

**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](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),  
The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),  
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon  
[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](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](http://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

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

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

## Summaries

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

---

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

**Piotr Zasepa**

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

---

## **ANALIZA EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI W AKCJE SPÓŁEK SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNYCH NA PRZYKŁADZIE INDEKSU RESPECT**

---

**Streszczenie:** Zmienność rynków finansowych prowadzi do powstawania wielu inwestycji alternatywnych. Jedną z nich są przedsiębiorstwa przestrzegające zasad odpowiedzialnego biznesu. Z ich wykorzystaniem giełdy włączają do swojej oferty indeksy oparte na notowaniach tych przedsiębiorstw. Celem artykułu jest charakterystyka indeksu RESPECT notowanego na GPW w Warszawie i analiza zachowania się jego stóp zwrotu na tle innych indeksów notowanych na giełdzie w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** inwestycje społecznie odpowiedzialne, indeks RESPECT, indeks referencyjny.

### **1. Wstęp**

Wysoka zmienność rynków finansowych, a w szczególności indeksów giełdowych, prowadzi inwestorów do poszukiwania alternatywnych źródeł wysokich stóp zwrotu przy relatywnie stabilnym i niewielkim ryzyku. Jedną z alternatyw są inwestycje w indeksy, w których skład włączone są spółki, które prowadzą tzw. społecznie odpowiedzialne działania. Przykładem rozwijającego się rynku spółek odpowiedzialnych notowanych na giełdzie jest stworzony przez warszawską Giełdę Papierów Wartościowych indeks RESPECT. Celem niniejszego artykułu jest analiza zachowania się tego indeksu na tle tradycyjnych indeksów notowanych na GPW w Warszawie oraz innych światowych indeksów typu SRI. Powinna ona wskazać, czy inwestycje w indeksy spółek społecznie odpowiedzialnych charakteryzują się wyższą atrakcyjnością w porównaniu ze swoim indeksem referencyjnym.

### **2. Koncepcja spółek i inwestycji społecznie odpowiedzialnych**

Idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa staje się często podstawową strategią funkcjonowania oraz metodą jego komunikacji z otoczeniem. Strategia ta powinna wynikać z potrzeby czynienia dobra w społeczeństwie, ale musi opierać się

również na innych ważnych czynnikach, do których należy zaliczyć: globalizację procesów gospodarczy i liberalizację przepływów pieniężnych, nacisk społeczeństwa na problemy związane z odpowiedzialnością prowadzonego biznesu, częste zmiany zapisów prawnych, etykę jako czynnik przewodni w realizowaniu idei wolności gospodarczej<sup>1</sup>. Literatura przedmiotu wskazuje na wiele definicji i przedstawianych koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. Pierwsze udokumentowane działania spółek społecznie odpowiedzialnych dotyczą założonego w 1928 r. funduszu Pioneer Fund, który nie angażował się w spółki funkcjonujące w branży tytoniowej i spirytusowej. Pierwsze badania nad efektywnością inwestycji w spółki społecznie odpowiedzialne przeprowadził Moskowitz w 1972 r., a następnie Domini i Kinder w 1984 r. Na początku XXI w. wiele znaczenia zaczęto przypisywać kwestii ładu korporacyjnego, w samych spółkach oraz przez potencjalnych inwestorów. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (*Corporate Social Responsibility* – CSR) stanowi dobrowolne zobowiązanie do uwzględniania w prowadzonej działalności gospodarczej i kontaktach z interesariuszami aspektów społecznych i środowiskowych. U podstaw tej koncepcji leży przekonanie, że przedsiębiorstwa, oprócz zwiększania poziomu przychodów i zysków, mają również zobowiązania społeczne w zakresie ochrony środowiska, ochrony konsumenta czy przestrzegania podstawowych standardów etycznych czy prawnych. Strategia inwestycji odpowiedzialnych społecznie (*Social Responsibility Investing* – SRI) zakłada nakładanie ograniczenia inwestycyjnego w stosunku do spółek postępujących niezgodnie z interesem społecznym i naruszających przestrzegane przez przedsiębiorstwa konwencje etyczne. Wobec współczesnych wyzwań i przepisów prawnych związanych z ochroną środowiska, relacjami społecznymi oraz nadzorem korporacyjnym stosowanie zasad SRI jest czynnikiem łączącym efekt ekonomiczny z wskaźnikami pozafinansowymi. Koncepcja odpowiedzialnych inwestycji może być kolejnym czynnikiem motywującym dla spółek działających w celu doskonalenia praktyk CSR. Większą uwagę należy zwrócić na to, iż odpowiedzialne inwestycje powinny być motywatores dla inwestorów, by zwrócili oni swą uwagę na ten segment rynku, jako funkcjonujący etycznie, oraz w pierwszej kolejności na czynniki, które powinny być jego atutem, czyli stabilność rynku – rynek o mniejszych wahaniami i niższej zmienności, obciążony mniejszym ryzykiem społecznym i środowiskowym.

