

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

311

Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju



Redaktorzy naukowi

Grażyna Borys

Alicja Janusz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Cibis
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-311-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Joanna Błach: Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich przedsiębiorstwa	11
Michał Buszko: Efektywność inwestowania na rynku kapitałowym w spółki odpowiedzialne społecznie	20
Marlena Ciechan-Kujawa: Użyteczność raportów CSR w ocenie stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w odpowiedzialność społeczną.....	32
Iwona Dorota Czechowska: Ograniczenia w dostępie do usług bankowych klientów 60+ w perspektywie zrównoważonych finansów	45
Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak: <i>Shadow banking</i> na rynku usług finansowych	54
Danuta Dziawgo: Etyka a dystrybucja produktów finansowych.....	63
Leszek Dziawgo: Rynek ekologicznych funduszy inwestycyjnych w obszarze G-A-S-L.....	74
Justyna Fijałkowska: Zakres ujawnień w raportach społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw	85
Joanna Fila: Mikrofinanse a wykluczenie finansowe i społeczne – polityka i instrumenty	95
Robert Huterski: Neutralność pieniądza a koncepcja zrównoważonego rozwoju	107
Adam Kosiuk: Rachunkowość odpowiedzialności społecznej spółek giełdowych indeksu RESPECT	116
Dorota Krupa: Fundusze SRI we Francji	125
Dorota Korenik: Zasady i formy społecznie odpowiedzialnej bankowości ...	134
Katarzyna Kozak: Miejsce <i>shadow banking</i> w sektorze bankowym	144
Gabriela Łukasik: Rola relacji inwestorskich w prawidłowym rozwoju współczesnych przedsiębiorstw.....	153
Magdalena Urbańska-Maluha: Rynkowe mechanizmy w ochronie klimatu w Unii Europejskiej i w Polsce.....	162
Tomasz Piotr Murawski: Społecznie odpowiedzialne indeksy giełdowe a światowy trend rynków finansowych w wymiarze ESG	171
Aleksandra Paszkiewicz: RESPECT Index GPW w Warszawie jako giełdowy indeks społecznej odpowiedzialności biznesu.....	182
Jarosław Pawłowski: Indeksy meteorologiczne a pogodowe instrumenty pochodne.....	192

Arleta Szadziewska: Raportowanie społecznej odpowiedzialności przez przedsiębiorstwa przemysłu spożywczego w Polsce.....	201
Piotr Zasepa: Analiza efektywności inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie indeksu RESPECT	212
Agnieszka Żołądkiewicz: Biogazownie rolnicze jako szansa dla polskiej wsi	221
Jan Żuralski: Społeczna odpowiedzialność EBC i FED w obliczu wyzwań XXI wieku	231

Summaries

Joanna Blach: CSR reporting as a component of enterprise investor relations	19
Michał Buszko: Effectiveness of investing on capital market into socially responsible corporations	31
Marlena Ciechan-Kujawa: Usefulness of the CSR reports to the assessment of the involvement of companies in corporate social responsibility	44
Iwona Dorota Czechowska: Limitations on the access to banking services of clients 60+ in the perspective of sustainable finance.....	53
Beata Domańska-Szaruga, Anna Maria Rak: Shadow banking on financial services market	62
Danuta Dziawgo: Ethics and financial products distribution	73
Leszek Dziawgo: Ecological investment funds market in G-A-S-L zone	84
Justyna Fijałkowska: Corporate Social Responsibility and sustainable development report – dilemmas of disclosure.....	94
Joanna Fila: Microfinance and social and financial exclusion – policy and instruments.....	106
Robert Huterski: Neutrality of money and the concept of sustainable development	115
Adam Kosiuk: Accounting of social responsibility of quoted companies of RESPECT Index	124
Dorota Krupa: SRI funds in France.....	133
Dorota Korenik: Rules and forms for socially responsible banking.....	143
Katarzyna Kozak: Shadow banking system in the bank sector.....	152
Gabriela Łukasik: The role of investor relations in the proper development of modern enterprises	161
Magdalena Urbańska-Malucha: Market mechanisms in climate protection in the European Union and Poland	170
Tomasz Piotr Murawski: Socially responsible stock indexes as a realization of world tendency of financial market in ESG dimension.....	181
Aleksandra Paszkiewicz: RESPECT Index as a CSR Index of the Warsaw Stock Exchange	191

Jarosław Pawłowski: Weather indexes and weather derivatives	200
Arleta Szadziewska: Corporate Social Responsibility reporting by food companies in Poland	211
Piotr Zasępa: Analysis of the effectiveness of investment in an index of socially responsible companies on the example of RESPECT Index	220
Agnieszka Żołądkiewicz: Farm biogas plants as a chance for Polish village.	230
Jan Żuralski: Social responsibility of ECB and FED in the face of challenges of the XXI century	240

Michał Buszko

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

EFEKTYWNOŚĆ INWESTOWANIA NA RYNKU KAPITAŁOWYM W SPÓŁKI ODPOWIEDZIALNE SPOŁECZNIE

Streszczenie: Od 19 listopada 2009 r. na polskim rynku kapitałowym dostępny jest pierwszy w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej indeks spółek spełniających wysokie standardy w zakresie odpowiedzialności społecznej biznesu (RESPECT Index). Indeks ten od początku swojego istnienia obejmował około 20 spółek spośród około 400 podmiotów krajowych notowanych na GPW w Warszawie. Kwalifikacja do indeksu oznacza zasadniczo promocję spółki na rynku oraz podkreślenie jej walorów społecznych. W praktyce do indeksu należą przede wszystkim spółki duże, o uznanej pozycji na polskim rynku oraz dobrej sytuacji ekonomicznej. Z tego też względu korzyści inwestycyjne z portfela spółek tworzącego indeks RESPECT są wyższe niż z szerokiego portfela rynkowego (indeksu WIG). Wyższa jest przy tym także zmienność indeksu RESPECT. Kwalifikacja spółki do indeksu zasadniczo przynosi dodatkowe korzyści inwestycyjne jedynie w krótkim okresie.

