

Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Ekonomie



VLIV ESG NA EKONOMICKOU
VÝKONNOST FIRMY

bakalářská práce

Autor: Jakub Menšík

Vedoucí práce: Ing. Vojtěch Kotrba Ph.D.

Rok: 2023

Prohlašuji na svou čest, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Jakub Menšík
V Praze, dne 12. 5. 2023

Poděkování

Chtěl bych touto cestou poděkovat svému vedoucímu doktoru Vojtěchu Kotrbovi za jeho pomoc a cenné rady v souvislosti se zpracováním této práce. Jako další bych velice rád poděkoval kolegům z ekonomického výzkumu ČSOB – konkrétně Martinu Kupkovi, Janu Burešovi a Janu Čermákovi za pomoc a zpřístupnění Bloomberg terminálu v souvislosti s čerpáním dat pro empirickou část. V poslední řadě taktéž děkuji svým kolegům v ČSOB za trpělivost a usnadnění studijního volna pro vypracování bakalářské práce.

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Zpracovatel: **Jakub Menšík**

Studijní program: **Ekonomie**

Název tématu: **Vliv ESG na ekonomickou výkonnost firmy**

Zásady pro vypracování:

1. Bakalářská práce se zabývá konceptem ESG (Environmental Social Governance), a to konkrétně ve vztahu k ekonomickým a finančním ukazatelům na úrovni jednotlivých firem. ESG standardy slouží pro evaluaci společnosti skrze 3 základní pilíře: Environmental = řízení rizik spojených s klimatickými dopady, Social = sociální dopady činnosti firmy na „ostatní“ zúčastněné strany (tedy tzv. shareholders) a nakonec Governance = obecné řízení rizik, otázky transparentnosti apod. Tento faktor, spolu s ostatními, pak zároveň slouží pro investory v rámci rozhodování při investičních příležitostech.
2. V práci bude ESG podrobeno analýze, která bude užita i pro ověření, zdali se s obecně vyššími ESG standardy (dle příslušné metodiky) dá očekávat lepší ekonomická výkonnost firmy. Cílem práce je tedy ověřit, jestli je možné ESG standardy vnímat jako jeden z dalších determinantů lepší ekonomické a finanční výkonnosti.
3. ESG v posledních letech nepochybně nabírá na stále důležitějším postavení v globálním světě. Tento koncept představuje doplňující nástroj či parametr pro investory, skrze který mohou lépe ohodnotit firmy z hlediska investičních příležitostí a případných budoucích zisků. S ESG se nemusí nutně pojít jen určité globálně využívané standardy či metodiky pro posouzení ekonomických subjektů, nýbrž jde také o způsob, jak být transparentnější, a to jak obecně, tak ve vztahu k řízení rizik. V neposlední řadě ESG také představuje nástroj pro monitorování míry společenské či environmentální odpovědnosti příslušných firem.
4. Teoretická část práce se bude věnovat úvodu do ESG a tzv. společenské odpovědnosti jako celku. Bude zde představen vývoj tohoto konceptu z historického hlediska spolu s jeho aktuální podobou v ČR i ve světě. Dále bude téma analyzováno i ve vztahu k ekonomii jako vědě skrze teorii externalit v otázkách obecného blaha a případné mitigace jeho ztrát nebo rizik obecně. Téma bude zasazeno i do kontextu tradičního pohledu na trh a na jeho případná selhání. V rámci tohoto tématu také dojde k představení možného „konfliktu“ zájmů shareholders v porovnání se rolí a cíli stakeholders. Zároveň dojde k představení i opačných, kritických pohledů na tento fenomén. Cílem této části tedy bude celkově podat úvod do dané problematiky a zároveň ji popsat ve vztahu k ekonomii.
5. V praktické části bude využito ekonometrické analýzy. Pomocí metody nejmenších čtverců bude analyzováno, zdali je možné teoretická východiska popisované v první části práce, sledovat a prokázat na reálných datech, tak jako je tomu u existující literatury. Data, na kterých bude ekonometrická analýza provedena, budou použita z oficiální Bloomberg databáze (prostřednictvím Bloomberg Terminálu) a půjde o průřezová data za rok 2022 napříč výběrem firem v rámci České republiky, Slovenska, Maďarska a Polska – tedy zemí tzv. V4. Mezi vysvětlované proměnné, které mají představovat ekonomickou výkonnost firmy a které zároveň budou v rámci jednotlivých regresí zahrnuty, pak bude Tobinovo Q, ROE (Return on Equity) spolu s ROA (Return on Assets). Co se týče vysvětlujících proměnné, tak vzhledem k tématu práce půjde zejména o ESG Score, které je dle Bloomberg metodiky přiřazováno jednotlivým firmám. Mezi kontrolní proměnné pak bude zařazena například velikost firmy, měřená skrze celkový objem aktiv (Total Asset).

Rozsah práce: 45

Seznam odborné literatury:

1. DOWELL, Glen; HART, Stuart; YEUNG, Bernard. Do corporate global environmental standards create or destroy market value?. *Management science*, 2000, 46.8: 1059-1074.
2. FLAMMER, Caroline. Green bonds: effectiveness and implications for public policy. *Environmental and Energy Policy and the Economy*, 2020, 1.1: 95-128.
3. HEAL, Geoffrey. Corporate social responsibility: An economic and financial framework. *The Geneva papers on risk and insurance-Issues and practice*, 2005, 30: 387-409.
4. JONES, Thomas M. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 1995, 20.2: 404-437.
5. KHANNA, Madhu; DAMON, Lisa A. EPA's voluntary 33/50 program: Impact on toxic releases and economic performance of firms. *Journal of environmental economics and management*, 1999, 37.1: 1-25.
6. MILOJEVIĆ, Nenad; REDZEPAGIC, Srdjan. ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE RISKS-MICROECONOMIC AND MACROECONOMIC ASPECTS. *The European Integration Process: Crisis and Resilience in the Aftermath of the Covid-19 Pandemic*, 263.
7. TARMUJI, Indarawati; MAELAH, Ruhanita; TARMUJI, Nor Habibah. The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2016, 7.3: 67.
8. TZOUVANAS, Panagiotis; MAMATZAKIS, Emmanuel C. Does it pay to invest in environmental stocks?. *International Review of Financial Analysis*, 2021, 77: 101812.

Datum zadání bakalářské práce: únor 2023

Termín odevzdání bakalářské práce: květen 2023

Elektronicky schváleno dne 11. 3. 2023

Jakub Menšík
Autor práce

Elektronicky schváleno dne 11. 3. 2023

Ing. Vojtěch Kotrba, Ph.D.
Vedoucí práce

Elektronicky schváleno dne 14. 3. 2023

prof. Ing. Robert Holman, CSc.
Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 14. 3. 2023

doc. Ing. Dagmar Brožová, CSc.
Garantka studijního programu

Abstrakt

Cílem této práce je výzkum vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firmy spolu s představením ESG a společenské odpovědnosti firem v rámci ekonomické teorie. Z hlediska teorie jsou zde představeny přístupy v pozadí této tematiky – konkrétně teorie stakeholderů a shareholderů, ovšem taktéž problematika externalit. ESG skóre, které je v práci využito k analýze jeho vlivu, je Bloomberg ESG, popisující míru, jakou firmy dokládají jednotlivé metriky ESG. Ekonomickou výkonnost zde představují proměnné popisující ziskovost firmy (ROA, ROE) a zároveň tržní hodnotu firmy (Tobinovo Q). Ekonometrická analýza je v praktické části provedena ve dvou sadách modelů na průřezových datech vybraných firem zemí Visegrádské čtyřky a Evropské unie. Použitá data jsou za rok 2022. V souvislosti s výsledky analýzy lze v práci pozorovat spíše negativní vliv ESG jako celku a většiny jeho jednotlivých složek (E, S, G) na zvolené závislé proměnné. Nicméně výjimkou je složka E, popisující environmentální faktor, která dle zjištění může mít pozitivní vliv na výkonnosti firmy, a to jak z pohledu ziskovosti, tak v rámci tržní hodnoty.

Klíčová slova: ESG, CSR, společenská odpovědnost firem, teorie stakeholderů, teorie shareholderů, profitabilita firmy, tržní hodnota firmy

JEL: Q56, G32, D22, L21

Abstract

The aim of this bachelor thesis is to examine impact of ESG on the economic performance of firm, including an introduction to the ESG and corporate social responsibility in relation to the economic theory. From the perspective of the theoretical economics there are presented ideas from the background of this topic – Concretely theory of stakeholders and shareholders, but also problematics of externalities as well. In this thesis, there is used Bloomberg ESG score for an impact analysis, which describes the intensity of firm's filling of individual ESG metrics. Economic performance of the firm is presented by the variables describing its profitability (ROA, ROE) and market value (Tobin's Q). Econometric analysis in the empirical part is performed through 2 sets of models using cross-sectional data chosen from countries of Visegrad group and European union. Data are as for the year 2022. Regarding to the outcomes of this analysis there can be seen rather negative impacts of overall ESG and its separate factors (E, S, G) on the chosen dependent variables. However, the exception is variable E explaining environmental factor which has significant positive impact on firm's profitability and market value as well.

Key words: ESG, CSR, corporate social responsibility of firms, stakeholder theory, shareholder theory, firm's profitability, market value of the firm

JEL: Q56, G32, D22, L21

Obsah

Úvod	1
1.0 Úvod do CSR a ESG	2
1.2 CSR	2
1.3 ESG	4
2.0 Praktický pohled na ESG a jeho podobu	7
2.1 Ekonomický a finanční proces a jeho účastníci	7
2.3 Poskytovatelé ESG indexů	9
3.0 Teorie stakeholderů a shareholderů	11
3.1 Teorie stakeholderů	12
3.2 Teorie instrumentálního stakeholdera	14
3.3 Teorie shareholderů	16
3.4 Srovnání obou přístupů	18
4.0 Ekonomické přístupy k CSR a ESG, empirická literatura	20
4.1 CSR a ESG ve vztahu k ekonomii	21
4.2 Empirická literatura zabývající se vlivem ESG a CSR na ekonomické ukazatele ...	26
5.0 Shrnutí teoretické části	29
6.0 Empirická část	32
6.1 Hypotézy	33
6.2 Data	33
6.2 Proměnné	35
6.3 Ekonometrická analýza	39
6.4 Výstupy z ekonometrické analýzy	42
6.5 Diskuse výsledků a závěry	47
Závěr	51
Seznam zkratk	55
Seznam tabulek a grafů	56
Zdroje	57

Úvod

Téma ESG¹ a společenské odpovědnosti firem (CSR²) v rámci dnešní doby bezpochyby nabírá na stále větší aktuálnosti. Důvodů, proč tomu tak je, může být uvedeno vícero. Může jít o různá vnější nařízení či normy vynucované v rámci příslušných institucionálních uspořádání, ovšem zároveň, může jít taktéž o přirozený vývoj daný poptávkou po robustnějším řízení rizik, která mohou být spojená i s enviromentálními nebo obecnými společenskými dopady zisk maximalizujících činností jednotlivých firem. ESG tedy představuje nástroj pro evaluaci jednotlivých firem, který zároveň funguje jako doplnění ke standardním ekonomickým a finančním ukazatelům, dle kterých tržní subjekty zvažují výhodnost či rentabilitu jejich případných investic. Vzhledem k této evaluaci, ESG může znamenat i vyšší míru transparentnosti a signalování ve vztahu k řízení rizik nebo vůči konečným spotřebitelům spolu s ostatními účastníky trhu. Z toho důvodu je taktéž aktuální výzkum vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firem, což je primárním cílem této práce, a to zároveň spolu s uvedením tohoto tématu ve vztahu ke standardní ekonomické teorii.

Co se týče struktury, tak tato práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část z důvodu zachování kontinuity jednotlivých kroků výzkumu. Nejprve dojde k teoretickému úvodu a vymezení, jehož východiska následně budu analyzována v rámci reálných dat v praktické části.

V teoretické části práce je cílem představit koncept ESG jako celek, a to jak z aktuálního pohledu, tak i ve vztahu k vývoji tohoto konceptu v minulých letech od jeho počátků. Z toho důvodu bude teoretická část rozdělena de facto na 2 sekce. V první sekci dojde k vymezení pojmů ESG a CSR spolu s jejich historickou a aktuální podobou. V této sekci bude následně také představen konflikt zájmů mezi shareholders³ a stakeholders⁴, spolu s příslušnými teoriemi, které se jeví v rámci problematiky společenské odpovědnosti

¹ ESG je souhrn parametrů ve vztahu k „Environmental“, „Social“ a „Governance“ faktorům konkrétních firem. ESG zároveň poskytuje v těchto metrikách ucelené hodnocení ve formě indexu či ratingu. Bližší popis bude uveden dále v práci, v rámci teoretické části.

² CSR = Corporate Social Responsibility. Jde o pojem obecnější než ESG, nicméně CSR na základech ESG stojí. CSR zastřešuje veškeré aktivity v rámci společenské odpovědnosti firem

³ Shareholder = Akcionář. V rámci teorie shareholderů je takto reprezentován pohled standardní ekonomické teorie, tedy důraz na cíl maximalizace zisku firmy

⁴ Stakeholder = „Ostatní“ zúčastněné strany v rámci aktivit firem. Může jít jak o spotřebitele, tak o různé sociální skupiny či subjekty, které jsou více či méně ovlivňovány ze strany činností firmy. V rámci teorie stakeholderů jsou popisovány právě i ostatní faktory (sociální, environmentální apod.), které firma může spolu s maximalizací zisků následovat.

firem a ESG jako stěžejní. Jednotlivé teorie budou také navzájem porovnány a zhodnoceny.

V druhé sekci teoretického rámce bude téma ESG (a společenské odpovědnosti firem) zasazeno do kontextu ekonomické teorie. Konkrétněji například z pohledu teorie externalit, nebo z hlediska selhání trhu a státních zásahů. ESG spolu s CSR bude také představeno v rámci empirické literatury popisující jeho vliv na ekonomické a finanční ukazatele firem. Na základě toho budou následně v praktické části stanoveny jednotlivé výzkumné hypotézy.

V praktické části bude provedena ekonometrická analýza, skrze metodu nejmenších čtverců na ročních firemních datech. V rámci této části tedy bude analyzován primární cíl práce, kterým je ověření vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firmy, a to zároveň skrze hypotézy stanovené na začátku praktické části.

1.0 Úvod do CSR a ESG

V této kapitole bude podán celkový úvod do CSR (Corporate Social Responsibility) a ESG (Environmental, Social, Governance). Dojde k vymezení obou pojmů spolu s krátkým představením historického vývoje.

1.2 CSR

Aby mohlo dojít k teoretickému vymezení konceptu ESG je potřeba nejprve popsat nadřazenější či obecnější pojem, kterým je CSR – tedy tzv. korporátní společenskou odpovědnost (Corporate Social Responsibility). Z teoretického pohledu je CSR (částečně spolu s ESG) široké a stále rozvíjející se téma. Při pohledu na jeho historický vývoj jsou za začátek jeho moderní éry často označována 50. léta 20. století. Během 70. let se CSR postupně profilovalo do více různých oblastí působnosti. Následně se během 80. a 90. let. začalo ubírat směrem k novým teoriím a přístupům, které se týkaly vztahu s tzv. stakeholdery – například Freemanova (1984) teorie stakeholderů. Na přelomu tisíciletí pak v souvislosti s přirozenou poptávkou po formalizování jasné struktury CSR, z tohoto konceptu v rámci mainstreamu vzešlo tzv. ESG, které bude popsáno dále v práci (Carroll, 1999).

V rámci dostupné literatury můžeme pozorovat široké spektrum názorů a přístupů ve vztahu k definování CSR. Například v souvislosti s výzkumem ze strany Jacksona a Hawкера (2001) je poukazováno na to, že navzdory rešerši dostupných zdrojů, de facto

žádné jasné teoretické vymezení a definice CSR neexistují. Van Marrewijk (2003) popisuje, že poukazování na čistou absenci jedinečného teoretického vymezení zde nutně nemusí být finální východisko. Důvodem je, že pojem společenské odpovědnosti firem je často vychýlený určitými zájmy a oblastmi, což nakonec může znamenat pouze složitější chápání a aplikování takových principů. Neznamená to však čistou absenci jediné definice CSR. Autor zde, i vzhledem ke zjištění Keijzerse (2002), například připouští větší analýzu konceptu CSR a vyzývá k mírnému rozlišování na CS (korporátní udržitelnost - Corporate Sustainability) a CSR. CS má představovat zaměření na tvorbu hodnot, řízení environmentálních dopadů či otázky rozvoje lidského kapitálu a CSR jako celek následně představuje principy transparentnosti nebo definice vztahů korporací se stakeholdery.

Dle Dahlsruda (2008) lze CSR vnímat jako koncept, ve kterém jsou obsaženy určité dimenze působnosti. Může to být např.: dimenze stakeholderů, ekonomická, sociální, environmentální, či dobrovolnická. Skrze ně je následně možné komparativně hodnotit množství odlišných teoretických přístupů a pokusů o definici pojmu CSR. Zároveň je zjevné, že ekonomické aspekty zde mají jednoznačně své místo. V rámci těchto definic se také často objevuje faktor dobrovolnosti – tedy, že daní agenti mohou využívat CSR principy na dobrovolné bázi.

I ve vztahu k ekonomii lze nalézt některé pokusy o definování CSR. Například dle Bagnolillo a Wattse (2003) či Besleyho a Ghataka (2007) je možné CSR mimo jiné také definovat jako produkování veřejných statků (public goods) a naopak omezování tzv. public bads. Společenskou odpovědnost dle jejich přístupu lze chápat i jako schopnost de facto nahradit instituce, a to pouze v případě, kdy primárně selžou v poskytování zmíněných veřejných statků.

Jestliže tedy shrneme odlišné a zcela různorodé přístupy, které zde byly uvedeny, je zjevné, že CSR lze v souladu s literaturou označit jako obecnou oblast v rámci firemních aktivit, která má za cíl například reflektovat více faktorů (sociální, environmentální, vztahy se stakeholdery, ekonomické vztahy). Tyto faktory pak zároveň mají pomáhat firmám naplňovat jejich klíčový cíl, kterým je dle standardní ekonomické teorie maximalizace zisku. Vzhledem k silné heterogenitě přístupů a teorií, je potřeba brát v potaz více přístupů. Tedy ty, dle kterých se jeví nejracionálnější CSR označit jakožto pojem s absencí konkrétní definice, jako např. Jackson a Hawker (2001), nebo Font a kol. (2012), ovšem zároveň je nutné pochopit i konkrétnější přístupy a modely, které CSR

dokáží lépe definovat, a které zároveň nerezignují na detailnější vymezení jeho pole působnosti – tedy jako např. dle přístupu Dahlsruda (2008).

1.3 ESG

Na rozdíl od obecných až často vágních definic korporátní společenské odpovědnosti (CSR), samotné ESG již dokáže více přiblížit své pole působnosti, neboť poskytuje hlubší, přesnější a již strukturovaný pohled na konkrétní oblasti, které jsou jím vymezeny (Caplan a kol., 2013). Dle Schanzenbacha a Sitkoffa (2020) lze ESG principy rozdělit dle toho, co je de facto jejich očekávaným výstupem. Konkrétně, může jít například o propagaci ESG principů ryze vzhledem k důvodům jejich dopadů na 3. strany (tedy principy tzv. SRI = Sociálně odpovědného investování - Socially Responsible Investing), nebo naopak čistě z důvodu očekávaných zisků vzhledem ke přizpůsobení se či přímo mitigaci konkrétních rizik. V neposlední řadě se také objevují názory či pohledy, které popisují ESG i skrze ekonomickou teorii či tzv. teorii stakeholderů, kde právě ESG může být jedním z jejích hlavních determinantů (Kumar & Pankaj, 2021). Samotná teorie stakeholderů bude v rámci této práce, spolu s pohledem ekonomické teorie vůči ESG a CSR, dále popsána.

Z důvodu úzkého vztahu s CSR je kořeny ESG neméně složité jednoznačně determinovat. Jako klíčový milník se dá považovat historicky uplatňovaný koncept zmíněného SRI. Tento princip je v globálním povědomí zejména vzhledem ke hnutí za zodpovědné investování, jež se v historii objevovalo vícekrát. Už v rámci koloniální éry Spojených států amerických byly aktivní zájmové skupiny, které odmítaly financování aktivit spojených s obchodem s otroky. Dále, na začátku 20. století dostalo SRI konkrétnější podobu, a to formou bojkotu tabákových, alkoholových či hazardních společností ze strany podílového fondu Pioneer Group, který byl své doby v této aktivitě první a na jehož aktivitu postupně navázalo více takových korporací. Během druhé poloviny 20. století (zejména v 60. a 70. letech) následovaly SRI aktivity týkající se lidských práv a protiválečných hnutí či například také v souvislosti se situací v tehdejší Jihoafrické republice. Zde byly faktickou součástí těchto principů světové investiční společnosti a korporace, které skrze vědomé rušení investičních aktivit v Jihoafrické republice poukazovaly na tehdejší problémy týkající se tzv. apartheidu (Caplan a kol., 2013; Schanzenbach & Sitkoff, 2020; Hauck a kol., 1983).