### **3. Koncepcja giełdowych indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych**

Coraz większa popularność przestrzegania ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych sprawiła, iż poszczególne zarządy giełd papierów wartościowych zaczęły tworzyć indeksy spółek społecznie odpowiedzialnych. Skupiają one korporacje

<sup>1</sup> B. Kołosowska, *Źródła informacji wykorzystywane w ocenie przedsiębiorstw społecznie odpowiedzialnych*, UMK, Toruń 2012, s. 2.

przestrzegające określonych zasad gospodarczych, etycznych, finansowych, społecznych i środowiskowych. Dodatkowo stały się one doskonałym narzędziem inwestycyjnym w rękach zarządzających funduszami, ponieważ pozwalają na połączenie celów finansowych i społecznych, co dla wielu inwestorów okazuje się dość ważnym czynnikiem przy wyborze celów inwestycyjnych. Waga tego segmentu nabrała również znaczenia w okresie kryzysu finansowego, gdyż giełdy nie miały odpowiednich instrumentów w tym zakresie. Należy zaznaczyć, iż samo wypełnienie zasad CSR przez spółkę nie koreluje z jej wynikami operacyjnymi czy stopą zwrotu z takiej inwestycji. Przewodnym motywem wprowadzenia indeksu CSR jest określenie standardów kwalifikacji spółek funkcjonujących na danym rynku. Standardy powinny być motorem zmian w spółkach i motywować je do wprowadzenia ulepszeń i modyfikacji ich modelu biznesowego. Celem wprowadzenia indeksu spółek spełniających wymogi CSR jest przekonanie inwestorów, że są one w stanie zapewnić ponadprzeciętne stopy zwrotu przy relatywnie niskim ryzyku. Uzyskiwane są one dzięki długookresowym zaplanowanym działaniom tych spółek w zakresie stosowania odpowiedzialnej polityki społecznej biznesu. Działania promocyjne w zakresie funkcjonowania tego typu indeksów powinny być adresowane do inwestorów indywidualnych oraz najważniejszych inwestorów instytucjonalnych i finansowych.

Pierwszym indeksem spółek odpowiedzialnych był opublikowany w 1990 r. Domini 400 Social Index<sup>2</sup>, jednak dopiero Dow Jones Sustainability Index, opublikowany w 1999 r., zainicjował szersze zainteresowanie tego typu inwestycjami. Oprócz obrazowania ekonomicznej i finansowej efektywności spółek wchodzących w skład indeksów pełnią one funkcję informacyjną dla inwestorów zainteresowanych inwestycjami w spółki spełniające określone kryteria. Umieszczenie spółki w indeksie wskazuje bowiem, iż spełnia ona wymogi w zakresie czynników określonych dla CSR lub danego specyficznego indeksu. Należy w tym miejscu wskazać na istnienie bardziej wyspecjalizowanych subindeksów, głównie mających w swoim składzie tzw. spółki z sektorów ekologicznych. Nie istnieje więc jedna wystandaryzowana metodologia doboru spółek do tego typu indeksów, a zarządy giełd lub instytucje tworzące syntetyczne fundusze stosują odmienne kryteria selekcji spółek. Badania i opracowania statystyczne wskazują na niższą zmienność tych indeksów w porównaniu z ich benchmarkami, ale i nie niższą stopą zwrotu przy porównywalnym poziomie ryzyka. Niższą zmienność argumentuje się tutaj jasno określoną długoterminową strategią spółek w zakresie przestrzegania dobrych praktyk oraz stabilnego rozwoju. Największe światowe indeksy skupiają kilkaset papierów w swoim składzie, a o ich popularności świadczy fakt, iż stają się punktem zainteresowania zarządzających aktywami, jak również funduszy typu ETF oraz oferujących produkty strukturyzowane.