Słowa kluczowe: RESPECT, WIG, inwestycje, stopa zwrotu.

1. Wstęp

Przygotowanie oraz realizacja koncepcji działania spółek giełdowych z uwzględnieniem szeroko rozumianej społecznej odpowiedzialności biznesu jest współcześnie powszechnie spotykaną praktyką w krajach wysoko rozwiniętych. Wzrost zainteresowania społeczną odpowiedzialnością biznesu jest obserwowany również od kilku lat w Polsce, a przejawem tego jest aktywne zaangażowanie wielu podmiotów w działalność proekologiczną, oszczędzanie energii, wpieranie inwestycji prospołecznych, udoskonalanie rozwiązań z zakresu *corporate governance*, relacji pracowniczych czy inwestorskich bądź też prowadzenie specjalnego raportowania w obszarze CSR.

Koncepcja, a właściwie specyficzna filozofia, społecznej odpowiedzialności biznesu w praktyce realizowana jest na różne sposoby, niemniej powinna mieć zawsze charakter kompleksowy i długofalowy. Zakres dostosowań podmiotu do bycia jednostką społecznie odpowiedzialną może obejmować zarówno wprowadzenie

strategicznych zmian w działalności operacyjnej, np. poprzez wykorzystanie proekologicznych technologii, stosowanie nietoksycznych komponentów w procesie produkcji czy też zmianę gospodarki odpadami (charakterystyczne dla sektorów tradycyjnych i produkcji przemysłowej), jak i może przybrać formę działań wyłącznie uzupełniających do prowadzonej działalności operacyjnej, np. poprzez dostosowanie *corporate governance*, wprowadzenie szczególnych regulacji wewnętrznych, uruchomienie systemu raportowania, reklamacji czy poprawy relacji inwestorskich (charakterystyczne dla sektorów usługowych).

W praktyce uzyskanie statusu podmiotu społecznie odpowiedzialnego oznacza zwykle konieczność przeprowadzenia dostosowań przede wszystkim w obszarach: środowiska naturalnego, produktów i usług, łańcucha dostaw, stosunków pracy, rozwoju technologii, ładu korporacyjnego, zarządzania finansami i sprawozdawczości, BHP, regulacji wewnętrznych czy etyki biznesu. Dostosowanie dotychczasowej działalności podmiotu do założeń koncepcji (filozofii) szeroko rozumianej społecznej odpowiedzialności i podjęcie zmian w wymienionych obszarach wiąże się z koniecznością ponoszenia dodatkowych, a w niektórych branżach – bardzo wysokich kosztów. Przy założeniu, że nadrzędnym celem działalności przedsiębiorstwa jest długookresowy wzrost bogactwa właścicieli (wzrost wartości firmy), społeczna odpowiedzialność biznesu będzie uzasadniona tylko wtedy, gdy zostanie potraktowana jako projekt inwestycyjny, który w długim horyzoncie przyniesie zarówno korzyści ze społecznego czy ekologicznego punktu widzenia, jak i korzyści ekonomiczne dla właścicieli (przy $NPV > 0$). Ocena efektywności ekonomicznej społecznej odpowiedzialności biznesu jest procesem złożonym, co wynika z faktu, iż koszty dostosowań, ekologicznych, społecznych czy zarządczych są zazwyczaj łatwo identyfikowalne i kwantyfikowalne, natomiast efekty społecznej odpowiedzialności są zwykle trudno mierzalne oraz mogą nie być w pełni identyfikowalne. Efekty również często mają charakter potencjalny i odroczony w czasie. Dotychczasowe badania prowadzone zarówno na rynkach zagranicznych [McWilliams, Siegel 2000; Henderson 2002], jak i na rynku polskim [Jedynak 2012, s. 170] jednoznacznie nie potwierdzają szczególnych korzyści ekonomicznych uzyskanych poprzez społeczną odpowiedzialność biznesu.

