



UDZIAŁ KOBIET WE WŁADZACH A EFEKTYWNOŚĆ SPÓŁEK

POSZUKIWANIE KRYTERIÓW
INWESTYCYJNYCH Z OBSZARU ESG NA
PODSTAWIE ANALIZY POLSKICH
SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

AUTORKI:

MILENA OLSZEWSKA-MISZURIS
DR ANNA GOLEC
ALEKSANDRA WŁODARCZYK
DR IWETA OPOLSKA

STYCZEŃ 2021

PARTNERZY:



SPIS TREŚCI

00

01

02

03

04

05

06

07

08

09



00 PODZIĘKOWANIA

Niniejszy raport nie powstałby bez zaangażowania dużo szerszego grona osób niż autorki. Podziękowania kierujemy do Zarządu CFA Society Poland za wszelkie uwagi, również te krytyczne, które pomogły nadać raportowi ostateczny kształt. Szczególne słowa wdzięczności należą się także dr hab. Annie Zamojskiej, prof. UG, za wsparcie merytoryczne oraz pracownikom CFA Society Poland i członkiniom Komitetu Diversity CFA Society Poland, do którego należą również autorki, za wsparcie w pozyskiwaniu i analizie danych. Osoby, które współtworzyły raport (w kolejności alfabetycznej) to: Joanna Ałasa, CFA, Doradca Inwestycyjny, Beata Boruszewska, Robert Darvill, Ludmiła Falak-Cyniak, CFA, PRM, Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych, Monika Grabek, Jakub Jański, Małgorzata Kloka, CFA, Joanna Kwiatkowska, CFA, Doradca Inwestycyjny, Marika Lach, CFA, Doradca Inwestycyjny, Makler, Wiktor Miszuris, Ewelina Nurczyk, Kinga Regulaska-Hofses, CFA, Izabela Sajdak, CFA, Doradca Inwestycyjny, Anett Szentesi, CFA, Doradca Inwestycyjny, Beata Szparaga-Waśniewska, CFA, Doradca Inwestycyjny, Małgorzata Żelazko, CFA.

Autorki:



Milena Olszewska-Miszuris
CFA, ACCA, FSA
Credential-holder



Anna Golec
Dr, CFA



Aleksandra Włodarczyk
CFA, Doradca Inwestycyjny,
Makler Papierów
Wartościowych



Iweta Opolska
Dr, CFA



01

**UDZIAŁ KOBIET WE
WŁADZACH JAKO
KRYTERIUM
INWESTYCYJNE**



**CFA Society
Poland**

01 UDZIAŁ KOBIET WE WŁADZACH JAKO KRYTERIUM INWESTYCYJNE

„Tradycyjnie patrzyliśmy na świat inwestycji przez pryzmat dwóch wymiarów zwrotu i ryzyka. Kryteria ESG (skrót od angielskiego environmental, social, governance) dodają trzeci wymiar inwestowaniu” – uważa Margaret Franklin, CFA, 35-ty Prezes CFA Institute i pierwsza kobieta na tym prestiżowym stanowisku. Wraz z rosnącą popularnością włączania kryteriów niefinansowych do decyzji inwestycyjnych na znaczeniu zyskują proste do obliczenia wskaźniki, które przedstawiciele instytucji finansowych mogą stosować w praktyce.

Badania prowadzone przez międzynarodowe firmy doradcze¹ na spółkach z całego świata wskazują na dodatnią korelację między większą różnorodnością we władzach spółek (w szczególności wyższym udziałem kobiet) a ich lepszymi wynikami finansowym i niższym ryzykiem. Sugerują one, że kwestia udziału kobiet i większa różnorodność we władzach spółek może być korzystna dla szerokiego grona interesariuszy spółek, w tym dostawców kapitału. **Najnowsze badanie przeprowadzone na 140 największych polskich spółkach giełdowych wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 pokazało, iż w okresie 2010-2019 kobiety pozostawały mniejszością we władzach tych firm. Ich udział rzadko przekraczał próg 30%**, opisany w literaturze naukowej² jako dający mniejszości wpływ na podejmowane decyzje.

W 140 największych polskich spółkach giełdowych w skład zarządu i rady nadzorczej wchodziło przeciętnie około jedenaście osób na koniec 2019 roku. Tylko od jednej do dwóch osób było przedstawicielkami płci żeńskiej. Udział kobiet w tych spółkach co prawda zwiększał się na

przestrzeni ostatniej dekady, ale odbywało się to powoli – z 10,0% w 2010 roku do 13,8% w 2019. Liczba firm bez kobiet w zarządach i radach nadzorczych malała w badanej grupie, a postęp w tym aspekcie był bardziej widoczny. W przeciągu dziesięciu lat udział spółek bez obsady żeńskiej, a więc z brakiem zróżnicowania ze względu na płeć w organach władzy, spadł z 38% do 27%.

Analiza mediany odsetka kobiet we władzach, ukazała niewielki udział a często i zupełny brak kobiet w zarządach i radach nadzorczych przez znaczną część badanego okresu. W szczególności tendencje te widoczne są w spółkach z indeksów mWIG40 i sWIG80. Najlepiej pod kątem różnorodności wypadły największe spółki z indeksu WIG20, a najsłabiej mniejsze spółki z indeksu sWIG80. Wspólną zależnością obserwowaną we wszystkich trzech badanych indeksach była liczniejsza reprezentacja kobiet w radach nadzorczych niż zarządach. Z kolei w zastosowanym podziale sektorowym najlepiej prezentowały się spółki z sektora finansowego i energetycznego, a najsłabiej spółki detaliczne i medyczne.

Przeprowadzone badania wykazały, że grupa spółek o najwyższym udziale kobiet we władzach charakteryzowała się wyższą marżą zysku netto oraz niższą zmiennością cen akcji niż tej samej wielkości grupa spółek z najniższym udziałem kobiet we władzach. Testom statystycznym zostały poddane różnice w poziomie jedenastu wskaźników finansowych, z czego wyżej wymienione dwa okazały się istotne statystycznie zarówno w wartościach nominalnych, jak i po uwzględnieniu różnic sektorowych. Warto podkreślić, że zaobserwowany związek między udziałem kobiet a marżą zysku netto i zmiennością kursów akcji został potwierdzony na badanej próbie, pomimo, iż nawet wśród najbardziej zróżnicowanych spółek tylko garstka osiągnęła odsetek kobiet wyższy niż 30%, a żadna ze spółek nie osiągnęła poziomu 50% równości. Badania wykazały brak przewagi spółek o niezróżnicowanych władzach, do których kadra zarządzająca pozyskiwana jest tylko z połowy puli talentów i połowy populacji.

Wnioski z badań na polskim rynku kapitałowym są zbieżne ze światowymi trendami i wcześniejszymi badaniami, które pokazują, że wyższa różnorodność ze względu na płeć we władzach spółek jest kwestią biznesową. Powinna być więc przedmiotem zainteresowania zarówno akcjonariuszy, rad

nadzorczych (w szczególności komitetów nominacji i wynagrodzeń), zarządów, jak i szerszego grona niefinansowych interesariuszy. Biorąc pod uwagę dotychczasowy, powolny postęp w kwestii zwiększania różnorodności we władzach największych spółek giełdowych, można mieć nadzieję, iż niniejszy raport będzie impulsem do zmian. Zwiększenie reprezentacji kobiet we władzach, w szczególności przekroczenie krytycznego progu 30%, mogłoby odbyć się z korzyścią dla wszystkich zainteresowanych stron i zasługuje na wyższy priorytet niż obecnie.

Zależność pomiędzy poziomem udziału kobiet we władzach a efektywnością spółek oraz statystycznie istotne różnice między spółkami o zróżnicowanych i niezróżnicowanych pod względem płci władzach, mogą skłaniać do uwzględnienia takiego wskaźnika jako istotnego niefinansowego kryterium (tzw. kryterium ESG) również w Polsce. Mogłoby być wprowadzony jako kryterium inwestycyjne przez inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do inwestycji dłużnych i udziałowych oraz przez innych dostawców kapitału (m.in. banki).

W



RÓŻNORODNOŚĆ WŁADZ POD WZGLĘDEM
PŁCI POWINNA BYĆ POWSZECHNIE
UŻYWANYM KRYTERIUM INWESTYCYJNYM
Z ZAKRESU ESG."

Milena Olszewska-Miszuris



KRZYSZTOF JAJUGA, PREZES CFA SOCIETY POLAND

Globalizacja gospodarki i rynku finansowego jest procesem trwającym od blisko trzydziestu lat, a jedna z tendencji, która jest efektem tego procesu, to wzrost różnorodności. To ważne społecznie zjawisko może mieć różne oblicza: od różnorodności kulturowej, poprzez różnorodność etniczną, aż po zróżnicowanie pod względem płci. W odpowiedzi na zmiany, jakie zachodzą na rynkach finansowych oraz w poszczególnych przedsiębiorstwach coraz większą popularność zyskują badania naukowe, których celem jest analiza trendów w zakresie udziału kobiet w organach spółek oraz skutków, jakie niesie ze sobą wzrost roli kobiet w podejmowaniu decyzji biznesowych.

W imieniu CFA Society Poland mam przyjemność oddać w Państwa ręce raport pt. „Udział kobiet we władzach a efektywność spółek. Poszukiwanie kryteriów inwestycyjnych z obszaru ESG na podstawie analizy polskich spółek giełdowych”. Raport przedstawia badania dotyczące udziału kobiet w władzach 140 polskich spółek giełdowych w okresie ostatnich dziesięciu lat. Jest to kompleksowa analiza, jakiej do tej pory nie było w polskich publikacjach. Pierwsza część raportu szczegółowo opisuje tendencje w zakresie zwiększania różnorodności pod względem płci we władzach spółek wchodzących w skład

indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80. W drugiej części raportu, wzorem podobnych opracowań dotyczących rynków zagranicznych, przedstawione zostały badania dotyczące zależności między stopniem różnorodności ze względu na płeć w polskich spółkach a ich wskaźnikami finansowymi. Tym samym CFA Society Poland dołącza do licznego grona organizacji z całego świata, wspierających inicjatywy mające na celu wyrównywanie szans w rozwoju kariery zawodowej na rynkach finansowych.

Poruszając tak szeroki temat, nie sposób wyczerpać go w jednym raporcie. Opracowanie identyfikuje pewne zaobserwowane zjawiska i może stanowić punkt wyjścia do dalszej dyskusji oraz inspirację do poszukiwania odpowiedzi na kolejne pytania, np. o przyczyny i kierunki wzajemnych zależności. CFA Society Poland będzie wspierać takie inicjatywy.

Składamy wielkie podziękowania autorkom za zaangażowanie i miesiące spędzone na pracy nad raportem. Dziękujemy też wymienionym w raporcie pozostałym osobom, w tym zespołowi z CFA Society Poland, za pomoc w pracach nad dokumentem oraz wsparcie, przede wszystkim w gromadzeniu danych. Zapraszamy Czytelników do lektury raportu oraz szerokiej dyskusji, która będzie podstawą dalszych badań.



OLGA SIEDLANOWSKA-CHAŁUDA, HEAD OF PROGRAMME SECTION, UN GLOBAL COMPACT POLAND

W 2015 r. The McKinsey Global Institute opublikował badanie, z którego wynika, że gdyby udział kobiet w gospodarce światowej był równy udziałowi mężczyzn to do 2025r. roczne, światowe PKB wzrosłoby o 28 bilionów dolarów. Dla wielu regionów oznaczałoby to dwucyfrowy wzrost PKB, a jednak nadal równość w biznesie jest traktowana marginalnie. Potwierdzają to również wyniki poniższego raportu, który wskazuje, że zmiany w zakresie udziału kobiet we władzach spółek giełdowych postępują za wolno. Liczne badania udowadniają, że różnorodność na szczeblu kierowniczym przynosi nie tylko korzyść finansową, znaczącą poprawę obserwuje się również w każdym z obszarów ESG. Jednak, aby udział kobiet we władzach wpływał silnie na wyższe standardy ESG, musi on wynosić przynajmniej 30%. W niniejszym

badaniu przeprowadzonym na 140 spółkach w skład zarządu i rady nadzorczej wchodziła jedna lub dwie kobiety na jedenaście osób. To mało, gdyż „osamotniona” kobieta we władzach rzadziej zabiera głos i jest skłonna do przyjmowania męskiej perspektywy. Problem ten odnosi się do badań, gdzie wykazano pozytywny wpływ udziału kobiet na działania środowiskowe firmy, ale to zjawisko można zaobserwować jedynie, gdy w skład zarządu wchodzi przynajmniej dwie kobiety. Choć wyniki jasno wskazują, że przed nami jeszcze wiele do zrobienia, to tym bardziej istotne jest, aby tworzyć analizy, podnosić temat i dawać argumenty za tym, że potrzebna jest zmiana. Mam nadzieję, że poprzez wspólne działania dojdziemy do sytuacji, gdzie kwestie równouprawnienia będą oczywiste i argumenty nie będą w ogóle potrzebne.



