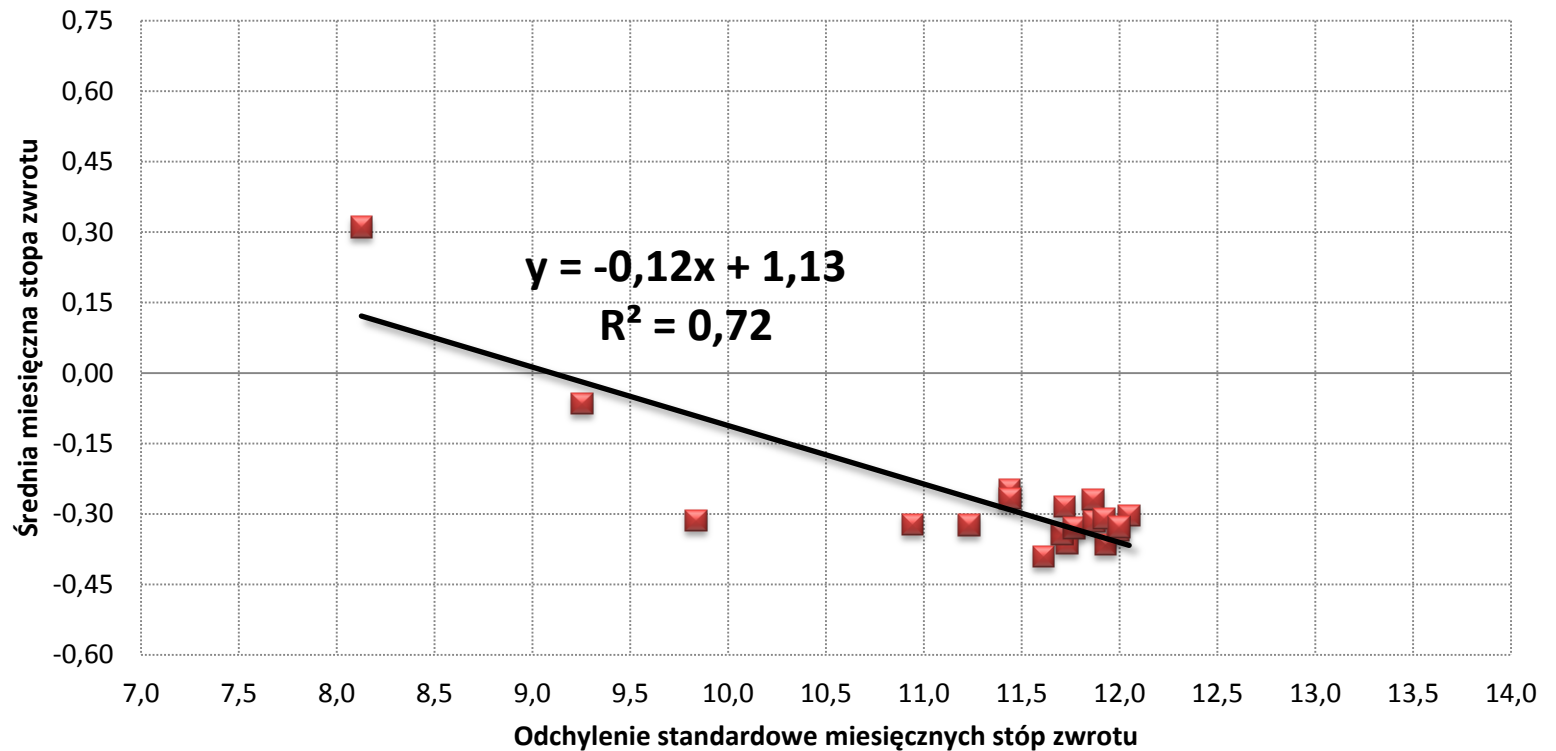


Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne

Mapa „Ryzyko-Zysk” – ład korporacyjny

■ Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru ład korporacyjny

— Liniowy (Poszczególne percentyle rozkładu wyników z obszaru ład korporacyjny)