Co se týče aktuální podoby konceptu ESG, tak zde se již jedná o záležitost ze začátku 21. století. V roce 2004, v rámci iniciativy Who Cares Wins vedené tehdejším generálním tajemníkem Organizace spojených národů (OSN) Kofi Annanem, skrze kterou došlo ke spolupráci 20 světových finančních institucí, byl již uceleně představen koncept ESG, a to ve formě, která je známá i dnes.⁵ V tomto ohledu je nutné dodat, že navzdory tomu, že se jednalo o impuls institucionálního charakteru, iniciativa vzešla i z přirozené poptávky ze strany firemního analytického či manažerského aparátu, který taktéž již potřeboval jasnější strukturu této problematiky. V souvislosti s tím bylo ESG strukturovaně rozděleno na klíčové oblasti – tedy E = Environmental, S = Social a G = Governance. Ty lze (i přes rozdílnost ekonomických subjektů či regionů, kterých se týkají) považovat za společnou množinu aktivit dříve popsaných v rámci korporátní společenské odpovědnosti (CSR). Z iniciativy v neposlední řadě taktéž nepřímo vyplývá, že společným jmenovatelem, který je klíčový pro vnímání konceptů ESG, je také obecné řízení rizik, otázky transparentnosti firem či korporací a dopady jejich činností na 3. strany (United Nations, 2004; Gillan a kol., 2021).

Tato struktura byla následně formálně potvrzena opět ze strany OSN v rámci dokumentu Principles for Responsible Investment (PRI), jehož cílem bylo zaměřit se na to, aby investoři již braly v potaz ESG faktory a zahrnuly je v rámci jejich investičních aktivit k financování různých typů korporací a společností (United Nations, 2006).

Níže a na další straně lze pro ilustraci nalézt rozdělení a popis klíčových oblastí ESG dle výše zmíněné iniciativy Who Cares Wins.

Enviromentální oblast (Environmental issues) = E

- *Rizika plynoucí z klimatických změn,*
- *Nutnost redukce vypouštění toxických odpadů*
- *Nové regulace stanovující hranice pro environmentální odpovědnost ve vztahu k produktům a službám*

⁵ Jednalo se o nejvýznamnější světové finanční domy – např. Goldman Sachs, Deutsche Bank, HSBC Bank, Morgan Stanley aj., či zároveň také Světová banka – které se spojily v rámci této aktivity a vytvořily ucelený report s řadou významných doporučení na téma společenské odpovědnosti korporací/firem.

- *Nárůst společenského tlaku na zlepšení výkonnosti, transparentnosti a odpovědnosti, které jinak vedou k reputačním rizikům, jestliže nejsou řízeny správně*
- *Rozvíjející se tržní příležitosti pro environmentálně přátelské produkty a služby*

Sociální oblast (Social issues) = S

- *Bezpečnost a zdraví v rámci pracovního prostředí*
- *Vztahy s komunitami*
- *Záležitosti lidských práv v rámci odběratelsko-dodavatelských vztahů*
- *Vztahy mezi „vládami“ a jednotlivými komunitami v rámci operací v rozvojových zemích*
- *Nárůst společenského tlaku na zlepšení výkonnosti, transparentnosti a odpovědnosti, které vedou k reputačním rizikům, jestliže nejsou řízeny správně*

Oblast korporátní governance (Corporate governance issue) = G

- *Struktura řídicích pracovníků firem a jejich odpovědnost*
- *Účetní a reportingové praktiky*
- *Auditní výbory a nezávislost jednotlivých auditorů*
- *Odměny řídicích pracovníků*
- *Řízení a řešení problémů s korupcí a úplatky*

Zdroj: Převzato z iniciativy Who Cares Wins, dle United Nations (2004)

V rámci této iniciativy je také poukázáno na to, že firmy a korporace, které zvládají řízení těchto oblastí, mohou očekávat větší zisky a zvýšení jejich hodnoty z pohledu akcionářů (tedy tzv. shareholderů). Jako příslušné proudy či kanály, skrze které toho mohou dosahovat pak konkrétně může patřit správné řízení obecných rizik, či regulatorních požadavků, ale zároveň také potenciální vstupy na nové trhy spolu s přispíváním k udržitelnému rozvoji jejich struktur (United Nations, 2004; Hill, 2020). Podobná vyvození pak můžeme nalézt i v rámci další literatury, kde například Jones a kol. (2018) popisují, že firmy, které jsou schopné si vyvinout schopnost udržování blízkých vztahů spolu se stakeholdery, mohou dosahovat výhodných konkurenčních výhod oproti jiným firmám.

Shrneme-li tedy úvodní strany, tak došlo k popisu základu, co se týče vymezení pojmů CSR a ESG. Zatímco CSR lze označit za obecnější či hůře uchopitelné téma co do jasného vymezení se týče, ESG je v tomto ohledu jiné. I vzhledem k institucionálním krokům představuje ESG již lépe vymezený a strukturovaný koncept. Lze jej rozlišit na jasněji definované části týkající se environmentální, sociální a oblasti firemní governance. V případě environmentální složky se může jednat o problematiku znečišťování ovzduší, klimatické změny apod. Co se týče sociální části ESG, tak zde lze na základě již uvedeného zařadit například lidsko-právní témata, vztahy s komunitami či minoritami, nebo také otázky reputace. Nakonec, v případě oblasti firemní governance, může jít o témata řízení a mitigace rizik napříč strukturami. Zároveň lze uvést, že jsou celkově skrze tyto oblasti hodnoceny dopady činností firmy na ostatní zúčastněné strany či tzv. stakeholdery.

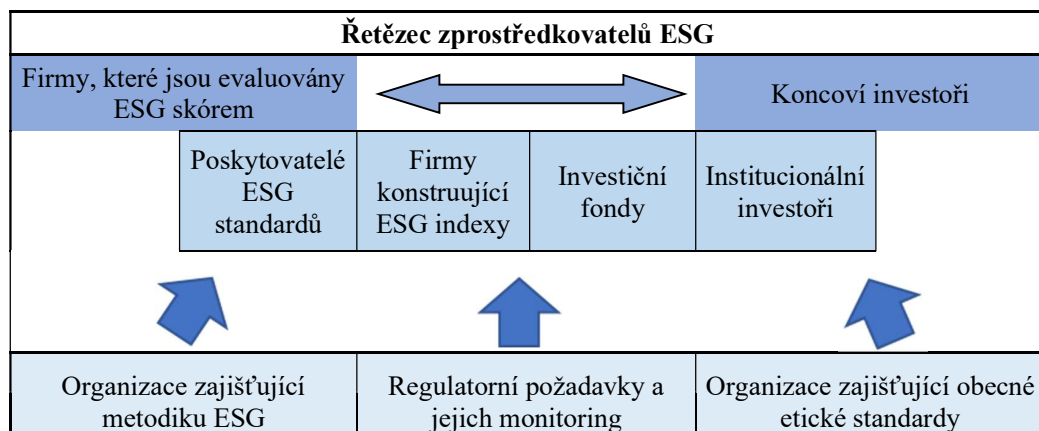
2.0 Praktický pohled na ESG a jeho podobu

Tato kapitola bude zaměřena již na praktický a aktuální pohled na ESG. V rámci toho je nutné na začátku uvést, že i v tomto případě zde lze pozorovat značnou rozdrobenost či heterogenitu různých institucí a přístupů, které se strukturou samotného ESG zabývají. Konkrétně může jít například ryze o politické entity, ovšem taktéž o různé obecné zastřešující agentury a organizace, které poskytují metodickou podporu pro ESG standardy (OECD či již zmíněné PRI v rámci OSN). V neposlední řadě jde také o ratingové agentury se zaměřením na udržitelnost, které sestavují příslušná ESG skóre. Tyto agentury jsou v rámci tohoto tématu a cíle v praktické části důležité.

2.1 Ekonomický a finanční proces a jeho účastníci

Jako první je nutné vymezit celistvou strukturu ESG z pohledu jednotlivých participantů či prostředníků, kteří jsou standardně zapojení do tohoto procesu jak z finančního, tak ekonomického pohledu. Na další straně je k dispozici schéma, které popisuje veškeré zúčastněné instituce dle metodiky OECD. V rámci dostupné literatury existují i další, podobné přístupy, které znázorňují celý řetězec či ekosystém týkající se ESG – např. Kocmanová a Dočekalová (2013).

Tabulka č. 1 – Schéma zprostředkovatelů ESG



zdroj: Převzato z Boffa a Patalana (2020), vlastní úprava

Lze tedy pozorovat (dle výše zmíněného přístupu OECD), že ESG schéma obsahuje jednotlivé sktruktury, které jsou mezi sebou vzájemně provázané. Klíčové je zde v první řadě rozdělení na společnosti, které jsou evaluovány ESG skórem, dle kterého následně mohou koncoví investoři provádět svá rozhodnutí. Dále zde existují poskytovatelé ESG standardů či firmy konstruuující tyto ESG indexy. Sem lze zařadit společnosti, které, tak jako standardní ratingové agentury (Moody's, Standard & Poors, Fitch), hodnotí ESG faktory v rámci konkrétních firem. Zároveň tyto společnosti taktéž disponují vlastní metodikou ohodnocování či tvorby výstupů v podobě konkrétních ESG skóre. Ta nejdůležitější z těchto skóre či společností, společně se skórem, které bude užito v praktické části, budou představena v následující kapitole – konkrétně MSCI, Thomson Reuters a Bloomberg. V poslední řadě zde taktéž existují ryze metodické společnosti, organizace a instituce, které zajišťují celkovou metodiku k plnění ESG principů na základě různých evaluačních kritérií a které zároveň tuto metodiku poskytují vůči uvedeným společnostem konstruuujícím ESG skóre. V tomto případě jde například o SASB (Sustainability Accounting Standards Board) či GRI (Global Reporting Initiative). Tyto společnosti fungují ve spolupráci s různými regulatorními požadavky, a zároveň berou v potaz různé formy doporučení ze strany organizací zajišťujících obecné etické standardy (OECD, OSN a další).

V tomto případě taktéž lze zmínit, že celá problematika společenské odpovědnosti firem a ESG se taktéž týká politik centrálních bank, které často však v menší míře, investují do různých firem či projektů v rámci této problematiky. Například i Česká národní banka (ČNB) má ve svém portfoliu část investic, ubírajících se právě směrem společenské odpovědnosti a ESG. Nicméně podíl těchto investic stále není nijak významný, neboť ke

konci roku 2022 činil 3,62 %, což bylo dokonce méně než za rok 2021, kdy šlo o 3,69 % z celého portfolia. ČNB lze označit v tomto ohledu za poměrně konzervativní instituci, která sama uvádí, že se stále primárně řídí finančními a ekonomickými faktory. Avšak společně s Evropskou centrální bankou (ECB) a evropskými orgány dohledu (ESA) spolupracují, tak jako ostatní centrální banky, na analýze v otázkách většího začlenění ESG a CSR aktivit v rámci regulatorních požadavků (ČNB, 2023).

2.3 Poskytovatelé ESG indexů

V této kapitole budou představení hlavní poskytovatelé ESG indexů. Tito poskytovatelé ESG indexů či ratingů jsou svými strukturami a funkcí značně podobní standardním ratingovým agenturám, které však v těchto případech taktéž vyvíjí své vlastní ESG ratingy, jak již bylo uvedeno dříve dle Hilla (2020). Stejně jako v minulých případech i zde je nutné uvést, že takových poskytovatelů ESG indexů (v celistvé či rozdělené podobě na E, S, G) je celá řada. Avšak v rámci této práce budou představeny pouze 3 poskytovatelé, kteří jsou v rámci finančních trhů využíváni v signifikantní míře. Jde konkrétně o MSCI, Thomson Reuters a v poslední řadě Bloomberg, jehož skóre bude využito v praktické části k analýze vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firem.

MSCI

Tento ESG rating vznikl pod záštitou korporace Morgan Stanley, jde tedy o tzv. Morgan Stanley Capital International. Výstupem dle této metodiky jsou jednotlivá skóre v rámci sedmibodové škály, kde AAA je nevyšší a CCC naopak nejnižší. Jde o model výpočtu na základě vážených sumací ve vztahu k příslušným metrikám. Z institucionálního pohledu je MSCI index například integrován vůči směrnici Evropské unie a její tzv. taxonomii (Boffo & Patalano, 2020; Hill, 2020; MSCI, 2020).

Thomson Reuters

Dalším zástupcem je Thomson Reuters. Tento poskytovatel ohodnocuje například kromě standardních ESG metrik taktéž ESGC, kam jsou zahrnuta i tzv. C (= Kontrovezní - Controversial) témata, která se vyskytují v daném odvětví či ve světě. To je prováděno na základě analýzy světových médií. Thomson Reuters je také unikátní v tom, že dokáže z dostupných poskytovatelů pojmout nejvíce dílčích metrik pro jejich výpočet. Jednotlivé oblasti (E, S, G) tvořené příslušnými metrikami, jsou následně individuálně váženy. Finálním výstupem je v tomto případě rating od nejnižší hodnoty D minus, představující

skóre 0 – 0,833 až po nejvyšší A plus, představující skóre 0,916 – 1,000 (Boffo & Patalano, 2020; Thomson Reuters, 2017).

Bloomberg

Posledním zde představovaným poskytovatelem je Bloomberg. Ten je však mírně specifický případ. Bloomberg jako celek obsahuje v první řadě i ostatní indexy (např. včetně výše zmíněného MSCI) pro případné analytické či evaluační potřeby. V rámci jeho přístupu tedy například kombinuje a škáluje příslušné metriky či přímo indexy od různých poskytovatelů. Nicméně produkuje také svoje vlastní ESG skóre – Bloomberg ESG Disclosure Score. To může být celkové (formou ESG), nebo opět v rámci každé jednotlivé oblasti E, S, G. Škála je v tomto případě od 1 do 100 bodů. Specifikum tohoto přístupu je však zejména v tom, že zmíněné ESG Bloomberg Disclosure Score ukazuje, jak jsou firmy ESG transparentní – tedy konkrétně, v jaké míře skutečně plní a dokládají příslušné ESG metriky, a to v rámci celé komplexní a vážené kombinace několika metodik, poskytovatelů, nebo samotných indexů (Bloomberg, 2023; Boffo & Patalano, 2020; Smeesters, 2018; Gillan a kol. 2021).

Na následující straně je k dispozici souhrnný přehled těchto 3 výše zmíněných „hlavních“ poskytovatelů ESG skóre. Jsou zde uvedeny vždy konkrétní hlavní oblasti v rámci každého E, S či G pilíře daného skóre.

Tabulka č. 2 – Souhrn hlavní poskytovatelů ESG skóre (indexů)

<i>Pilíř</i>	<i>Thomson Reuters</i>	<i>MSCI</i>	<i>Bloomberg</i>
<i>Environmental</i>	<i>Využívání přírodních zdrojů</i>	<i>Klimatická změna</i>	<i>Uhlíkové emise</i>
	<i>Emise</i>	<i>Přírodní zdroje</i>	<i>Klimatické změny</i>
	<i>Inovace</i>	<i>Otázky znečištění a odpadů</i>	<i>Znečišťování</i>
		<i>Environmentální příležitosti</i>	<i>Odpady</i>
			<i>Obnovitelná energie</i>
			<i>Omezenost zdrojů</i>
<i>Social</i>	<i>Pracovní síla</i>	<i>Lidský kapitál</i>	<i>Dodavatelské řetězce</i>
	<i>Lidská práva</i>	<i>Produktová odpovědnost</i>	<i>Diskriminace</i>
	<i>Komunity</i>	<i>Zájmy Stakeholderů</i>	<i>Státní pobídky</i>
	<i>Produktová odpovědnost</i>	<i>Příležitosti v sociální sféře</i>	<i>Diverzita</i>
			<i>Lidská práva</i>
			<i>Vztahy s komunitami</i>
<i>Governance</i>	<i>Management</i>	<i>Korporátní bezpečnost</i>	<i>Odměny managementu</i>
	<i>Shareholderi</i>	<i>Korporátní chování</i>	<i>Nezávislost managementu</i>
	<i>CSR strategie</i>		<i>Shareholderi a jejich práva</i>
			<i>Kumulované hlasování</i>
			<i>Kontrola zneužití pravomocí</i>
			<i>Variabilita zastoupení v rámci managementu</i>
<i>Počet metrik</i>	<i>186</i>	<i>34</i>	<i>>120</i>

Zdroj: Převzato z tvorby OECD dle Boffa a Patalana (2020), na základě informací z: Refinitiv, MSCI, Bloomberg, FTSE.

3.0 Teorie stakeholderů a shareholderů

Aby bylo možné lépe popsat a analyzovat ESG ve vztahu k zájmům či cílům firmy, je potřeba hlubší pohled na danou problematiku. Je tedy žádoucí z teoretického pohledu nejprve definovat tzv. ostatní zúčastněné strany (stakeholdery) a akcionáře (shareholdery) spolu s jejich vzájemným a přirozeným konfliktem zájmů. V této kapitole bude nejprve specifikován pohled, který je v rámci ESG (spolu s CSR) označován za jeden z ústředních hybatelů – tedy tzv. teorie stakeholderů. Bude zde i přímo vymezen pojem stakeholder

spolu s jeho zájmy. Ve druhé části bude stejným způsobem představen názorový protipól, a to v podobě teorie shareholderů. Daná problematika zde bude i částečně uvedena v kontextu ekonomie. Nakonec budou oba přístupy ucelené a dle existující literatury srovnány.

3.1 Teorie stakeholderů

Dle výzkumu Parmara a kol. (2010), který byl proveden na základě Freemana (1984) se pojem stakeholder tak, jak jej vnímáme v kontextu tohoto tématu poprvé objevil během 60. let 20. století. Tento termín měl zpočátku upozorňovat na fakt, že akcionáři (tzv. stockholders, nebo tzv. shareholders) nejsou jediným a hlavním okruhem zájmu pro firmy a jejich management. Ten se může zodpovídat nikoli pouze této skupině, ale i ostatním „zúčastněným stranám“ (tedy tzv. stakeholderům). Následně, během 80. let, došlo zejména ze strany Freemana (1984) k posunutí tohoto konceptu skrze definování základních problémů pro firmy. Ty se týkaly zejména 3 základních otázek. V první řadě, jakým způsobem je tvořena, ale i zároveň směřována reálně vytvořená hodnota v rámci rapidně vyvíjejícího se prostředí firmy. Dále zde byl otevřen koncept a otázka, zdali existuje spojení mezi kapitalismem a etikou. V poslední řadě šlo také o přístup k nastavení myšlení v rámci managementu. A to konkrétně, jaký by měl být rozhodovací proces ze strany zástupců na výkonných postech firmy z pohledu tvorby hodnot pro firmu a spotřebitele za výše zmíněného dodržení provázanosti kapitalismu s etikou.

Na základě výše uvedených hlavních otázek Freeman (1984) formalizoval a sestavil teorii stakeholderů. Koncept vysvětluje, že tyto vydefinované problémy mohou být snáze vyřešeny skrze zakomponování faktu, že existují určité vztahy mezi firmou a ostatními individualitami (tedy 3. stranami – tzv. stakeholdery), které ovlivňují jak firmu, tak jsou zároveň ovlivňovány z její strany. Firmu je v kontextu teorie stakeholderů nutné v první řadě vnímat jakožto soubor vztahů s množstvím různých individualit či skupin, které mají v jejím rámci své soukromé zájmy, a které také usměrňují a definují firmu samotnou. Konkrétně může jít například o investory, zaměstnance, dodavatele, nebo různé komunity. Důležité je zde doplnit, že dle tohoto přístupu je hodnota tvořena ryze společně a ve spolupráci právě mezi stakeholdery a shareholdery.

Zároveň nejen, že efektivní řízení vztahů se stakeholdery mimo jiné prospívá kapitalismu jako systému, ale lze jej také chápat z pohledu morálních a etických otázek, které jsou úzce spojené s principy tvorby hodnot. Firmy, které se více orientují právě na zájmy

stakeholderů a vztahy s nimi, jsou lépe schopné produkovat hodnoty a předcházet různým morálním konfliktům či selháním (Parmar a kol., 2010; Phillips a kol., 2003; Post a kol., 2002; Sisodia a kol., 2007).

Nicméně, navzdory tomu, že je tato teorie poměrně ucelená a strukturovaná, můžeme i zde pozorovat celou řadu upravených výkladů a názorových proudů. Například ze strany Marcoux (2000) je teorie popisována ve smyslu, že její přínos je primárně v rámci distribuce finančních výstupů. Konkrétně zde má jít o to, kdo získá zdroje (finance) dané organizace či firmy, čímž se taktéž lze dostat k již zmíněnému přirozenému konfliktu zájmů mezi stakeholdery a shareholdersy, kteří zde z logiky věci stojí ve vzájemné opozici.

Co se týče morálních otázek a vztahu s etikou, tak zde například Orts a Strudler (2002) tvrdí, že teorie stakeholderů může být do jisté míry považována za určitou morální doktrínu. To je následně blíže specifikováno ze strany Mulhalla a kol. (1994), a to v takovém smyslu, že dle jejich názoru tato teorie dokáže samostatně popsat široké spektrum problémů, a proto není potřeba zapojovat jiné již vytvořené a strukturované teorie či oblasti. V reakci na to například Phillips a kol. (2003) popisuje, že naopak nejde o obecnou morální doktrínu, nýbrž o čistou teorii organizací, která naopak nedokáže pojmut veškeré morální otázky či pohledy.

V poslední řadě zde lze uvést i názorový proud, který popisuje teorii stakeholderů jakožto faktické vyvážení přístupů vůči názorům upínajícím se ryze na pohled skrze shareholdera (tedy pohled čistého zájmu maximalizace zisku). Konkrétně k tomu může docházet skrze jasně vymezené odpovědnosti pro řídící pracovníky (manažery), u kterých je na základě toho například menší prostor a motivace pro zneužívání pravomocí (Jensen, 2001; Marcoux, 2000; Sternberg, 2000; Phillips a kol., 2003).