Ocena efektywności ekonomicznej działań w obszarze społecznej odpowiedzialności w Polsce może być oceniona na podstawie wyceny spółek giełdowych notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie w ramach specjalnego indeksu RESPECT Index. Indeks ten obliczany jest od 19.11.2009 r., a jego celem jest promocja spółek wdrażających wysokie standardy w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu. Łącznie od momentu powstania indeksu do końca marca 2013 r. odbyło się jego 6 edycji i rewizji, a uczestniczyło w nim od 16 do 23 podmiotów.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane celem wskazania, czy inwestycje w spółki notowane w ramach indeksu RESPECT są bardziej efektywne na tle inwestycji w inne podmioty nierealizujące działań związanych ze społeczną odpowiedzialnością biznesu (odzwierciedlone w ramach szerokiego indeksu rynkowego WIG

oraz subindeksów sektorowych). Autor niniejszego opracowania przyjął również za cel badawczy ocenę ewentualnych korzyści inwestycyjnych z tytułu wprowadzenia spółek do indeksu społecznej odpowiedzialności. W ramach prac badawczych autor chciał uzyskać odpowiedź na pytanie, czy szeroko rozumiana odpowiedzialność społeczna spółek rynku kapitałowego (wyróżnionych w ramach indeksu RESPECT) przynosi dodatkowe korzyści inwestorom giełdowym (właścicielom), a jeżeli tak, czy mają one charakter przejściowy czy trwałe. Jednocześnie autor zamierzał zweryfikować, czy społeczna odpowiedzialność jest dostrzegalna i akceptowalna przez inwestorów giełdowych. Badania w ramach niniejszego opracowania objęły analizy statystyczne oraz matematyczne kursów akcji oraz wartości indeksów dostarczonych przez GPW w Warszawie w okresie 19.11.2008-31.03.2013.

2. RESPECT Index jako benchmark spółek odpowiedzialnych społecznie

W dniu 18.11.2009 r. zarząd GPW w Warszawie podjął uchwałę wprowadzającą nowy, specjalistyczny indeks giełdowy – RESPECT Index¹. Wymieniony indeks został opracowany przez GPW przy współpracy z Kulczyk Investments i Deloitte celem zainteresowania spółek giełdowych zarządzaniem na podstawie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu jako narzędziem zwiększania wartości oraz promowania najwyższych standardów zarządzania w spółkach publicznych w aspekcie: ekonomicznym, ekologicznym i społecznym [Uchwała 2009]. Rolą indeksu stało się zwłaszcza akcentowanie atrakcyjności inwestycyjnej spółek pod względem m.in. ich jakości raportowania, poziomu relacji inwestorskich, ładu informacyjnego, ładu korporacyjnego, a także w wysokich standardów w obszarach rynku i klientów, systemów zarządzania, zarządzania środowiskowego, polityki personalnej i polityki CR [Uwarunkowania... 2012]².

Indeks RESPECT, podobnie do indeksu WIG i subindeksów sektorowych, jest indeksem dochodowym, tak więc uwzględnia dochody z tytułu dywidend i praw poboru. Wagi spółek w indeksie stanowią liczbę akcji w wolnym obrocie pomniejszoną

¹ Indeks ten niewątpliwie podkreśla rozwój polskiego rynku kapitałowego, nawiązując do najlepszych standardów rynków wysoko rozwiniętych, na których dostępne są indeksy, jak np.: *Dow Jones Sustainability Index*, *Calvert Social Index*, *FTSE4GOOD*, *FTSE Johannesburg Stock Exchange Socially Responsible Index*, *Sao Paulo Stock Exchange Corporate Sustainability Index*, *KLD Global Sustainability Index Series*, *Humanix 175*, *ASPI*, *Ethical Index Euro*, *Jantzi Social Index*, *Westpac-Monash Eco-Index*.

² Do 2013 r. łącznie odbyło się 6 edycji RESPECT Index. W pierwszej zadebiutowało 16 spółek: tzn. KGHM, PKN Orlen, TP SA, PGNiG, ING Bank Śląski, Bank Handlowy, Lotos, Mondi Świecie, Elektrobudowa, Ciech, Bank BPH, Apator, Grupa Azoty, Barlinek, Żywiec i Ropczyce. W kolejnych edycjach liczba podmiotów była zmienna, wahając się od 16 do 23. Wśród podmiotów, które od początku były w indeksie i nie opuściły go w żadnej edycji, były: KGHM, PKN Orlen, PGNiG, TP SA, ING Bank Śląski, Bank Handlowy, Grupa Azoty, Elektrobudowa.

o liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego. Indeks RESPECT obejmuje limity udziału największych spółek, tak by nie odzwierciedlał kondycji tylko kilku wybranych podmiotów. W przypadku, gdy do indeksu zakwalifikowanych jest mniej niż 20 spółek (np. w I i II edycji), limit pojedynczego udziału wynosi 25%, w przeciwnym przypadku limit jest obniżany do 10% [*Respect...* 2013].

Do indeksu RESPECT mogą zostać włączone spółki notowane na GPW w Warszawie (z wyłączeniem spółek z rynku NewConnect, spółek zagranicznych i będących w dual listingu), które uzyskały najwyższe oceny w ramach realizowanego przez firmę Deloitte audytu aspektów gospodarczych i środowiskowych, a także relacji z klientami oraz szeroko rozumianym otoczeniem gospodarczym. Podmioty kwalifikowane nie są jednak poddawane rankingowi. Kwalifikacja do indeksu co do zasady odbywa się w trzech etapach, tzn.: na podstawie badania płynności obrotu akcjami, badania standardów raportowania, *corporate governance* oraz relacji inwestorskich, a także na podstawie badania ankietowego. Spółki społecznie odpowiedzialne bezpośrednio nie uczestniczą w pierwszych dwóch etapach badania, a dopiero po ich zakończeniu mogą dobrowolnie wziąć udział w etapie trzecim. Samo wzięcie udziału w wymienionym etapie nie gwarantuje uzyskania statusu spółki należącej do indeksu RESPECT. Ostateczna kwalifikacja następuje w praktyce dopiero po stwierdzeniu dojrzałości spółki w zakresie społecznej odpowiedzialności, co uzyskuje się dzięki ankiecie opracowanej przez firmę Deloitte. Kwestionariusz ankiety przedstawiany spółkom zawiera 35 pytań grupowanych w obszarach polityki CSR, systemu zarządzania, zarządzania środowiskowego, polityki personalnej, rynku i klientów [*Ankieta...* 2012]. Warunkiem koniecznym przystąpienia do trzeciego etapu badania jest poddanie się audytowi. Odmowa jest równoznaczna z rezygnacją z uczestnictwa w indeksie³.