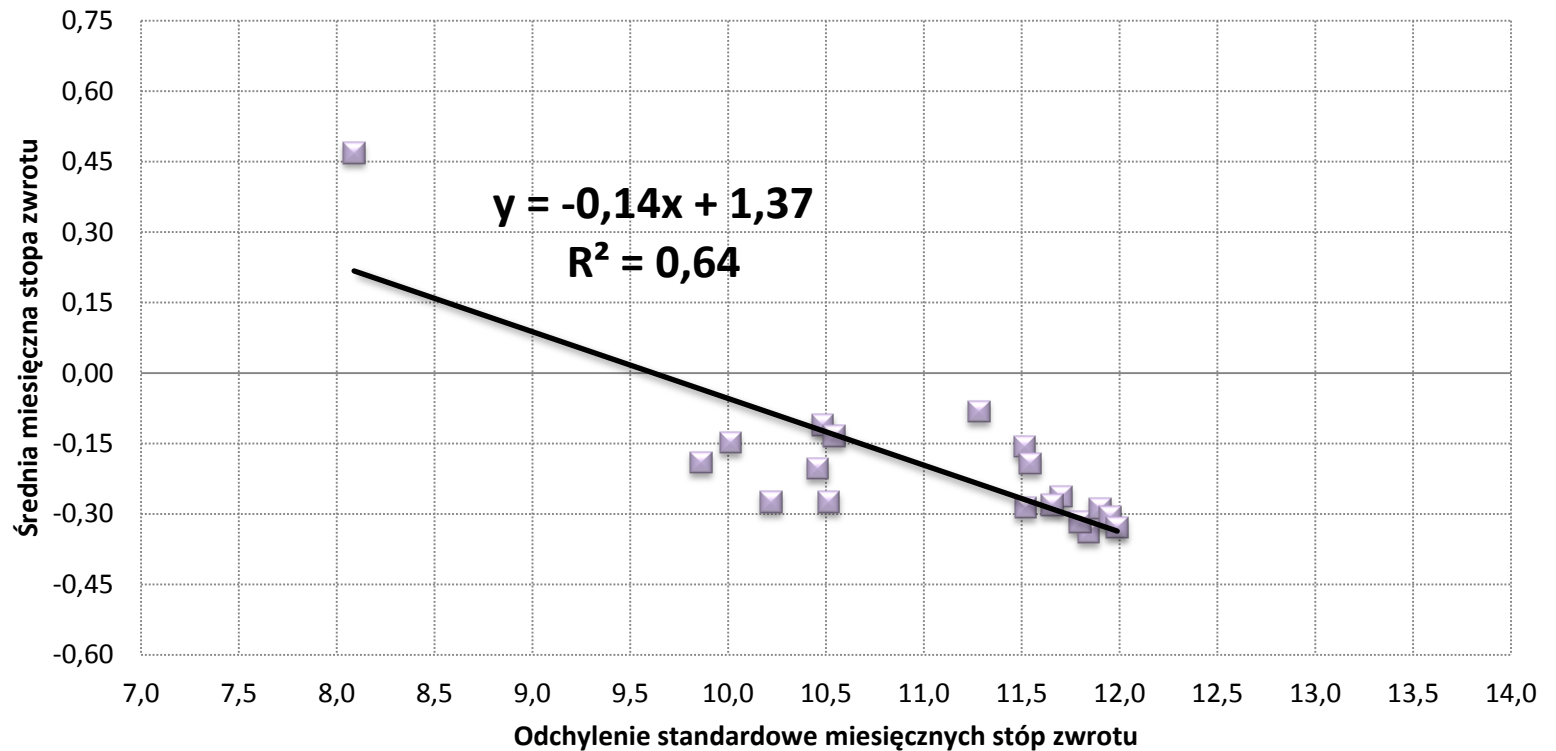


Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne

Mapa „Ryzyko-Zysk” – wynik razem ESG

■ Poszczególne percentyle rozkładu wyników sumarycznych (ESG)

— Liniowy (Poszczególne percentyle rozkładu wyników sumarycznych (ESG))