Teorie stakeholderů tedy může sloužit jako termín pro kroky, které může manažerský aparát spolu s firmou jako celkem podnikat proto, aby firma brala v potaz i ony stakeholdery (3. strany) a aby s nimi taktéž zachovávala korektní vztahy. Vzhledem k tomu může být robustnější vůči různým rizikům a zároveň může dosahovat lepších výsledků v rámci zisků či tvorby hodnot.

3.2 Teorie instrumentálního stakeholdera

K analýze detailnějšího pohledu v rámci této teorie zde však mohou pomoci i další přístupy, které více syntetizují a derivují teorii stakeholderů tak, jak je popsána ze strany Freemana (1984). Takovým přístupem je například tzv. Teorie instrumentálního stakeholdera (Instrumental stakeholder theory - IST), která jde v rámci teoretického vymezení ještě hlouběji a pokouší se o syntézu ekonomické teorie spolu s etikou. Obecně řečeno vnímá vztah firmy spolu se stakeholdery na bázi smluvního (kontraktového) rámce, důvěry a dalších faktorů. I přesto, že v rámci analýzy využívá prvky ekonomické teorie, je zároveň v názorové opozici vůči neoklasické ekonomii. Jak je však již z názvu patrné, jde pouze o tzv. instrumentální přístup, to znamená, že veškeré principy jsou zde spíše čistě teoretického charakteru. Nicméně i přesto tato teorie slouží jako kvalitní ilustrace pohledu na stakeholdery a jejich roli (Jones, 1995; Jones a kol., 2018). IST vychází z již vymezeného teoretického základu v podobě „obecnější“ teorie stakeholderů. V rámci tohoto teoretického modelu popsaného ze strany Jonese (1995), jsou stanoveny jeho základní předpoklady následovně.

V souladu s přístupem Freemana (1984), je firma charakterizována jako soubor vztahů vůči individualitám, které mohou být z její strany ovlivněny, ale které taktéž ovlivňují firmu samotnou. Jako smlouva („kontrakt“) je zde definován vztah mezi firmou a právě jejími stakeholdery a probíhající směna s transakcemi mezi nimi (Eisenhardt, 1989)

Management firmy (a jeho konkrétní výkonní zástupci) jsou v tomto kontextu chápáni jako smluvní agenti firmy, a to právě pro vztahy z úhlu pohledu firmy vůči stakeholderům. V rámci této teorie jsou zároveň management a firma brány jako jedna homogenní entita. Může zde tedy také docházet k nežádoucím uspořádání v souvislosti s tzv. problémem pana a správce a dalším, které budou popsány dále (Jones, 1995).

V poslední řadě je zde trh charakterizován pomocí Rakouské školy (Neoklasické ekonomii a jejímu přístupu navzdory) – tedy, že neexistuje žádná všeobecná tržní rovnováha a trhy pouze stále směřují k bodu rovnováhy (Kirzner, 1979).

Na základě těchto předpokladů a zároveň ve vztahu k ekonomické teorii, je tento přístup (přesněji jeho část zaměřující se na ony smluvní vztahy) dále popisován skrze tyto koncepty vztahující se k ekonomii, které popisují smluvní vztahy a jejich případnou efektivitu: Problematiku transakčních nákladů v souvislosti s problémem pána a správce,

neboli tzv. Teorii agentů (Agency Theory) (Jensen & Meckling, 1976; Coase, 1937) a koncept týmové produkce (Alchian & Demsetz, 1972).

V případě tzv. problému pána a správce (Agency Theory) spolu s pohledem v rámci ekonomie transakčních nákladů, jde v principu o záležitost týkající se rozdělení pravomocí mezi 2 strany. A to konkrétně mezi pána (principála) a správce (agenta). Tento principál deleguje potřebnou práci právě na konkrétního správce, který jí reálně vykonává. Nicméně v tomto složení mohou vzniknout problémy, týkající se konfliktu zájmů těchto dvou stran. Tedy konkrétně, že zájmy principála (například v podobě majitele firmy) nemusí být stejné jako zájmy správce (agenta), kterým může být konkrétní řídící pracovník v exekutivní funkci, kterou obdržel. V souvislosti s tím se zde mohou objevovat problémy týkající se morálního hazardu (například v podobě zneužití funkce), nepříznivého výběru (tzv. adverse selection) či například také kompletně odlišných postojů k rizikům. Na základě toho vznikají náklady (tzv. agency costs), které mají povahu transakčních nákladů, a to konkrétně na případné vyjednávání, nebo jejich monitorování či vynucování. Příčinou takovýchto nákladů může být i situace, kdy jsou obě strany kontraktu či smlouvy (například firma a spotřebitel) sice schopné efektivně a účinně spolupracovat a vyjednávat, nicméně k takové spolupráci nakonec nedojde, neboť obě strany budou mít podezření z toho, že vždy příslušná protistrana získá větší vyjednávací sílu, tudíž si tímto konkrétní účastník zároveň sníží své zisky – tedy, tzv. Hold-up problem. Ten však může být, i v kontextu vztahů se stakeholdery, vyřešen skrze kvalitní budování vztahů mezi producenty (firmami) a spotřebiteli, což lze uchopit i právě v pohledu skrze teorii stakeholderů (Coase, 1937; Jensen & Meckling, 1976; Jones, 1995; Eisenhardt, 1989; Williamson, 1985; Williamson, 1975).

V druhém případě může jít o tzv. problém týmové produkce, který taktéž do situace vnáší příslušné náklady. V rámci tohoto problému jde konkrétně o to, že při spolupráci jedinců v určité skupině bohužel nelze efektivně měřit míru jejich jednotlivých individuálních příspěvků ke společnému cíli či jejich reálnou výkonnost ve dané skupině. Konkrétní jedinec tak může být odměněn i přesto, že jeho snaha a úsilí byly podstatně menší, než u zbytku, neboť tato týmová produkce je de facto výstupem v podobě funkce všech individualit dohromady. V rámci tohoto se zde taktéž může objevit tzv. problém černého pasažéra. Musí zde tedy být ve finále někdo, kdo ponese případné náklady, a to například na monitorování dané situace či v horším případě náklady ve formě nižší produkce (Alchian & Demsetz, 1972; Jones, 1995; Olson, 1965).

Tyto koncepty a problémy uvedené v předchozích odstavcích, mají jedno společné – rostoucí dodatečné transakční náklady. V souvislosti se zde popisovaným přístupem týkajícím se teorie instrumentálního stakeholdera ze strany Jonese (1995), i trh či stakeholderi samotní, umí „ocenit“, že daná firma bude schopná efektivně tvořit smluvní rámce (zmíněné kontrakty). Firma tak následně zároveň může disponovat konkurenční výhodnou, *Ceteris Paribus*.

Vzhledem k tomu v rámci shrnutí a případných implikací této teorie jsou taktéž vyřčeny některé predikce, a to i přes faktický nedostatek empirického přístupu. Nicméně v kontextu již uvedeného a faktu, že kromě zmíněných ekonomických konceptů jsou zde zakomponovány i etické či morální pohledy na smluvní vztahy mezi firmou a stakeholdery, tento přístup předvídá, že firmy, které budou tvořit a efektivně udržovat smluvní vztahy na bázi důvěry a kooperace, budou dosahovat udržitelné konkurenční výhody oproti firmám, které dané principy v takové míře naopak využívat nebudou. Zároveň, toto může pomoci i v rámci řešení nechtěného a často nákladného oportunistického chování. V neposlední řadě IST taktéž skrze tyto principy nachází i jisté ospravedlnění pro jinak iracionální altruistické chování (právě vůči 3. stranám, často v podobě stakeholderů), které může být pro firmy výhodné a prospěšné. Je tedy možné pozorovat, že i přes to, že je dané pole působnosti analyzováno ze širšího pohledu, jsou zde de facto potvrzena a rozšířena některá východiska uvedená v předchozí kapitole, která se vážou čistě k obecnější teorii stakeholderů (Jones, 1995; Jones a kol., 2018).

3.3 Teorie shareholderů

Jako druhý a zároveň opačný úhel pohledu, který je v pozadí diskuse v rámci ESG a společenské odpovědnosti firem, je nutné představit tzv. teorii shareholderů (Shareholder's theory). Nicméně spíše než jasně definovatelná teorie (tak jako je tomu více či méně v případě teorie stakeholderů), jde spíše o přístup, který nabízí kritiku opačného pohledu a jeho obranu v rámci ekonomické teorie. V rámci teorie shareholderů je tedy kladen důraz zejména na svobodné zájmy jednotlivce a na funkci firmy z pohledu maximalizace jejího zisku, jakožto základního stavebního kamene.

Jako základ a hlavní pilíř je zde považován přístup dle Friedmana (1970), který mimo jiné ostře kritizuje teoretická vymezení spojená ryze se stakeholdery a společenskou odpovědností firem. Konkrétně jde o jeho komentář „*The social responsibility of business is to increase its profits*“. Friedman (1970) zde vyčítá společenské odpovědnosti právě

onu již zmíněnou absenci jednoznačného teoretického rámce a zároveň její definiční vágnost. Klíčovými subjekty, kteří podléhají určitým odpovědnostem (v kontextu tohoto tématu), nejsou firmy, nýbrž jedinci, mezi které lze zařadit například i management příslušné korporace či firmy. Naráží zde taktéž na to, že onen management firmy je zároveň v konečném rámci odpovědný majitelům dané firmy. Proto tito de facto stále ještě zaměstnanci (i přes výši jejich postu) de facto operují s cizími prostředky. Z toho důvodu případné formy financování společenské odpovědnosti firem, pokud jsou provedeny na základě rozhodnutí managementu, nejsou nic jiného nežli re-alokace prostředků patřící jiným subjektům (nikoliv vlastních zdrojů či financí). Toto dále může naopak způsobit trvalé snižování příjmu shareholderů, kteří v konečném důsledku mohou dané problémy řešit skrze navyšování cen vůči konečným zákazníkům, kterým výrazně stoupnou výdaje.

Tento přístup a kritika, která je jeho součástí, zároveň rozhodně nijak nerelativizují záležitosti v rámci společenské odpovědnosti firem. Pouze je zde zdůrazněno, že by mělo jít o rozhodnutí na základě individuálního rozhodovacího procesu daného jedince, nebo subjektu (shareholdera či spotřebitele a ostatních stakeholderů), který k tomu využije své vlastní prostředky. Je zde nastíněna například možnost, že pokud by v rámci dané korporace či firmy, byla mezi zaměstnanci (a managementem nevyjímaje) poptávka po financování aktivit týkajících se větší provázanosti se stakeholdery, bylo by možné shareholdery zkrátka zdanit, aby takto vynaložené prostředky byly případně využity na ony sociální a další podobné aktivity ovlivňující stakeholdery. Nicméně Friedman (1970) zde zcela logicky namítá, že co se týče otázek danění (ať jej můžeme považovat za více či méně kontroverzní), existují komplexní a demokraticky volené systémy (vlády a instituce s jejich úřednickými aparáty), které mají reálný mandát vzhledem k většinovému zájmu ve společnosti, neboť jsou voleni. Toto je záležitost, kterou management firmy naopak evidentně nemá.

V poslední řadě jsou zde principy sociální odpovědnosti chápány jako určitá doktrína, nýbrž, jak je zjevné z předchozích odstavců, v negativním slova smyslu (nikoliv jako v případě teorie stakeholderů). Tato doktrína pouze prohlubuje míru a množství ryze politických zásahů do individuálních a svobodných aktivit jedinců. V rámci daného přístupu bývá taktéž označena jako tzv. *fundamentálně rozvratnou*. V kontextu toho je tedy jedinou sociální a celkovou odpovědností firmy efektivně využívat zdroje a zapojovat se do takových aktivit, které ve finále budou stimulovat a pomáhat rostoucím

ziskům v co nejdelším období a v rámci nastavených „pravidel hry“ (Friedman 1962; Friedman, 1970).

3.4 Srovnání obou přístupů

Na předchozích stranách byly představeny přístupy, které jsou sice diametrálně odlišné, avšak zároveň oba společně tvoří konflikt zájmů v rámci celého tématu společenské odpovědnosti firem spolu s ESG. Nyní budou tyto koncepty porovnány s pomocí dostupné literatury z hlediska jejich výhod a nevýhod.

Jeden z takových přístupů zabývajících se tímto porovnáním je například Tse (2011). Tato studie porovnává vícero pohledů a východisek ve vztahu k teoriím stakeholderů a shareholderů. Daná problematika je zde ovšem shrnuta i z pohledu finančních krizí a jejich případného řešení právě ve vztahu k těmto odlišným přístupům. Níže tedy můžeme nalézt konkrétní porovnání dle tohoto přístupu.

Teorie Stakeholderů

Výhody

V první řadě lze uvést, že udržování vztahů se stakeholdery může přinést firmě konkurenční výhodu (Jones, 1995; Jones a kol., 2018). Dále například efektivita práce zaměstnanců může být v rámci firmy zvýšena, jestliže jsou si zaměstnanci vědomi toho, že pracují v prostředí orientované na vztahy se stakeholdery (Choi & Wang, 2009). Zároveň firmy, které následují tento přístup, jsou schopné dělat individuálnější rozhodnutí ve vztahu k jejich cílům, která budou lépe přizpůsobena stakeholderům, včetně konečných spotřebitelů (Russo & Fouts, 1997). Z toho také vyplývá, že může docházet ke zlepšení jejich pozice v rámci konkurence, neboť ostatní firmy v těchto případech nebudou schopné tak kvalitně reagovat na jejich akce či modely (Hillman & Keim, 2001).

Nevýhody

V rámci orientace na stakeholdery může v souvislosti s jejich heterogenitou a odlišnými cíli či potřebami docházet k nedostatečnému či nejasnému vymezení cílů dané firmy (Tse, 2011). Zároveň jsou zde i pohledy, které poukazují na to, že firma (reprezentovaná příslušným managementem) se ve finále může octnout v bodě, kdy je prakticky bez cíle. Není totiž možné, aby kromě ústředního motivu maximalizace zisku (současného a budoucího), daná firma plně zvládala ještě ostatní aktivity ve vztahu k stakeholderům, a

to bez toho, aniž by právě maximalizace zisku byla zákonitě upozaděna (M. Jensen, 2001; Sundaram & Inkpen, 2004). V neposlední řadě je zde také evidentní problém v jasné definici a vymezení stakeholderů jako celku. Tento pojem je také často různými subjekty (firmami a spotřebiteli) chápán zcela odlišně (Phillips a kol., 2003).

Teorie shareholderů

Výhody

V rámci tohoto přístupu zde existuje jednoznačnost vymezení shareholdera spolu s jeho zájmy. Spolu s tím je i cíl pro firmy jasný – maximalizace zisku, nebo také maximalizace hodnoty pro shareholdery. Toto je jejich jediná „sociální odpovědnost“ (Friedman, 1962; Friedman, 1970). Dále je, z hlediska fungování firmy či korporace a jejich optimální strategie, jediným validním měřítkem to, jestli jsou schopné produkovat ekonomickou hodnotu pro shareholdery. K tomu je základem předpoklad právě i maximalizace zisku zmíněný výše (Rappaport, 1999). Skrze teorii shareholderů a její principy zároveň firmy mohou prosperovat nejen krátkodobě, ale i v rámci dlouhého období (Danielson a kol., 2008).

Nevýhody

Zde může jít například o růst příjmů a zisků, ovšem společně s nárůstem objemu dluhů a také produktů, které jsou orientovány čistě na dluh – např. nadužívání principů páky (Tse, 2011). Jako další také v krajních případech častá absence racionálního postoje k možným rizikům ze strany investorů (De Bonds, 2008; Lo, 2005). V poslední řadě a z hlediska behaviorálního pohledu se často dají taktéž pozorovat prvky stádního chování investorů, které může vést právě ke zmíněné absenci racionálních postojů či rozhodnutí (Basu a kol., 2008).

Již zmíněný a popsáný přístup v rámci srovnání teorií stakeholderů a shareholderů však není jediný. Například Abe (2007) prováděl analýzu na korporátních datech co se týče odlišného typu manažerů a jejich vlivu na zaměstnanost v rámci příslušné firmy. Konkrétně šlo o srovnání, zdali management firmy, který není z interního prostředí, bude více náchylný k tomu provádět snižování stavů než ten, který pochází z externího prostředí. Z jeho závěrů je tedy patrné, že spíše management z vnějšího prostředí bude „přispívat“ k tomuto snižování. Toto je mimo jiné i v rámci tohoto článku analyzováno a zasazováno do kontextu porovnání obou teorií skrze podpůrné studie. A to například ze strany Tiroleho (2001), který ve svém článku také porovnává oba zde zmíněné přístupy.

Konečným výstupem zde je, že zmíněný závěr, který byl i empiricky dokázán, je spíše v souladu s teorií stakeholderů, než se standardním zisk-maximalizujícím přístupem, který je znám z neoklasické ekonomie.

Nicméně, navzdory tomu, že zde v rámci představení a popisu byly nastíněny 2 odlišné názorové proudy se svými specifiky, které se zároveň oba jeví jako významné v kontextu CSR a ESG (respektive v jejich pozadí), rozhodně není z pohledu praxe žádoucí vydat se pouze jedním směrem. To dokládá i již uvedená existující literatura, která to taktéž doporučuje. Zmíněný Tse (2011) dále popisuje, že každá z teorií či přístupů má svou váhu a významnost. Jejich vymezení je dáno také v kontextu minulých menších či větších selhání, která právě umožnila tuto diskusi a případnou revizi existujících přístupů s jejich obohacením o opačné názorové pohledy. Dále zde upozorňuje na výše uvedené, tedy, že je potřeba chápat a svým způsobem i „implementovat“ oba přístupy. Tedy, v kontextu ekonomické teorie udržovat cíl maximalizace zisku, ale myslet na zájmy příslušné skupiny stakeholderů dané firmy.

4.0 Ekonomické přístupy k CSR a ESG, empirická literatura

U tématu ESG a CSR je kromě nejednoznačnosti týkající se definování těchto pojmů dalším úskalím také jejich zasazení do ekonomické teorie. Tato literatura je stále poměrně v menšině oproti literatuře týkající se různých otázek managementu, etiky či širokého spektra empirických výzkumů na toto téma, které popisují i vliv těchto faktorů na finanční či ekonomickou výkonnost firem. Nicméně i přesto, bude v následující kapitole představena tato literatura, která se podobně jako v práci již uvedená vymezení týkající se teorie shareholderů a stakeholderů, pokouší o syntézu a vysvětlení tématu CSR a ESG ve vztahu k ekonomické teorií.

V rámci bližšího pohledu na literaturu na toto téma se ukazuje, že teoretická vymezení jsou dostupná spíše pro CSR – tedy pro obecnější společenskou odpovědnost firem, která však, jak bylo v této práci uvedeno, může být označena jako ústřední hybatel standardizovanější struktury ve formě ESG. Ovšem lze nalézt i přístupy zabývající se ESG a jeho zasazením v rámci ekonomie, nicméně v menší míře (Oehmke & Opp, 2019; Landier & Lovo, 2020; Morgan & Tomlinson, 2019).

4.1 CSR a ESG ve vztahu k ekonomii

Přístupy týkající se vysvětlení CSR či ESG pomocí ekonomické teorie často využívají teorii externalit, a to právě z důvodu aproximace skrze dopady na 3. strany. Kromě pohledu přes externality se však v rámci literatury objevují i přístupy týkající se tržní konkurence či otázek zajišťování veřejných statků (například Kitzmueller & Shimshack, 2012; Landier & Lovo, 2020; Shleifer, 2004)

Standardní teorie externalit dle Pigua (1912) zmiňuje, že v rámci zisk maximalizujících činností příslušných firem či korporací mohou vznikat vedlejší dopady i na nepřímé účastníky konkrétních transakcí. Tyto dopady mohou být popsány skrze nerovnovážný stav mezi společenskými a soukromými náklady firem na danou činnost. Jedná se tedy o tzv. externality, které mohou být jak negativní, tak pozitivní. Nicméně v kontextu tohoto tématu lze brát v úvahu spíše variantu negativních externalit, tedy případ, kdy náklady, které nese společnost, jsou v rámci konkrétní činnosti vyšší než náklady na straně dané firmy (nejčastěji demonstrováno skrze znečištění). Takový stav může být v rámci této teorie vyřešen například zdaněním, které tyto externality může odstranit. Proces odstranění těchto nežádoucích účinků v podobě externalit je následně definován jako jejich tzv. internalizace.

Přímé zdanění však nemusí být jediná cesta. Dle Coaseho (1960) může v této neefektivní situaci pomoci princip vyjednávání mezi zúčastněnými stranami. Konkrétně se jedná o tzv. Coaseho teorém, který popisuje, že dané strany mohou v rámci příslušné transakce vyjednávat, a to za předpokladu, že náklady na toto vyjednávání jsou nízké. Na základě toho se nerovnovážný stav trhu způsobující externality může vrátit zpět do bodu rovnováhy za efektivní alokace zdrojů.

Co se tedy týče externalit a jejich využití v případě popisu CSR a ESG, existuje zde řada teoretických či empirických přístupů, které se do procesu internalizace externalit snaží zasadit jako klíčové účastníky (například místo zmíněných státních řešení formou zdanění) i firmy a jejich společenskou odpovědnost formou CSR či přímo ESG. Například dále uvedení Morgan a Tomlinson (2019), Kitzmueller a Shimshack (2012), Besley a Ghatak (2007), Landier a Lovo (2020), Crifo a Forget (2012), nebo Heal (2005).