3. Efektywność inwestowania w portfel spółek tworzących indeks RESPECT

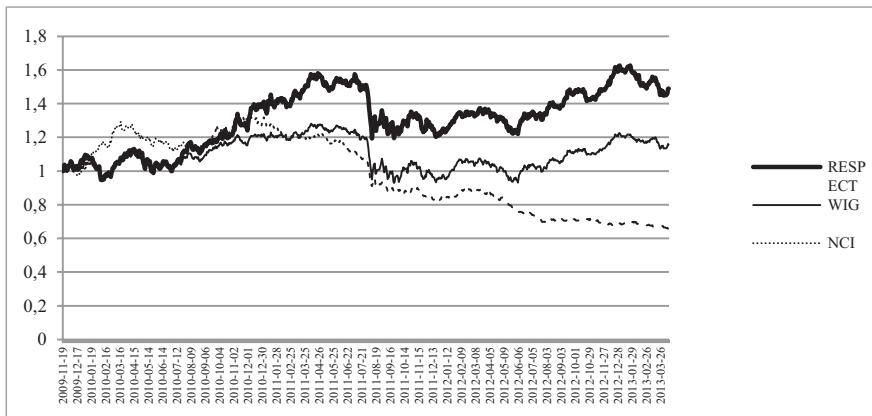
Ponieważ indeks RESPECT co do zasady obejmuje spółki o szczególnych walorach w zakresie jakości zarządzania i walorach inwestycyjnych, stąd powinien przynosić szczególne korzyści inwestorom giełdowym nabywającym portfel odpowiadający składowi indeksu.

Generalnie stopy zwrotu z indeksu RESPECT, począwszy od dnia jego wprowadzenia, kształtowały się następująco: 19.11.2009-19.11.2010: 27,4%, 19.11.2009-19.11.2011: 28,8%, 19.11.2009-19.11.2012: 48,1%, 19.11.2009-31.03.2013: 47,2%. Aby jednak można było kompleksowo ocenić efektywność inwestycyjną spółek należących do indeksu RESPECT, należy zestawić jego wyniki z tymi osiąganymi z szerokiego portfela rynkowego (indeksu WIG), który reprezentuje przede wszyst-

³ W pierwszej edycji 140 spółek zostało zaproszonych do udziału w projekcie, z czego 119 poddało się badaniu.

kim spółki nierozwinięte szczególnie w obszarze społecznej odpowiedzialności. W okresie 19.11.2009-31.03.2013 średnia miesięczna stopa zwrotu dla indeksu RESPECT wyniosła 1,13%, a mediana 2,35%. W tym samym okresie indeks WIG osiągnął średnią na poziomie 0,48%, a medianę 0,74%. Dla badanego okresu odchylenie standardowe wyniosło 5,53% dla indeksu RESPECT oraz 4,98% dla indeksu WIG. W przypadku indeksu RESPECT kurtoza i skośność miesięcznych stóp zwrotu wyniosły odpowiednio: 0,9862 i -0,8691. Dla indeksu WIG było to odpowiednio 2,5035 i -0,9964. Na tle szerokiego portfela rynkowego indeks RESPECT wykazał zatem większą dochodowość, ale też większe ryzyko inwestycyjne.

Obserwując indeks RESPECT i jego względną wartość od 19.11.2009, można stwierdzić, iż w stosunkowo krótkim czasie portfel spółek wchodzących w jego skład przyniósł globalnie większe korzyści inwestycyjne na tle szerokiego portfela rynkowego (WIG) oraz portfela spółek rynku NewConnect (NCI) (rys. 1)⁴.



Rys. 1. Wartość względną RESPECT Index na tle WIG i NCI

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowe statystyki opisowe RESPECT Index na tle indeksu WIG, NCI i subindeksów sektorowych prezentuje tab. 1.

W długim horyzoncie indeks RESPECT oprócz wyższej stopy zwrotu niż indeks WIG i NCI przyniósł inwestorom także większy zwrot niż subindeksy sektorowe (z wyjątkiem WIG Chemia)⁵ (rys. 2).