Polska jest rynkiem, gdzie dopiero zaczyna być widoczne zainteresowanie inwestycjami SRI. W 2009 r. GPW w Warszawie przy współpracy z innymi instytucjami

---

<sup>2</sup> Obecna nazwa indeksu: FTSE KLD 400 Social Index.



uruchomiła pierwszy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej indeks spółek społecznie odpowiedzialnych. Indeks RESPECT skupia spółki, które zostały odpowiednio zweryfikowane w aspekcie społecznym, ekonomicznym oraz środowiskowym. Odpowiedzialność społeczna rozumiana jest jako strategia zarządzania i koncepcja podejścia do prowadzenia biznesu, zakładająca budowanie dobrych i trwałych relacji, opartych na wzajemnym zrozumieniu oczekiwań i szacunku z szeroko rozumianym otoczeniem biznesowym (tj. ze wszystkimi zainteresowanymi stronami: pracownikami, dostawcami, klientami, społecznością lokalną, akcjonariuszami oraz zakładająca dbałość o środowisk naturalne). GPW w Warszawie dokonuje również bieżących rewizji indeksu w celu transparentności i adekwatności jego notowań. Analiza globalnego rozwoju SRI wskazuje na wysoką dynamikę tego segmentu rynku finansowego oraz na ogromny potencjał jego rozwoju. Pierwsza inicjatywa, jaką jest stworzenie indeksu RESPECT w naszym kraju, daje nadzieje na szybki rozwój społecznie odpowiedzialnych inwestycji na naszym rynku.

#### **4. Koncepcja budowy indeksu RESPECT na GPW w Warszawie**

Wzrastające znaczenie inwestycji odpowiedzialnych społecznie miało swoje odzwierciedlenie w uruchomieniu pierwszego tego typu indeksu w regionie CEE na GPW w Warszawie. Kryteria oceny i pytania zostały przygotowane na podstawie międzynarodowych standardów raportowania, tj. Global Reporting Initiative (GRI), które zostały dopasowane do polskich realiów. Weryfikacji zostają poddane następujące sfery: społeczna, ekonomiczna oraz środowiska działalności spółki. Wśród najważniejszych powodów, dla których został stworzony indeks RESPECT, należy wskazać: stworzenie standardów (benchmarku) na polskim rynku dla zarządzania w sposób odpowiedzialny, zachęcenie spółek notowanych na GPW do większego zaangażowania w CSR, stworzenie podstaw do rozwoju SRI w Polsce, innowacyjne podejście GPW (jako najbardziej dynamicznie rozwijającej się giełdy w regionie CEE) do rozwoju przez wprowadzanie nowych produktów i rozwiązań dla inwestorów<sup>3</sup>.