Morgan a Tomlinson (2019) využívají teoretický rámec, kde je analyzována interakce mezi externalitami a tzv. problémem černého pasažéra. Dle jejich výzkumu, který je zároveň i popsán za strany Landiera a Lova (2020), firmy, které jsou schopné (skrze

aktivity spojené s CSR) internalizovat externality, jsou v rámci příslušného robustního řešení také schopné vyřešit i zmíněný problém s černým pasažérem. To je zde i blízce spojeno s nutností zájmu firem o produkci nejen zisk maximalizující činnosti, ale taktéž dopadů na alokaci a nabízení veřejných statků, které mohou být označeny naopak jako pozitivní externality.

Oehmke a Opp (2019) na základě modelu Holmstroma a Tiroleho (1996) a Tiroleho (2006) popisují internalizaci externalit, ovšem v jejich případě ve vztahu k finančním omezením. Jejich teorie zmiňuje, že tato finanční („rozpočtová“) omezení mohou být tvořena skrze případy tzv. morálního hazardu, v rámci kterého, firma de facto nedbá na negativní externality vytvořené z její strany. Skrze proces internalizace těchto externalit pak firma usnadňuje participaci i v rámci sociálně a jinak odpovědných aktivit či investičních příležitostí, které mohou zároveň fungovat jakožto komplement ke klasickým ryze zisk maximalizujícím aktivitám či projektům.

Dle Kitzmuellera a Shimshacka (2012) lze CSR aktivity označit za přípustnou alternativu pro státní zásahy v rámci problému s internalizací externalit či produkcí veřejných statků. Navíc, de facto potvrzují uvedené přístupy skrze fakt, že CSR může být i robustní vůči problému černého pasažéra. Stát má totiž značně omezené prostředky, co se týče vynutitelnosti či monitoringu, které by se mohly stát neúměrně nákladnými, proto, aby dosáhl cílené úspěšnosti v rámci řešení těchto tržních nerovnovah. Mimo jiné na základě jejich modelu v případech, kdy například daná vláda nezasáhne do tržních nerovností, CSR aktivity mohou být označeny z hlediska paretova optima jako druhá nejlepší varianta právě ke státním zásahům.

Zmíněné omezené nástroje či prostředky v rámci monitorovacích či vynucovacích činností na straně státu, mohou být zároveň spouštěčem pro aktivity na poli CSR či ESG i dle přístupu Besleyho a Ghataka (2007). V rámci jejich výzkumu také docházejí k závěru, že CSR aktivity mohou být fakticky reakce na horší schopnosti vlád monitorovat a znát heterogenní preference příslušných subjektů. V těchto případech tedy společenská odpovědnost daných firem může trhu prospívat. Nicméně CSR či ESG zde dle autorů například nelze, v rozporu s jinou uvedenou literaturou, brát jako řešení v rámci zajišťování veřejných statků či vypořádání se s problémem černého pasažéra.

Uvedenou možnost alternativy mezi internalizací externalit a kvalitním poskytováním veřejných statků potvrzují i Crifo a Forget (2012). Nicméně v rámci jejich přístupu také

robustně shrnují větší množství existující literatury na téma společenské odpovědnosti, která může být reprezentována CSR nebo specifitějším ESG. Představují zde například odlišné formy motivace pro tyto praktiky, kterými mohou být altruismus, osobní regulace nebo snaha o vytvoření etického či morálního image vůči stakeholderům. Zároveň konkrétněji specifikují tzv. sociální prestiž, kterou si dané firmy mohou nepřímo kupovat skrze CSR či ESG aktivity. Nicméně toto může taktéž mít dvojí efekt, neboť takové de facto společensky odpovědné signalování může i naopak odradit další subjekty od těchto aktivit, a proto může jít o tzv. zero-sum game (Baron, 2010; Bénabou & Tirole, 2006; Bénabou & Tirole, 2010).

Crifo a Forget (2012), v souvislosti s pracemi Maxwella a Deckera (2006), Innese a Sama (2008), Johnstona a Labonneho (2009), nebo Khanny a Damon (1999), dále doplňují, že praktiky spojené se společenskou odpovědností mohou být pro firmy v daných situacích optimální, a to z pohledu regulatorních požadavků. Obecně, firmy raději samostatně přejdou na povinnosti či doporučení v rámci CSR či ESG, neboť si skrze to budou chtít snížit potenciální dodatečné náklady, které by mohly být v budoucnu daleko vyšší v případě různých regulatorních postihů. Jsou tedy dopředu hledící, což například i potvrzuje empirický výzkum ze strany Khanny a Damon (1999), kteří skrze analýzu participace firem v příslušných environmentálních programech zjišťují, že firmy na základě toho mohou předejít případným regulatorním postihům, či taktéž zlepšit profitabilitu z dlouhodobého hlediska. Nicméně tyto myšlenky se již mírně vážou k uvažování o CSR či ESG skrze určitou míru státních nebo obecně institucionálních zásahů. Proto, v tomto ohledu, dle Lyona a Maxwella (2007) nebo Bénabou a Tiroleho (2010) a dalších dříve zmíněných, bylo uvedeno, že právě v případech státních selhání či neschopnosti státu zareagovat, může být právě CSR vhodným komplementem.

V poslední řadě tento přístup spojuje CSR i s otázkami tržní konkurence či diferenciacie produktu. Z hlediska tržní konkurence, na základě Shleifera (2004), je uvedeno, že i přes častou argumentaci, která zmiňuje, že „neetické“ firemní praktiky jsou výsledkem přirozené chamtivosti, toto chování může být naopak spojeno s konkurenčním prostředím trhu (které zde není nijak zpochybňováno). Mimo jiné, tyto společensky odpovědné aktivity firmy, také mohou být v konečném důsledku označeny za vedlejší produkt tohoto konkurenčního tržního prostředí, a to v případech, kdy firmy soutěží o skupinu spotřebitelů, kteří mají kladné preference vůči jejich CSR či ESG aktivitě a produktům (Bagnoli & Watts, 2003; Fernandez-Kranz & Santalo, 2010).

K procesu internalizace externalit skrze CSR aktivity může docházet i na základě poptávky, potažmo tlaků ze strany různých nevládních společností či agentur. Některé přístupy toto dokonce nazývají tzv. *novou neviditelnou trhu*, které tyto firmy nově čelí, a dle které to také může být chápáno jako určitá prerekvizita pro jejich finanční a ekonomickou výkonnost spolu s růstem (Berghe & Louche, 2005). Mimo jiné se také může stát, že společnost danou firmu, pokud se například nebude snažit o internalizaci externalit, nebo pokud nebude implementovat hodnoty CSR, přestane brát jako sociálně odpovědnou a např. skrze již zmíněný bojkot jí de facto postupně „odstaví“ (Post a kol., 2003).

Finger a Rosenboim (2022) skrze jejich přístup, kde na základě modelování dotazníkových dat, která se týkala zejména ochoty daných subjektů (spotřebitelů) připlatit si za určité produkty či služby firem na základě toho, jestli daná firma implementuje ESG praktiky, také vyvozují určité ekonomické závěry. Spotřebitelé jsou v těchto případech schopni a ochotni připlatit si, pokud ví, že daná firma splňuje na dobré úrovni různé metriky v rámci ESG (či společenské odpovědnosti - CSR). Zároveň tito spotřebitelé taktéž mohou de facto „trestat“ firmy, které toto nesplňují zmíněnou možností bojkotu (Heinkel a kol., 2001). Nicméně, jak již například bylo uvedeno dříve, tak velice záleží, o jakou konkrétní skupinu spotřebitelů se jedná, neboť veškeré skupiny spotřebitelů, nemusí mít kladné preference vůči těmto principům (Bagnoli & Watts, 2003; Fernandez-Kranz & Santalo, 2010). Avšak vzhledem k případným kladným preferencím, a mimo jiné i v souvislosti s přístupem Gneezyho a kol. (2012), je zde jako výstup doporučováno adoptovat ESG principy, a to jak z evidentních důvodů týkajících se stakeholderů, životního prostředí a dopadů na 3. strany, tak samozřejmě i z pohledu vlastních zisků, které skrze tyto metriky zvýšit lze.

Landier a Lovo (2020) dále například konstruuji model všeobecné rovnováhy konkrétní ekonomiky, kde jsou zároveň přítomny negativní externality. Těmito externalitami trpí jednotliví agenti v rámci této hypotetické ekonomiky, ve kterých zájmu je samozřejmě jejich internalizace. Klíčový subjekt modelu je následně tzv. ESG investiční fond, který dbá ESG metrik či metodik a zahrnuje je v jeho rozhodovacím a investičním procesu. Výstupem je analýza strategie tohoto ESG fondu, který se mimo jiné také snaží o maximalizaci veřejného blaha. Vzhledem k obecným dopadům existence fondu a k jeho preferencím vůči ESG, tak jsou to právě jeho kroky, které pomáhají internalizovat externality v rámci daného trhu. De facto lze uvést, že působí jak nepřímo, jako motivace

či pobídka pro ostatní účastníky k těmto krokům, tak přímo, a to skrze financování ESG aktivit. Nicméně i jeden z předpokladů tohoto přístupu zároveň je, že sám fond prioritizuje investice do společností nebo trhů, kde existuje akutní problém s externalitami. Proto, je přístup nutné chápat, jako poměrně zjednodušený.

Tanaka (2016) i v souvislosti se svými předchozími modely či přístupy, například viz Tanaka (2011) a Tanaka (2012) představuje teoretický model v jehož rámci je popsán ESG mechanismus ve vztahu ke ztrátám obecného blaha, profitabilitě investic a udržitelnosti. Tento model zároveň i nabízí řešení týkající se činnosti a vlivu ESG mechanismů v případech, kdy selže trh či stát jako regulátor. Konkrétně zmiňuje, že ESG metody a činnosti pomáhají v případě ztrát obecného blaha, což také může pomoci jak v případech tržních selhání (ve smyslu globální krizí), tak z hlediska jejich prevence. Dále zde může být ESG označeno jako spouštěč v rámci konkurence a konkurenčního prostředí, a to z pohledu udržitelných ekonomik a systémů, v jejichž rámci toto může být iniciováno skrze spolupráci různých komunit či subjektů na cestě k cíli v podobě lepší míry udržitelnosti. Z hlediska konkurence zde tedy lze pozorovat podobné výstupy jako u dříve uvedeného Shleifera (2004) – tedy, že ESG může být efektivní v rámci konkurenčního prostředí. V poslední řadě také ESG principy mohou pomoci firmám a systému vzhledem k tomu, že například zisk maximalizujícím firmám budou nabízeny různé pobídky či motivace k tomu, aby byli citlivější, co se týče rizik a inovací. Tyto inovace jsou zde však myšleny v sociálním kontextu či v rámci zmíněných dopadů na vztahy se stakeholdery. ESG praktiky také mohou pomoci v prostředí systému sdílených ekonomik či v rámci 4. průmyslové revoluce.

Jako poslední Milojevič a Redzepagič (2022) popisují, že ESG může mít pozitivní vliv na mikroekonomické či makroekonomické ukazatele, nebo zároveň také na otázky řízení finančních rizik, týkajících se finanční stability. Nicméně je zde však nutné doplnit, že i dle jejich přístupu v budoucnosti bude existovat stále větší potřeba pro lepší popsání či zanalyzování konkrétních kanálů, skrze které ESG může dané oblasti zlepšovat.

4.2 Empirická literatura zabývající se vlivem ESG a CSR na ekonomické ukazatele

Zde bude představena empirická literatura pojednávající, jak o obecných principech korporátní sociální odpovědnosti (CSR), tak přímo o ESG a vlivu těchto faktorů na klíčové finanční a ekonomické ukazatele firem. Empirická literatura spolu s příslušnými přístupy je v tomto případě obecně bohatší než teoretické rámce, které byly zmíněné v předchozí kapitole.

Úvodem, v souvislosti s cílem a metodou v rámci zkoumání vlivu příslušného ESG skóre, konkrétně skrze analýzu lepší ekonomické výkonnosti firmy na základě Bloomberg ESG Disclosure Score v praktické části práce, zde bude nejprve představena empirická literatura, která rovněž využívá toto skóre.

Buchanan a kol. (2018) analyzují vliv tohoto skóre na hodnotu firmy reprezentovanou Tobinovým Q, a to jak v časech krizí, tak mimo ně. Dochází k poměrně kombinovaným závěrům. Konkrétně, v období před nástupem finanční krize, která de facto vnáší exogenní šok, je možné pozorovat s lepší hodnotou tohoto indexu vyšší hodnotu firmy (skrze Tobinovo Q). Naopak v průběhu finanční krize popisuje, že firmy s vyšším ESG jsou zasažené více nežli ostatní. Na základě těchto výsledků uvádí, že je důležité brát v potaz 2 efekty týkající se ESG, resp. CSR aktivit – efekt přeinvestování a efekt řešení konfliktu, které jsou v konečném důsledku závislé na časovém rámci a na exogenních podmínkách. V případě efektu řešení konfliktu jde o konflikty zájmu mezi řídicími pracovníky firem a 3. stranami (stakeholdery). Efekt přeinvestování pak popisuje, že CSR aktivity tvořící ESG indexy či skóre mohou být pro určité firmy příliš nákladné.

Smeesters a Mottet (2018) zkoumají vliv tohoto indexu vzhledem k optimálnímu výběru investičního portfolia za využití akcií z evropského indexu STOXX Europe 600. I v jejich případě výsledky spíše ukazují, že firmy, které jsou méně transparentní (tedy s nižším ESG indexem) mohou být lépe výkonné nežli více transparentní firmy. Navíc je zde taktéž zmíněno, že existují značné nerovnosti z toho důvodu, že často pouze větší firmy mohou být schopné lépe participovat v rámci ESG aktivit.

Bloomberg ESG index taktéž využívají Almeyda a Darmansyah (2019). Konkrétně analyzují firmy ze zemí G7, a to jak vůči finančním či ekonomickým faktorům v podobě návratnosti aktiv (ROA) nebo návratnosti vlastního kapitálu (ROE), ovšem taktéž z pohledu akciových ukazatelů – tedy například ukazatel ceny akcie, nebo P/E poměr

(poměr ceny a zisku na akcii). Co se týče výsledků, tak mírně v kontradikci k výše zmíněnému přístupu Buchanana (2018) uvádí a potvrzují, že ESG Bloomberg index může mít spíše pozitivní vliv na ekonomické či finanční ukazatele firem. Zde lze tedy pozorovat soulad s teoretickými východisky. Nicméně například z pohledu dílčích faktorů E, S, G tomu tak být nemusí, ovšem dle autorů vliv v těchto případech přímo negativní není.

V neposlední řadě dle Yua a kol. (2018) lze skrze Bloomberg ESG skóre zlepšit situaci týkající se informační asymetrie mezi investory a zároveň snížit náklady spojené s monitoringem jednotlivých agentů z pohledu tzv. principála. Toto je mimo jiné i v souladu se studií ze strany Chenga a kol. (2014). Navíc Yu a kol. (2018) v souladu s Ecclesem a kol. (2001) potvrzují relevanci Bloomberg indexu co se týče implikací a využití pro další výzkum. Vliv na hodnotu firmy je zde dle Yua a kol. (2018) pozitivní.

Lopez-de-Silanes a kol. (2020) zkoumají vliv jak na řízení rizik, tak na výkonnost konkrétních firem. V první řadě, tak jako ostatní ESG metriky či indexy, vyšší Bloomberg ESG skóre může implikovat menší rizika spojená s konkrétní firmou a lepší řízení rizik na její straně. Nicméně co se týče finanční či ekonomické výkonnosti, tak dle Lopeze-de-Silanes a kol. (2020) je efekt negativní.

ESG (z pohledu ostatních, kvalitativních indexů a skóre), spolu s jeho vlivem na ekonomickou či finanční výkonnost firmy je, co se týče dostupné literatury, dále shrnuto například v rámci metaanalýzy ze strany Gillana a kol. (2021). Lze zde nalézt různé typy implikací v rámci tohoto tématu. ESG standardy mohou zlepšit stav firmy skrze její celkovou výkonnost, hodnotu, nebo také její řízení rizik – ať už jde o čistě finanční nebo ekonomická rizika, tak samozřejmě také typy rizik spojené se sociálními či environmentálními dopady. Avšak i přesto je možné v rámci tohoto přístupu nalézt i empirické práce dokazující opak, nebo de facto žádný vliv.

Nicméně, co se týče pozitivních dopadů, tak konkrétněji například Gao a Zhang (2015) nebo Ferrel a kol. (2016) popisují, že s lepším ESG skóre je možné očekávat již zmíněnou vyšší tržní hodnotu firmy, aproximovanou skrze Tobinovo Q. Dále Edmans (2011) uvádí, že s vyšším ESG jsou spojené vyšší příjmy z akcií, nebo také větší spokojenost mezi zaměstnanci dané společnosti. V rámci prostředí finančních krizí Lins a kol. (2017) popisují, že právě v těchto časech, kdy je často důvěra na nízkých úrovních, jsou firmy s vyšším ESG skóre schopné docílit větších zisků oproti firmám s nižším ESG. V neposlední řadě také Cornett a kol. (2016) analyzují z pohledu bank jakožto institucí,

že i v jejich případech je možné pozorovat pozitivní vztah mezi ESG a ukazateli profitability firmy, kterým je například návratnost vlastního kapitálu (ROE - Return on Equity).

I v rámci dalších přístupů je možné nalézt podobné implikace, jako zde bylo uvedeno u Gillana a kol. (2021). Faktor ESG a jeho vliv na ekonomickou výkonnost firmy popisují také Cek a Eyupoglu (2020). Dle jejich přístupu může být ESG, skrze kvalitativní měření ze strany indexu Thomson Reuters, označeno jako signifikantní prostředek k tomu, aby došlo ke zlepšení ekonomických ukazatelů konkrétní firmy. A to jak z celkového pohledu, tak v rámci jednotlivých oblastí E, S, G. Konkrétněji, G faktor (Governance) měl v rámci jejich modelu silnější pozitivní signifikanci vůči ekonomickým a finančním ukazatelům nežli ostatní – E (Environmental), S (Social). Co se týče analyzování bankovního sektoru, tak například Buallay (2019) zmiňuje podobné implikace, jako již bylo zmíněno – tedy pozitivní dopad ESG skóre na Tobinovo Q či ROE.

Pokud jde o opačné, negativní efekty ESG, tak v rámci přístupu Gillana a kol. (2021) jsou zmíněni například Masulis a Reza (2015), kteří nacházejí, že akciový trh může reagovat i negativně na aktivity spojené s ESG či CSR, neboť investoři tyto aktivity nemusí brát jako přidanou hodnotu. Dále taktéž Di Giuli a Kostovetsky (2014) popisují, že zlepšení v rámci ESG aktivit vždy nutně nemusí znamenat pozitivní efekt firemních ukazatelů. Konkrétněji se může jednat o již zmíněnou hodnotu akcií, která dle jejich přístupu může v budoucnu klesnout. Negativní dopad je zde pozorován například i u dlouhodobého ukazatele návratnosti aktiv (ROA - Return on Assets).

Následně i další práce analyzují vliv přidružených standardů či faktorů které jsou zahrnuté v rámci ESG či CSR. Flammer (2021) analyzuje trh s relativně novým instrumentem v podobě tzv. zelených dluhopisů. Obecně, lze tento instrument označit za nástroj k financování „nízko-emisních“ firem, nebo různých projektů se zaměřením na dopady vůči životnímu prostředí. V první řadě zde nachází, že finanční trhy a ceny akcií dané firmy reagují pozitivně na emisi takového typu dluhopisů. V souvislosti s tím, skrze tyto emise mohou firmy úspěšně tvořit vlastní hodnotu. Emitenti těchto dluhopisů zároveň mohou i přímo zlepšit ekonomickou či finanční situaci v rámci firmy. Tedy emise zelených dluhopisů de facto zlepšuje i finanční ukazatele typu ROA nebo ROE. V poslední řadě pak takové kroky také pomáhají v rámci dalšího klíčového cíle, a to konkrétně zlepšit environmentální faktory dané firmy. Podobné implikace lze nalézt například taktéž u Tanga a Zhanga (2020).

Co se týče vlivu společenské odpovědnosti firem reprezentované jejich CSR aktivitami na různé finanční či ekonomické faktory, existuje dle Tzouvanase a Mamatzakise (2021) celá řada přístupů. Například metaanalýza za strany Orlitzkyho a Benjamina (2001) potvrzuje, že dle dostupné literatury, reprezentované například Froomanem (1997), jsou CSR aktivity opravdu spojené s lepší ekonomickou výkonností skrze zvýšení zisku spolu s dalšími faktory. Tedy, kromě ekonomické či finanční výkonnosti firem je také sledováno zlepšení schopnosti řízení rizik. CSR aktivity tudíž ve finále pomáhají zvýšit profitabilitu firem, snižují konkrétní rizika i například spolu s kapitálovými náklady (Ferreira & Laux, 2007; Benlemlih a kol., 2016; Dyck a kol., 2019; Tarmuji a kol, 2016).