Ten raport promuje równość płci



02

**PODEJŚCIE DO
ANALIZY WŁADZ
WYBRANYCH
SPÓŁEK**



**CFA Society
Poland**

02 PODEJŚCIE DO ANALIZY WŁADZ WYBRANYCH SPÓŁEK

Badanie zostało przeprowadzone na 140 spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), które na koniec 2019 roku wchodziły w skład jednego z trzech indeksów: WIG20, mWIG40 i sWIG80. Analizie podlegał okres od 2010 do 2019 roku. Dla każdej ze spółek zebrano publicznie dostępne dane dotyczące: składu zarządów i rad nadzorczych na koniec poszczególnych lat, wyników finansowych i kluczowych pozycji bilansowych oraz zmian kursów akcji. Źródłem danych były sprawozdania finansowe i prospekty emisyjne, informacje zawarte w Krajowym Rejestrze Sądowym, jak również dane zgromadzone przez firmę Bloomberg oraz publicznie dostępne informacje o kształtowaniu się cen akcji badanych spółek.

Kodeks spółek handlowych określa podział władzy w spółkach giełdowych. Akcjonariusze spółek na walnych zgromadzeniach wybierają radę nadzorczą, która w ich imieniu mianuje zarząd. Tylko nieliczne spółki notowane na GPW wprowadzają zapisy mówiące o możliwości wyboru zarządu bezpośrednio przez walne zgromadzenie. Zarząd prowadzi bieżące sprawy spółki w imieniu akcjonariuszy, a rada nadzorcza sprawuje nadzór nad działaniami zarządu. Wśród badanych spółek, w szczególności zagranicznych, znaleźli się emitenci, w których władzę sprawuje rada dyrektorów (ang. board of directors), wybierana przez akcjonariuszy. W takiej sytuacji dyrektorzy wykonawczy i niewykonawczy pracują wspólnie. W przypadku badanych spółek, na potrzeby analizy, za zarząd przyjęto dyrektorów wykonawczych, a za radę nadzorczą – dyrektorów niewykonawczych. Badając władze spółek i ich zróżnicowanie pod względem płci, analizowano łącznie stanowiska obejmowane przez zarząd, jak i radę nadzorczą. Takie podejście umożliwiło porównywanie wyników badań na grupie polskich spółek do wyników innych międzynarodowych analiz.

Na potrzeby analizy wyodrębnione zostały dwie grupy spółek:

- spółki zróżnicowane, czyli 50 spółek o najwyższym udziale kobiet we władzach,
- spółki niezróżnicowane, czyli 50 spółek z najniższym udziałem kobiet we władzach.

Nie dla wszystkich spółek dane historyczne, a w szczególności dane o kształtowaniu się kursu akcji i wynikach finansowych, były dostępne. Niektóre ze spółek posiadały bowiem krótszą niż dziesięcioletnią historię notowań giełdowych. Dlatego też analiza wpływu różnorodności we władzach spółek na ich efektywność, wycenę rynkową oraz ryzyko została dokonana w okresie 2015-2019. Taki okres badania jest zasadny i odpowiedni z uwagi na jego porównywalność do innych analiz międzynarodowych, kompletność danych finansowych i giełdowych, możliwość uwzględnienia wpływu czynników sektorowych, rynkowych i geopolitycznych na wyniki finansowe i kursy akcji. Jednocześnie horyzont ten pokrywał się z okresem, który jest maksymalnym okresem kadencji zarządu i rady nadzorczej

zgodnie z Kodeksem Spółek Handlowych w Polsce³.

Jednocześnie był to również okres, w którym udział kobiet we władzach rósł po stagnacji z lat 2010-2014. Dawał on więc możliwość ujawnienia wpływu wywieranego przez powołaną mniejszość (jeśli we władzach były kobiety) w wynikach finansowych.

Celem badania było potwierdzenie lub odrzucenie hipotezy, iż zróżnicowanie władz pod względem płci wiąże się z lepszymi wynikami finansowymi, niższym ryzykiem i korzystniejszą wyceną rynkową. Celem badania nie było szukanie i wyjaśnianie potencjalnych przyczyn takiego stanu rzeczy, a jedynie statystyczna weryfikacja hipotezy o występowaniu takich różnic. Raport nie brał również pod uwagę innych rodzajów różnorodności we władzach spółek, takich jak rasa, pochodzenie etniczne i narodowość.



03

KOBIETY
MNIEJSZOŚCIĄ WE
WŁADZACH
POLSKICH SPÓŁEK

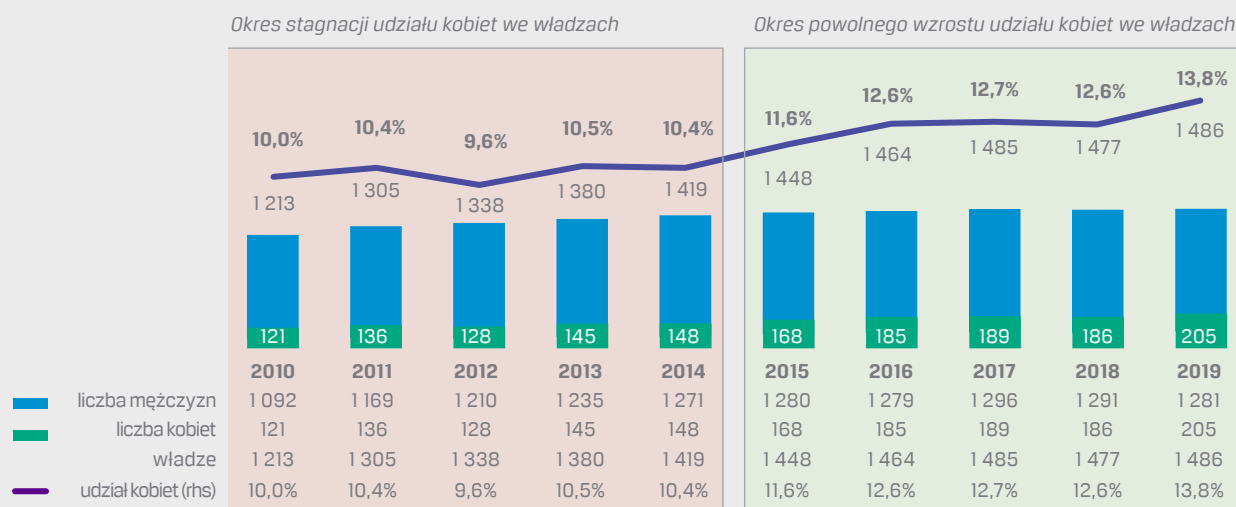


CFA Society
Poland

03 KOBIECY MNIEJSZOŚCIĄ WE WŁADZACH POLSKICH SPÓŁEK

Udział kobiet we władzach badanych 140 spółek giełdowych wyniósł 13,8% na koniec 2019 roku. Dane historyczne wskazują, iż miała miejsce poprawa o 3,8 pp. z poziomu 10,0% w 2010 roku. Postęp ten nie był liniowy – nie we wszystkich latach występował wzrost udziału kobiet we władzach analizowanych spółek. Przyspieszenie nastąpiło dopiero w latach 2015-2019.

Wykres 1. Łączny skład osobowy oraz procentowy udział kobiet we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Analiza danych w podziale na zarządy i rady nadzorcze pokazuje, iż przez dziesięcioletni okres badania udział kobiet był wyższy w radach nadzorczych niż zarządach. Udział kobiet w zarządach analizowanych spółek na koniec 2019 roku wyniósł 11,1%. Na przestrzeni dziesięciu lat nastąpił więc wzrost o 2,4 pp., z poziomu 8,7% w 2010 roku. W przypadku

rad nadzorczych nastąpiła poprawa z 10,8% do 15,5% czyli o 4,7 pp. Należy dodać, że badanie operuje liczbą stanowisk, a nie liczbą osób, gdyż jedna osoba może zasiadać we władzach więcej niż jednej spółki. Dzieje się tak w przypadku tzw. zawodowych członków rad nadzorczych.

Tabela 1. Łączny skład osobowy oraz procentowy udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.

ZARZĄD										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	41	45	40	47	52	55	62	69	67	64
LICZBA MĘŻCZYZN	432	474	474	495	502	507	511	520	508	512
CAŁY SKŁAD	473	519	514	542	554	562	573	589	575	576
UDZIAŁ KOBIET	8,7%	8,7%	7,8%	8,7%	9,4%	9,8%	10,8%	11,7%	11,7%	11,1%

RADA NADZORCZA										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	80	91	88	98	96	113	123	120	119	141
LICZBA MĘŻCZYZN	660	695	736	740	769	773	768	776	783	769
CAŁY SKŁAD	740	786	824	838	865	886	891	896	902	910
UDZIAŁ KOBIET	10,8%	11,6%	10,7%	11,7%	11,1%	12,8%	13,8%	13,4%	13,2%	15,5%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Tabela 2. Średnia liczebność władz spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ZARZĄD	3,8	3,9	3,7	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,1	4,1
RADA NADZORCZA	5,9	5,9	6,0	6,0	6,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5
WŁADZE	9,7	9,8	9,7	9,9	10,2	10,4	10,5	10,6	10,6	10,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.

W analizowanej dekadzie liczba osób sprawujących władzę w 140 największych polskich spółkach giełdowych zwiększyła się o ponad 20%, tj. pojawiły się 273 nowe stanowiska, z czego 103 w zarządach, a 170 radach nadzorczych. W większości nowe stanowiska obsadzone były osobami płci męskiej (ok. 69%), przy czym było to bardziej wyraźne w przypadku zarządów, gdzie na każdą nową członkinię zarządu przypadło prawie czterech nowych członków zarządu.

Wart podkreślenia jest fakt, że powołanie kobiety na stanowisko nie musiało wiązać się ze stratą stanowiska przez mężczyznę, a mogło być raczej powiększeniem składu osobowego organu spółki. Średnia liczebność władz wzrosła o prawie jedną osobę między 2010 a 2019 rokiem, przy czym wzrost w większym stopniu dotyczył składu rad nadzorczych.

Analiza zebranych danych pokazuje, że to właśnie w radach nadzorczych częściej można było spotkać przedstawicielkę płci żeńskiej niż wśród członków zarządów. Jest to istotne rozróżnienie, gdyż waga zarządów w podejmowaniu decyzji przez spółki jest w polskim prawodawstwie znacząco większa niż rady nadzorczej. Większe jest też wymagane zaangażowanie czasowe, odpowiedzialność i decyzyjność jak i związane z nimi atrakcyjniejsze wynagrodzenie.



POMIMO GWARANTOWANYCH W SYSTEMIE PRAWNYM RÓWNOŚCI I PRAWA DO SPRAWOWANIA FUNKCJI, KOBIETY POZOSTAŁY MNIEJSZOŚCIĄ WE WŁADZACH W BADANEJ DEKADZIE.

Anna Golec



04

**WIG20 NAJBARDZIEJ
ZRÓŻNICOWANYM
INDEKSEM POD
WZGLĘDEM PŁCI**



**CFA Society
Poland**

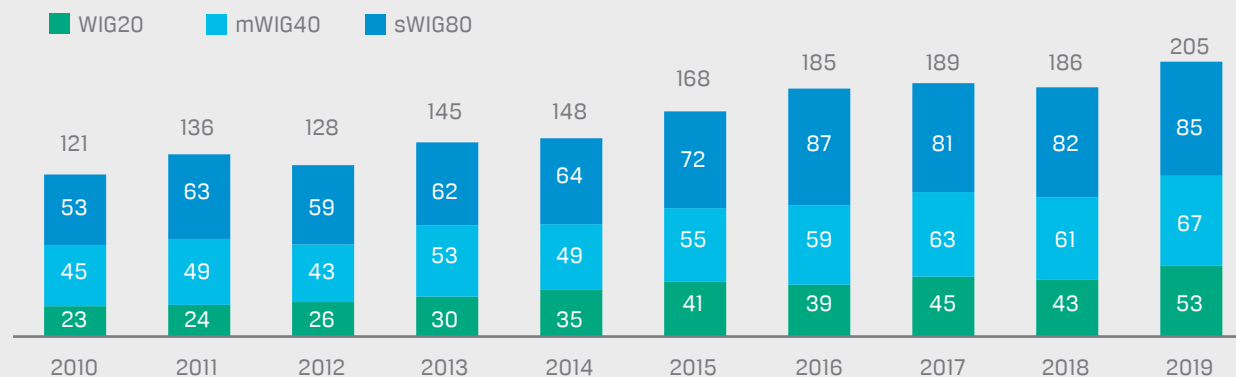
04 WIG20 NAJBARDZIEJ ZRÓŻNICOWANYM INDEKSEM POD WZGLĘDEM PŁCI

Interesujących wniosków dostarczyła analiza różnic w rozkładzie płci we władzach spółek wchodzących w skład poszczególnych indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80.