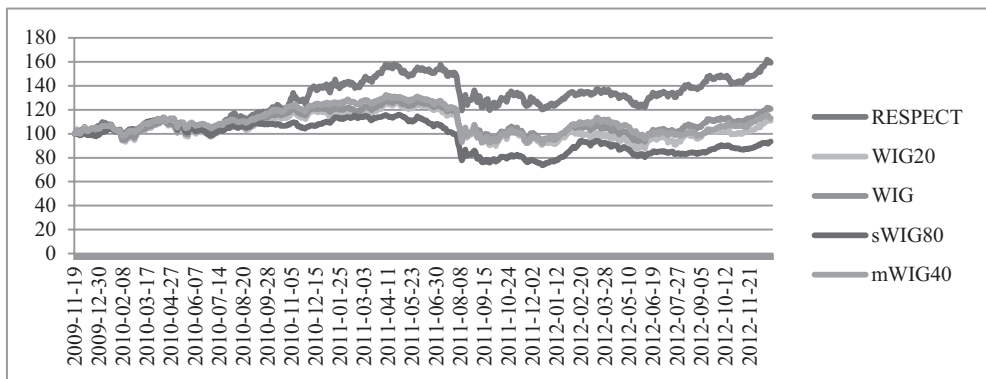
Na dzień 31.12.2012 r. w skład indeksu wchodzi 20 spółek notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie. Wagi spółek w indeksie stanowi zaokrąglona do pełnych tysięcy liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie pomniejszona o liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego, przy czym udział jednej spółki w indeksie nie może przekroczyć 25%, gdy w indeksie znajduje się mniej niż 20 spółek, oraz 10% w sytuacji, gdy liczba uczestników indeksu jest większa niż 20. Data bazowa obliczania indeksu to 31.12.2008 r. Wartość bazowa indeksu wynosi 1000 pkt, a kapitalizacja bazowa jest zgodna ze stanem ogłoszenia pierwszego RESPECT Ratingu i wynosi 24,3 mld PLN. Na dzień 28.12.12 wartość indeksu stanowiła 67,5 mld PLN.

---

<sup>3</sup> R. Sroka, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, Pracodawcy RP, s. 25.

## 5. Analiza efektywności inwestycji w indeks RESPECT

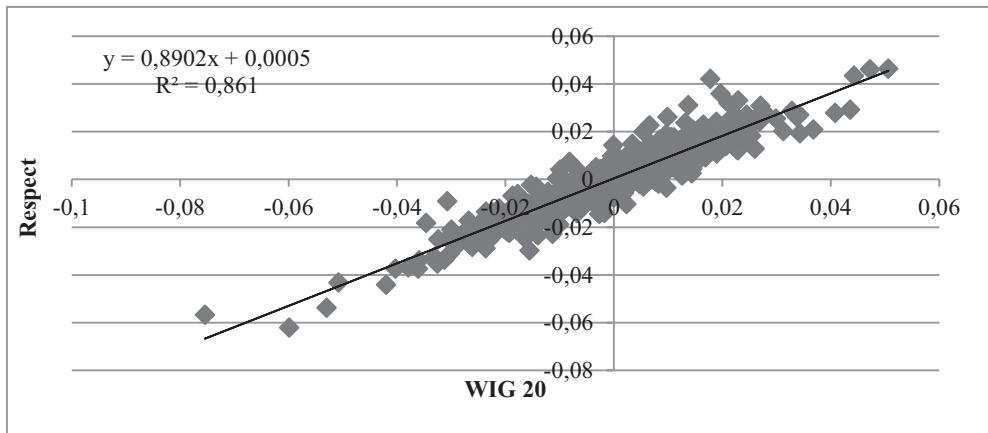
Jedną z głównych przyczyn negatywnych opinii na rzecz tworzenia portfeli społecznie odpowiedzialnych i ich publikacji w postaci indeksu jest stosowanie niefinansowych kryteriów w doborze spółek. Według nowoczesnej teorii portfela prowadzi to do nieefektywności inwestycji, aczkolwiek dywersyfikacja i umieszczanie większej liczby podmiotów w portfelu prowadzi do ograniczenia ryzyka specyficznego. Problem w tym, iż prawdopodobna korelacja spółek działających w podobny sposób jest wysoce dodatnia, co może powodować wzrost ryzyka portfela. Analizując i weryfikując efektywność inwestycji w indeksie RESPECT, należy porównać jego wyniki z innymi indeksami rynku oraz przeprowadzić szczegółową analizę zachowania się stop zwrótu z indeksu.