V poslední řadě Dowell a kol. (1999) diskutují adaptaci na různou formu environmentálních standardů u firem v rámci rozvojových zemí a trhů vůči tomu, zdali tyto standardy zároveň pomáhají tvořit či naopak snižovat tržní hodnotu daných firem. Rozvojové země jsou zde analyzovány z důvodu, že v jejich případě často mohou fungovat špatně různé kontrolní mechanismy ze strany státu, které by mimo jiné i tyto environmentální standardy v rozvinutých zemích jinak dokázaly nejen vynucovat ale například také vytvářet pobídky k jejich dodržování v rámci daného systému. Nicméně environmentální standardy jsou i v tomto případě pozitivně spojené s tržní hodnotou firmy aproximovanou skrze Tobinovo Q. Co se týče další interpretace těchto výsledků, tak i zde jsou například využity externality. Konkrétně, čím méně daných negativních externalit firma vyprodukuje, tím bude více schopná zvýšit a udržet svou tržní hodnotu. Toto funguje samozřejmě i naopak, tedy pokud firma v rámci environmentálních odpovědností selhává, dopady na tržní hodnotu budou negativní, neboť investoři tyto faktory často zahrnují v rámci procesu oceňování investičních příležitostí. Toto je v přístupu popsáno i v souladu s dalšími přístupy – například Hamiltonem (1995) či Whitem (1995).

5.0 Shrnutí teoretické části

V rámci teoretické části byla vymezena společenská odpovědnost firem (CSR) spolu s ESG (Environmental, Social, Governance). Co se týče definování těchto pojmů a jejich případné působnosti, lze v rámci uvedené literatury, konkrétně například Jackson a Hawker (2001), Van Marrewijk (2003), Dahlsrud (2008) nebo Bagnoli a Watts (2003) spolu s Besleym a Ghatakou (2007), v první řadě pozorovat značně heterogenní i často vylučující se názvosloví a definice CSR. Nicméně i přesto je možné společenskou odpovědnost firem označit za aktivity, které firmu kromě standardních tržních

mechanismů a vztahů taktéž ovlivňují. I samotné firmy však ovlivňují ostatní takové účastníky, de facto zmíněné 3. strany či tzv. stakeholdery v rámci svých zisk-maximalizujících činností. Co se týče ESG, tak v tomto případě se již jedná o ucelenější a standardizovanější podobu a koncept vymezený na konkrétní oblasti (environmentální, sociální a oblast korporátní governance), který má svá pravidla a metodiky, a který v konečném důsledku stojí právě na CSR aktivitách.

V pozadí ESG již zároveň lze pozorovat i konkrétní instituce a jejich rámce spolu s jejich napojením na finanční trhy. Z toho důvodu byl také představen ESG mechanismus právě ve vztahu k jeho konkrétním účastníkům. Z těchto účastníků byly následně představeni nejznámější poskytovatelé ESG skóre – Thomson Reuters, MSCI a Bloomberg. Zatímco u první dvou jde spíše o kvalitativní (ratingový) přístup k měření ESG, v případě Bloombergu a jeho indexu (ESG Bloomberg Disclosure Score) jde o robustní index z toho pohledu, že de facto pojímá a obsahuje veškeré dostupné metodiky a označuje ESG transparentnost – tedy v jaké míře konkrétní firmy dokládají ESG metriky. Toto skóre bude zároveň využito v praktické části.

Kromě praktického pohledu na pozadí ESG a CSR aktivit uvedeného výše, byly v této části představeny i ryze teoretické hybatele v rámci těchto témat. Jedním takovým bylo vymezení „konfliktu“ mezi různými zúčastněnými 3. stranami v podobě tzv. stakeholderů spolu s „klasickými“ zástupci zisk-maximalizujících činností firem, kterými jsou akcionáři – tzv. shareholderi. Dle Friedmana (1962) a Friedmana (1970) je jedinou sociální odpovědností firem právě maximalizace jejich zisku spolu s kladením důrazu na zájmy a svobody jednotlivců a jednotlivých firem. Můžeme jej tedy zařadit ke standardnímu ekonomickému pohledu na činnost a zájmy firem (teorie shareholderů).

Nicméně jako opozice zde byl představen přístup Freemana (1984), který definoval stakeholdery (3. strany) a jejich zájmy spolu s tím, jak jsou navzájem propojeni s činnostmi firem (teorie stakeholderů). Na straně stakeholderů byla představena i tzv. teorie instrumentálního stakeholdera, která ze strany Jonese (1995) navazuje na zmíněného Freemana (1984) a pokouší se o ryze teoretickou syntézu ekonomických a etických či morálních otázek ve vztahu ke stakeholderům a funkcím firmy. Východiska jsou zde v rozporu s neoklasickou ekonomickou teorií. Jones (1995), potažmo Jones a kol. (2018) zmiňují, že pokud firmy budou brát ohledy na zmíněné stakeholdery, potažmo na různé etické a morální otázky v rámci zachovávání efektivních smluvních vztahů a

zároveň jejich zisk-maximalizujících činností, bude možné docílit konkurenční výhody, popřípadě vyššího zisku, a to oproti firmám, které tak činit nebudou.

V souvislosti s tímto konfliktem byly následně představeny i výhody a nevýhody obou jeho stran. Pokud jde o výhody tak v případě teorie stakeholderů šlo například o zmíněnou konkurenční výhodu, ovšem také lepší produktivitu práce, či zlepšení pozice v rámci konkurence. U teorie shareholderů to byla zejména její teoretická jasnost a uchopení, nebo možnost tvořit ekonomickou hodnotu i z dlouhodobého hlediska. Nevýhodou byla pak v případě teorie stakeholderů její značná vágnost a heterogenita přístupů spolu s menší orientací na zisk. V případě teorie shareholderů byly mezi nevýhodami uvedeny například neadekvátní postoje k rizikům spolu s případným morálním hazardem (Jones a kol., 2018; Choi & Wang, 2009; Hillman & Keim, 2001; Jensen, 2001; Sundaram & Inkpen, 2004; Phillips a kol., 2003; Rappaport, 1999; Danielson a kol., 2008; De Bonds, 2008; Lo, 2005; Basu a kol., 2008; Tse, 2011, Friedman, 1962; Friedman, 1970).

Navzdory těmto názorovým protipólům je však například dle zmíněného přístupu ze strany Tseho (2011) ideální, spíše než ryzí stranění jedné z teorií, kombinace obou přístupů. Tedy de facto zachovávat cíl maximalizace zisku a zároveň brát v potaz zájmy různých stakeholderů.

V druhé části teoretického rámce byla následně představena literatura týkající se dalších teoretických vymezení, která jsou spojena s ekonomickou teorií, a to společně s dostupnou empirickou literaturou týkající se vlivu ESG či CSR na ekonomické a finanční ukazatele firem.

Z hlediska teorie bylo možné pozorovat řadu přístupů spojujících ESG a CSR spolu s teorií externalit, problematikami zajišťování veřejných statků, nebo zároveň také ve vztahu ke státním zásahům, ke kterým mohou tyto aktivity být vhodným komplementem, pokud stát (a instituce obecně) ve svých regulatorních funkcích selže. Bylo popsáno, že skrze CSR a ESG aktivity lze internalizovat externality a zároveň, že také lze řešit různé jiné situace nerovnovah – například problém černého pasažéra. Mimo jiné i ze strany spotřebitelů mohou být z pohledu finálních produktů zajímavější firmy s vyšší mírou CSR či ESG aktivit (Morgan & Tomlinson, 2019; Landier & Lovo, 2020; Kitzmueller & Shimshack, 2012; Bénabou & Tirole, 2010; Lyon & Maxwell, 2007; Shleifer, 2004).

V poslední řadě, co se týče empirické literatury, tak došlo k představení celé řady přístupů, které zkoumají, jak přímý vliv ESG na ekonomickou a finanční výkonnost, tak zároveň i obecnějších CSR aktivit (např. skrze různé finanční instrumenty – zelené dluhopisy apod.). Lze zde uvést, že drtivá většina literatury poukazuje, v případě finanční a ekonomické výkonnosti firem, na pozitivní vztah s ESG či CSR (Gillan a kol., 2021). Nicméně existují i přístupy, které zmiňují i negativní závislost – tedy, že ekonomická a finanční výkonnost s aplikováním těchto principů může klesat (Masulis & Reza, 2015; Di Giuli & Kostovetsky, 2014).

Závěrem, i ve vztahu k metodě, která bude využita v rámci praktické části, v podobě indexu ESG Bloomberg Disclosure Score došlo k představení některých empirických článků. Navzdory obecným dopadům CSR či analýze za pomoci kvalitativních ESG indexů, které byly zmíněny v předchozím odstavci, lze v tomto případě pozorovat značně menší počet přístupů (Gillan a kol., 2021; Tzouvanas & Mamatzakis, 2021). Výsledky jsou zde kombinované a spíše vykazující negativní závislost mezi Bloomberg ESG Disclosure Score a ekonomickými a finančními ukazateli firem (Lopez-de-Sillanes a kol., 2020; Buchanan, 2018; Smeesters & Mottet, 2018). Nicméně lze nalézt i přístupy poukazující na pozitivní efekty tohoto ESG indexu vůči ekonomickým a finančním ukazatelům, avšak v podstatně menší míře (Almeyda & Darmansyah, 2019; Yu a kol., 2018).

6.0 Empirická část

V této kapitole bude představena empirická analýza týkající se vlivu ESG skóre, dle Bloomberg metodiky, na ekonomickou výkonnost firmy. Cílem je zde ověřit, zdali je možné s vyšším ESG skóre pozorovat lepší ekonomickou výkonnost, reprezentovanou příslušnými proměnnými. Nástroj, který bude využit pro tuto analýzu je lineární regrese, přesněji metoda nejmenších čtverců.

Jednotlivé dílčí kroky budou popsány chronologicky. Nejprve budou představeny hlavní hypotézy, týkající se cíle této práce. Jako další dojde ke specifikaci vybraných dat spolu s jednotlivými proměnnými a jejich typy. Následně budou sestaveny jednotlivé modely, dle nichž bude provedena ekonometrická analýza. Její výsledky budou v závěru shrnuty a okomentovány vzhledem ke stanoveným hypotézám a empirické literatuře.

Přístup je částečně inspirován prací Almeydy a Darmansyaha (2019), kteří taktéž, jak bylo uvedeno, analyzují vliv ESG skóre dle zde vybrané metodiky (Bloomberg). Dále je

zde inspirace také prací Buallaye (2019), kde jsou využity stejné závisle proměnné reprezentující ekonomickou či finanční výkonnost. Nicméně v případě této bakalářské práce jsou použita průřezová data, a nikoliv panelová jako je tomu v případě obou uvedených přístupů.

6.1 Hypotézy

V souvislosti s cílem této práce, kterým je zanalyzovat vliv ESG, dle Bloomberg metodiky, na ekonomickou výkonnost firmy je v první řadě nutné stanovit hlavní hypotézy. Z toho důvodu a v souladu s existující literaturou, která byla i blíže představena v rámci předchozích kapitol, konkrétně Almeyda a Darmansyah (2019) nebo Buallay (2019), potažmo i vzhledem obdobné bakalářské práci na toto téma ze strany Fakhretudinové (2023), jsou výzkumné hypotézy pro empirickou část stanoveny následovně.

H1: S vyšším celkovým ESG skóre lze očekávat lepší ekonomickou výkonnost

H2: S vyšším E (Environmental) skóre lze očekávat lepší ekonomickou výkonnost

H3: S vyšším S (Social) skóre lze očekávat lepší ekonomickou výkonnost

H4: S vyšším G (Governance) skóre lze očekávat lepší ekonomickou výkonnost

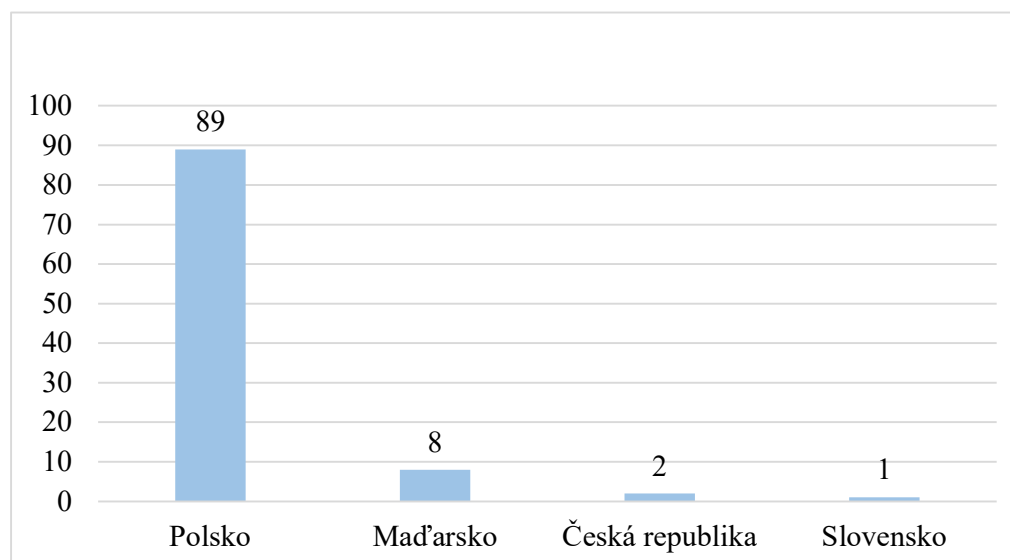
6.2 Data

Veškerá data pro regresní analýzu v rámci empirické části byla vybrána z oficiální Bloomberg databáze prostřednictvím Bloomberg terminálu. Konkrétně skrze funkci tzv. Equity Screening⁶ byly vybrány firmy napříč zeměmi Visegradské čtyřky⁷, které mají aktivní status, a které zároveň obsahují dostatečné množství zde sledovaných proměnných (samotné proměnné budou popsány dále). Jde o průřezová roční data jednotlivých firem za rok 2022. Celkový počet pozorování (pro každou z proměnných) je 100. Práce se tím, že využívá oficiální zdroj dat, který je zároveň věrohodný a dostatečně robustní, snaží minimalizovat případnou nekonzistenci či sníženou kvalitu dat. Detail složení dat z hlediska zemí je možné nalézt na grafech počínaje příští stranou.

⁶ Equity Screening (EQS) je funkce v Bloomberg terminálu, která umožňuje vyhledávání veškerých akciových firem, jež jsou obchodované na příslušných burzách

⁷ V práci dále uvedeno jako V4 – Česká republika, Polsko, Maďarsko a Slovensko

Graf č. 1 – Složení zemí firem u vzorku V4

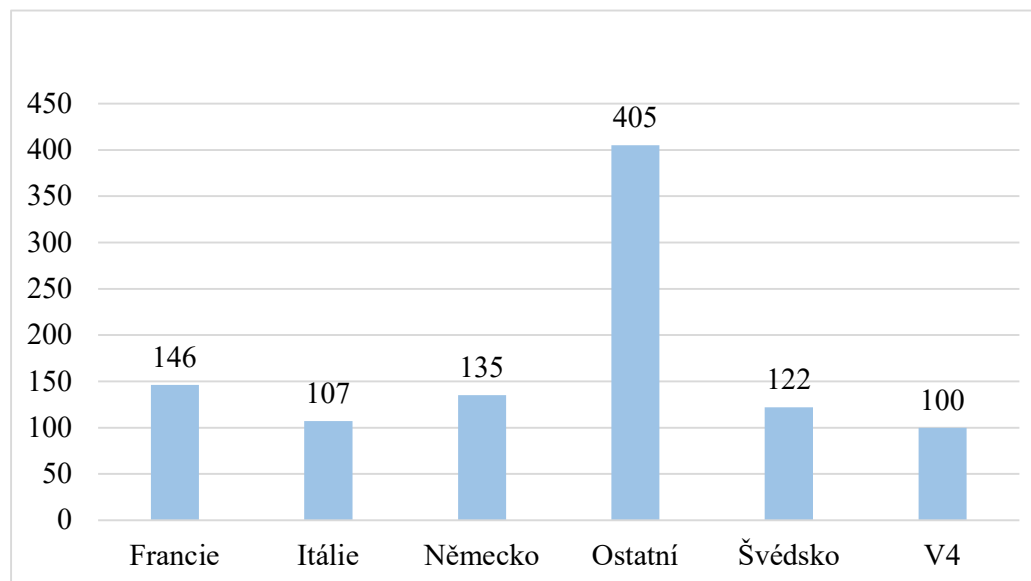


Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z Bloomberg terminálu (2023), n=100

Je patrné, že počet pozorování (n=100) je v rámci dat V4 poměrně nízký, což by v rámci následné ekonometrické analýzy mohlo znamenat menší průkaznost výsledků, vzhledem k reálné populaci (Wooldridge, 2013). Důvodem, proč jsou data z hlediska počtu ve velikosti n=100 může být například již zmíněný fakt, že byla z Bloomberg terminálu vybrána podle příslušných kritérií, která zároveň automaticky vyřadila chybějící či neúplné záznamy.

Z toho důvodu byla stejným způsobem, který byl popsán u V4, posbírána dodatečná data firem všech 27 zemí Evropské unie. Celkový počet pozorování je v tomto případě 1015. Detailní složení dat, z hlediska zemí, je opět možné nalézt na grafu na další straně.

Graf č. 2 – Složení firem u vzorku EU27



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z Bloomberg terminálu (2023), mezi „Ostatní“ patří Finsko, Španělsko, Lucembursko, Portugalsko, Dánsko, Nizozemsko, Řecko, Irsko, Belgie, Rakousko, Rumunsko, Litva, Slovinsko, Kypr, Malta, Estonsko, Lotyšsko a Bulharsko, kde jde vždy o méně než 50 hodnot či záznamů, $n=1015$.

Hlavním cílem zde zůstává ověřit platnost stanovených hypotéz $H1 - H4$ na datech v rámci zemí V4, která budou taktéž ekonometricky modelována. Nicméně vzhledem k uvedenému nižšímu počtu pozorování ($n=100$), budou využita i data obohacená o veškeré země Evropské unie, která disponují již větší robustností, co se týče počtu pozorování ($n=1015$). V rámci ekonometrické analýzy tedy budou sestaveny 2 sady modelů. „V4 modely“ budou zkoumat závislost u zemí v rámci V4 a „EU27 modely“ u dat veškerých zemí Evropské unie.

6.2 Proměnné

V rámci zkoumání vlivu ESG na ekonomickou výkonnost budou jakožto vysvětlované proměnné pro obě sady modelů použity: Návratnost aktiv (ROA – Return on Assets)⁸, návratnost vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity)⁹ a z pohledu tržní hodnoty firmy Tobinovo Q. Tyto proměnné jsou zahrnovány i v rámci existující literatury jako aproximace ekonomické či finanční výkonnosti firem (Gillan a kol., 2021; Orlitzky, 2001).

⁸ Dále pouze jako „ROA“

⁹ Dále pouze jako „ROE“

Proměnná *ROA* reprezentuje procentuální profitabilitu dané firmy vzhledem k celkovému počtu aktiv.

$$ROA = \frac{\text{Čistý příjem}}{\text{Hodnota aktiv}} \times 100 [\%]$$

Proměnná *ROE* reprezentuje procentuální profitabilitu dané firmy, nicméně pohledu, kolik dokáže generovat zisku vzhledem k prostředkům, které do ní byly investovány ze strany investorů.

$$ROE = \frac{\text{Výsledek hospodaření po zdanění}}{\text{Vlastní kapitál}} \times 100 [\%]$$

Poslední vysvětlovanou proměnnou je *Tobinovo Q*. Na rozdíl od výše zmíněných *ROA* a *ROE*, které vyjadřují spíše ziskovost firmy, lze tuto proměnnou označit za ukazatel tržní hodnoty firmy pro investory.

$$\text{Tobinovo } Q = \frac{\text{Tržní hodnota}}{\text{Hodnota aktiv}}$$

Jako vysvětlující proměnné, skrze které bude analyzován vliv ESG na výše uvedené vysvětlované proměnné reprezentující ekonomickou výkonnost firmy bude použito Bloomberg ESG skóre¹⁰ (*ESG*). Toto skóre, na rozdíl od ostatních, čistě kvalitativních či ratingových skóre (například uvedené MSCI nebo Thomson Reuters) vykazuje míru, jakou je firma ve vztahu k ESG transparentní – tedy, jako dokládá konkrétní ESG metriky (například v rámci ostatních poskytovatelů skóre). Pro účely této práce bude využito jak celkového *ESG*, tak zároveň jednotlivých dílčích parametrů – *Env* (*Environmental*), *Soc* (*Social*), *Gov* (*Governance*).

Co se týče specifik EU27 modelů, u kterých budou využita data ze zemí Evropské unie, tak zde budou použity dodatečně, kromě již uvedených, i proměnné odkazující na vliv ESG v rámci zemí V4. Konkrétně, půjde interakční proměnné vyjadřující vztah mezi proměnnými odkazujícími na ESG (*ESG*, *Env*, *Soc*, *Gov*) a *V4*¹¹, která jakožto umělá proměnná vyjadřuje, jestli je daná firma v rámci zemí V4 či ne. Tyto interakční proměnné zde pomohou odhalit podobu společného efektu zemí V4 a příslušného ESG skóre.

¹⁰ Konkrétně jde o tzv. Bloomberg ESG Disclosure Score

¹¹ *V4* proměnná bude představena dále

Podoba těchto proměnných tedy bude následující¹²:

$$V4xESG; V4xEnv; V4xSoc; V4xGov$$

Pro ekonometrické modely byly dále vybrány kontrolní proměnné, které pomáhají vysvětlit zkoumané veličiny reprezentující ekonomickou výkonnost firmy. Jde o veličiny určující velikost firmy (z finančního pohledu) – tedy konkrétně: Celkový objem aktiv (*Aktiva*), tržní kapitalizace firmy (*Kapitalizace*), které jsou vyjádřeny v dolarech a poměr celkového dluhu vůči celkovému objemu aktiv (*DluhAktiva*). Zároveň, zde taktéž bude použit poměr P/E (*PE*), značící poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii, který taktéž může mít vliv na ziskové ukazatele firmy (Almeyda & Darmansyah, 2019; Wu, 2013).