Indeks WIG20 jest obliczany na podstawie wartości portfela akcji dwudziestu największych i najbardziej płynnych spółek z Głównego Rynku GPW, przy czym nie może w nim uczestniczyć więcej niż pięć spółek z jednego sektora giełdowego. Indeks mWIG40 obejmuje kolejne pod względem

wielkości czterdzieści spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i nie uczestniczą w nim już spółki z indeksu WIG20. Skład indeksu sWIG80 obejmuje osiemdziesiąt kolejnych uszeregowanych wielkością spółek i nie zawiera w sobie spółek z indeksu WIG20 ani mWIG40.

Wykres 2. Liczba stanowisk obsadzonych przez kobiety we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Tabela 3. Łączny skład osobowy oraz procentowy udział kobiet we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.

WIG20	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	23	24	26	30	35	41	39	45	43	53
LICZBA OSÓB	238	242	243	260	272	283	291	283	294	293
UDZIAŁ KOBIET	9,7%	9,9%	10,7%	11,5%	12,9%	14,5%	13,4%	15,9%	14,6%	18,1%

mWIG40	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	45	49	43	53	49	55	59	63	61	67
LICZBA OSÓB	400	405	418	436	441	445	465	472	462	467
UDZIAŁ KOBIET	11,3%	12,1%	10,3%	12,2%	11,1%	12,4%	12,7%	13,3%	13,2%	14,3%

sWIG80	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	53	63	59	62	64	72	87	81	82	85
LICZBA OSÓB	575	658	677	684	706	720	708	730	721	726
UDZIAŁ KOBIET	9,2%	9,6%	8,7%	9,1%	9,1%	10,0%	12,3%	11,1%	11,4%	11,7%

RAZEM	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
LICZBA KOBIET	121	136	128	145	148	168	185	189	186	205
LICZBA OSÓB	1 213	1 305	1 338	1 380	1 419	1 448	1 464	1 485	1 477	1 486
UDZIAŁ KOBIET	10,0%	10,4%	9,6%	10,5%	10,4%	11,6%	12,6%	12,7%	12,6%	13,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.

Najbardziej zróżnicowane pod względem płci były władze spółek z WIG20, a najmniej z indeksu sWIG80, stawiając 40-tkę „średniaków” po środku. W ciągu minionej dekady największe spółki z warszawskiego parkietu (WIG20) odnotowały najbardziej dynamiczny wzrost różnorodności płci w strukturach zarządzających z badanych indeksów, prawie podwajając wynik z 9,7% do 18,1%. Wśród pozostałych analizowanych firm, czyli średnich (mWIG40) i najmniejszych (sWIG80), dynamika wzrostu była zbliżona, choć obie grupy startowały z różnych poziomów. W przypadku spółek z mWIG40 udział kobiet we władzach wzrósł z 11,3% do 14,3% (czyli o 3,1 pp.), a dla spółek wchodzących w skład sWIG80 z 9,2% do 11,7% (czyli o 2,5 pp.).

Warto również zwrócić uwagę na różnicę w średniej liczebności władz pomiędzy poszczególnymi indeksami. Dane wskazują, że im większa spółka, tym większa liczba osób wchodzących w skład jej organów. Władze spółek z WIG20 przez cały badany okres były większe niż władze spółek z mWIG40 i sWIG80. Średnio we władzach spółek z WIG20 na koniec 2019 roku zasiadało 14,7 osób w porównaniu do 11,7 osoby dla mWIG40 i 9,1 osoby dla sWIG80. Dla każdego z indeksów w przeciągu badanego okresu liczebność zarządów była mniejsza niż rad nadzorczych. W 2019 roku w skład zarządów spółek WIG20 wchodziło średnio 6,3 osób a w skład rad nadzorczych 8,4 osoby, podczas gdy dla indeksu mWIG40 liczba ta nie przekroczyła 5 dla zarządu i była mniejsza niż 7 dla rad nadzorczych, a dla sWIG80 odpowiednio nieco ponad 3 i niecałe 6.

Tabela 4. Średnia liczebność zarządów, rad nadzorczych i całościowo władz spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.

ZARZĄD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	4,8	5,2	5,2	5,3	5,3	5,5	5,9	5,9	6,2	6,3
mWIG40	4,4	4,4	4,2	4,5	4,6	4,6	5,0	5,0	4,9	4,8
sWIG80	3,2	3,3	3,1	3,3	3,3	3,4	3,3	3,4	3,2	3,2
ŚREDNIA LICZBA OSÓB	3,8	3,9	3,7	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2	4,1	4,1

RADA NADZORCZA	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	7,7	7,6	7,6	7,8	8,3	8,7	8,7	8,3	8,6	8,4
mWIG40	6,7	6,2	6,3	6,4	6,4	6,5	6,7	6,9	6,7	6,9
sWIG80	5,0	5,3	5,4	5,4	5,6	5,7	5,7	5,7	5,8	5,9
ŚREDNIA LICZBA OSÓB	5,9	5,9	6,0	6,0	6,2	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5

WŁADZE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	12,5	12,7	12,8	13,0	13,6	14,2	14,6	14,2	14,7	14,7
mWIG40	11,1	10,7	10,5	10,9	11,0	11,1	11,6	11,8	11,6	11,7
sWIG80	8,2	8,7	8,6	8,7	8,9	9,1	9,0	9,1	9,0	9,1
ŚREDNIA LICZBA OSÓB	9,7	9,8	9,7	9,9	10,2	10,4	10,5	10,6	10,6	10,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.



ANALIZA DANYCH
WYKAZAŁA POTENCJAŁ DO
POPRAWY WŚRÓD SPÓŁEK
Z INDEKSÓW MWIG40 I
SWIG80.

Kinga Regulska-Hofses



ANN CAIRNS, EXECUTIVE VICE CHAIR OF MASTERCARD, 30% CLUB GLOBAL CHAIR

Jako Przewodnicząca 30% Club chciałabym podziękować Milenie Olszewskiej-Miszuris i Aleksandrze Włodarczyk, naszym partnerom w Polsce, oraz CFA Society Poland za przygotowanie tego ważnego raportu. Chociaż wyniki raportu pokazują, że w Polsce kobiety napotykały trudności w przejściu drogi korporacyjnej prowadzącej do najwyższych stanowisk, to nadszedł dobry moment na wprowadzenie zmian. Kiedy w 2010 roku powstał w Wielkiej Brytanii 30% Club, zróżnicowanie władz pod względem płci w brytyjskich firmach było na podobnym poziomie jak dziś w Polsce. Kobiety stanowiły tylko 9,5% władz w spółkach wchodzących w skład indeksu FTSE 350. Dziś udział ten wzrósł do 33%, co stanowi znaczącą zmianę w ciągu dekady. Poprawę tę osiągnięto w dużej mierze dzięki zaangażowaniu prezesów i

przewodniczących władz spółek, którzy uwierzyli w uzasadnienie biznesowe dla większej równowagi płci i przekonali innych, aby postępowali podobnie. W swoich działaniach oparli się na wielu badaniach wskazujących, że różnorodność płci we władzach poprawia wyniki przedsiębiorstw.

Kluczowe dla wprowadzenia zmian było również wsparcie brytyjskiego rządu. Gdy biznes i władze kraju działają w imię jednej idei, wartość dodana jest realizowana nie tylko dla kobiet, ale dla wszystkich obywateli.

Z niecierpliwością czekam na postępy Polski w zakresie zróżnicowania władz firm ze względu na płeć w nadchodzących miesiącach i latach.



ANDRZEJ POŚNIAK, PARTNER ZARZĄDZAJĄCY CMS W POLSCE

Wśród wartości, jakimi kierujemy się w kancelarii CMS bardzo wysokie miejsce zajmuje poszanowanie różnorodności. Ważnym aspektem jest dla nas także równość szans na wszystkich poziomach organizacji, w tym także na najwyższych stanowiskach kierowniczych. Cieszy mnie, że w naszej kancelarii w Polsce wśród 25 partnerów jest 8 kobiet. Co więcej, kobiety stoją na czele połowy z naszych sześciu głównych praktyk. Podobnie jest w gronie polskiego czteroosobowego zarządu – połowę zespołu stanowią kobiety.

Tak jest w CMS nie tylko w Polsce – do kobiet należą role szefowych regionu CEE oraz Azji. Senior Partnerem CMS w Londynie, kierującym naszą firmą, również jest kobieta. Wiem jednak, że realia w niektórych sektorach są inne. Gorąco popieramy inicjatywy, które przyczyniają się do zmiany tego stanu rzeczy. Kobiety znakomicie sprawdzają się w rolach zarządczych – tak samo dobrze, a często nawet lepiej, niż mężczyźni.



05

**NISKA LICZBA
SPÓŁEK Z WYSOKIM
UDZIAŁEM KOBIET
WE WŁADZACH**



**CFA Society
Poland**

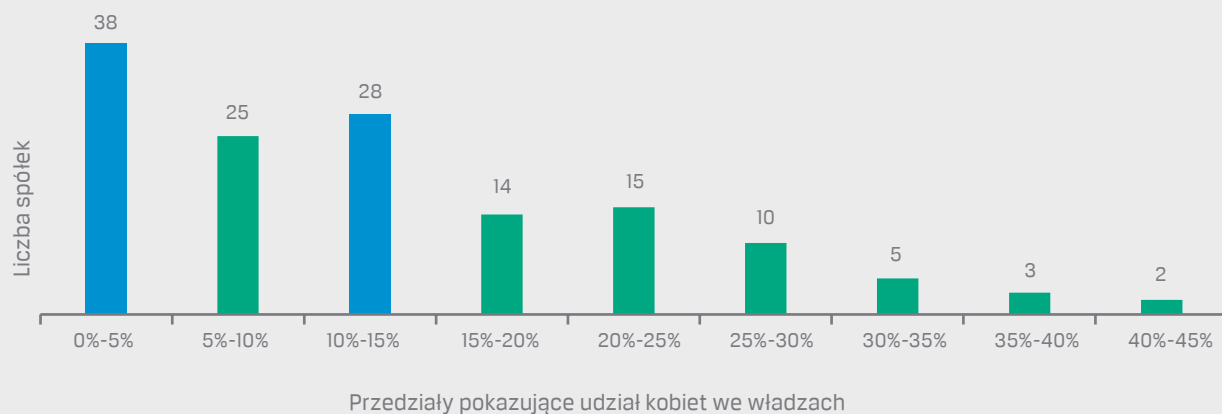
05 NISKA LICZBA SPÓŁEK Z WYSOKIM UDZIAŁEM Kobiet WE WŁADZACH

Średni udział kobiet we władzach w podziale na indeksy nie obrazuje w pełni charakterystyki rozkładu różnorodności płci w organach analizowanych spółek.

W 2019 roku najniższy osiągnięty wynik w badanej grupie to całkowity brak kobiet we władzach, a najwyższy to udział kobiet na poziomie 44%. Żadna z badanych spółek nie osiągnęła 50% czyli równości płci w organach zarządczych. Mediana udziału kobiet we władzach w 140 spółkach giełdowych wyniosła 11,1% czyli udział kobiet w organach

połowy badanych spółek nie przekraczał tej wartości. Rozkład udziału kobiet we władzach jest więc asymetryczny, z wyraźną przewagą dolnych przedziałów wartości, co oznacza, że w badanej próbie przeważały spółki o niższym niż przeciętny odsetku kobiet we władzach.

Wykres 3. Rozkład udziału kobiet we władzach na koniec 2019 roku dla spółek wchodzących w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80. Histogram z przedziałami prawostronnie domkniętymi.