**Rys. 1.** Kształtowanie się poziomu indeksu WIG, WIG 20 oraz RESPECT w stosunku do dnia bazowego (2009.11.19 = 100)

Źródło: dane GPW.

Analizując dane, które obrazuje rys. 1, należy stwierdzić, iż na tle głównych indeksów indeks RESPECT charakteryzuje się ponadprzeciętną stopą zwrótu. Od momentu pierwszej publikacji jego poziom na dzień 31.12.2012 wzrósł o 58,9%, podczas gdy pozostałe indeksy wzrastały o wiele mniej dynamicznie. Indeks WIG20 zanotował 10-procentowy wzrost, indeks WIG – 20-procentowy wzrost, indeks sWIG80 spadł o 7%, a indeks mWIG40 wzrósł o 13%. Wskazuje to na pozytywne zachowanie się indeksu w badanym okresie. Należy jednak stwierdzić, iż w skład indeksu RESPECT wchodzi aż 10 spółek składających się na indeks WIG20, a wyniki inwestycyjne obu indeksów znacznie różnią się od siebie. Wartość rynkowa spółek tworzących indeks RESPECT na 28.12.12 wyniosła 67,498 mld PLN, co stanowiło 39% kapitalizacji spółek tworzących indeks WIG20. Udział kapitalizacji tych spółek w indeksie RESPECT stanowił 81%, co może potwierdzać bardzo silną korelację tych dwóch indeksów w całym okresie badawczym na poziomie 0,93.



Rys. 2. Regresja liniowa logarytmicznych stóp zwrotu indeksu WIG20 oraz indeksu RESPECT w okresie 19.11.2009-28.12.2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW SA w Warszawie.

Regresja liniowa logarytmicznych stóp zwrotu indeksu WIG20 oraz indeksu RESPECT wskazuje na silne powiązanie zachowania się ich stóp zwrotu. Równanie regresji  $y = 0,005 + 0,8902x$  (dla okresu 19.11.09-28.12.12) oraz współczynnik determinacji na poziomie 0,861 wskazują, iż występuje silna statystyczna zależność między kształtowaniem się stóp ich zwrotu. Punkt przecięcia z osią OX ma wartość większą od 0 (0,005), co może być zinterpretowane jako minimalna dzienna stopa zwrotu dla indeksu RESPECT, gdy indeks WIG nie wzrośnie. Dodatni znak przy parametrze kierunkowym oznacza, że indeks RESPECT osiąga wyższe stopy zwrotu niż indeks WIG20 w badanym okresie. W przypadku równania regresji z indeksem WIG ma ono postać  $y = 0,003 + 1,0356x$  przy współczynniku determinacji na poziomie 0,8697.

W celu określenia rentowności i ryzyka stóp zwrotu indeksu RESPECT na tle głównych indeksów notowanych na GPW w Warszawie została przeprowadzona analiza statystyczna logarytmicznych stóp zwrotu oraz podstawowych miar ryzyka. Rentowność indeksu RESPECT w porównaniu z indeksami WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 dla okresu 19.11.2009-31.12.2012 wskazuje na osiągnięcie przez indeks RESPECT istotnie wyższych stóp zwrotu przy podobnym lub niższym poziomie ryzyka oszacowanego na podstawie odchylenia standardowego dziennych stóp zwrotu, zmienności, współczynnika zmienności oraz wskaźnika Sharpe'a. Wskaźnik ten stanowi jedną z miar umożliwiających porównywanie różnych portfeli inwestycyjnych pod kątem ich efektywności, przy czym portfele o wyższej wartości współczynnika Sharpe'a odznaczają się uzyskiwaniem wyższych stóp zwrotu przy takim samym poziomie ponoszonego ryzyka<sup>4</sup>. Tabela 1 przedstawia uzyskane wyniki – dla stopy

<sup>4</sup> W. Sharpe, *Capital asset prices, A theory of market equilibrium under conditions of risk*, "Journal of Finance" 19, s. 425-442.

wolnej od ryzyka zastosowanej przy szacowaniu wskaźnika Sharpe'a użyto dziennej stopy WIBOR notowanej na końcu danego okresu.