Jak již bylo u popisu vysvětlujících proměnných uvedeno, v rámci sekundární sady modelů (EU27 modelů), u kterých bude analýza probíhat na datech zemí evropské unie, bude taktéž využito kontrolní proměnné *V4* značící, zdali je příslušná firma ze země V4 či ne¹³. Tato proměnná bude také využita pro konstruování uvedených interakcí.

Závěrem, pro další účely v rámci případné úpravy tvaru proměnných, byly u obou sad modelů vyřazeny jejich nulové hodnoty (konkrétně u proměnných *Tobinovo_Q*, *Aktiva*, *DluhAktiva*, *Kapitalizace*, a *PE*). Oba datové soubory pro sady modelů tím tedy byly zmenšeny o jednotky pozorování.

Na další straně je dále k dispozici přehled popisných statistik veškerých základních proměnných v rámci avizovaných 2 sad modelů – V4 a EU27.

¹²Jednotlivé interakční proměnné jsou výsledkem interakce *V4* a jednotlivých proměnných vyjadřující ESG skóre: Tzn. $V4xESG = V4 * ESG$; $V4xEnv = V4 * Env$; $V4xSoc = V4 * Soc$; $V4xGov = V4 * Gov$

¹³ V4 = 1, ostatní země EU27 = 0.

Tabulka č. 3 – Popisné statistiky základních proměnných

V4 modely					
Proměnná	Střední hodnota	Medián	Směrodatná odchylka	Min	Max
ESG	19,96	17,49	13,50	0,00	56,01
Env	11,30	0,82	16,84	0,00	63,76
Soc	13,61	9,79	13,29	0,00	58,86
Gov	34,93	33,17	18,29	0,00	74,89
Tobinovo Q	1,67	1,01	3,02	0,54	24,16
ROA	9,36	5,62	13,22	-3,25	91,53
ROE	20,79	12,87	25,10	-23,65	171,70
Aktiva	382,00 mld.	0,80 mld.	3300,00 mld.	0,08 mld.	32800,00 mld.
DluhAktiva	19,95	19,41	13,69	0,29	88,29
Kapitalizace	44,70 mld.	0,53 mld.	288,00 mld.	27,40 mld.	2770,00 mld.
PE	22,56	9,35	85,42	0,77	845,00
Pozorování	n=99				
EU27 modely					
Proměnná	Střední hodnota	Medián	Směrodatná odchylka	Min	Max
ESG	32,62	32,09	16,56	0,00	82,55
Env	19,55	15,73	19,23	0,00	79,79
Soc	20,58	19,57	12,92	0,00	79,63
Gov	57,65	61,80	25,19	0,00	99,31
Tobinovo Q	1,51	1,13	1,39	0,33	24,16
ROA	5,91	4,44	7,46	-14,46	91,53
ROE	14,83	11,40	19,43	-91,21	180,00
Aktiva	49,00 mld.	0,80 mld.	1050,00 mld.	0,02 mld.	32800,00 mld.
DluhAktiva	24,65	23,31	16,04	0,02	88,29
Kapitalizace	11,10 mld.	0,50 mld.	96,30 mld.	0,001 mld.	2770,00 mld.
PE	65,83	14,18	646,00	0,06	14937,00
V4	0,10	0	0,30	0	1
Pozorování	n=992				

Pozn.: Vlastní zpracování na základě výstupu z ekonometrického software.

V tabulce výše jsou uvedeny veškeré popisné statistiky základních proměnných. Je možné například pozorovat, v případě obou sad modelů, že u většiny proměnných je odchylka průměrů (středních hodnot) a mediánů relativně nízká (v jednotkách procent). To může znamenat, že se příslušné extrémní hodnoty (odlehlá pozorování) de facto vzájemně a oboustranně vyrovnávají. Nicméně, jsou zde i proměnné, například *PE*

v případě dat EU27, kde je medián již výrazněji pod střední hodnotou, z čehož plyne, že extrémní hodnoty tuto střední hodnotu mohou vychylovat.

Ještě před zasazením veškerých zde zmíněných proměnných do příslušných modelů (V4 a EU27), byly některé proměnné transformovány do logaritmického tvaru pro účely ekonometrické analýzy. A to konkrétně z důvodu ošetření potenciálních problémů s kvalitou dat a konečnou vypovídající hodnotou modelů. Šlo pouze o vybrané proměnné, uvedené na straně 37, z nichž právě pro tyto účely byly vyjmuty nulové hodnoty.

Níže je k dispozici tabulka s výčtem konečné podoby veškerých proměnných, které již budou využity v rámci jednotlivých modelů.

Tabulka č. 4 – Proměnné pro ekonometrickou analýzu

Proměnné	V4 modely	EU27 modely
Vysvětlované	<i>$l_Tobinovo_Q$</i> <i>ROA</i> <i>ROE</i>	<i>$l_Tobinovo_Q$</i> <i>ROA</i> <i>ROE</i>
Vysvětlující	<i>ESG</i> <i>Env</i> <i>Soc</i> <i>Gov</i>	<i>ESG</i> <i>Env</i> <i>Soc</i> <i>Gov</i> <i>V4xESG</i> <i>V4xEnv/Soc/Gov</i>
Kontrolní	<i>l_Aktiva</i> <i>$l_Kapitalizace$</i> <i>$l_DluhAktiva$</i> <i>l_PE</i>	<i>l_Aktiva</i> <i>$l_Kapitalizace$</i> <i>$l_DluhAktiva$</i> <i>l_PE</i> <i>V4dummy</i>
N	99	992

Pozn.: (i) Vlastní zpracování (ii) V případě vysvětlující interakční proměnné u EU27 modelů (*V4xEnv/Soc/Gov*) jde o kombinaci všech závislostí V4 spolu s *Env*, *Soc* a *Gov* (jak již bylo uvedeno dříve).

6.3 Ekonometrická analýza

Následující část se bude věnovat ekonometrické analýze. Nejprve dojde k představení funkčních tvarů jednotlivých regresních rovnic pro oba vzorky dat. Následně budou ověřeny přítomnosti heteroskedasticity a multikolinearity v těchto modelech, a to vzhledem ke Gauss-Markovovým předpokladům o klasickém lineárním modelu. V poslední řadě bude taktéž provedena statistická verifikace všech modelů jako celků spolu s jejich proměnnými. Vypovídající hodnota jednotlivých regresí bude kromě

standardních p-hodnot a F-testů posuzována také na základě koeficientů determinace (R^2). Pro vzájemné porovnání modelů mezi sebou bude využito upravených koeficientů determinace (Upravené R^2).

Jednotlivé funkční tvary regresních rovnic pro oba datové soubory jsou shrnuty níže. Do těchto modelů budou zasazeny uvedené proměnné.

Tabulka č. 5 – Funkční tvary regresních rovnic

Model	Funkční tvar
V4_1	$l_Tobinovo_Q = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + u_i$
V4_2	$ROA = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + u_i$
V4_3	$ROE = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + u_i$
V4_4	$l_Tobinovo_Q = \beta_0 + \beta_1 Env + \beta_2 Soc + \beta_3 Gov + \beta_4 l_Aktiva + \beta_5 l_Kapitalizace + \beta_6 l_DluhAktiva + \beta_7 l_PE + u_i$
V4_5	$ROA = \beta_0 + \beta_1 Env + \beta_2 Soc + \beta_3 Gov + \beta_4 l_Aktiva + \beta_5 l_Kapitalizace + \beta_6 l_DluhAktiva + \beta_7 l_PE + u_i$
V4_6	$ROE = \beta_0 + \beta_1 Env + \beta_2 Soc + \beta_3 Gov + \beta_4 l_Aktiva + \beta_5 l_Kapitalizace + \beta_6 l_DluhAktiva + \beta_7 l_PE + u_i$
EU27_1	$l_Tobinovo_Q = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + \beta_6 V4dummy + \beta_7 ESGxV4 + u_i$
EU27_2	$ROA = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + \beta_6 V4dummy + \beta_7 ESGxV4 + u_i$
EU27_3	$ROE = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + \beta_6 V4dummy + \beta_7 ESGxV4 + u_i$
EU27_4	$l_Tobinovo_Q = \beta_0 + \beta_1 Env + \beta_2 Soc + \beta_3 Gov + \beta_4 l_Aktiva + \beta_5 l_Kapitalizace + \beta_6 l_DluhAktiva + \beta_7 l_PE + \beta_8 V4dummy + \beta_9 V4xEnv + \beta_{10} V4xSoc + \beta_{11} V4xGov + u_i$
EU27_5	$ROA = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 l_Aktiva + \beta_3 l_Kapitalizace + \beta_4 l_DluhAktiva + \beta_5 l_PE + \beta_6 V4dummy + \beta_7 ESGxV4 + u_i$
EU27_6	$ROE = \beta_0 + \beta_1 Env + \beta_2 Soc + \beta_3 Gov + \beta_4 l_Aktiva + \beta_5 l_Kapitalizace + \beta_6 l_DluhAktiva + \beta_7 l_PE + \beta_8 V4dummy + \beta_9 V4xEnv + \beta_{10} V4xSoc + \beta_{11} V4xGov + u_i$

Pozn.: Vlastní zpracování, jednotlivé modely jsou tříděny dle podkladových dat – tedy V4 a EU27.

Po zasazení proměnných do jednotlivých funkčních tvarů ekonometrických modelů, a zároveň před uvedením jejich výsledků, budou v souvislosti s Gauss-Markovovými předpoklady zkontrolovány základní předpoklady pro validitu modelů a jejich dat.

V první řadě jde o předpoklad o tzv. homoskedasticitě. Ten uvádí, že rozptyl náhodné složky je konstantní, neměnný a zároveň konečný ve vztahu k proměnným. V případě nesplnění této podmínky jde o tzv. heteroskedasticitu, v rámci které, se rozptyl náhodné složky mění v souvislosti s proměnnými a pozorováními – není tedy konstantní a konečný. Heteroskedasticita může znamenat menší vydanost konkrétního modelu jako celku. Ověření tohoto předpokladu je možné skrze testy. V případě této práce bude předpoklad testován pomocí Whitova testu. Nulová hypotéza (H_0) zde poukazuje na přítomnost homoskedasticity a alternativní hypotéza odkazuje na heteroskedasticitu. V tabulce níže jsou uvedeny jednotlivé p-hodnoty pro tento test v rámci jednotlivých ekonometrických modelů (Wooldridge, 2013).

Tabulka č. 6 – P - hodnoty Whitova testu heteroskedasticity

Model	P-hodnota (Chí-kvadrát)
V4_1	<0,001
V4_2	<0,001
V4_3	0,012
V4_4	<0,001
V4_5	0,001
V4_6	0,018
EU27_1	<0,001
EU27_2	<0,001
EU27_3	<0,001
EU27_4	<0,001
EU27_5	<0,001
EU27_6	<0,001

Pozn.: Vlastní zpracování na základě výstupu z ekonometrického software.

Je možné pozorovat, že na standardní 5 % hladině významnosti, lze pro veškeré modely zamítnout nulovou hypotézu o homoskedasticitě. V modelech se tedy vyskytuje heteroskedasticita. Tato skutečnost je nicméně akceptována, neboť pro ekonometrické modely byly využity upravené směrodatné chyby proměnných, které jsou robustní právě vůči výskytu heteroskedasticity.

Jako druhý klíčový předpoklad je absence tzv. perfektní multikolinearity. Její přítomnost v rámci modelu poukazuje na to, že existují lineární závislosti (korelace) mezi jednotlivými vysvětlujícími a kontrolními proměnnými. Tyto závislosti se standardně objevovat mohou, ale klíčové je, aby se v modelech nevyskytovaly v přesné či příliš silné formě. Pokud by tomu tak bylo, jednalo by se o tzv. perfektní multikolinearitu, vzhledem k jejíž přítomnosti, odhady (výstupy) daného modelu již nelze považovat za plně konzistentní. I v tomto případě, je možné přítomnost multikolinearity testovat. Konkrétněji například skrze tzv. VIF testy, které uvádí, na jaké úrovni je kolinearita přítomna u každé z proměnných. Hodnoty indikující $>10,0$ odkazují právě na nežádoucí perfektní multikolinearitu v daném modelu (Wooldridge, 2013).

V jednotlivých modelech byla multikolinearita kontrolována pomocí těchto VIF testů. Na základě toho je možné uvést, že v ani jednom z modelů nejsou hodnoty VIF testů vyšší ani rovny 10,0. Proto, je možné konstatovat, že v modelech není přítomna perfektní multikolinearita.

V poslední řadě také celkové kvalitě modelů pomáhá i normální rozdělení jednotlivých proměnných, a to zejména pro validitu jednotlivých t-testů a F-testů. V souvislosti s tím, že byly některé proměnné, u kterých to bylo možné, upraveny na logaritmický tvar, je zde snaha se alespoň částečně blížit normalitě dat. Mimo jiné, taktéž byly využity 2 datové soubory, u kterých došlo k rozšíření dat ze zemí V4 na veškeré členské státy Evropské unie, aby se zvýšil celkový počet pozorování. V souvislosti s tzv. centrální limitní větou tedy předpokládáme, že data se asymptoticky přibližují normalitě pro dostatečný či vyšší počet pozorování (Wooldridge, 2013).

6.4 Výstupy z ekonometrické analýzy

Ekonometrická analýza byla provedena dle popisu uvedeného výše a na předchozích stranách. Počínaje další stranou budou nyní představeny výstupy z jednotlivých modelů – nejprve V4 a následně EU27. Ty budou vždy následně a v dalších částech práce okomentovány a vyhodnoceny nejprve ze statistického (ekonometrického) hlediska a následně taktéž ve vztahu k literatuře.

Tabulka č. 7 – Výstupy ekonometrické analýzy pro V4

Model	V4_1	V4_2	V4_3
Proměnná	<i>I</i>_Tobinovo_Q	ROA	ROE
<i>Konstanta</i>	−0,940 *** (0,325)	20,991 *** (7,273)	41,031 ** (20,452)
<i>ESG</i>	−0,0002 (0,003)	0,074 (2,128)	−0,103 (0,181)
<i>I_Aktiva</i>	−0,419 *** (0,074)	−7,577 *** (2,128)	−12,131 *** (2,850)
<i>I_DluhAktiva</i>	0,024 (0,033)	−1,30469 (0,933)	−0,042 (1,504)
<i>I_Kapitalizace</i>	0,469 *** (0,071)	7,970 *** (2,218)	12,906 *** (2,870)
<i>L_PE</i>	0,131 *** (0,045)	−4,674 ** (1,931)	−11,813 *** (4,363)
R ²	0,683	0,442	0,375
Upravené R ²	0,665	0,413	0,342
P-hodnota (F)	<0,001	0,008	0,008
Pozorování		n=99	
Model	V4_4	V4_5	V4_6
Proměnná	<i>I</i>_Tobinovo_Q	ROA	ROE
<i>Konstanta</i>	−0,894 *** (0,320)	25,431 *** (8,654)	47,312 ** (23,499)
<i>Env</i>	−0,004 (0,003)	−0,148 ** (0,070)	−0,231 (0,144)
<i>Soc</i>	0,003 (0,005)	0,163 (0,104)	0,230 (0,242)
<i>Gov</i>	0,002 (0,003)	−0,015 (0,068)	−0,015 (0,150)
<i>I_Aktiva</i>	−0,416 *** (0,072)	−7,474 *** (2,079)	−11,963 *** (2,811)
<i>I_DluhAktiva</i>	0,019 (0,033)	−1,390 (0,985)	−0,194 (1,556)
<i>I_Kapitalizace</i>	0,461 *** (0,072)	7,623 *** (2,137)	12,382 *** (2,900)
<i>L_PE</i>	0,128 *** (0,047)	−4,891 ** (1,986)	−12,124 *** (4,530)
R ²	0,688	0,452	0,381
Upravené R ²	0,664	0,410	0,334
P-hodnota (F)	<0,001	0,020	0,003
Pozorování		n=99	

Pozn.: (i) V závorkách jsou uvedené směrodatné chyby, (ii) * p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,001

Na předchozí straně jsou uvedené výstupy z ekonometrické analýzy v rámci datového souboru V4. Z pohledu koeficientu determinace R^2 , který vysvětluje kolik procent variability se podařilo v rámci konkrétního modelu vysvětlit, je možné všechny modely označit jako poměrně kvalitní. Žádný z nich nepoukazuje na příliš nízké procento vysvětlení variability závisle proměnné. Nejvyšší procento variability se podařilo vysvětlit v modelech odhadujících tržní hodnotu firmy (*l_Tobinovo_Q*) pomocí *ESG* a *Env*, *Soc*, *Gov* separátně (konkrétně přibližně 70 %). To dokládá i pohled skrze upravený koeficient determinace, skrze který je možné vzájemně porovnávat modely. Mírně nižší koeficienty R^2 (cca 41 %) je možné pozorovat u modelů se závisle proměnnou *ROA* (V4_2 a V4_5). Nicméně právě v rámci modelu V4_5 lze spatřit i statisticky významný vliv proměnné *Env* na *ROA*. Nejnižšími koeficienty determinace pak disponují modely s vysvětlující proměnnou *ROE* (V4_3 a V4_6), což může indikovat například nutnost zahrnutí více kontrolních proměnných.

Co se týče kvality modelů, tak z hlediska celkového F-testu, skrze který se ověřuje vhodnost využití modelu jako celku, je možné pozorovat, že veškeré modely týkající se V4 lze považovat za vhodně použité na 5 % hladině významnosti. Na této hladině tedy u všech modelů zamítáme nulovou hypotézu, která by poukazovala na to, že je daná forma modelu užita nesprávně. Konkrétněji, je možné pozorovat, že oba modely se vysvětlovanou proměnnou *l_Tobinovo_Q* (V4_1 a V4_4) mají nejnižší p-hodnoty ($<0,001$). Naopak nejvyšší p-hodnoty (0,008) lze spatřit u modelů vysvětlujících *ROA* a *ROE* skrze proměnnou *ESG* v celkovém tvaru.

Z hlediska individuálních významností jednotlivých proměnných využitých pro tyto modely je vidět statistická významnost na všech hladinách (1 %, 5 % a 10 %) u některých kontrolních proměnných, což je vzhledem k jejich povaze očekávané. Co se však týče vlivů klíčových vysvětlujících proměnných (*ESG*, *Env*, *Soc*, *Gov*) na ekonomickou výkonnost reprezentovanou skrze *l_Tobinovo_Q*, *ROA* a *ROE* v drtivé většině případů je výsledná závislost statisticky nevýznamná (na všech přípustných hladinách). Pouze v případě modelu V4_5 je ve výstupu vidět, že závislost mezi *Env* a *ROA* je významná na hladině 5 % a 10 %. Směr závislosti je zde negativní – tedy, že s vyššími hodnotami proměnné *Env* je možné pozorovat snížení v rámci profitability reprezentované skrze *ROA*.

Počínaje další stranou jsou k dispozici výstupy modelů EU27.

Tabulka č. 8 – Výstupy z ekonometrické analýzy pro EU27 (1. Část)

Model	EU27_4	EU27_5	EU27_6
Proměnná	<i>I_Tobinovo_Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>
<i>Konstanta</i>	−0,441 *** (0,150)	16,413 ** (2,505)	30,069 *** (8,572)
<i>I_Aktiva</i>	−0,282 *** (0,018)	−3,375 *** (0,291)	−5,700 *** (0,649)
<i>I_DluhAktiva</i>	0,029 ** (0,012)	−0,771 *** (0,199)	−0,046 (0,621)
<i>I_Kapitalizace</i>	0,311 *** (0,017)	3,467 *** (0,267)	6,158 *** (0,601)
<i>L_PE</i>	0,067 *** (0,016)	−2,708 *** (0,311)	−7,041 *** (1,140)
<i>V4</i>	−0,118 (0,080)	2,044 (2,341)	2,318 (5,646)
<i>V4xEnv</i>	−0,004 (0,003)	−0,207 ** (0,097)	−0,224 (0,141)
<i>V4xSoc</i>	0,004 (0,005)	0,208 ** (0,103)	0,158 (0,183)
<i>V4xGov</i>	0,002 (0,003)	−0,017 (0,060)	0,002 (0,140)
<i>Env</i>	−0,004 *** (0,001)	0,016 (0,014)	−0,049 (0,042)
<i>Soc</i>	0,004 *** (0,002)	−0,027 (0,021)	0,049 (0,073)
<i>Gov</i>	−0,000 (−0,001)	−0,015 * (0,009)	−0,038 (0,030)
R ²	0,554	0,401	0,229
Upravené R ²	0,549	0,394	0,221
P-hodnota (F)	<0,001	<0,001	<0,001
Pozorování		n=992	

Pozn.: (i) V závorkách jsou uvedené směrodatné chyby, (ii) * p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,001

Tabulka č. 9 – Výstupy z ekonometrické analýzy pro EU27 (2. Část)

Model	EU27_1	EU27_2	EU27_3
Proměnná	<i>I_Tobinovo_Q</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>
<i>Konstanta</i>	−0,448 *** (0,148)	15,509 ** (2,370)	29,104 *** (8,389)
<i>ESG</i>	−0,002 * (0,001)	−0,022 (0,014)	−0,071 * (0,040)
<i>I_Aktiva</i>	−0,280 *** (0,018)	−3,387 *** (0,294)	−5,677 *** (0,644)
<i>I_DluhAktiva</i>	0,028 ** (0,012)	−0,746 *** (0,195)	−0,034 (0,618)
<i>I_Kapitalizace</i>	0,312 *** (0,017)	3,500 *** (0,278)	6,185 *** (0,602)
<i>L_PE</i>	0,067 *** (0,016)	−2,694 *** (0,309)	−7,023 *** (1,127)
<i>V4</i>	−0,090 (0,061)	3,319 (2,059)	3,856 (4,563)
<i>V4xESG</i>	0,001 (0,002)	−0,064 (0,062)	−0,090 (0,148)
R ²	0,548	0,395	0,227
Upravené R ²	0,544	0,391	0,222
P-hodnota (F)	<0,001	<0,001	<0,001
Pozorování		n=992	

Pozn.: (i) V závorkách jsou uvedené směrodatné chyby, (ii) * p < 0,1 ** p < 0,05 *** p < 0,001

Výše a na předchozí straně jsou k dispozici výstupy z ekonometrické analýzy datového souboru EU27. Z pohledu koeficientů determinace se opět podařilo poměrně kvalitně vysvětlit variability jednotlivých závisle proměnných. Nicméně lze pozorovat, že například vzhledem k vyššímu počtu pozorování zde jsou koeficienty determinace mírně nižší než v případě modelů V4. Ovšem výsledky jsou u EU27 modelů podobné jako u V4 v tom smyslu, že největší procento variability, které se podařilo vysvětlit je u EU27 modelů EU27_1 a EU27_4 se závisle proměnnou *I_Tobinovo_Q* (přibližně 55 %). S lehce nižšími koeficienty determinace lze následně opět pozorovat modely s vysvětlovanou proměnnou *ROA*, potažmo s nejnižší u závisle proměnné *ROE*.