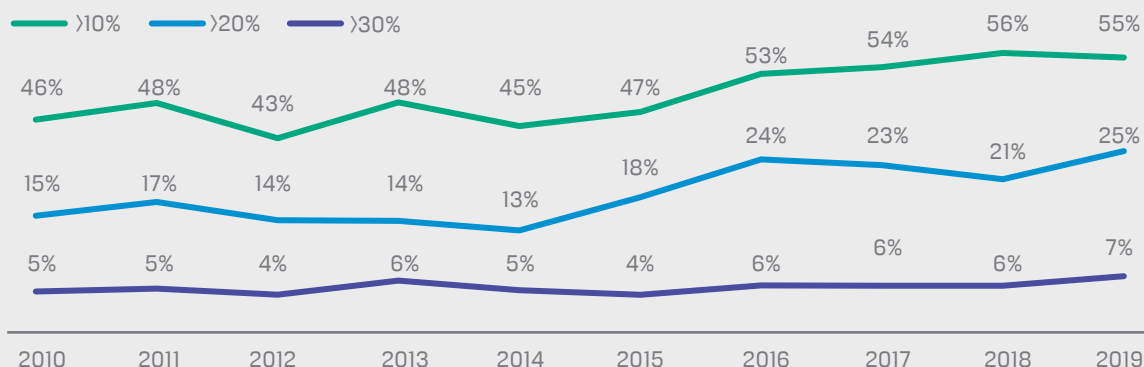
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Ponad 1/4 badanych firm nie posiadała żadnej kobiety we władzach w 2019 roku i była to jednocześnie najliczniejsza grupa. Kolejnym najczęściej występującym wynikiem był udział kobiet w przedziale 10% a 15%, a zaraz po nim udział kobiet w przedziale między 5% a 10%. Tylko 10 spółek (7%) osiągnęło wyższy udział kobiet we władzach niż 30%, a tylko 2 powyżej 40%. Uwagę zwraca nie tylko mnogość spółek z władzami jednolitymi pod względem płci, ale również niewielki procent spółek, które można uznać za zróżnicowane.

W celu dalszej analizy, konieczne było zdefiniowanie co można uznać za niskie lub wysokie zróżnicowanie władz pod względem płci. Obiektywne było określenie niskiego udziału kobiet w organach w postaci całkowitego ich braku. Określenie wysokiego udziału kobiet, innego niż wynikający z równości płci 50%, mogłoby już być arbitralne. Dlatego w raporcie sięgnięto do badań z obszaru socjologii i polityki, które od lat próbują określić poziom reprezentacji mniejszości w grupie potrzebny do faktycznego wprowadzania zmian i posiadania znaczącego wpływu na proces decyzyjny.

Rosabeth Moss Kanter⁴ opracowała teorię masy krytycznej, później rozszerzoną przez Drude Dahlerup⁵. Kanter zaobserwowała, że przy niewielkim udziale mniejszości w zespole, wpływ na jego prace pozostaje niewielki. Zarówno cała grupa, jak i jej kultura pracy, zostają w pełni zdominowane przez większość, a mniejszość jest zredukowana do symbolicznych przedstawicieli swojej kategorii społecznej i nie jest traktowana jako pełnoprawna część zespołu. Dopiero wraz ze wzrostem udziału mniejszości, jej wpływ nabiera na znaczeniu. Dalsze badania nad teorią masy krytycznej⁶ podejmowane zarówno przez socjologów, politologów, jak i ekonomistów zdefiniowały ten krytyczny próg na poziomie 30% i uznały go jako dostateczny udział mniejszości w grupie, żeby ta mogła wprowadzić zmiany. Na bazie tej teorii można wysnuć wniosek, iż w celu osiągnięcia największych korzyści z różnorodności, znacząca dominacja żadnej z płci nie jest wskazana. Choć równe rozłożenie stanowisk nie jest wymagane, ważne, aby każda z płci reprezentowała przynajmniej 30% władz.

Wykres 4. Odsetek spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80, które posiadały udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych przekraczający 10%, 20% i 30% w latach 2010-2019.



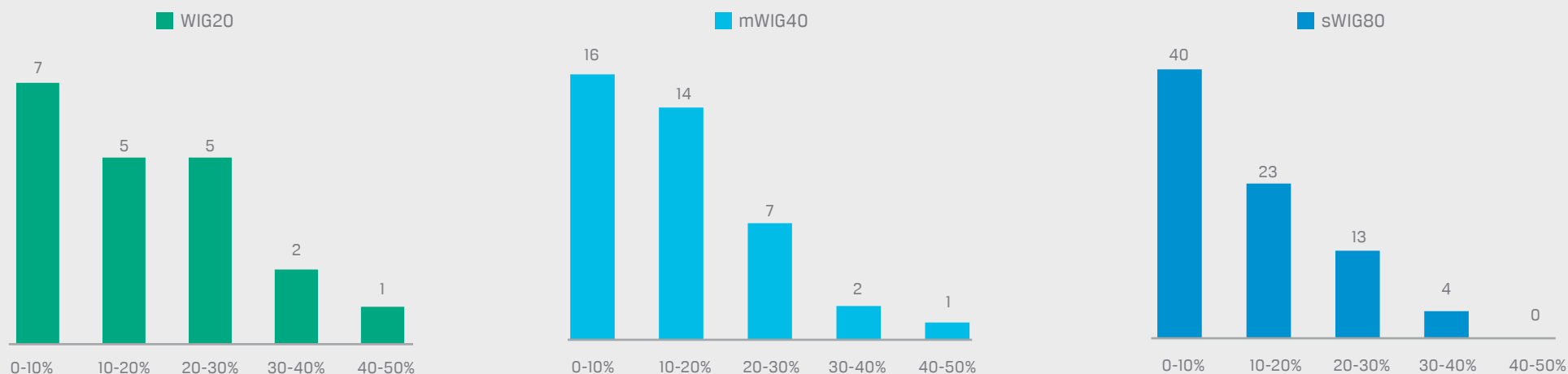
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.

Procent spółek, w których reprezentacja kobiet we władzach stanowiła minimum 10%, regularnie rósł. W 2010 roku takie kryterium spełniało 46% z analizowanych spółek. W ciągu dziesięciu lat udział tych spółek w próbie przekroczył połowę i wyniósł 55%. Również w przypadku progu 20% reprezentacji kobiet we władzach sytuacja na przestrzeni dekad uległa

poprawie. W 2010 roku zaledwie 15% spółek przekraczało ten poziom, ale udział ten zwiększył się do 25% w 2019 roku. Poprawy nie widać w przypadku kluczowego poziomu 30%. W 2019 roku jedynie 7% spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, mWIG40 i sWIG80 miało w składzie przynajmniej 30% kobiet w swoich organach. Sytuacja praktycznie nie zmieniła się

w całym okresie badawczym, gdyż w 2010 roku takich spółek było 5%. Brak zmian na przestrzeni dekad skłania do postawienia pytania, czy bez dodatkowego impulsu możliwe jest zwiększenie udziału kobiet, a co za tym idzie różnorodności ze względu na płeć, powyżej tego poziomu.

Wykres 5. Rozkład udziału kobiet we władzach na koniec 2019 roku dla spółek wchodzących w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80. Histogram z przedziałami prawostronnie domkniętymi.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

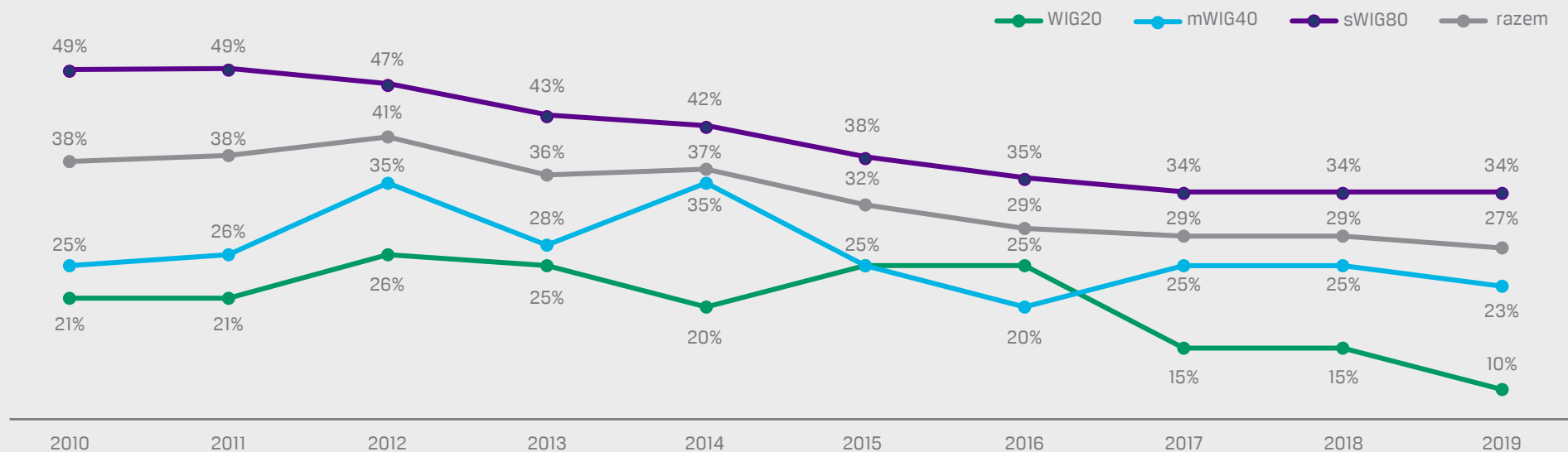
Rozkład udziału kobiet we władzach prezentuje się korzystniej dla spółek z indeksu WIG20 niż dla indeksów mWIG40 i sWIG80. W 2019 roku wśród dwudziestu największych spółek giełdowych z indeksu WIG20 tylko dwie nie miały żadnej kobiety we władzach (czyli nie było kobiecej reprezentacji ani w zarządzie, ani w radzie nadzorczej), a trzy posiadały w swoich organach ponad 30% kobiet. Porównanie histogramów z końca 2019 r. dla trzech analizowanych indeksów warszawskiego parkietu nasuwa wniosek, iż im mniejsza spółka giełdowa, tym większe prawdopodobieństwo, że odsetek udziału kobiet we władzach nie przekracza 10%. W przypadku sWIG80 aż połowa

spółek kwalifikowała się do tej kategorii, a 27 emitentów nie posiadało żadnej kobiecej reprezentacji w radzie nadzorczej i zarządzie, czyli władze były reprezentowane tylko przez jedną płeć. Wśród firm z indeksu mWIG40 średnio co czwarta (22,5%) miała jedynie mężczyzn w swoich władzach, a kryterium udziału 30% kobiet spełniły zaledwie trzy spółki (7,5%).

Na przestrzeni dziesięciu lat obecność kobiet we władzach 140 spółek notowanych na GPW powoli rosła, a udział spółek niezatrudniających ani jednej kobiety we władzach analogicznie malał z poziomu 38% w 2010 roku do 27% w 2019. Podobnie jak

w przypadku innych parametrów, liderem zmian był indeks WIG20, który o połowę zmniejszył liczbę spółek z wyłącznie męską reprezentacją władz, zmniejszając ich udział do 10% składu. W indeksie mWIG40 udział spółek bez kobiet we władzach, mimo okresowych wahań, pozostał na podobnym poziomie i wyniósł 23% na koniec 2019 roku w porównaniu do 25% w 2010 roku. Indeks sWIG80 odnotował sporą poprawę zmniejszając liczbę spółek bez udziału kobiet o 15 pp., ale udział w tej kategorii zarówno w 2010 roku (49%), jak i 2019 roku (34%) pozostawał wyższy niż w pozostałych indeksach.

Wykres 6. Procent spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80, w których nie było żadnej kobiety we władzach w latach 2010-2019.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.

Pełniejszego obrazu różnorodności władz ze względu na płeć wśród emitentów obecnych w trzech badanych indeksach dostarcza mediana. W 2019 roku dla spółek z WIG20 mediana udziału kobiet w zarządzie wyniosła 12%, ale na przestrzeni lat 2010-2017 utrzymywała się na poziomie 0%, natomiast w radzie

nadzorczej wyniosła 20%. Dla spółek wchodzących w skład indeksu mWIG40 mediana udziału kobiet w zarządzie pozostawała na poziomie 0% w każdym roku badania, natomiast mediana udziału kobiet w radach nadzorczych osiągnęła 14% w 2019 roku. Statystyki dotyczące sWIG80

wskazują na jeszcze mniejszą różnorodność. Tutaj również mediana udziału kobiet w zarządach wynosiła 0% przez cały okres badania, a mediana udziału kobiet w radach nadzorczych dopiero w 2019 roku urosła do 14%, po tym jak przez poprzednie lata również wynosiła 0%.