Źródło: GES, GPW, KDPW, obliczenia własne

Korelacje wskaźników finansowych i rynkowych z poziomem raportowania

	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. konsumpc. (49)	0,17	0,24	0,38	-0,06	0,17	0,24	0,14	0,04	-0,03	0,02	-0,03	-0,20	0,13	0,21	0,22	-0,14
Podst. towary konsump. (25)	0,31	0,36	0,03	-0,35	0,21	0,39	0,12	-0,33	-0,05	0,15	0,08	-0,24	0,14	0,35	0,10	-0,40
Energia (6)	0,92	0,98	0,61	-0,85	0,83	0,95	0,48	-0,83	0,41	0,50	0,26	-0,26	0,86	0,95	0,54	-0,79
Finanse (43)	0,06	0,03	-0,21	-0,25	0,14	0,06	-0,05	-0,29	0,12	0,12	0,23	-0,22	0,13	0,08	-0,02	-0,30
Opieka zdrowotna (7)	0,30	0,28	-0,20	-0,24	-0,22	-0,25	-0,46	-0,49	-0,06	-0,58	-0,12	0,00	-0,05	-0,55	-0,27	-0,17
Przeds. przemysłowe (80)	0,16	0,14	-0,21	0,04	0,29	0,14	-0,08	-0,03	0,08	-0,03	-0,06	-0,08	0,19	0,07	-0,14	-0,04
Informatyka (33)	0,03	0,05	0,10	0,09	-0,01	0,00	-0,12	-0,26	-0,12	-0,05	0,21	0,19	-0,06	-0,01	0,16	0,08
Materiały (29)	0,29	0,32	0,25	-0,38	0,30	0,34	0,30	-0,38	0,09	0,09	0,07	-0,26	0,26	0,28	0,23	-0,39
Telekomunikacja (7)	0,24	0,21	0,29	-0,43	0,27	0,24	0,33	-0,48	0,40	0,34	0,61	-0,51	0,35	0,30	0,48	-0,54
Przeds. użyteczności publ. (5)	0,70	0,75	0,52	-0,84	0,32	0,56	0,43	-0,78	-0,21	0,07	0,20	-0,26	0,51	0,69	0,53	-0,87

Źródło: GES, GPW, KDPW, Notoria, obliczenia własne

Macierz raportowania danych ESG (3x3)

Środowisko i prawa człowieka	wysoki	<i>Umiarkowana zmienność i umiarkowane stopy zwrotu</i>	<i>Umiarkowana zmienność i wysokie stopy zwrotu</i>	<i>Niska zmienność i wysokie stopy zwrotu</i>
	średni	<i>Wysoka zmienność i umiarkowane stopy zwrotu</i>	<i>Umiarkowana zmienność i umiarkowane stopy zwrotu</i>	<i>Umiarkowana zmienność i wysokie stopy zwrotu</i>
	niski	<i>Wysoka zmienność i niskie stopy zwrotu</i>	<i>Wysoka zmienność i umiarkowane stopy zwrotu</i>	<i>Umiarkowana zmienność i umiarkowane stopy zwrotu</i>
		niski	średni	wysoki

Ład korporacyjny

Pytania o najsilniejszych korelacjach

Wysoka dodatnią korelacją z rentownością kapitałów własnych:

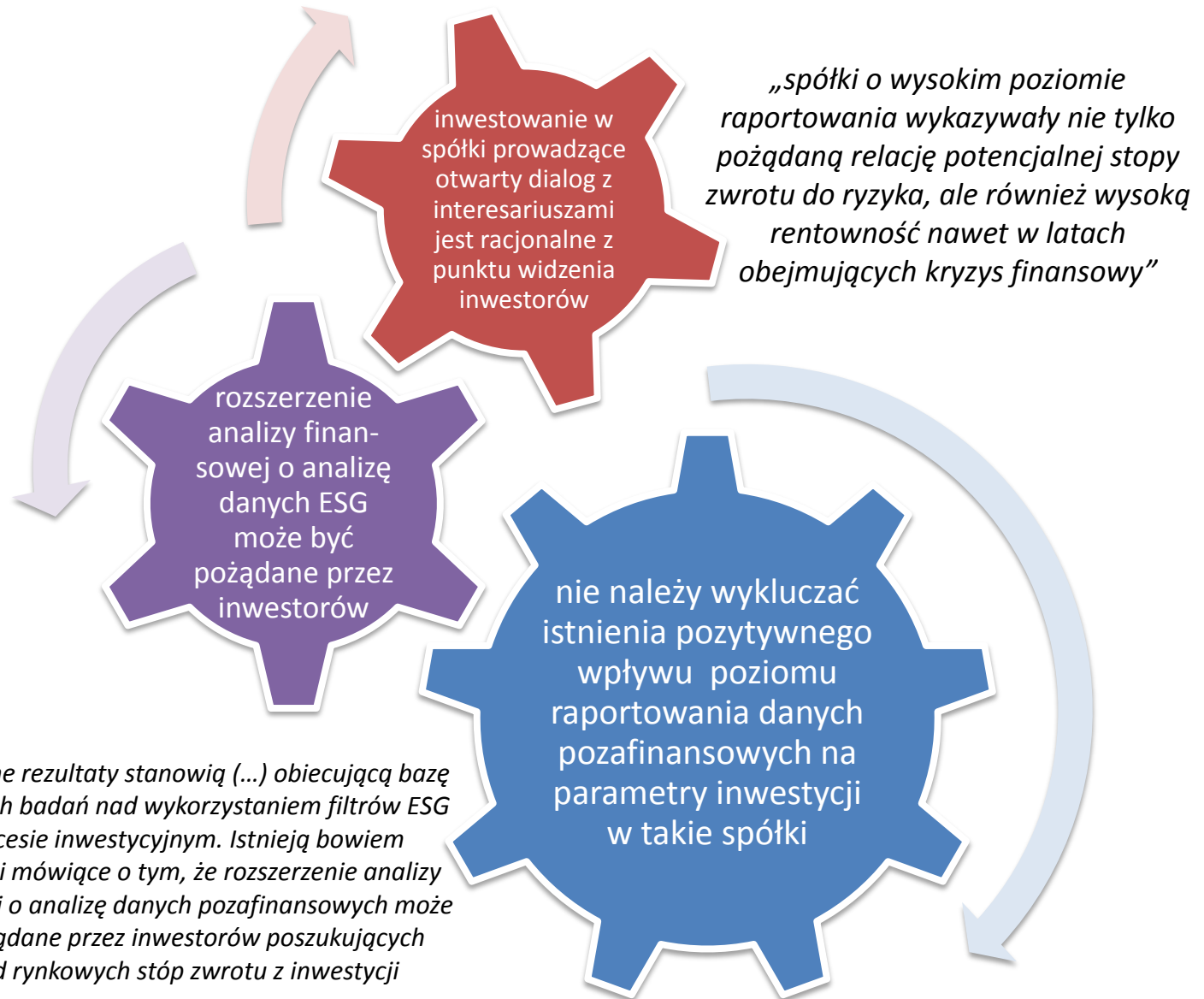
- **Jaki jest zakres i jakość informacji środowiskowych prezentowanych przez firmę? (5)**
- Czy firma opisuje strukturę organizacyjną i procedury środowiskowe? (4)
- **Powołanie komisji ds. wynagrodzeń, jej skład i niezależność przewodniczącego (3)**
- W jakim zakresie firma prezentuje politykę środowiskową i jej cele? (3)
- W jakim stopniu firma ujawnia informacje o polityce i systemie zarządzania firmy odnośnie BHP? (3)
- Stopień wdrożenia systemu zarządzania środowiskowego (3)
- Jaki jest stopień niezależności członków Rady Nadzorczej? (3)
- Jakie informacje na temat wynagrodzenia firm audytorskich ujawnia firma? (3)

Silne ujemne korelacje z odchyleniem standardowym stóp zwrotu:

- **Powołanie komisji ds. wynagrodzeń, jej skład i niezależność przewodniczącego (6)**
- Powołanie komitetu audytu, jego skład i niezależność przewodniczącego (3)
- Czy firma informuje o inicjatywach zaangażowania społecznego? (3)
- **Jaki jest zakres i jakość informacji środowiskowych prezentowanych przez firmę? (3)**

* w nawiasach liczba sektorów w których wystąpiło dane pytanie

Otrzymane wnioski



Dziękuję za uwagę

piotr.kazmierkiewicz@cdmpekao.com.pl

zapraszam na

www.cdmpekao.com.pl