Z hlediska kvality jednotlivých modelů jako celků skrze celkové F-testy, je možné uvést, že veškeré modely jsou specifikované správně a také, že jsou zároveň validní na všech přípustných hladinách významnosti (1 %, 5 %, 10 %) – veškeré p-hodnoty celkových F-testů modelů jsou nižší než 0,001.

Co se týče statistické signifikance individuálních koeficientů jednotlivých vysvětlujících proměnných, tak v rámci modelů EU27 je možné pozorovat již zajímavější výsledky a

obecně vyšší míru významnosti v rámci závislosti u jednotlivých vysvětlujících proměnných. V modelech, které využívají vliv ESG jako celku (EU27_1, EU27_2 a EU27_3) lze pozorovat statisticky významnou závislost, ovšem jen na 10 % hladině, mezi *ESG* a závisle proměnnými *l_Tobinovo_Q* a *ROE*, která v obou případech poukazuje na negativní vliv tohoto skóre v rámci zemí EU27 bez V4. V případě modelů zkoumajících vliv separátních složek ESG (*Env*, *Soc*, *Gov*) lze najít významnější závislosti. Konkrétněji pro u *Env* a *Soc*, které se v rámci jejich vlivu na tržní hodnotu firem u zemí EU27 (bez V4) podařilo odhadnout jako statisticky významné na všech přípustných hladinách významnosti (1 %, 5 %, 10 %). Směr závislosti je u proměnné *Env* stejný jako výše, tedy negativní, nicméně v případě *Soc* již pozorujeme pozitivní vztah s proměnnou *l_Tobinovo_Q*. Jako další lze spatřit statisticky významná závislost i u interakčních proměnných značících vliv konkrétních složek ESG čistě u zemí V4, a to vůči profitabilitě firmy (*ROA*). Konkrétně jde o proměnné *V4xEnv* a *V4xSoc*, které mají statisticky významný vliv na 5 % a 10 % hladině významnosti, stejně jako v případě zemí mimo V4 v rámci Evropské unie. V poslední řadě se taktéž podařil odhadnout i významný negativní vliv u složky *Gov* v modelu EU27_5, byť zde jen na 10 % hladině.

6.5 Diskuse výsledků a závěry

V předchozí části byly z ekonometrického pohledu představeny a zhodnoceny výsledky jednotlivých modelů. V této části budou výstupy diskutovány vzhledem ke stanoveným hypotézám a zároveň ve vztahu k existující literatuře na toto téma.

Co se týče hypotézy *H1*, která předpokládala pozitivní vztah mezi celkovým ESG skóre a ekonomickou výkonností, tak v souvislosti s prezentovanými výstupy z ekonometrické analýzy není možné tento předpoklad v případě této práce přijmout. Statisticky významná závislost mezi celkovým ESG skóre a proměnou *Tobinovo Q* a *ROE* se sice podařila v rámci modelů EU27_1 a EU27_3 odhadnout, avšak s negativní závislostí, a navíc pouze na 10 % hladině významnosti. Tento závěr taktéž není v souladu například se zmíněným přístupem Almeydy a Darmansyaha (2019).

Nicméně i přesto lze najít práce odkazující na negativní vliv ESG či CSR principů, jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách (Gillan a kol., 2021). Zajímavé vysvětlení negativního vlivu nabízí Servaes a Tamayo (2013), kteří popisují, že ESG jako celek může mít negativní vliv na firemní ukazatele výkonnosti zejména v případech, kdy daná firma dostatečně nepropaguje tyto aktivity, a to jak vůči spotřebitelům, tak celkově vůči

ostatním zúčastněným stranám (stakeholderům). Je zde tedy možné pozorovat, že případné signalování formou propagací těchto činností, hraje svou podstatnou roli. Lze zde taktéž uvést, že tento výsledek implikuje závěry spíše ve vztahu k teorii shareholderů, konkrétněji ve spojení s přístupem Friedmana (1970), dle něhož je jedinou odpovědností firmy maximalizace zisku, tak jako ve standardní ekonomické teorii.

Podobný závěr lze prezentovat i v rámci hypotézy *H2*, předpokládající pozitivní vliv environmentální složky ESG (*Env*) na ukazatele profitability a tržní hodnoty firem. U žádného z modelů se nepodařilo prokázat statisticky významnou pozitivní závislost. Ani v tomto případě tedy nelze přijmout tuto hypotézu.

V rámci vysvětlující proměnné *Env* byl však směr její závislosti vůči vysvětlovaným proměnnými *ROA* a *l_Tobinovo_Q* prokázán jako negativní. Toto se podařilo u obou skupin modelů. Konkrétněji, v případě modelu popisujícího ryze země V4 (*V4_5*), který měl vysvětlovat ziskovost firmy skrze *ROA*, lze tvrdit, že na tento ukazatel existuje negativní vliv environmentální složky, a to na 10 % a 5 % hladině významnosti. Tento výsledek je také v souladu s výsledky modelů zahrnujících kromě zemí V4 i veškeré členské státy Evropské unie. V rámci modelu *EU27_5* taktéž lze pozorovat, že v případě interakce *V4xEnv* existuje statisticky významný negativní vliv (na 10 % a 5 % hladině) na ziskovost firmy, a to opět v rámci zemí V4 (bez zbytku členských států Evropské unie). Nicméně navíc i v případech zemí Evropské unie bez zemí V4, je negativní vliv významný dokonce na všech přípustných hladinách (viz model *EU27_5*). Zde je takto negativně závislá tržní hodnota firmy (Tobinovo Q).

Z pohledu literatury je například možné vysvětlení skrze již v teoretické části zmíněný konflikt týkající se primárního cíle firmy. Ať už dle uvedeného přístupu Friedmana (1970), tak zároveň dle Jensena (2001) či Sundarama a Inkpena (2004), je možné tvrdit, že pokud firma bude cílit i do dalších oblastí (například právě environmentálních, sociálních apod.), a to ve stejné míře jako v případě maximalizace zisku, reálně může dojít k situaci, kdy tuto nezbytnou činnost nedokáže plně zastřešovat. Z toho důvodu může být i následně zisk nižší než v optimálním stavu. Mimo jiné se taktéž může dostavit situace, kdy je firma prakticky bez jasně vymezeného primárního cíle (Tse, 2011). V neposlední řadě na základě přístupu Sichigey a kol. (2020) lze tuto negativní závislost vysvětlit i tím, že konkrétně environmentální standardy nemusí mít, v rámci teorie stakeholderů, příslušnou relevanci, neboť stakeholderi nemusí brát v potaz tyto aspekty do větší či signifikantní míry. Navíc, jejich preference a postoje k takovým standardům se

může diametrálně lišit napříč konkrétními trhy či odvětvími. V rámci této práce však nebyl tento aspekt do analýzy zakomponován, neboť jde o vzorek obsahující kombinaci více odvětví, a nikoliv jedno konkrétní nebo skupinu konkrétních odvětví či oborů.

V případě hypotézy *H3*, u které byl předpokládán pozitivní vliv sociální složky (*Soc*) vůči ekonomické výkonnosti firmy, bylo možné oproti předchozím hypotézám tento předpoklad částečně (pouze pro některé závisle proměnné) přijmout. V modelech zabývajících se ryze daty ze zemí V4 lze sice pozorovat pozitivní závislost proměnné *Env* na veškeré stanovené vysvětlující proměnné, ovšem bez potřebné statistické významnosti, což může být například i dáno menším počtem pozorování. Naproti tomu v modelech EU27 (konkrétně EU27_4 a EU27_5) již lze pozorovat statisticky významnou pozitivní závislost. Konkrétněji, v modelu EU27_4 může sociální faktor ESG (*Soc*) na všech přípustných hladinách významnosti pozitivně ovlivňovat tržní hodnotu firmy aproximovanou skrze Tobinovo Q, a to pro případy zemí Evropské unie bez V4. Avšak i skrze model EU27_5, který vysvětluje profitabilitu firmy (ROA), se podařila odhadnout statisticky významná pozitivní závislost čistě v rámci interakční proměnné *V4xSoc*. Na základě toho je možné uvést, že také v rámci zemí V4 je tento vliv možné pozorovat jako pozitivní. V souvislosti s tím tedy lze akceptovat hypotézu *H3* na základě zmíněných modelů EU27_4 a EU27_5 prokazujících statisticky významný vliv sociální složky na profitabilitu a tržní hodnotu firmy.

Jak již bylo uvedeno i v teoretické části, toto je závěr, který lze ve větší míře pozorovat i v rámci uvedené empirické literatury – konkrétně například zmínění Almeyda a Darmansyah (2019), nebo Gillan a kol. (2021) spolu s Orlitzkym a Benjaminem (2001). Zároveň taktéž může odkazovat na částečné potvrzení závěrů uvedených v rámci teorie stakeholderů ze strany Jonese (1995) nebo Freemana (1984). Tedy konkrétněji, že tyto praktiky mohou pro firmu vytvořit konkurenční výhodu. Pozitivní vztah se sociální složkou ESG může mimo jiné implikovat i snížení kapitálových nákladů, nebo nákladů plynoucích z tzv. problému pana a správce. V poslední řadě zde také případné vyšší zisky *de facto* mohou znamenat i určitou formu odměny či prémie za větší transparentnost dané firmy ze strany spotřebitelů či stakeholderů, kteří mohou mít kladně nastavené preference v rámci ESG a CSR aspektů (Ramirez a kol. 2022).

Jako poslední byla na základě teoretického rámce stanovena hypotéza *H4*, dle které byl očekáván opět pozitivní vliv na ekonomickou výkonnost firmy, zde konkrétně skrze faktor Governance (*Gov*). Tuto pozitivní závislost se však podařilo odhadnout pouze

v rámci modelu V4_4 vůči tržní hodnotě, avšak bez potřebné statistické významnosti na žádné z přípustných hladin. Naopak i v případě tohoto faktoru lze pozorovat statisticky významný negativní vliv Governance vůči profitabilitě firmy (*ROA*) v rámci modelu EU27_5 (na 10 % hladině). Z toho důvodu nelze potvrdit ani hypotéza *H4*.

V rámci literatury lze toto také vysvětlit skrze uvedené přístupy Friedmana (1970) a Friedmana (1962) či Tseho (2011). Nicméně ryze v případě faktoru Governance se nabízí i vysvětlení na základě Niccola a kol. (2020), který v první řadě uvádí negativní vliv této složky na dividendovou politiku vůči akcionářům (shareholderům) v rámci ziskovosti firem. Ten se může dostavit často v krátkém období. Zároveň zde taktéž autoři popisují případnou nákladnost implementace Governance praktik či principů, která může některým firmám uškodit právě co se týče tvorby zisku pro shareholdery. Toto je například také v souladu se zmíněným efektem tzv. přeinvestování v rámci ESG, potažmo CSR, kde se tyto implementace jeví jako nákladné a mohou ovlivnit zisk firmy (Buchanan a kol, 2018). Vysvětlení skrze časový ráme však lze v případě této práce akceptovat však pouze částečně, neboť například faktory více let, nebo rozlišení období opět nejsou vzhledem k využití průřezových dat v ekonometrické analýze příslušně reflektovány.

Shrneme-li tedy výsledky prezentované v této části, je evidentní, že bylo možné přijmout pouze hypotézu *H3* týkající se pozitivního vlivu sociální složky (reprezentované proměnnou *Soc*) na ekonomickou výkonnost firmy. Konkrétněji byl tento vliv prokázán vůči ukazatelům značícím profitabilitu firmy (*ROA*), a to ryze u zemí V4, a zároveň taktéž na tržní hodnotu firmy (*l_Tobinovo_Q*) v případě zemí Evropské unie bez V4. Vzhledem k tomuto pozitivnímu vlivu tedy může jít o implikaci závěrů v rámci teorie stakeholderů uvedených v teoretické části. Konkrétně například, že firma může disponovat konkurenční výhodou a zlepšit tak svou pozici v rámci trhu. Zároveň také může být pozitivně ovlivněna určitou prémii ze strany koncových spotřebitelů a stakeholderů pro firmy praktikující tyto principy (Jones, 1995).

Ostatní hypotézy (*H1*, *H2* a *H4*) se na příslušných hladinách významnosti nepodařilo potvrdit. Naopak, většina proměnných vykazovala opačný (negativní) směr závislosti vůči ukazatelům ekonomické výkonnosti firmy, který byl i v některých případech poměrně kvalitně statisticky významný. Konkrétněji, se například proměnná *Env*, reprezentující environmentální složku ESG skóre, ukázala být negativním determinantem tržní hodnoty firmy (u zemí Evropské unie bez V4) spolu s její profitabilitou (zde ryze u zemí V4). Podobné implikace lze nalézt i v případě celkového ESG (*ESG*) a složky

Governance (*Gov*), nicméně pouze na 10 % hladině. Tyto negativní vlivy je možné vysvětlit například přístupy, které jsou spíše na straně teorie shareholderů – zejména Friedman (1970), dále pak Tse (2011), Jensen (2001), Sundaram a Inkpen (2004), nebo Phillips a kol. (2003). Ty například poukazují na heterogenitu případných cílů pro firmu, jestliže se její aparát rozhodne zaštitovat i společensky odpovědnou agendu, dále také obecnou definiční vágnost ESG a CSR jako celku, či zároveň primární klíčový cíl firmy, kterým stále zůstává maximalizace jejího zisku. V rámci těchto negativních vlivů se taktéž může ukazovat, že participace v ESG aktivitách či jejich implementace, může být zkrátka pro firmy nákladná, což může právě negativně ovlivňovat jejich ekonomickou výkonnost. Toto je popsáno například skrze efekt přeinvestování ze strany Buchanana a kol. (2018).

V konečném důsledku se tedy na základě analýzy vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firmy nepodařilo v plné míře prokázat pozitivní závislost zmíněná v rámci stanovených hypotéz. V kontextu ekonometrické analýzy se také zároveň nepodařilo v plné výši prokázat například teoretická vymezení ve vztahu ke společenské odpovědnosti firem popsaná v rámci teorie instrumentálního stakeholdera či obecnější teorie stakeholderů. V rámci stanovených hypotéz se pozitivní vliv (a teoreticky i závěry těchto přístupů) podařilo prokázat pouze u sociální složky ESG, v případě hypotézy *H3*.

Závěr

Cílem této práce bylo ověřit, zdali s vyššími ESG standardy dle zvolené metodiky (Bloomberg ESG Disclosure Score) lze očekávat i lepší ekonomickou výkonnost reprezentovanou příslušnými závisle proměnnými (Tobinovo Q, ROA, ROE). Zároveň bylo taktéž cílem, ovšem spíše sekundárním, obecné představení ESG spolu se společenskou odpovědností firem reprezentovanou v rámci CSR, a to i ve vztahu k ekonomickým přístupům a teoriím. Toto propojení by se totiž mohlo zdát jako stále nepříliš teoreticky uchopené. Proto i z toho důvodu je téma nepochybně v rámci rapidně rostoucích institucionálních tlaků v otázkách společenské odpovědnosti stále aktuální. Tato práce zároveň nabízí analýzu skrze (z hlediska literatury) méně využívaný mechanismus, kterým je právě mírně specifické Bloomberg ESG Disclosure Score vypovídající spíše o celkové transparentnosti firem ve srovnání s většinou ostatních přístupů, které využívají kvalitativní ESG skóre (Gillan a kol. 2021).

V teoretické části byl vymezeny pojmy společenské odpovědnosti (CSR) a ESG společně s jejich aktuální a historickou podobou. Následně došlo k představení teorií, které jsou de facto v pozadí této problematiky – konkrétně teorie stakeholderů a shareholderů s jejich vzájemným konfliktem zájmů. Teorie stakeholderů, dle Freemana (1984), pojednává o nutnosti začlenění zájmů tzv. ostatních zúčastněných stran (stakeholderů) v rámci zisk-maximalizujících činností firem. V návaznosti na tuto teorii byl představen i detailnější instrumentální přístup ze strany Jonese (1995), v rámci kterého, jde dokonce o částečnou syntézu ekonomie a etiky. Nicméně, skrze tyto principy, firmy mohou dosahovat větších zisků a v rámci trhu taktéž mohou mít i konkurenční výhodu. Co se týče teorie shareholderů, tak tento přístup lze označit spíše za kritiku zmíněných teorií, potažmo obranu standardní ekonomické teorie, v jejímž rámci, je jedinou společenskou odpovědností firem maximalizace zisku (Friedman, 1970). Tyto přístupy zde taktéž byly dle Tseho (2011) srovnány ve vztahu k jejich výhodám a nevýhodám. Vzhledem k tomu je zde ideální určitá kombinace obou přístupů, co se týče případných praktických implikací.

V další části teoretického rámce bylo ESG spolu se společenskou odpovědností zasazeno do kontextu ekonomické teorie a empirické literatury. V rámci ekonomické teorie se ukázalo, že tyto praktiky mohou pomáhat řešit nerovnovážné stavy či dysbalance typu externalit, problému černého pasažéra nebo zajišťování veřejných statků a zároveň mohou případně suplovat státní zásahy, jestliže stát selže (například dle Morgana a Tomlinsona, 2019, nebo Landiera a Lova, 2020 a dalších zmíněných v rámci teoretické části). Co se týče empirické literatury, tak byla prezentována celá řada přístupů, která sice obsahovala poměrně kombinované výsledky, co se týče vlivu ESG potažmo CSR, na ekonomickou či finanční výkonnost, ovšem v drtivé většině se jednalo spíše o pozitivní vztahy (Gillan a kol. 2021).

Praktická část měla následně za úkol ověřit, respektive přispět svým přístupem k ověření, zdali východiska z teoretického rámce, odkazující na pozitivní vliv ESG a CSR na ekonomickou výkonnost, lze pozorovat i na reálných datech. Byly stanoveny hypotézy *H1*, *H2*, *H3* a *H4*, které předpokládaly pozitivní vliv ESG jako celku a zároveň jeho jednotlivých složek E, S, G. Vliv byl zkoumán vůči ekonomickým ukazatelům firmy, kde Tobinovo Q reprezentovalo tržní pohled či hodnotu a ROA spolu s ROE ziskovost firmy. Jako nástroj byla využita metoda nejmenších čtverců. Celkově zde byly využity 2 datové

soubory. První obsahoval pouze data týkající se firem zemí Visegrádské čtyřky a druhý následně záznamy o firmách napříč všemi zeměmi Evropské unie.

Veškeré modely se podařilo odhadnout se slušnými koeficienty determinace, indukujícími míru vysvětlené variability závisle proměnných. Nicméně co se týče stanovených hypotéz a jejich ověření či případných implikací, tak v rámci ekonometrických modelů se podařilo přijmout pouze hypotézu *H3*, předpokládající pozitivní vliv sociálního faktoru ESG vůči ekonomické výkonnosti. Konkrétněji, dle provedené analýzy, tento faktor pozitivně ovlivňuje tržní hodnotu firmy reprezentovanou Tobinovým *Q* a profitabilitu. To může implikovat například závěry vztahující se k teorii stakeholderů, že spotřebitelé spolu se stakeholdery mohou odměnit odpovědné aktivity firmy, skrze které, firma taktéž může mít konkurenční výhodu. Ostatní hypotézy (*H1*, *H2*, *H4*) se verifikovat nepodařilo, neboť závislosti často vykazovaly statisticky významný vliv s opačnými (negativními) směry. Nicméně i v těchto případech byla nalezena opora či vysvětlení v rámci existující literatury, kde toto může být například vysvětleno nedostatečnou propagací těchto principů ze strany firem, nebo také problémem nedostatečné definice klíčového cíle firmy, který může v konečném důsledku znamenat horší schopnost generování zisků (Ramirez a kol. 2022; Sundaram & Inkpen, 2004; Phillips a kol. 2003).