Tabela 5. Mediana udziału kobiet we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80 w latach 2010-2019.

ZARZĄDY	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	12%	12%
mWIG40	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
sWIG80	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

RADY NADZORCZE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	11%	11%	13%	14%	18%	17%	16%	17%	13%	20%
mWIG40	5%	0%	0%	8%	0%	11%	13%	13%	13%	14%
sWIG80	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%

WŁADZE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
WIG20	11%	11%	11%	11%	13%	11%	12%	13%	12%	16%
mWIG40	10%	11%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	12%	13%
sWIG80	8%	8%	8%	8%	9%	10%	11%	11%	11%	11%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.



POMIMO ZWIĘKSZENIA REPREZENTACJI KOBIET WE WŁADZACH SPÓŁEK, PRZEKROCZENIE PROGU 30% WYDAWAŁO SIĘ BARIERĄ NIE DO POKONANIA W OSTATNIEJ DEKADZIE

Małgorzata Żelazko



06

**ENERGETYKA I
FINANSE LIDERAMI
RÓŻNORODNOŚCI WE
WŁADZACH**

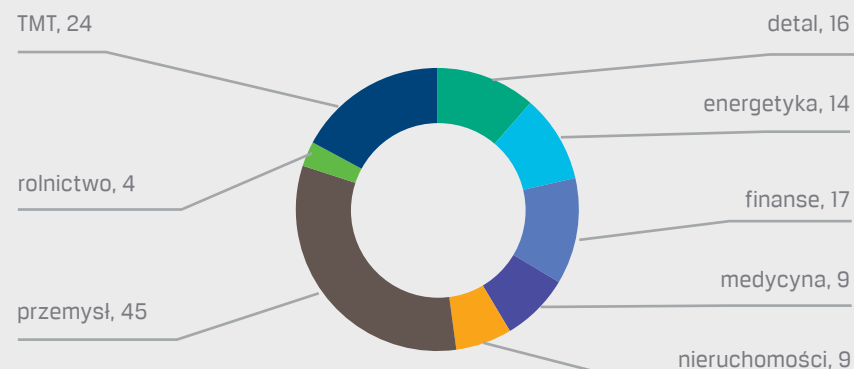


**CFA Society
Poland**

06 ENERGETYKA I FINANSE LIDERAMI RÓŻNORODNOŚCI WE WŁADZACH

Analizowane spółki zostały przyporządkowane do ośmiu sektorów: detal, energetyka, finanse, medycyna, nieruchomości, przemysł, rolnictwo oraz technologie, media i telekomunikacja (TMT). Alokowanie do poszczególnych sektorów następowało nie tylko według modelu biznesowego, ale również kluczowych czynników mających wpływ na przychody i koszty, jak również cenę akcji danej spółki. W rezultacie sektory posiadały różną liczebność – najmocniej reprezentowany był przemysł (45 spółek), a najmniej spółek wchodziło w skład rolnictwa (4 spółki).

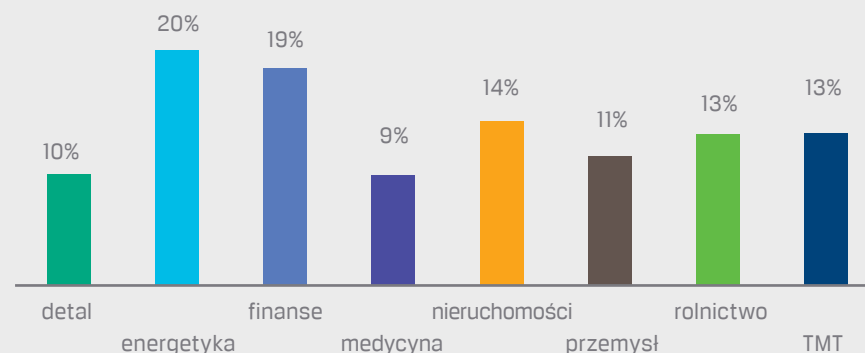
Wykres 7. Spółki wchodzące w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 na koniec 2019 roku w podziale na sektory.



Źródło: Opracowanie własne..

W 2019 roku najniższą reprezentację kobiet we władzach odnotował sektor medyczny na poziomie 9,5% oraz sektor detaliczny na poziomie 9,6%. Najbardziej zróżnicowane pod względem płci były władze spółek z sektora finansów i energetyki, gdzie udział kobiet wyniósł odpowiednio 20,2% i 18,7%. Warto dodać, że ostatnia dekada była wyjątkowo niekorzystna dla akurat tych dwóch sektorów. Nawet dla zróżnicowanych pod względem płci i kompetencji władz, negatywne czynniki zewnętrzne mogły okazać się przeważające dla wyników finansowych.

Wykres 8. Udział kobiet we władzach spółek wchodzących w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 na koniec 2019 roku w podziale na sektory.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

W latach 2010-2019 w badanej grupie spółek liczba stanowisk we władzach obsadzonych kobietami wzrosła w każdym sektorze. Jednak procentowy udział kobiet we władzach wzrósł we wszystkich sektorach za wyjątkiem rolnictwa. Największy przyrost miał miejsce w sektorze nieruchomości, gdzie udział kobiet podwoił się z 7% do 14% w ciągu dekady. Znaczny przyrost odsetka kobiet we władzach zauważalny był również w sektorach energetycznym i finansowym. Energetyka dzięki wzrostowi z 11,5% do 20,2% wysunęła się na pozycję lidera wśród sektorów pod względem różnorodności władz ze względu na płeć. Natomiast rolnictwo, które na początku dekady dominowało w zatrudnieniu kobiet we władzach na poziomie 15,4%, odnotowało spadek w przeciągu dziesięciu lat do 13%.

Tabela 6. Średni procentowy udział kobiet we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w latach 2010-2019 w podziale na sektory.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DETAL	7,5%	9,0%	5,9%	5,9%	6,3%	7,9%	7,6%	10,6%	9,6%	9,6%
ENERGETYKA	11,5%	13,4%	14,0%	13,5%	12,5%	13,2%	14,5%	15,5%	16,6%	20,2%
FINANSE	12,1%	11,0%	10,0%	12,6%	13,3%	15,3%	14,7%	16,9%	16,1%	18,7%
MEDYCYNĄ	8,5%	8,6%	9,1%	11,5%	11,0%	9,3%	11,8%	11,1%	12,8%	9,5%
NIERUCHOMOŚCI	7,1%	7,3%	8,5%	8,4%	10,3%	12,2%	15,4%	11,7%	10,9%	14,1%
PRZEMYSŁ	10,0%	10,0%	8,7%	9,8%	8,5%	9,5%	11,5%	10,6%	10,0%	11,2%
ROLNICTWO	15,4%	10,0%	9,1%	13,6%	14,3%	13,6%	9,1%	13,6%	13,6%	13,0%
TMT	9,3%	11,1%	10,1%	10,4%	11,6%	13,3%	13,9%	12,7%	13,0%	13,1%
ŚREDNIA	10,0%	10,4%	9,6%	10,5%	10,4%	11,6%	12,6%	12,7%	12,6%	13,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Dane skorygowane o liczbę posiadanych obserwacji.



NAJBARDZIEJ ZRÓŻNICOWANE POD WZGLĘDEM PŁCI BYŁY
WŁADZE SPÓŁEK Z SEKTORA FINANSÓW I ENERGETYKI.

Anett Szentesi



KRZYSZTOF WALENCZAK, DYREKTOR GENERALNY SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ODDZIAŁ W POLSCE

Mimo że, w ciągu ostatnich lat mogliśmy zaobserwować w Polsce wzrost znaczenia kobiet w biznesie i w gremiach decyzyjnych, to jest on nadal niewystarczający. Pod względem zróżnicowania władz spółek giełdowych, Polska ciągle znajduje się poniżej średniej unijnej i należy do krajów o małej dynamice zmian. Można odnieść wrażenie, że wieloletnie miękkie regulacje w postaci zachęt i rekomendacji, nie przekładają się wystarczająco na zwiększenie udziału kobiet we władzach. Dlatego warto zastanawiać się nad wprowadzeniem obowiązkowych kwot, chociaż pierwszorzędne znaczenie w wyrównywaniu szans kobiet powinny mieć na co dzień - lepsza jakość procesów

rekrutacyjnych, transparentna ścieżka kariery oraz przejrzyste procedury awansu.

Grupa Societe Generale zatrudnia 138.000 pracowników w ponad 60 krajach świata, będących przedstawicielami 136 różnych narodowości. Ta różnorodność jest naszą wielką siłą. Od wielu lat działamy na rzecz promowania równości kobiet i mężczyzn, umiędzynarodowienia kluczowych stanowisk i integracji osób niepełnosprawnych, przeciwdziałając wszelkiego rodzaju wykluczeniom. Wierzę, że ten raport uzmysłowi nam jak wiele jest jeszcze do zrobienia w dziedzinie wyrównywania szans kobiet i mężczyzn i zdopinguje do bardziej efektywnego współdziałania.



MAGDALENA KOŁODZIEJCZYK, PREZES ZARZĄDU M+G

Inwestorzy coraz większą uwagę zwracają na szeroko rozumiane kryteria niefinansowe w ocenie spółek. Trend ten wzmocniła trwająca pandemia COVID-19, która pokazała jak ważne w obliczu kryzysu są kwestie społeczne, takie jak standardy pracy, prawa człowieka, zaangażowanie pracowników oraz właśnie

różnorodność kadry zarządzającej. Badanie takie jak to pokazują, że obszar ESG - przez wiele firm wciąż traktowany jako element marketingu - w istocie jest ważnym elementem mogącym zwiększyć konkurencyjność firmy i jej odporność na wyzwania rynkowe.



07

**UDZIAŁ KOBIET WE
WŁADZACH A WYNIKI
SPÓŁEK**



**CFA Society
Poland**

07

UDZIAŁ KOBIET WE WŁADZACH A WYNIKI SPÓŁEK

Kolejnym krokiem badania było ustalenie czy obecne status quo jest dla spółek korzystne. Czy władze złożone z przedstawicieli tylko jednej płci są w stanie osiągać lepsze wyniki czy też sytuacja jest odwrotna? Czy jest związek między różnorodnością we władzach a efektywnością i ryzykiem spółek? Czy w dzisiejszym, skomplikowanym świecie, w którym polskie spółki giełdowe prowadzą międzynarodową ekspansję, sprzedają towary i dostarczają usługi dla różnych grup konsumentów, jest miejsce na władze złożone tylko lub w większości z przedstawicieli jednej płci? Czy różnorodność we władzach może mieć związek z generowaniem wartości dla dawców kapitału?

A) MIĘDZYNARODOWE BADANIA POŚWIĘCONE ZAGADNIENIU

Badania prowadzone przez międzynarodowe firmy doradcze na spółkach z całego świata wskazują na korelację między większą różnorodnością we władzach spółek (w szczególności wyższym udziałem kobiet), a ich lepszymi wynikami finansowym i niższym ryzykiem. W 2019 roku Credit Suisse opublikował badanie⁷ wykonane na 3 100 spółkach z 56 krajów zatrudniających łącznie 30 000 osób na wyższych stanowiskach menedżerskich. Analiza wykazała, iż spółki, które zatrudniały więcej niż 20% kobiet na kluczowych stanowiskach menedżerskich miały lepsze wyniki od spółek, w których udział kobiet był mniejszy niż 15%. Spółki z wyższym wskaźnikiem różnorodności charakteryzowały się wyższą o 2 punkty procentowe marżą EBITDA, niższym wskaźnikiem dług netto/EBITDA o 6% oraz wyższym wskaźnikiem C/Z (cena do zysku) o 16%.

Podobne badanie przeprowadzone zostało również przez firmę doradczą McKinsey & Co na próbie 1 039 spółek z 15 krajów. Raport z 2020 roku „Diversity Wins. How inclusion matters.”⁸ wykazał, że dyskonto z tytułu braku

różnorodności we władzach pogłębia się w kolejnych badanych latach. Prawdopodobieństwo osiągnięcia gorszych wyników w zakresie rentowności operacyjnej było o 19% wyższe w przypadku spółek z czwartego kwartyłu pod względem różnorodności ze względu na płeć w porównaniu ze spółkami z pozostałych trzech kwartyli. W 2017 roku prawdopodobieństwo to wyniosło 15%, a w 2015 roku 9%.