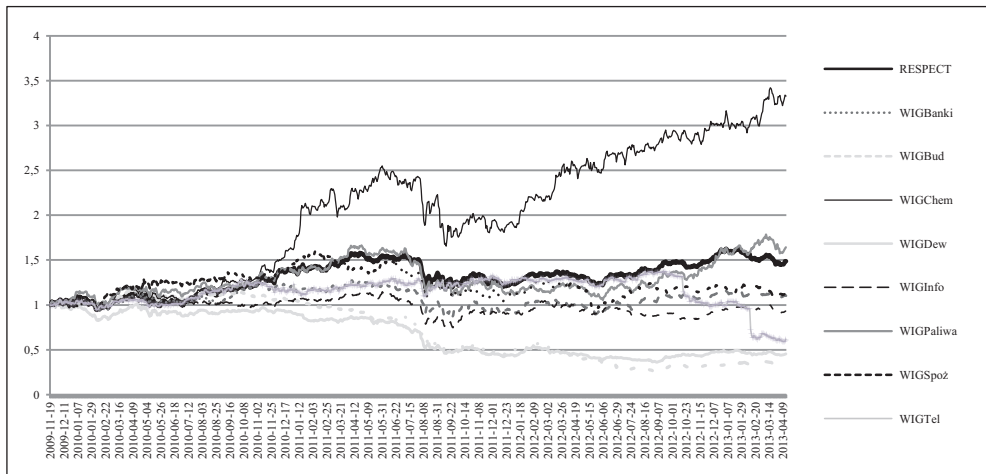
⁴ Z porównania zostały wyłączone indeksy WIG20, mWIG40 i sWIG80 ze względu na ich cenowy charakter.

⁵ Ze względu na istotny wpływ spółek paliwowych na indeks RESPECT oraz wysoki stopień korelacji dziennych zmian kursów i wartości indeksu, korzyści inwestorów z tytułu posiadania portfela akcji zakwalifikowanych do RESPECT zbliżone są do subindeksu WIG Paliwa.

Tabela 1. Dzienna zmienność RESPECT Index na tle indeksów i subindeksów sektorowych

Indeks	RESP	WIG	NCI	WIGDe	WIGEn	WIGIno	WIGPa	WIGSp	WIGSu	WIGTe	WIGBa	WIGBu	WIGCh
Od. St.	1,23%	1,10%	0,79%	1,42%	1,22%	1,28%	1,56%	1,43%	2,03%	1,64%	1,50%	1,33%	1,63%
Z. max.	4,75%	4,69%	2,71%	5,84%	6,39%	5,00%	5,91%	5,96%	5,90%	8,19%	7,34%	4,44%	8,08%
Z. min.	-6,02%	-6,05%	-4,49%	-8,19%	-6,50%	-6,18%	-7,81%	-5,92%	-11,52%	-24,57%	-7,48%	-8,04%	-9,86%
Średnia zm ≥ 0	0,90%	0,75%	0,57%	1,05%	0,84%	1,21%	1,00%	0,88%	0,90%	1,18%	1,09%	1,40%	0,95%
Średnia zm > 0	-0,91%	-0,81%	-0,60%	-1,10%	-1,03%	-1,10%	-1,07%	-0,86%	-0,92%	-1,15%	-1,04%	-1,52%	-1,05%
Kurtoza	2,37119	3,8260	2,06247	3,4133	4,7659	5,1027	3,4591	4,2911	2,5861	2,0823	1,5943	3,7462	62,7335
Skośn.	-30,67%	-53,14%	-22,92%	-16,30%	-98,84%	-31,04%	-42,59%	-22,37%	-28,71%	-22,60%	9,54%	-81,92%	-447,5%
W. kor.	100,0%	92,95%	38,02%	62,82%	65,44%	60,29%	86,57%	44,88%	78,57%	48,11%	79,27%	55,03%	55,19%

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Wartość względną RESPECT Index na tle subindeksów sektorowych

Źródło: opracowanie własne.

4. Korzyści z tytułu inwestowania w spółki wprowadzane do indeksu RESPECT

Analizując inwestycje w portfel 32 spółek zakwalifikowanych do indeksu RESPECT w ramach czterech pierwszych edycji⁶, można stwierdzić, iż samo uzyskanie statusu podmiotu odpowiedzialnego społecznie według zasad GPW w Warszawie nie przynosi szczególnych korzyści inwestorom giełdowym. Wprowadzenie spółki do indeksu pozwala, co prawda, na osiągnięcie bezwzględnego dodatniego zwrotu z inwestycji w długim okresie, niemniej jest to zwrot poniżej korzyści osiągniętych z przeciętnego portfela giełdowego, tzn. indeksu WIG (tab. 2). Nadwyżkę stopy zwrotu ponad wynik indeksu WIG uzyskuje się średnio jedynie w przypadku krótkich okresów inwestycyjnych (do miesiąca od wprowadzenia do indeksu), przy czym nadwyżkowa stopa zwrotu nie musi oznaczać osiągnięcia zysku absolutnego.

Badanie korzyści inwestycyjnych z tytułu wprowadzenia spółki do indeksu RESPECT zostało uzupełnione o porównanie znormalizowanych kursów akcji spółek (16 podmiotów I edycji) kwalifikowanych na dzień wprowadzenia indeksu (19.11.2009) oraz znormalizowanej na ten sam dzień wartości indeksu WIG. Poprzez odjęcie od siebie obu wartości uzyskano dla wszystkich podmiotów kwoty nadwyżki lub utraty wartości względem indeksu WIG w okresie od 30 sesji przed wprowadzeniem indeksu do 30 dni po tym dniu (rys. 3-10)⁷.