**Tabela 1.** Analiza stóp zwrotu i ryzyka dla głównych indeksów GPW w Warszawie na tle indeksu RESPECT

2010	Średnia dzienna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Zmienność annualizowana	Korelacja z RESPECT	Logarytmiczna całkowita stopa zwrotu	Współ- czynnik zmienności	Wskaźnik Sharpe'a
RESPECT	0,001102	0,01295	0,2055		0,1329	11,74	0,0744
WIG 20	0,000548	0,01268	0,2012	0,92	0,0823	23,12	0,0323
WIG	0,000680	0,01039	0,1649	0,92	0,1524	15,28	0,0521
sWIG80	0,000383	0,00726	0,1153	0,74	0,0822	18,95	0,0336
mWIG40	0,000706	0,00811	0,1287	0,75	0,1651	11,48	0,0700
2011	Średnia dzienna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Zmienność annualizowana	Korelacja z RESPECT	Logarytmiczna całkowita stopa zwrotu	Współ- czynnik zmienności	Wskaźnik Sharpe'a
RESPECT	-0,000475	0,01521	0,2415		-0,1328	-32,01	-0,0404
WIG 20	-0,000982	0,01559	0,2474	0,94	-0,2604	-15,86	-0,0719
WIG	-0,000931	0,01409	0,2237	0,95	-0,2444	-15,14	-0,0759
sWIG80	-0,001448	0,01190	0,1889	0,78	-0,3684	-8,22	-0,1333
mWIG40	-0,001016	0,01362	0,2161	0,81	-0,2605	-13,40	-0,0848
2012	Średnia dzienna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Zmienność annualizowana	Korelacja z RESPECT	Logarytmiczna całkowita stopa zwrotu	Współ- czynnik zmienności	Wskaźnik Sharpe'a
RESPECT	0,001013	0,00864	0,1371		0,2442	8,53	0,1145
WIG 20	0,000713	0,01055	0,1676	0,92	0,2532	14,80	0,0648
WIG	0,000912	0,00896	0,1423	0,94	0,2330	9,82	0,0990
sWIG80	0,000828	0,00708	0,1125	0,69	0,2063	8,55	0,1141
mWIG40	0,000634	0,00800	0,1270	0,77	0,1606	12,62	0,0765
2009-2012	Średnia dzienna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Zmienność annualizowana	Korelacja z RESPECT	Logarytmiczna całkowita stopa zwrotu	Współ- czynnik zmienności	Wskaźnik Sharpe'a
RESPECT	0,000594	0,01258	0,1996		0,4636	21,16	0,0362
WIG 20	0,000133	0,01311	0,2081	0,93	0,1037	98,55	-0,0004
WIG	0,000240	0,01132	0,1798	0,93	0,1876	47,09	0,0090
sWIG80	-0,000086	0,00899	0,1427	0,74	-0,0669	-104,79	-0,0250
mWIG40	0,000157	0,01019	0,1617	0,77	0,1224	64,90	0,0018

Źródło: GPW w Warszawie.

Analiza danych zawartych w tab. 1 wskazuje na wyższe stopy zwrotu osiągnięte przez indeks RESPECT w stosunku do wszystkich głównych indeksów GPW w Warszawie przy dużo niższych poziomach odchylenia standardowego i zmienności w każdym z badanych okresów. W poszczególnych latach można wskazać, iż zmienność indeksu RESPECT jest wyższa od innych indeksów lub ma zbliżony do nich poziom, ale stopa zwrotu notuje zawsze wyższe poziomy. Warto podkreślić pozytywny trend w przypadku korelacji z indeksem WIG oraz WIG20 na poziomach powyżej 0,9 w każdym z badanych okresów, ale o zdecydowanie wyższej zrealizowanej stopie zwrotu, mimo iż ponad 80% kapitalizacji indeksu RESPECT stanowią spółki z indeksu WIG20. Dodatkowo kurtoza oraz skośność logarytmicznych stóp zwrotu dla okresu 2009-2012 dla indeksu RESPECT notuje najniższe poziomy. Świadczy to o najniższej wariancji oraz skoncentrowanych osiągniętych wynikach bliżej pozytywnych wartości stóp zwrotu.