Wzorując się wcześniej publikowanymi, międzynarodowymi analizami, najnowsze badanie miało na celu sprawdzenie, czy i jak wyższy udział kobiet we władzach wpływa na efektywność i ryzyko największych spółek giełdowych w Polsce. W trakcie analizy została sformułowana następująca hipoteza: polskie spółki giełdowe z wyższym udziałem kobiet w zarządach i radach nadzorczych wykazują lepsze wyniki finansowe i charakteryzują się niższym ryzykiem niż spółki z mniej zróżnicowanymi władzami pod względem płci.

B) BADANIE BEZ WYRÓWNANIA SEKTOROWEGO

W badaniu przeanalizowano kluczowe wskaźniki finansowe oraz miary ryzyka dla 140 spółek giełdowych, które zostały podzielone na trzy grupy o zbliżonej liczebności kobiet we władzach w latach 2015-2019. Grupa spółek najmniej zróżnicowanych, do której zaliczono 50 spółek o najniższym poziomie partycypacji kobiet we władzach, wykazała średni udział kobiet na poziomie zaledwie 2,8%, przy czym udział ten wahał się od 0% do 8,3%. Grupie tej przeciwstawiono kategorię spółek zróżnicowanych, czyli 50 firm z najwyższym udziałem kobiet we władzach, który kształtował się między 15% a 35,3%, przy średnim udziale na poziomie 22,5%. Między nimi pozostawiono grupę 40 spółek, aby uniknąć sytuacji, w której firmy z pogranicza obu grup miałyby bardzo zbliżone charakterystyki dotyczące udziału kobiet. Spółki te były więc buforem między grupą zróżnicowaną i niezróżnicowaną i nie były brane pod uwagę.

Powyższy sposób ujęcia pozwolił zbudować różniące się między sobą grupy, co było podstawą do statystycznej analizy różnic pomiędzy nimi. Ze względu na znaczną skośność rozkładu, często wykorzystywany w innych badaniach sposób podziału badanych grup na przedziały między 0% a 10%, 10% a 20%, 20% a 30% i więcej nie mógł być zastosowany. Średnio w analizowanych pięciu latach aż 65

spółek miało mniej niż 10% udziału kobiet we władzach, a w przedziale 30% lub więcej udziału kobiet znalazło się tylko 6 spółek. Tak znacząca różnica w liczbie obserwacji między grupami nie dałaby odpowiednich podstaw do wnioskowania.

Dla wyodrębnionych grup przeanalizowano różnice w średnich poziomach najbardziej popularnych wskaźników finansowych, a

następnie zbadano, czy są one statystycznie istotne przy zadanym poziomie istotności ($p=0,05$). Pięcioletni okres obserwacji pozwolił ograniczyć wpływ krótkoterminowych wahań i przesunąć w czasie pomiędzy niektórymi pozycjami w sprawozdaniach finansowych.

Tabela 7: Średni poziom wybranych wskaźników finansowych dla grup spółek zróżnicowanych (Z) i niezróżnicowanych (N) w okresie 2015-2019.

	C/Z	C/WK	WSKAŹNIK WYPŁATY DYWIDENDY	STOPA DYWIDENDY BRUTTO	MARŻA ZYSKU NETTO	ROE	ROCZNA ZMIANA SPRZEDAŻY	ROCZNA ZMIANA ZYSKU NETTO	DZIENNA ZMIENNOŚĆ CENY AKCJI (ODCHYLENIE STANDARDOWE)	ROCZNA ZMIANA ŚREDNIEJ CENY AKCJI	CAŁKOWITY ZWROT DLA AKCJONARIUSZY
LICZBA OBSERWACJI (Z)	212	244	242	244	244	249	241	202	244	236	236
LICZBA OBSERWACJI (N)	196	235	246	240	240	249	245	196	240	236	236
SPÓŁKI ZRÓŻNICOWANE (Z)	23,26	2,24	0,35	0,0224	0,153	0,04	0,12	0,43	0,0218	0,01	0,04
SPÓŁKI NIEZRÓŻNICOWANE (N)	20,37	3,31	0,35	0,0352	0,055	-0,06	0,12	0,46	0,0241	0,00	0,04
RÓŻNICA (Z-N)	2,88	-1,07	0,00	-0,0128	0,098	0,10	0,00	-0,03	-0,0024	0,01	0,00
RÓŻNICA JAKO PROCENT WARTOŚCI Z	12,4%	-47,5%	-0,2%	-57,3%	63,9%	230,6%	-3,3%	-7,7%	-10,9%	66,8%	-9,1%
P-VALUE* (0,05)	0,49	0,27	0,99	0,016	0,02	0,33	0,90	0,91	0,0064	0,72	0,90

* Do zbadania statystycznej istotności różnic średnich między dwiema grupami wybrano test parametryczny t-Studenta.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i publicznie dostępnych cen akcji.

WSKAŹNIKI RYNKOWE:

Spółki ze zróżnicowanymi władzami miały o 2,9x (12,4%) wyższy wskaźnik C/Z (cena do zysku) oraz o 1,1x (47,5%) niższy wskaźnik C/WK (cena do wartości księgowej). Wyniki są więc rozbieżne. Wskazują, że spółki z wyższym udziałem kobiet we władzach były korzystniej wyceniane przez rynek kapitałowy na wskaźniku C/Z czyli za tę samą jednostkę zysku netto wygenerowanego przez spółkę inwestorzy gotowi byli płacić więcej. Jednocześnie wskaźnik C/WK wskazuje na odwrotną zależność, tj. rynek płacił mniej za jednostkę kapitału własnego spółek zróżnicowanych. Wyniki nie są więc jednoznaczne, a wpływ na nie mógł mieć sektor, w którym działały spółki, faza rozwoju lub sposób ekspansji (np. większe nastawienie na akwizycje niż na wzrost organiczny). Przy poziomie istotności 0,05, żaden z wyników nie był statystycznie istotny. Nie można zatem uznać, że obie grupy różniły się pod względem średniego poziomu wskaźników rynkowych.

WSKAŹNIKI DYWIDENDY:

Wskaźnik wypłaty dywidendy (procent zysku netto wypłacany w formie dywidendy, bez uwzględnienia skupu akcji) w spółkach zróżnicowanych był praktycznie taki sam, jak w spółkach niezróżnicowanych. Jednocześnie wskaźnik stopy dywidendy (obrazujący jak duży procent ceny akcji stanowi dywidenda) był o 1,3 pp. niższy dla spółek zróżnicowanych niż niezróżnicowanych. Można wnioskować, iż niższa stopa dywidendy nie jest wynikiem niższej wypłacanej dywidendy, bo wskaźnik wypłaty dywidendy jest taki sam, ale wyższej ceny akcji (czyli lepszej wyceny rynkowej) takich spółek. Jest to spójne z opisanym powyżej wyższym średnim wskaźnikiem C/Z dla spółek zróżnicowanych (ale nie z C/WK). Obliczone wartości statystyki pokazują, iż z dwóch rozpatrywanych parametrów statystycznie istotna była różnica w stopie dywidendy.

WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI:

Aby móc dokonać porównań ze względu na zyskowność pomiędzy spółkami finansowymi i niefinansowymi, wykorzystano dwa wskaźniki: marżę zysku netto (zysk netto podzielony przez sprzedaż) oraz ROE (zwrot z

kapitału własnego, czyli zysk netto podzielony przez kapitał własny). Średnia marża zysku netto spółek zróżnicowanych była o 10 pp. wyższa niż spółek niezróżnicowanych. Różnica ta była statystycznie istotna nawet przy wartości $p = 0,02$. Średnie ROE spółek zróżnicowanych było o 10 pp. wyższe niż spółek niezróżnicowanych i – co ciekawe – spółki zróżnicowane charakteryzowały się dodatnią (a spółki niezróżnicowane ujemną) przeciętną wartością tego wskaźnika. Różnica nie była jednak statystycznie istotna na poziomie $p=0,05$. Różnica w znakach między marżą zysku netto (dodatnia) a zwrotem z kapitałów własnych (ujemny) spółek niezróżnicowanych wynikała ze skali dyspersji pomiędzy obserwacjami. Spółki niezróżnicowane charakteryzowały się znacznymi różnicami między marżą zysku netto, natomiast różnice te były mniejsze w przypadku zwrotu na kapitałach własnych. Na dodatek w grupie niezróżnicowanej były spółki, które posiadały prawie zerowe przychody ze sprzedaży, natomiast dodatnie kapitały własne. Ze względów matematycznych marży zysku netto nie dało się obliczyć dla większej liczby spółek niż miało to miejsce w przypadku ROE.

DYNAMIKI:

Kolejną analizowaną grupą wskaźników była roczna procentowa zmiana przychodów oraz roczna procentowa zmiana zysku netto. Procentowa zmiana przychodów w spółkach zróżnicowanych była zbliżona do spółek niezróżnicowanych. Drugi badany parametr był policzony dla mniejszej liczby obserwacji ze względu na ograniczenia matematyczne i możliwości interpretacji wskaźnika. W tym przypadku spółki zróżnicowane miały o 0,3 pp. niższą roczną zmianę zysku netto. Żadna z tych różnic nie okazała się statystycznie istotna, zatem można przyjąć, że obie grupy nie różniły się znacząco pod tym względem.

WSKAŹNIKI RYZYKA:

Wskaźniki odzwierciedlające ryzyko zostały powiązane z cenami akcji. Pierwszym z nich była dzienna zmienność ceny akcji (odchylenie standardowe dziennych zmian cen akcji). Im większa dzienna zmienność, tym większe wahania ceny akcji spółki, które mogą wynikać z różnych czynników, w tym oczekiwań inwestorów lub niepewności w stosunku do strategii spółki lub niezrozumienia jej przez inwestorów. Spółki zróżnicowane charakteryzowały się niższą dzienną

zmiennością cen akcji o 0,24pp od spółek nie zróżnicowanych. Choć różnica wydaje się niewielka, stanowiła 11% wartości średniego odchylenia standardowego dziennych zmian cen akcji spółek z grupy zróżnicowanej i była statystycznie istotna. W przypadku rocznej zmiany średniej ceny akcji różnica ta okazała się statystycznie nieistotna. Do badań włączony został również całkowity zwrot dla akcjonariuszy, obliczony jako zmiana średniej ceny akcji w roku powiększona o stopę dywidendy. Skupy akcji własnych nie były wliczane. Jako że wskaźnik ten w większości zależał od zmiany średniej ceny w roku, różnice między grupami spółek nie okazały się statystycznie istotne.

C) BADANIE Z WYRÓWNIANIEM SEKTOROWYM

Porównywanie spółek należących do różnych sektorów oraz na przestrzeni kilku lat niesie ze sobą możliwości wystąpienia kilku zaburzeń. Przykładowo do jednej grupy mogły trafić spółki z sektora, dla którego w okresie analizy sytuacja gospodarcza była korzystniejsza (np. gaming, część sektora TMT), podczas gdy w drugiej mogły znaleźć się spółki dla których minione lata były trudne (np. finanse, górnictwo i energetyka). Aby upewnić się, że zaobserwowane różnice nie wynikają ze specyfiki sektorów

oraz lat poddanych analizie, badanie przeprowadzono ponownie dla wielkości skorygowanych względem mediany danego sektora w danym roku. Wykorzystanie do korekty mediany jest uzasadnione obserwowanymi wielkościami skrajnymi. W przypadku takiej dyspersji korekta względem mediany jest lepszym rozwiązaniem, ponieważ spółki o skrajnych wynikach w mniejszym stopniu wpływają na obraz sektora. Zasadność korekty potwierdzają różne mediany wskaźników obserwowanych w poszczególnych latach i sektorach, które stanowią załącznik do niniejszego raportu.

Do zbadania różnic pomiędzy grupą zróżnicowaną pod względem płci a nie zróżnicowaną nadal wykorzystywana była średnia, ponieważ łatwiej było ją interpretować. Średnia była więc obrazem przeciętnego wyniku grupy względem benchmarku wyznaczonego przez mediany sektorowe w poszczególnych latach (poziom 0).

Wyniki analizy danych po korekcie sektorowej okazały się zbliżone z poprzednią analizą pod względem wskaźników, dla których zidentyfikowano statystycznie istotne różnice. Można zatem przyjąć, że wcześniej ujawnione zależności nie wynikały z różnic w przynależności do konkretnego sektora czy korzystnej sytuacji gospodarczej. Chociaż analizie poddano te same wskaźniki, jak w przypadku pierwszego badania (patrz załącznik 2), to poniższa tabela prezentuje wyniki statystyk tylko tych wskaźników, których istotność statystyczna została potwierdzona przy $p = 0,05$.