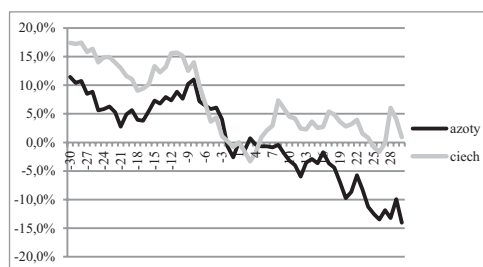
⁶ Dla edycji V i VI nie możliwe było ustalenie półrocznych i rocznych stóp zwrotu. Edycje te obejmowały tylko dwie nowo wprowadzane spółki (JSW w V edycji oraz Pelion w VI edycji).

⁷ Okres 30-sesyjny ma za zadanie wskazać zachowanie kursu akcji przed wprowadzeniem, w dniu wprowadzania i po wprowadzeniu spółki do indeksu.

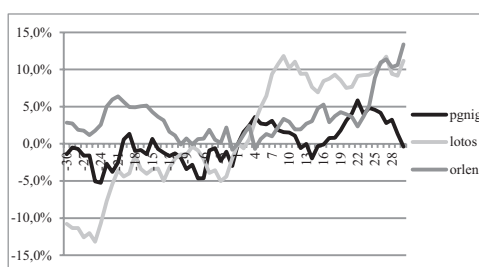
Tabela 2. Stopy zwrotu z inwestycji w spółki wprowadzane do indeksu RESPECT

Okres	Średnia prostych stóp zwrotu	Mediana prostych stóp zwrotu	Średnia nadwyżkowych stóp zwrotu ponad WIG	Mediana nadwyżkowych stóp zwrotu ponad WIG
Kupno D-1 Sprzedaż D0	-0,07%	-0,18%	0,86%	0,47%
Kupno -1W Sprzedaż +1W	0,93%	-0,78%	2,37%	0,55%
Kupno -1M Sprzedaż +1M	-0,17%	1,44%	0,81%	0,23%
Kupno -3M Sprzedaż +3M	-0,04%	-3,09%	-4,08%	0,01%
Kupno -6M Sprzedaż +6M	8,88%	12,18%	-16,28%	-15,32%
Kupno -1Y Sprzedaż +1Y	37,43%	9,02%	-3,90%	-5,54%

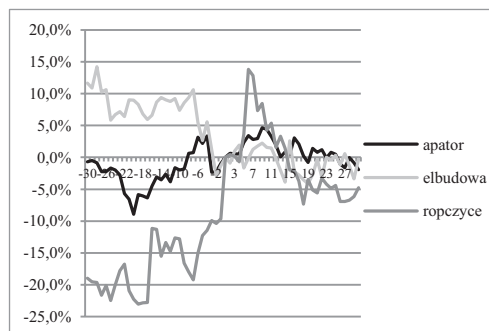
Źródło: opracowanie własne.

**Rys. 3.** Sektor chemiczny a WIG

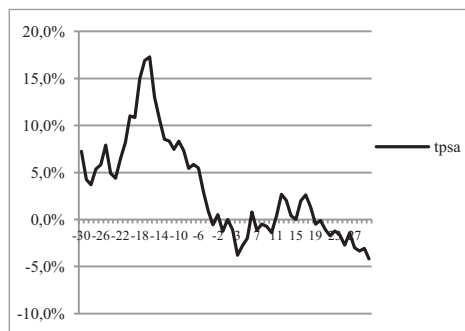
Źródło: opracowanie własne.

**Rys. 4.** Sektor paliwowy a WIG

Źródło: opracowanie własne.

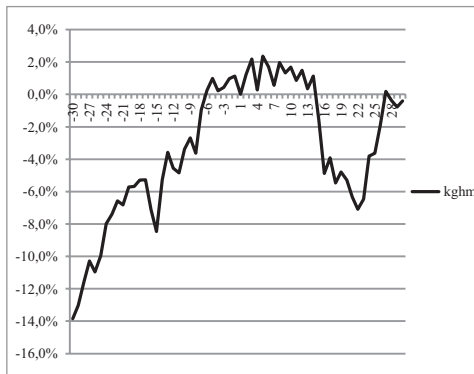
**Rys. 5.** Sektor budowlany a WIG

Źródło: opracowanie własne.

**Rys. 6.** Sektor telekomunikacyjny a WIG

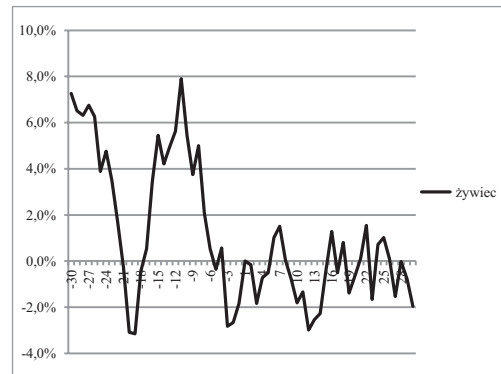
Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione powyżej różnice znormalizowanych kursów akcji oraz indeksu WIG wskazują, iż w niewielu przypadkach widoczne jest osiągnięcie względnej korzyści inwestycyjnej z tytułu społecznej odpowiedzialności biznesu. Wprowadzanie



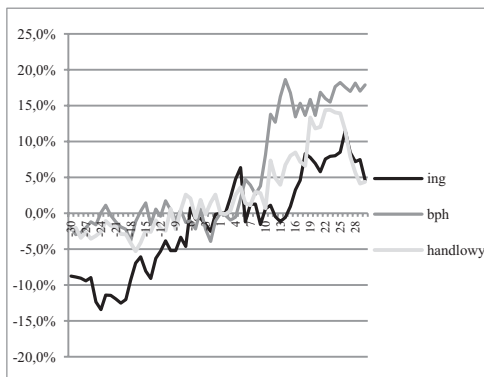
Rys. 7. Sektor surowcowy a WIG

Źródło: opracowanie własne.