V této práci se nicméně podařilo představit ESG spolu s CSR z praktického pohledu a zároveň ve vztahu k ekonomické literatuře. Samotný cíl zkoumání vlivu ESG na ekonomickou výkonnost firmy byl také splněn, a to v rámci ekonometrické analýzy v empirické části. Avšak stanovené hypotézy (předpoklady) se z většiny nepodařilo potvrdit. Pouze v případě sociální složky ESG byl potvrzen její pozitivní vliv na Tobinovo *Q* reprezentující tržní hodnotu firmy a profitabilitu skrze proměnnou ROA. Z tohoto hlediska může tento výsledek teoreticky sloužit pro případné reálné implikace v praxi.

Oblast společenské odpovědnosti si jednoznačně do budoucna žádá další výzkum jak z teoretického, tak empirického hlediska. Stále se zde jeví, že chybí kvalitní most mezi standardní ekonomickou teorií a otázkami společenské odpovědnosti společně s ESG. Co se týče této práce, tak zde samozřejmě existují příslušné limity. Zkoumání problematiky ESG a CSR skrze Bloomberg ESG Disclosure Score se může jevit jako hůře průkazné ve srovnání s přístupy využívajícími kvalitativní skóre typu MSCI, které skutečně popisuje, jak kvalitně firma působí na poli ESG či CSR. To taktéž mohlo být důvodem, proč nebyly potvrzeny veškeré hypotézy, jako například v jiných přístupech. Další limitace zde může

být z toho pohledu, že byla využita „pouze“ průřezová data za konkrétní rok. Dle představených empirických pramenů je často spíše zajímavé pozorovat tyto vlivy v čase, potažmo v rámci srovnání v určitých časových obdobích (např. před a po finančních krizích či jiných exogenních šocích). Dále se taktéž jako nedostatek může jevit i specifikace některých modelů, která se ukázala, vzhledem k výsledkům a koeficientům determinace, jako spíše pro vysvětlení Tobinova Q, nežli ukazatelů ROA a ROE, i přesto že jsou modely samy o sobě poměrně kvalitní. Je tedy určitě žádoucí modely postavit (například co se týče výběru kontrolních proměnných) více na míru zkoumaných proměnných. V neposlední řadě se taktéž nabízí využít ryze ekonomický přístup v rámci aproximace ekonomické výkonnosti firmy – například skrze modelování produkční funkce. Závěrem, jelikož je téma společenské odpovědnosti a ESG poměrně svázáno institucionálními tlaky, tak tato oblast lze taktéž uchopit z hlediska právního rámce a analýzy, které jsou pro jeho pochopení neméně důležité.

Seznam zkratek

ESG – Environmentální, Sociální a Governance faktory či oblasti

CSR – Korporátní společenský udržitelnost (Corporate Social Responsibility)

CS – Korporátní udržitelnost (Corporate Sustainability)

PRI – Principy odpovědného investování (Principles for responsible investment)

SRI – Společensky odpovědné investování (Socially Responsible Investing)

OSN – Organizace spojených národů

ROA – Návratnost aktiv (Return on Assets)

ROE – Návratnost vlastního kapitálu (Return on Equity)

IST – Teorie instrumentálního stakeholdera (Instrumental stakeholder theory)

VIF – Faktory zvyšující rozptyl (Variance inflation factors)

CS – Korporátní udržitelnost (Corporate Sustainability)

CSR – Korporátní společenský udržitelnost (Corporate Social Responsibility)

ESG – Environmentální, Sociální a Governance faktory či oblasti

GRI - Global Reporting Initiative

IST – Teorie instrumentálního stakeholdera (Instrumental stakeholder theory)

OSN – Organizace spojených národů

PRI – Principy odpovědného investování (Principles for responsible investment)

ROA – Návratnost aktiv (Return on Assets)

ROE – Návratnost vlastního kapitálu (Return on Equity)

SASB - Sustainability Accounting Standards Board

SRI – Společensky odpovědné investování (Socially Responsible Investing)

VIF – Faktory zvyšující rozptyl (Variance inflation factors)

Seznam tabulek a grafů

Tabulka č. 1 – Schéma zprostředkovatelů ESG.....	8
Tabulka č. 2 – Souhrn hlavní poskytovatelů ESG skóre (indexů).....	11
Tabulka č. 3 – Popisné statistiky základních proměnných	38
Tabulka č. 4 – Proměnné pro ekonometrickou analýzu.....	39
Tabulka č. 5 – Funkční tvary regresních rovnic	40
Tabulka č. 6 – P - hodnoty Whitova testu heteroskedasticity	41
Tabulka č. 7 – Výstupy ekonometrické analýzy pro V4.....	43
Tabulka č. 8 – Výstupy z ekonometrické analýzy pro EU27 (1. Část).....	45
Tabulka č. 9 – Výstupy z ekonometrické analýzy pro EU27 (2. Část).....	46
 Graf č. 1 – Složení zemí firem u vzorku V4.....	 34
Graf č. 2 – Složení firem u vzorku EU27	35

Zdroje

- Abe, N., & Shimizutani, S. (2007). Employment policy and corporate governance—An empirical comparison of the stakeholder and the profit-maximization model. *Journal of Comparative Economics*, 35(2), 346–368. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.02.006>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795. <http://www.jstor.org/stable/181519>
- Almeyda, R., & Darmansya, A. (2019). The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance. *IPTEK Journal of Proceedings Series*, 0(5), 278. <https://doi.org/10.12962/j23546026.y2019i5.6340>
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2003). Selling to Socially Responsible Consumers: Competition and The Private Provision of Public Goods. *Journal of Economics Management Strategy*, 12(3), 419–445. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2003.00419.x>
- Baron, D. P. (2010). Morally Motivated Self-Regulation. *American Economic Review*, 100(4), 1299–1329. <https://doi.org/10.1257/aer.100.4.1299>
- Basu, S., Raj, M., & Tchalian, H. (2008). A Comprehensive Study of Behavioral Finance. *Journal of Financial Service Professionals*, 62(4).
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2006). Incentives and Prosocial Behavior. *American Economic Review*, 96(5), 1652–1678. <https://doi.org/10.1257/aer.96.5.1652>
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2018). Environmental and Social Disclosures and Firm Risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613–626. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3285-5>
- Besley, T., & Ghatak, M. (2007). Retailing public goods: The economics of corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, 91(9), 1645–1663. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.07.006>

- Boffo, R., & Patalano, R. (2020). " ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris. <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
- Bloomberg. (2023). Bloomberg ESG Indices, Solutions for sustainable future. https://assets.bbhub.io/professional/sites/27/Bloomberg-Indices_ESG-Indices-Overview.pdf
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73–95. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004>
- Buono, A. F. (2003). A Review of Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth: BUSINESS AND SOCIETY REVIEW. *Business and Society Review*, 108(2), 279–284. <https://doi.org/10.1111/1467-8594.00165>
- Caplan, L., Griswold, J. S., & Jarvis, W. F. (2013). From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing. Commonfund Institute. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf>
- Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3), 268–295. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>
- Cek, K., & Eyupoglu, S. (2020). DOES ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE PERFORMANCE INFLUENCE ECONOMIC PERFORMANCE? *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1165–1184. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12725>
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. In C. Gopalakrishnan (Ed.), *Classic Papers in Natural Resource Economics* (s. 87–137). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/9780230523210_6

- Cornett, M. M., Erhemjamts, O., & Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 70, 137–159. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>
- Crifo, P., & Forget, V. (2012). The economics of corporate social responsibility: a survey.
- Crifo, P., & Forget, V. D. (2015). THE ECONOMICS OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY: A FIRM-LEVEL PERSPECTIVE SURVEY: THE ECONOMICS OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY. *Journal of Economic Surveys*, 29(1), 112–130. <https://doi.org/10.1111/joes.12055>
- Česká národní banka. (2023). Výroční zpráva ČNB 2022. https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy-ceske-narodni-banky/
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1–13. <https://doi.org/10.1002/csr.132>
- Danielson, M. G., Heck, J. L., & Shaffer, D. R. (2008). Shareholder Theory—How Opponents and Proponents Both Get it Wrong. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1309066>
- De Bondt, W., Gulnur, M., Hersh, S. and Sotiris, K.S. (2008), “Behavioural finance: Quo Vadis?”, *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, pp. 7-21.
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158–180. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value? *Management Science*, 46(8), 1059–1074. <https://doi.org/10.1287/mnsc.46.8.1059.12030>
- Dumay, J. (2016). A critical reflection on the future of intellectual capital: From reporting to disclosure. *Journal of Intellectual Capital*, 17(1), 168–184. <https://doi.org/10.1108/JIC-08-2015-0072>

- Dumay, J., Bernardi, C., Guthrie, J., & La Torre, M. (2017). Barriers to implementing the International Integrated Reporting Framework: A contemporary academic perspective. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 461–480. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-05-2017-0150>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Fakhretdiova, K., (2023). Impact of ESG on companies financial performance. Prague University of Economics and Business. https://vskp.vse.cz/88199_dopad-esg-na-financni-vykonnost-spolecnosti?author=Fakhretdinov%C3%A1&page=1
- Fernández-Kranz, D., & Santaló, J. (2010). When Necessity Becomes a Virtue: The Effect of Product Market Competition on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economics & Management Strategy*, 19(2), 453–487. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00258.x>
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951–989. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01228.x>
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003>
- Finger, M., & Rosenboim, M. (2022). Going ESG: The Economic Value of Adopting an ESG Policy. *Sustainability*, 14(21), 13917. <https://doi.org/10.3390/su142113917>
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 499–516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>

- Flower, J. (2015). The International Integrated Reporting Council: A story of failure. *Critical Perspectives on Accounting*, 27, 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.07.002>
- Font, X., Walmsley, A., Cogotti, S., McCombes, L., & Häusler, N. (2012). Corporate social responsibility: The disclosure–performance gap. *Tourism Management*, 33(6), 1544–1553. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2012.02.012>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13(1970), 32-33.
- Frooman, J. (1997). Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth: A Meta-Analysis of Event Studies. *Business & Society*, 36(3), 221–249. <https://doi.org/10.1177/000765039703600302>
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108–127. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gneezy, A., Imas, A., Brown, A., Nelson, L. D., & Norton, M. I. (2012). Paying to Be Nice: Consistency and Costly Prosocial Behavior. *Management Science*, 58(1), 179–187. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1437>
- Hamilton, J. T. (1995). Testing for Environmental Racism: Prejudice, Profits, Political Power? *Journal of Policy Analysis and Management*, 14(1), 107. <https://doi.org/10.2307/3325435>
- Hauck, D., Voorhes, M., & Goldberg, G. S. (1983). Two Decades of Debate: The Controversy Over US Companies in South Africa. *Investor Responsibility Research Center*.
- Heal, G. (2005). Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 30(3), 387–409. <https://doi.org/10.1057/palgrave.gpp.2510037>

- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431. <https://doi.org/10.2307/2676219>
- Hill, J. (2020). Environmental, social, and governance (ESG) investing: A balanced analysis of the theory and practice of sustainable portfolio. Academic Press, is an imprint of Elsevier.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125–139. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101))
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1997). Financial Intermediation, Loanable Funds, and The Real Sector. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 663–691. <https://doi.org/10.1162/003355397555316>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance: CSR and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895–907. <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- Innes, R., & Sam, A. G. (2008). Voluntary Pollution Reductions and the Enforcement of Environmental Law: An Empirical Study of the 33/50 Program. *The Journal of Law and Economics*, 51(2), 271–296. <https://doi.org/10.1086/589659>
- Jackson, P., & Hawker, B. (2001). Is corporate social responsibility here to stay. In *Communication Directors' Forum* (Vol. 18, p. 2016).
- Jensen, M. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297–317. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00158>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Johnston, K., & Beatson, A. (2005). Managerial conceptualisations of corporate social responsibility: An exploratory study. In ANZMAC 2005: Broadening the Boundaries: Conference Proceedings (pp. 41-47). University of Western Australia Business School.
- Johnstone, N., & Labonne, J. (2009). Why do manufacturing facilities introduce environmental management systems? Improving and/or signaling performance. *Ecological Economics*, 68(3), 719–730. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2008.06.003>
- Jones, T. M. (1995). Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *The Academy of Management Review*, 20(2), 404. <https://doi.org/10.2307/258852>
- Jones, T. M., Harrison, J. S., & Felps, W. (2018). How Applying Instrumental Stakeholder Theory Can Provide Sustainable Competitive Advantage. *Academy of Management Review*, 43(3), 371–391. <https://doi.org/10.5465/amr.2016.0111>
- Khanna, M., & Damon, L. A. (1999). EPA's Voluntary 33/50 Program: Impact on Toxic Releases and Economic Performance of Firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 37(1), 1–25. <https://doi.org/10.1006/jeeem.1998.1057>
- Kirzner, I. M. (1979). Perception, opportunity, and profit: Studies in the theory of entrepreneurship. University of Chicago Press.
- Kitzmueller, M., & Shimshack, J. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51–84. <https://doi.org/10.1257/jel.50.1.51>
- Kocmanová, A., & Dočekalová, M. (2013). Construction of the economic indicators of performance in relation to environmental, social and corporate governance (ESG) factors. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 60(4), 195–206. <https://doi.org/10.11118/actaun201260040195>
- Kumar, S., & Pankaj, B. (2021). ESG Performance of a Firm is a Measure of Stakeholder's Theory. Available at SSRN 3945183.
- Landier, A., & Lovo, S. (2020). ESG Investing: How to Optimize Impact? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3508938>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis:

Social Capital, Trust, and Firm Performance. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.
<https://doi.org/10.1111/jofi.12505>

Lo, A. W. (2005). Reconciling efficient markets with behavioral finance: the adaptive markets hypothesis. *Journal of investment consulting*, 7(2), 21-44.

Long Finance and London Accord (Web Papers) .
http://www.longfinance.net/component/yuidt/index.php?option=com_content&view=article&id=402&Itemid=157 (2016.11.10)

Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2007). Corporate Social Responsibility and the Environment: A Theoretical Perspective. *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1011793>

Marcoux, A. M. (2000). Balancing act. *Contemporary issues in business ethics*, 4, 45-67.

Masulis, R. W., & Reza, S. W. (2015). Agency Problems of Corporate Philanthropy. *Review of Financial Studies*, 28(2), 592–636. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu082>

Maxwell, J. W., & Decker, C. S. (2006). Voluntary Environmental Investment and Responsive Regulation. *Environmental & Resource Economics*, 33(4), 425–439.
<https://doi.org/10.1007/s10640-005-4992-z>

Morgan, J., & Tumlinson, J. (2019). Corporate Provision of Public Goods. *Management Science*, 65(10), 4489–4504. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3137>

Mulhall, S., Swift, A., & Rawls, J. (1994). Political Liberalism. *The Philosophical Quarterly*, 44(177), 542. <https://doi.org/10.2307/2220257>

MSCI. (2020). MSCI ESG Metrics Calculation Methodology. https://www.msci.com/documents/10199/1283513/MSCI_ESG_Metrics_Calc_Methodology_Dec2020.pdf/92a299cb-0dbc-63ba-debb-e821bd2e2b08

MSCI. (2023). The evolution of ESG investing. <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg/evolution-of-esg-investing>

Niccolo, N., Battisti, E., Papa, A., & Miglietta, N. (2020). Shareholder value and dividend policy: The role of ESG strategies. 2020 IEEE International Conference on Technology Management, Operations and Decisions (ICTMOD), 1–5.
<https://doi.org/10.1109/ICTMOD49425.2020.9380585>

- O'Dwyer, B. (2003). Conceptions of corporate social responsibility: The nature of managerial capture. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16(4), 523–557. <https://doi.org/10.1108/09513570310492290>
- Oehmke, M., & Opp, M. M. (2019). A Theory of Socially Responsible Investment. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3467644>
- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review. *Business & Society*, 40(4), 369–396. <https://doi.org/10.1177/000765030104000402>
- Orts, E. W., & Strudler, A. (2002). The Ethical and Environmental Limits of Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 215–233. <https://doi.org/10.2307/3857811>
- Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & de Colle, S. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403–445. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495581>
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What Stakeholder Theory is Not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479–502. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>
- Pigou A. C. (1912). *Wealth and welfare*. Macmillan and Co.
- Post, J. E., Preston, L. E., & Sachs, S. (2002). Managing the Extended Enterprise: The New Stakeholder View. *California Management Review*, 45(1), 6–28. <https://doi.org/10.2307/41166151>
- United Nations. (2004). *The Global Impact – Who Cares Wins*. United Nations Department of Public Information. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/de954acc-504f-4140-91dc-d46cf063b1ec/WhoCaresWins_2004.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jqeE.mD
- United Nations (2006). Principles for responsible investment. <https://www.unpri.org/>
- Ramirez, A. G., Monsalve, J., González-Ruiz, J. D., Almonacid, P., & Peña, A. (2022). Relationship between the Cost of Capital and Environmental, Social, and Governance Scores: Evidence from Latin America. *Sustainability*, 14(9), 5012. <https://doi.org/10.3390/su14095012>
- Rappaport, A. (1999). *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. Simon and Schuster.

Ron, A. J. de, Keijzers, G., Boons, F., & Daal, R. A. H. J. van. (2002). *Duurzaam ondernemen / Strategie van bedrijven / Gerard Keijzers, Frank Boons, Rob van Daal* (1e dr). Kluwer.

Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A RESOURCE-BASED PERSPECTIVE ON CORPORATE ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND PROFITABILITY. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559. <https://doi.org/10.2307/257052>

Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>

Shleifer, A. (2004). Does Competition Destroy Ethical Behavior? *American Economic Review*, 94(2), 414–418. <https://doi.org/10.1257/0002828041301498>

Schanzenbach, M. M., & Sitkoff, R. H. (2020). ESG investing: Theory, evidence, and fiduciary principles. *Journal of financial planning*. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Sitkoff_1038.pdf

Sichigea, M., Siminica, M. I., Circiumaru, D., Carstina, S., & Caraba-Meita, N.-L. (2020). A Comparative Approach of the Environmental Performance between Periods with Positive and Negative Accounting Returns of EEA Companies. *Sustainability*, 12(18), 7382. <https://doi.org/10.3390/su12187382>

Sisodia, R., Wolfe, D. B., & Sheth, J. N. (2007). *Firms of endearment: How world-class companies profit from passion and purpose*. Wharton School Publishing.

Smeesters, O., Mottet, A., & Iania, L. (2018). Impact of Environmental, Social and Governance disclosure on risk-return performance: An empirical analysis of the STOXX Europe 600 using the Bloomberg ESG Disclosure Score (Doctoral dissertation, Master Thesis, Louvain School of Management]. Retrieved from <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15172>)

Smith, H. J. (2003). The shareholders vs. stakeholders debate. *MIT Sloan Management Review*.

Stemler, S. (b.r.). An overview of content analysis. <https://doi.org/10.7275/Z6FM-2E34>

Sternberg, E. (2000). *Just business: Business ethics in action* (2nd ed). Oxford University Press.

- Sundaram, A. K., & Inkpen, A. C. (2004). The Corporate Objective Revisited. *Organization Science*, 15(3), 350–363. <https://doi.org/10.1287/orsc.1040.0068>
- Tanaka ,H.(2011a), “Sustainability and Network Effects in Global Cities,”*Long Finance and London Accord (Web Papers)* . <http://www.longfinance.net/programmes/london-accord/396-report-template.html> (2016.11.10)
- Tanaka, H. (2011b), “Global Public Supports for Innovation in Environmental Technology,”
- Tanaka,H.(2011c),*Comparative Researches on Global Cities between Tokyo and Tianjin*, Written by Japanese, Tokyo,Chuo University Kyouiku GP.
- Tanaka, H. (2012). Social Responsibility, Social Enterprise and Social Innovation in the Stakeholder Communities. *London Accord*, http://www.longfinance.net/images/reports/pdf/chuo_socenterprise_2012.pdf (2017.3. 27)
- Tanaka, H. (2016). The sustainability theorem in the ESG mechanism. *Long Finance and London Accord*, 1-29.
- Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2020). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of Corporate Finance*, 61, 101427. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>
- Tarmuji, I., Maelah, R., Tarmuji, N. H. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67–74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Thomson Reuters. (2017). Thomson Reuters ESG Scores. https://www.esade.edu/itemsweb/biblioteca/bbdd/inbdd/archivos/Thomson_Reuters_ESG_Scores.pdf
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 1–35. <https://doi.org/10.1111/1468-0262.00177>
- Tirole, J. (2012). Some Political Economy of Global Warming. *Economics of Energy & Environmental Policy*, 1(1). <https://doi.org/10.5547/2160-5890.1.1.10>
- Tse, T. (2011). Shareholder and stakeholder theory: After the financial crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1), 51–63. <https://doi.org/10.1108/17554171111124612>

- Tzouvanas, P., & Mamatzakis, E. C. (2021). Does it pay to invest in environmental stocks? *International Review of Financial Analysis*, 77, 101812. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101812>
- Van den Berghe, L., & Louche, C. (2005). The Link Between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility in Insurance. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 30(3), 425–442. <https://doi.org/10.1057/palgrave.gpp.2510034>
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of business ethics*, 44(2-3), 95-105.
- White, M. A. (1995). Does it Pay to be" green"?: Corporate Environment Responsibility and Shareholder Value. McIntire School of Commerce.
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory econometrics: A modern approach* (5th ed). South-Western Cengage Learning.
- Wu, W.-T. (Alexandra). (2013). The P/E Ratio And Profitability. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 12(1), 67. <https://doi.org/10.19030/jber.v12i1.8380>
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>