WSKAŹNIKI DYWIDENDY:

Po korektach skala różnicy między spółkami zróżnicowanymi a nie zróżnicowanymi powiększyła się. Utrzymała się ujemna różnica w stosunku do stopy wypłaty dywidendy, która dla spółek zróżnicowanych była mniejsza niż w przypadku spółek nie zróżnicowanych. Różnica ta była statystycznie istotna.

WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI:

Spółki zróżnicowane charakteryzowały się marżą zysku netto przeciętnie wyższą o 6pp. a nie zróżnicowane niższą o prawie 1pp. niż mediana w sektorze. Różnica między grupami wyniosła więc 7pp. na korzyść tych zróżnicowanych. Wyniki pokazały, iż korzystna różnica między grupą zróżnicowanych a nie zróżnicowanych spółek była statystycznie istotna.

ZMIANA CENY:

Odchylenia standardowe dziennej zmiany ceny w obu grupach okazały się nieco wyższe niż dla mediany w sektorze. W tym aspekcie lepiej wypadły spółki zróżnicowane, dla których przeciętna dzienna zmienność cen przekraczała mediany sektorowe jedynie o 0,65pp., podczas gdy dla spółek nie zróżnicowanych było to aż 0,94pp. Różnica, która może być uznana za percepcję niższego ryzyka, była statystycznie istotna.

W przypadku wszystkich trzech analizowanych wskaźników można wnioskować, że to różnorodność pod względem płci mogła być jednym z czynników dla zaobserwowanych różnic.

Tabela 8. Wyniki analizy wybranych wskaźników finansowych dla grup spółek zróżnicowanych (Z) i nie zróżnicowanych (N) po korekcie względem mediany danego sektora w danym roku.

ŚREDNIA Z RÓŻNIC POMIĘDZY WSKAŹNIKAMI SPÓŁEK A MEDIANĄ DLA KAŻDEGO SEKTORA W KAŻDYM Z PIĘCIU BADANYCH LAT	STOPA DYWIDENDY BRUTTO	MARŻA ZYSKU NETTO	DZIENNA ZMIENNOŚĆ CENY AKCJI (ODCHYLENIE STANDARDOWE)
spółki zróżnicowane (Z)	0,0129	0,0623	0,0065
spółki nie zróżnicowane (N)	0,0271	-0,0075	0,0094
różnica (Z-N)	-0,0142	0,0698	-0,0029
p-value 0,05	0,0072	0,0277	0,0149

Źródło: Opracowanie własne.



PO ZASTOSOWANIU WYRÓWNIANIA SEKTOROWEGO, BADANIE WYKAZAŁO STATYSTYCZNIE ISTOTNE RÓŻNICE W POZIOMIE MARŻY ZYSKU NETTO I ODCHYLENIU STANDARDOWYM DZIENNEJ ZMIANY CENY AKCJI NA KORZYŚĆ SPÓŁEK Z WŁADZAMI ZRÓŻNICOWANYCH POD WZGLĘDEM PŁCI.

Aleksandra Włodarczyk



08

PODSUMOWANIE



CFA Society
Poland

08 PODSUMOWANIE

Badanie przeprowadzone na 140 największych polskich spółkach giełdowych wchodzących w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w okresie 2010-2019 pokazało, iż kobiety pozostają mniejszością we władzach tych firm a ich udział rzadko przekracza próg 30%, opisany w literaturze naukowej⁹ jako dający mniejszości wpływ na podejmowane decyzje. Udział kobiet w tych spółkach co prawda rósł na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat, ale odbywało się to powoli – z 10% w 2010 roku do 13,8% w 2019 roku. Najlepiej pod względem różnorodności wypadły największe spółki z indeksu WIG20, a najslabiej mniejsze spółki z indeksu sWIG80. Z kolei w zastosowanym podziale sektorowym najlepiej prezentowały się spółki z sektora finansowego i energetycznego, a najslabiej spółki detaliczne i medyczne.

Rozkład płci we władzach spółek charakteryzuje wyraźna asymetria. W badanej próbie przeważają spółki o niskim udziale kobiet. Średnia nie daje więc takiego obrazu jak mediana, która wskazała zerowy udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych przez znaczną część badanego okresu, w szczególności dla spółek wchodzących w skład indeksów mWIG40 i sWIG80. Oznacza to, że w wielu latach w przynajmniej połowie tych spółek we władzach zasiadali tylko mężczyźni. Natomiast liczba firm bez kobiet w zarządach i radach nadzorczych systematycznie malała w badanej grupie. W przeciągu dziesięciu lat udział spółek bez obsady żeńskiej w organach władzy spadł z 38% do 27%.

Międzynarodowe badania sugerują, że korzyści z różnorodności we władzach mają wymiar finansowy i materialny, dlatego powinny być przedmiotem zainteresowania zarówno akcjonariuszy, rad nadzorczych (w szczególności komitetów nominacji i wynagrodzeń), zarządów, banków, obligatariuszy czy innych dostawców

kapitału. Niniejsze badanie przeprowadzone w Polsce wykazało brak przewagi spółek o nieodróżnionych władzach, do których kadra zarządzająca pozyskiwana jest tylko z połowy puli talentów i połowy populacji. Z kolei już stosunkowo niewielki poziom różnorodności płciowej (poniżej rekomendowanego 30% progu) wiązał się ze statystycznie istotnymi różnicami w poziomie marży zysku netto i odchyleniu standardowym dziennej zmiany cen akcji.

Biorąc pod uwagę powolny dotychczasowy postęp, kwestia różnorodności we władzach zasługuje na nadanie wyższego priorytetu wśród inwestorów jak i pozostałych interesariuszy. Problem braku reprezentacji jednej z płci we władzach spółek wydaje się być coraz bardziej zauważalny. We wrześniu 2020 roku, CFA Society Poland przeprowadziło kompleksową ankietę wśród uczestników rynku kapitałowego dotyczącą ładu korporacyjnego w Polsce. 101 respondentów odpowiedziało na szczegółowe pytania dotyczące m.in. składu zarządów i rad nadzorczych, ich kompetencji i

różnorodności. 38% respondentów ankiety odpowiedziało, iż zarządy i rady nadzorcze w spółkach notowanych na GPW nie są wystarczająco zróżnicowane ani pod względem kompetencji, ani pod względem płci. Kolejne 18% stwierdziło, iż oba te organy nie są zróżnicowane pod względem płci, ale są zróżnicowane pod względem kompetencji. Wydaje się więc, iż brak różnorodności we władzach jest nie tylko empirycznie wykazany w niniejszym badaniu ilościowym, ale jest to również problem jakościowo obserwowalny przez uczestników rynku kapitałowego. Może to być pierwszym krokiem do działań włączających to kryterium do decyzji inwestycyjnych. Powinno też motywować do zmian same spółki.

Ten raport to dopiero początek drogi, a wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Grupa 140 największych spółek notowanych na GPW z pewnością nie oddaje pełnego obrazu sytuacji na rynku, a jedynie jego fragment. Analizowany okres to czas dobrej koniunktury, więc powstaje pytanie czy w sytuacji jej pogorszenia różnice pomiędzy grupami ukształtowałyby się podobnie.

Celem badania była statystyczna weryfikacja hipotezy o wyższej efektywności spółek z władzami zróżnicowanymi pod względem płci. Badanie pokazało, że spółki z władzami zdominowanymi przez jedną płć nie wypadły lepiej na tle swoich zróżnicowanych odpowiedników. Natomiast raport nie szukał potencjalnych przyczyn takiego stanu rzeczy. Wskazane byłoby pogłębić badania i bliżej przeanalizować przyczyny stojące za zaobserwowanym związkiem między udziałem kobiet we władzach a wynikami polskich spółek. Czy powodem jest samo zróżnicowanie płci i cech psychologicznych przedstawicieli władz, a co za tym idzie różnorodność kompetencji, doświadczeń i punktów widzenia? Czy może udział kobiet we władzach to wskaźnik odzwierciedlający więcej niż rozkład płci, wskazujący na inną tkankę kulturową w firmach?

Z pewnością warto rozszerzyć analizę zarówno o dodatkowe parametry finansowe (przykładowo zadłużenie dla spółek niefinansowych czy też marżę EBIT lub EBITDA, FCFE yield), wskaźniki powiązane z innowacyjnością (np. wydatki inwestycyjne) jak i parametry niefinansowe. Z niefinansowych parametrów na uwagę zasługiwałoby m.in. spełnianie zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016, ocena integracji Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ do strategii rozwoju spółek, jak i świadomość środowiskowa i klimatyczna. Należy śledzić postępy emitentów giełdowych w tym zakresie, a badaczy zachęcać do analizy większej grupy spółek, w dłuższych okresach i w oparciu o szerokie spektrum kryteriów obrazujących zrównoważony rozwój przedsiębiorstw.



KWESTIA ZWIĄZKU MIĘDZY RÓŻNORODNOŚCIĄ WŁADZ A EFEKTYWNOŚCIĄ I RYZYKIEM SPÓŁEK WYMAGA SZERSZEGO ROZPOZNANIA I POWINNA BYĆ PRZEDMIOTEM DAJSZYCH BADAŃ.

Iweta Opolska



09

ZAŁĄCZNIKI

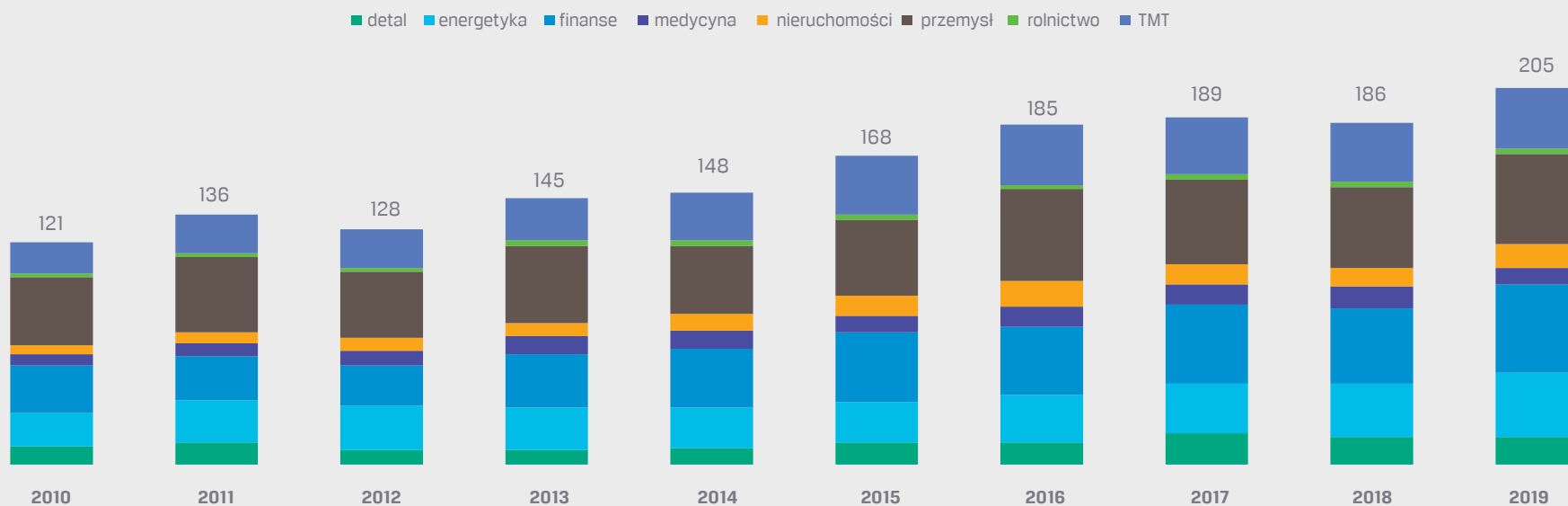


CFA Society
Poland

09 ZAŁĄCZNIKI

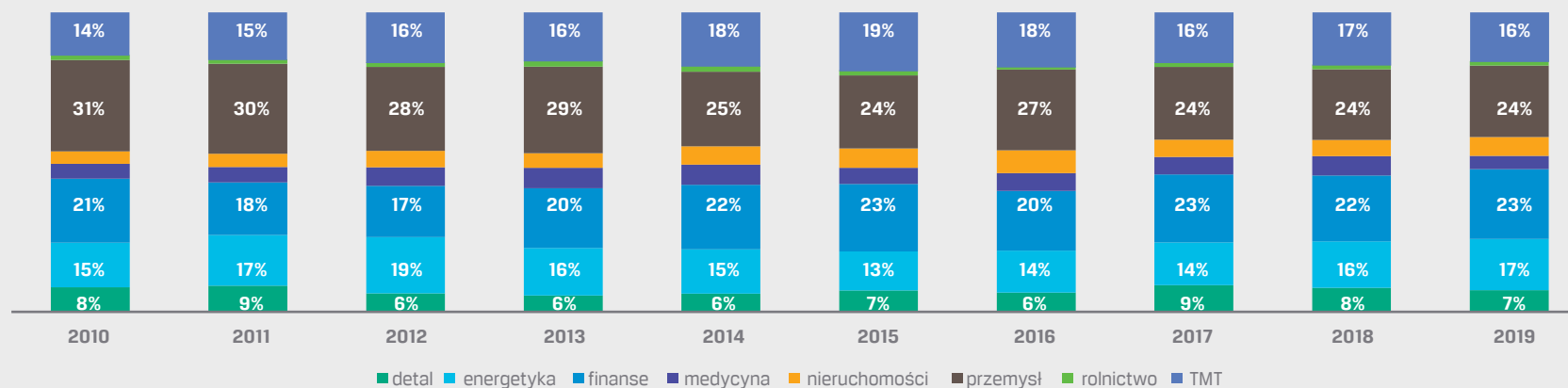
ZAŁĄCZNIK 1. DANE SEKTOROWE

Wykres 9. Liczba stanowisk obejmowanych przez kobiety we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w podziale na sektory dla lat 2010-2019 w ujęciu nominalnym.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Wykres 10. Procent stanowisk obejmowanych przez kobiety we władzach spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80, w podziale na sektory dla lat 2010-2019.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