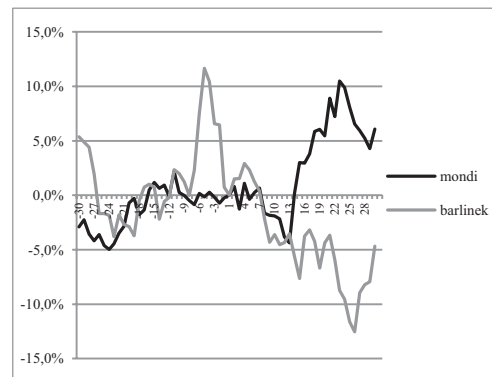
Rys. 8. Sektor spożywczy a WIG

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 9. Sektor bankowy a WIG

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 10. Sektor drzewno-papierniczy a WIG

Źródło: opracowanie własne.

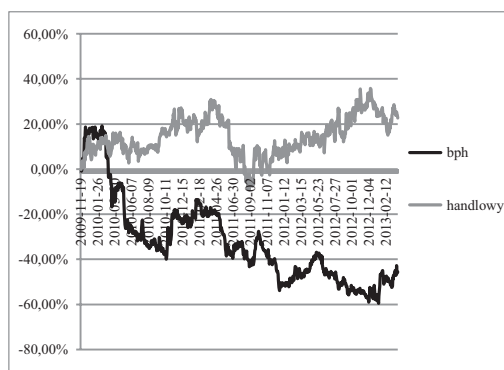
spółek do indeksu RESPECT nie jest zatem jednoznaczne z osiągnięciem krótko- bądź długoterminowych korzyści przez inwestorów (właścicieli).

Spośród przeanalizowanych 16 spółek I edycji indeksu RESPECT jedynie 4 (Lotos, Orlen, BPH oraz Bank Handlowy) można uznać za podmioty, których kursy wyróżniały się wzrostem względnym, przewyższającym wzrost indeksu WIG oraz utrzymującym się w ciągu kolejnych 30 dni sesyjnych⁸. W przypadku pozostałych spółek wprowadzanych do indeksu RESPECT odnotowano korzyści krótkookresowe (od kilku do kilkunastu dni) bądź nie odnotowano ich wcale.

⁸ Wszystkie 4 spółki osiągnęły dodatnią wartość różnicy kursu w stosunku do WIG na koniec analizowanego okresu, a przy tym wartość ta była wyższa niż wartość odnotowana na początku okresu. Ponadto w żadnym z dni analizowanego okresu spółki nie osiągnęły wyniku gorszego niż (-1%).

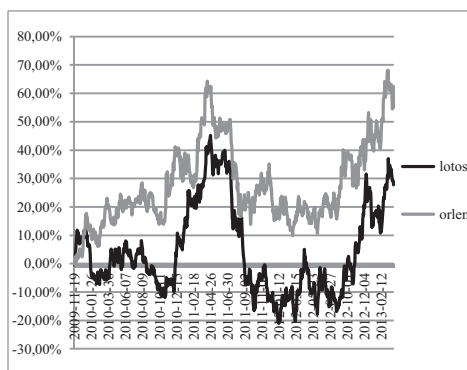
5. Tworzenie wartości dla inwestorów spółek odpowiedzialnych społecznie

Przedstawione wcześniej zestawienie indeksów RESPECT i WIG wskazuje na osiągnięcie w długim horyzoncie większych korzyści inwestycyjnych z tytułu akcji spółek wyróżnionych w obszarze społecznej odpowiedzialności na tle szerokiego portfela rynkowego odzwierciedlonego w ramach indeksu WIG. Niemniej, w następstwie braku reakcji inwestorów na wprowadzenie spółek do indeksu społecznej odpowiedzialności, należy raczej przypisać korzyści inwestycyjne w długim okresie innym aspektom niż z zakresu CSR. Ocena inwestycji w długim horyzoncie będzie bowiem warunkowana ogólną kondycją ekonomiczną spółki, sytuacją w branży oraz wieloma innymi czynnikami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Należy mieć również na uwadze, iż dotychczasowe korzyści osiągnięte przez inwestorów nabywających akcje portfela indeksu RESPECT są pochodną przede wszystkim sytuacji w sektorze paliwowym, bankowym oraz surowcowym (największa korelacja zmienności indeksu RESPECT oraz subindeksów sektorowych). Dominacja w indeksie RESPECT spółek dużych, o czołowej pozycji rynkowej będzie niewątpliwie również determinowała wyniki inwestycyjne.



Rys. 11. BPH i Handlowy a WIG

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 12. Lotos i Orlen a WIG

Źródło: opracowanie własne.