**Tabela 2.** Kurtoza oraz skośność stóp zwrotu dla głównych indeksów GPW SA w Warszawie

2009-2012	Kurtoza	Skośność
RESPECT	2,45	-0,40
WIG 20	3,12	-0,44
WIG	3,84	-0,64
sWIG80	9,51	-1,51
mWIG40	7,30	-1,28

Źródło: GPW w Warszawie.

Dodatkowo dane w tab. 2 wskazują, iż kurtoza oraz skośność logarytmicznych stóp zwrotu dla okresu 2009-2012 dla indeksu RESPECT notuje najniższe poziomy. Świadczy to o najniższej wariancji.

## 6. Zakończenie

Przeprowadzona analiza stóp zwrotu oraz ryzyka indeksu RESPECT na tle innych głównych indeksów warszawskiej giełdy wskazuje na osiąganie przez spółki stosujące CSR wyższych stóp zwrotu przy niższym ryzyku. Jest to nowy segment rynku i jego rozwój wydaje się ciekawym zjawiskiem. Analizując długofalowe skutki działań spółek odpowiedzialnych społecznie, należy wskazać, iż alokacja aktywów w ten segment powinna charakteryzować się ponadprzeciętną stopą zwrotu przy ich stabilnej zmienności. Problemem wskazania jednoznacznej przewagi inwestycji SRI jest brak homogeniczności zasad kwalifikacji do tego segmentu rynku oraz krótki horyzont funkcjonowania tego rynku. Kolejnym etapem badań może być anali-

za rentowności poszczególnych spółek z indeksu RESPECT na tle swoich branż. Uzupełnienie wyników analizy inwestycji o etyczny wymiar powinno być pożądane przez inwestorów, którzy poszukują stabilności, niższego ryzyka i wyższych stóp zwrotu.

## Literatura

- Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Kwiecień 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), dostęp 10.04.2012.
- Jedynak T., *Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce i na świecie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, nr 875, 2011.
- Kołosowska B., *Źródła informacji wykorzystywane w ocenie przedsiębiorstw społecznie odpowiedzialnych*, UMK, Toruń 2012.
- Portfele indeksów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [http://www.gpw.pl/portfele\\_indeksow#RESPECT](http://www.gpw.pl/portfele_indeksow#RESPECT), dostęp 10.04.2012.
- Redins L., *The Evolution of Socially Responsible Investing*, [www.enn.com](http://www.enn.com), 2012.
- Respect Index. Opis projektu*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.odpowiedzialni.gpw.pl](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl), dostęp 10.04.2012.
- Sharpe W., *Capital asset prices, A theory of market equilibrium under conditions of risk*, "Journal of Finance", 19, s. 425-442.
- Sroka R., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, Pracodawcy RP.
- Weber, O. Marco Mansfeld & Eric Schirrmann, *The Financial Performance of SRI Funds between 2002 and 2009*, SSRN, 2010.

## ANALYSIS OF THE EFFECTIVENESS OF INVESTMENT IN AN INDEX OF SOCIALLY RESPONSIBLE COMPANIES ON THE EXAMPLE OF RESPECT INDEX

**Summary:** Volatility of financial markets leads to many alternative investments. One of these are companies adhering to the principles of responsible business. With the use of them stock exchanges include them to the indexes based on their ratings. The aim of this paper is to characterize RESPECT Index which is listed on the Warsaw Stock Exchange and analyze the behavior of threats of return compared to other indices.

**Keywords:** social responsibility investments, RESPECT Index.