Tabela 9. Średnia liczebność władz spółek wchodzących na koniec 2019 roku w skład indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w podziale na sektory w latach 2010-2019.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DETAL	8,9	8,9	8,4	8,5	8,9	9,5	9,8	10,0	9,8	9,8
ENERGETYKA	12,1	12,3	12,2	12,1	12,6	11,9	12,8	12,4	12,5	12,4
FINANSE	12,6	12,8	12,9	13,6	14,2	14,6	14,8	15,0	14,9	15,1
MEDYCYNĄ	7,9	9,0	8,0	7,9	8,3	8,8	8,5	9,0	8,5	8,6
NIERUCHOMOŚCI	8,8	9,1	9,1	9,2	9,7	10,0	10,1	10,4	10,2	10,2
PRZEMYSŁ	8,8	9,3	9,2	9,6	9,7	9,6	9,6	9,7	9,7	9,8
ROLNICTWO	4,3	5,0	5,5	5,5	5,3	5,5	5,5	5,5	5,5	5,8
TMT	10,1	9,0	9,4	9,6	9,8	10,4	10,3	10,2	10,3	10,5
ŚREDNIA	9,7	9,8	9,7	9,9	10,2	10,4	10,5	10,6	10,6	10,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych, prospektów emisyjnych i informacji zawartych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

ZAŁĄCZNIK 2. MEDIANY SEKTOROWE

ROK	C/Z	C/WK	WSKAŹNIK WYPŁATY DYWIDENDY	STOPA DYWIDENDY BRUTTO	MARŻA ZYSKU NETTO	ROE	ROCZNA ZMIANA SPRZEDAŻY	ROCZNA ZMIANA ZYSKU NETTO	DZIENNA ZMIENNOŚĆ CENY AKCJI (ODCHYLENIE STANDARDOWE)	ROCZNA ZMIANA ŚREDNIEJ CENY AKCJI	TSR
DETAL											
2015	19,99	2,77	0,09	0,00	0,05	0,18	0,18	0,21	0,02	0,34	0,35
2016	15,82	2,57	0,13	0,01	0,05	0,16	0,21	0,21	0,02	0,12	0,16
2017	18,34	4,37	0,19	0,01	0,06	0,14	0,17	0,15	0,02	0,38	0,38
2018	20,44	2,88	0,17	0,01	0,05	0,11	0,16	0,10	0,02	-0,07	-0,05
2019	13,91	2,41	0,04	0,00	0,04	0,12	0,20	0,02	0,02	-0,09	-0,09
ENERGETYKA											
2015	10,07	0,86	0,23	0,03	-0,07	-0,06	0,01	-0,15	0,02	-0,10	-0,08
2016	8,78	0,68	0,12	0,02	0,06	0,06	-0,05	-0,13	0,02	-0,29	-0,28
2017	6,05	0,86	0,18	0,02	0,08	0,08	0,00	0,31	0,02	0,23	0,25
2018	11,13	0,68	0,00	0,00	0,05	0,04	0,11	-0,32	0,02	-0,18	-0,17
2019	9,69	0,50	0,00	0,00	0,04	0,04	0,13	-0,23	0,02	-0,15	-0,15
FINANSE											
2015	15,02	1,59	0,00	0,00	0,27	0,11	0,03	-0,04	0,02	-0,12	-0,05
2016	13,24	1,37	0,09	0,00	0,28	0,10	0,10	0,11	0,02	-0,19	-0,14
2017	14,74	1,31	0,08	0,00	0,26	0,09	0,10	0,08	0,02	0,26	0,27
2018	13,37	1,38	0,22	0,01	0,28	0,09	0,06	0,12	0,02	-0,08	0,01
2019	14,13	1,07	0,29	0,02	0,20	0,07	0,04	-0,10	0,02	-0,09	-0,09

MEDYCYNĄ											
2015	21,67	2,59	0,00	0,00	0,08	0,13	0,26	-0,06	0,02	0,19	0,19
2016	21,62	2,49	0,00	0,00	0,06	0,05	0,02	0,01	0,02	0,19	0,20
2017	32,55	2,34	0,00	0,00	0,07	0,10	0,21	0,34	0,02	0,10	0,12
2018	12,69	1,89	0,00	0,00	0,11	0,06	0,01	0,17	0,02	-0,06	-0,06
2019	24,57	1,77	0,00	0,00	0,02	0,03	-0,07	-0,58	0,02	-0,03	-0,03
NIERUCHOMOŚCI											
2015	12,10	0,69	0,00	0,00	0,24	0,08	0,15	0,02	0,02	0,07	0,07
2016	9,68	0,88	0,40	0,03	0,18	0,10	0,22	0,25	0,02	0,08	0,15
2017	9,08	0,77	0,39	0,03	0,17	0,12	0,22	0,02	0,02	0,03	0,10
2018	7,22	0,78	0,65	0,09	0,20	0,11	0,16	0,17	0,02	-0,02	0,03
2019	8,00	0,75	0,68	0,11	0,19	0,14	0,03	0,05	0,02	-0,02	0,07
PRZEMYSŁ											
2015	13,20	1,56	0,28	0,02	0,06	0,14	0,08	0,16	0,02	0,12	0,15
2016	12,83	1,61	0,32	0,02	0,07	0,13	0,05	0,11	0,02	0,04	0,06
2017	14,10	1,62	0,32	0,02	0,05	0,10	0,07	-0,06	0,02	0,11	0,14
2018	11,11	1,36	0,33	0,03	0,06	0,12	0,11	0,12	0,02	-0,18	-0,09
2019	11,20	1,13	0,29	0,03	0,04	0,10	0,00	-0,13	0,02	-0,16	-0,11
ROLNICTWO											
2015	6,49	0,89	0,00	0,00	0,07	0,15	0,15	-1,29	0,03	-0,10	-0,10
2016	4,06	0,96	0,00	0,00	0,17	0,23	0,14	1,18	0,02	0,31	0,32
2017	6,42	1,11	0,04	0,01	0,11	0,18	0,16	-0,22	0,02	0,25	0,26
2018	9,61	0,93	0,06	0,01	0,08	0,09	0,01	-0,26	0,02	-0,11	-0,10
2019	17,23	0,86	0,20	0,01	0,02	0,03	0,06	1,07	0,02	-0,07	-0,07
TMT											
2015	13,14	1,30	0,00	0,01	0,10	0,11	0,15	0,17	0,02	0,22	0,24
2016	15,99	1,41	0,00	0,00	0,13	0,11	0,01	0,16	0,02	0,06	0,12
2017	21,45	1,52	0,18	0,01	0,07	0,08	0,09	0,06	0,02	0,12	0,15
2018	16,56	1,75	0,19	0,01	0,09	0,10	0,17	0,25	0,02	-0,02	-0,01
2019	13,75	2,07	0,40	0,02	0,10	0,11	0,13	0,18	0,02	0,07	0,09

-
- ¹ McKinsey & Co, "Diversity Wins. How inclusion matters", May 2020; Credit Suisse, "The CS Gender 3000 in 2019: The changing face of companies", October 2019.
- ² Kanter, Rosabeth Moss, "Men and Women of the Corporation", New York: Basic Books, 1977; Dahlerup, Drude, "The story of the theory of critical mass", Politics & Gender, December 2006; Danbold, F. and Unzueta, M., "Drawing the Diversity Line: Numerical Thresholds of Diversity Vary by Group Status", Journal of Personality and Social Psychology: Interpersonal Relations and Group Processes, 2019; Roth, L., "The Social Psychology of Tokenism: Status and Homophily Processes on Wall Street", Sociological Perspectives, June 2004.
- ³ Art. 369 and art. 386 of the Act of September 15, 2000 – Commercial Companies Code (consolidates text: Journal of Laws 2000 No. 94 item 1037).
- ⁴ Kanter, Rosabeth Moss, "Men and Women of the Corporation", New York: Basic Books, 1977.
- ⁵ Dahlerup, Drude, "The story of the theory of critical mass", Politics & Gender, December 2006.
- ⁶ Danbold, F. and Unzueta, M., "Drawing the Diversity Line: Numerical Thresholds of Diversity Vary by Group Status", Journal of Personality and Social Psychology: Interpersonal Relations and Group Processes, 2019; Roth, L., "The Social Psychology of Tokenism: Status and Homophily Processes on Wall Street", Sociological Perspectives, June 2004.
- ⁷ Credit Suisse, "The CS Gender 3000 in 2019: The changing face of companies", October 2019.
- ⁸ McKinsey & Co, "Diversity Wins. How inclusion matters", May 2020.
- ⁹ Kanter, Rosabeth Moss, "Men and Women of the Corporation", New York: Basic Books, 1977; Dahlerup, Drude, "The story of the theory of critical mass", Politics & Gender, December 2006; Danbold, F. and Unzueta, M., "Drawing the Diversity Line: Numerical Thresholds of Diversity Vary by Group Status", Journal of Personality and Social Psychology: Interpersonal Relations and Group Processes, 2019; Roth, L., "The Social Psychology of Tokenism: Status and Homophily Processes on Wall Street", Sociological Perspectives, June 2004.

BIBLIOGRAFIA

- Credit Suisse, "The CS Gender 3000 in 2019: The changing face of companies", October 2019.
- Childs, S. and Krook, M. L., "Critical Mass Theory and Women's Political Representation", Political Studies, February 2008.
- Dahlerup, D., "The story of the theory of critical mass", Politics & Gender, December 2006.
- Danbold, F. and Unzueta, M., "Drawing the Diversity Line: Numerical Thresholds of Diversity Vary by Group Status", Journal of Personality and Social Psychology: Interpersonal Relations and Group Processes, 2019.
- Kanter, R. M., "Men and Women of the Corporation", New York: Basic Books, 1977.
- Kanter, R. M., "Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women", American Journal of Sociology, March 1977.
- Konrad, A. M., Kramer, V. and Erkut, S., "Critical mass: The impact of three or more women on corporate boards", Organizational Dynamics, 2008.
- McKinsey & Co, "Diversity Wins. How inclusion matters", May 2020.
- Roth, L., "The Social Psychology of Tokenism: Status and Homophily Processes on Wall Street", Sociological Perspectives, June 2004.
- Srinidhi, B., Gul, F.A., Tsui, J. "Female Directors and Earnings Quality", Contemporary Accounting Research, 2011.
- Terjesen, S., Sealy R. and Singh V., "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda", Corporate Governance: An International Review, 2009.
- Terjesen, S. and Singh, V., "Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context", Journal of Business Ethics, 2008.
- Torchia, M., Calabro, A., Huse, M., "Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass", Journal of Business Ethics 2011.



Global Compact
Network Poland



CFA Society
Poland