Ponieważ koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu ma za założenia charakter kompleksowy i strategiczny, stąd powinna wiązać się działaniami prowadzonymi systemowo w długim horyzoncie, a tym samym wpływającymi na długoterminowy wzrost wartości na giełdzie. W przypadku 4 spółek, dla których od dnia debiutu w ramach indeksu RESPECT można było zaobserwować wyraźną nadwyżkę zmiany kursu ponad wartość indeksu WIG, tylko w dwóch przypadkach (PKN Orlen i Bank Handlowy) nadwyżka ta okazała się relatywnie trwała (do 31 marca 2013 r.). W pozostałych podmiotach korzyści z tytułu wprowadzenia do indeksu RE-

SPECT zostały częściowo (Lotos) lub całkowicie (Bank BPH) zniwelowane przez oddziaływanie innych czynników (rys. 11 i 12).

6. Zakończenie

Wprowadzenie przez GPW w Warszawie nowego indeksu, podkreślającego wysokie standardy w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, jest niewątpliwie rozwiązaniem promującym polski rynek kapitałowy, jak również podmioty, które chcą tworzyć wartość z uwzględnieniem szerszego kontekstu społecznego i społecznej odpowiedzialności. Obliczanie od listopada 2009 r. indeksu RESPECT obejmującego spółki kierujące się wysokimi standardami w zakresie społecznej odpowiedzialności pozwala na tworzenie inwestycji finansowych oraz benchmarków dla lokowania kapitału w podmioty społecznie odpowiedzialne. Niemniej należy mieć na uwadze, iż RESPECT Index cały czas obejmuje jedynie około 20 spółek z prawie 400 notowanych na GPW w Warszawie. W ciągu ponad 3 lat istnienia indeks ten charakteryzował się dość dużą zmiennością zarówno liczby, jak i rodzaju uczestników. Jego trzon stanowią podmioty z zaledwie kilku sektorów (finanse, paliwa, surowce), przy czym są to przeważanie jednostki duże lub bardzo duże, które mają zazwyczaj istotną pozycję z punktu widzenia sektora lub całej polskiej gospodarki. Brak szczególnej reakcji inwestorów z tytułu wprowadzenia spółki do indeksu może wskazywać, iż minął jeszcze zbyt krótki czas, by dostrzeżone zostały wszystkie korzyści z kwotowania spółki w ramach RESPECT Index. Brak wyraźnej zmiany kursu w przypadku kwalifikacji do indeksu może być uzasadniany traktowaniem przez inwestorów rozważanej kategorii bardziej jako formy promocji i wzmocnienia wizerunku marki, a nie podkreślenia realizacji szczególnej koncepcji zarządzania spółką. Kwalifikacja do indeksu RESPECT nie jest również certyfikacją mniejszego ryzyka inwestycyjnego ani podkreśleniem lepszej kondycji finansowej na tle innych podmiotów niekierujących się zasadami społecznej odpowiedzialności. Na podstawie obserwacji dotychczasowych edycji indeksu można stwierdzić, iż wprowadzenie spółki do indeksu generuje jedynie krótkoterminowe, niewielkie korzyści inwestycyjne (w postaci dodatnich nadwyżkowych stóp zwrotu ponad WIG). Wyceńna długoterminowa społecznej odpowiedzialności pozostaje niejednoznaczna i uzależniona przede wszystkim od specyfiki spółki i jej kondycji ekonomicznej. O ile indeks RESPECT jest promowany przez GPW i rozpoznawalny na rynku polskim, o tyle właściwie nie można jeszcze mówić o trwałej identyfikacji spółek związanych z tym indeksem.

Literatura

Ankieta RESPECT – VI edycja 2012 r., Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/ankieta_VI_edycja.pdf, 2013, data dostępu 25.04.2013.

- Henderson D., *Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility*, Institute of Economic Affairs, 2001, ISBN 0-255-365101.
- Jedynak T., *Efektywność strategii inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie Respect Index*, Zeszyty Naukowe PTE, nr 12, Kraków 2012.
- McWilliams A., Siegel D., *Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?*, "Strategic Management Journal" 21 (5), 6 April 2000.
- Respect Index. Opis projektu*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/opis_projektu, 2013, data dostępu 25.04.2013
- Uchwała nr 651/2009, Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 18 listopada 2009 r.
- Uwarunkowania związane z przygotowaniem spółki do weryfikacji. RESPECT Index*, Deloitte, 2012.

EFFECTIVENESS OF INVESTING ON CAPITAL MARKET INTO SOCIALLY RESPONSIBLE CORPORATIONS

Summary: The RESPECT index is the first index of socially responsible corporations quoted at the Warsaw Stock Exchange since 19.11.2009. From its origination the index has contained approx. 20 companies out of about 400 domestic companies listed at WSE. Qualifying of the corporation to the index has been its promotion on the market and emphasizing its social virtues. In practice, the RESPECT index consists mostly of large companies of recognized market position and good economic condition. Therefore, it brings higher rate of return than the broad market portfolio at WSE (WIG index). Nonetheless, the volatility of RESPECT index is also higher comparing the volatility of WIG. An analysis of qualification of corporations to the index shows that investors get additional (relative) return from investments in the socially responsible companies only in the short period of time. The observation of corporations included in the RESPECT index does not confirm a possibility of gaining permanent investment profits due to a status of a socially responsible entity.

Keywords: RESPECT Index, WIG Index, effectiveness of investments, rate of return.