

Urszula Gołaszewska-Kaczan
University of Białystok, Faculty of Economics and Management
e-mails: ulakaczan@o2.pl

Jarosław Kilon
Białystok University of Technology, Faculty of Management
e-mails: jaroslaw.kilon@gmail.com

Jacek Marcinkiewicz
University of Białystok, Faculty of Economics and Management
e-mails: marcinkiewicz_j@o2.pl

Ocena atrakcyjności inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na podstawie indeksu RESPECT

An Assessment of the Attractiveness of Investments in the Shares of Socially Responsible Businesses Based on the RESPECT Index

In both theory and practice, it is emphasised that engaging in CSR actions brings many benefits to companies. One of the commonly listed advantages is more trust from investors, which enables the achievement of superior returns from securities issued by socially responsible firms. The paper endeavours to investigate whether this benefit can be also noticed among businesses in the Polish index of socially responsible companies RESPECT. The study involves firms included in the RESPECT index from its inception (November 2011) to the end of 2015. The authors compared the RESPECT index with selected Polish market indices between 2009 and 2015. Empirical studies, based on an analysis of returns, risk, dividend yields and shareholder structure, facilitated the assessment of the attractiveness of investments in the shares of socially responsible businesses against the background of other firms quoted on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: Corporate Social Responsibility, RESPECT index, Warsaw Stock Exchange

JEL Classification: G12, M14, Z13

1. Wprowadzenie

Wraz ze zmieniającymi się uwarunkowaniami prowadzenia działalności gospodarczej zmienia się także postrzeganie roli, jaką odgrywają i odgrywać powinny przedsiębiorstwa. W chwili obecnej podkreśla się przede wszystkim, iż podmioty gospodarcze nie mogą koncentrować się jedynie na wypracowywaniu zysku. Konieczne jest także zwracanie uwagi na roszczenia zgłaszane przez różne grupy interesariuszy i podejmowanie prób ich realizacji. Przedsiębiorstwo nie jest bowiem oderwane od środowiska, w którym funkcjonuje. Korzystając z zasobów otoczenia musi także coś dawać od siebie.

Ideą, która doskonale opisuje takie podejście, jest społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa. Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw kształtuje się od wielu lat. I chociaż pierwsze przykłady realizacji idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw widać już było w XIX wieku (warto wskazać np. na działalność filantropów takich jak G. Peabody, A. Carnegie, S. Girard), to prawdziwy rozkwit praktyk w tym obszarze nastąpił w wieku XXI.

W teorii i praktyce podkreśla się, że zaangażowanie w działania społecznie odpowiedzialne pozwala firmom realizować wiele korzyści. Jednym z wymienianych często profitów jest większe zaufanie inwestorów, co daje możliwość osiągnięcia lepszych wyników na rynku papierów wartościowych.

W niniejszym artykule skoncentrowano się właśnie na tej korzyści i podjęto próbę zbadania, czy w przypadku firm zaliczonych do polskiego indeksu firm odpowiedzialnych RESPECT można zauważyć taką pozytywną prawidłowość. W badaniach uwzględniono spółki należące do indeksu RESPECT w okresie od początku jego notowań (11.2009) do końca roku 2015. Przeprowadzono analizę porównawczą indeksu RESPECT z innymi wybranymi indeksami opisującymi ogólną koniunkturę giełdową na przestrzeni lat 2009–2015. W badaniach wykorzystano analizę stóp zwrotu, ryzyka, stopy dywidendy, jak również struktury akcjonariatu.

2. Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i korzyści związane z jej realizacją

Pomimo stosunkowo już długiej historii, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (*Corporate Social Responsibility*, CSR) nie doczekała się spójnej, przyjętej przez wszystkich definicji. Rozwój idei prowadzi do powstawania ciągle nowych ujęć i podejść, a praktyka dowodzi, że możliwe jest podejmowanie działań społecznie odpowiedzialnych w coraz to nowych obszarach. W tym opracowaniu pominięte zostaną jednak rozważania definicyjne¹, natomiast wskazane zostaną jedynie wybrane oficjalne podejścia, które chyba w najbardziej zdecydowany sposób wpływają na obecne postrzeganie społecznej odpowiedzialności.

¹ Ciekawe rozważania na ten temat znajdziemy w: B. Rok, *Podstawy odpowiedzialności społecznej w zarządzaniu*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013.

Ważną rolę w rozwoju i popularyzacji społecznej odpowiedzialności od wielu lat odgrywa Komisja Europejska i właśnie ta instytucja w październiku 2011 roku opublikowała komunikat *Odnowiona strategia UE na lata 2011–2014 dotycząca społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw* (COM (2011) 681). Komisja zaproponowała uznanie, iż społeczna odpowiedzialność jest to *odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo*. Warunkiem wstępnym do bycia firmą społecznie odpowiedzialną ma być poszanowanie prawa oraz układów zbiorowych. Przedsiębiorstwa muszą podejmować próby skutecznego odpowiadania na potrzeby społeczne, środowiskowe, etyczne oraz związane z ochroną praw człowieka i problemami konsumentów, tak by integrować ich zaspokajanie ze swoją działalnością i podstawową strategią².

Definicja Komisji Europejskiej koresponduje z definicją społecznej odpowiedzialności zaproponowaną przez Międzynarodową Organizację Standaryzacyjną (ISO) w 2010 roku. Aczkolwiek definicja ISO uznaje, że idea społecznej odpowiedzialności może być realizowana nie tylko przez przedsiębiorstwa, ale także inne organizacje (odchodząc od pierwotnej koncepcji społecznej odpowiedzialności przypisywanej przedsiębiorstwom), to jednak sam zamysł ujęcia analizowanego terminu jest podobny. Według normy ISO 26000 społeczna odpowiedzialność jest to *odpowiedzialność organizacji za wpływ podejmowanych przez nią decyzji i działań na społeczeństwo i środowisko poprzez przejrzyste i etyczne postępowanie, które:*

- (1) przyczynia się do zrównoważonego rozwoju, w tym zdrowia i dobrobytu społeczeństwa;
- (2) uwzględnia oczekiwania interesariuszy (osób lub grup, które są zainteresowane decyzjami lub działaniami organizacji);
- (3) jest zgodne z obowiązującym prawem i spójne z międzynarodowymi normami postępowania;
- (4) jest zintegrowane z działaniami organizacji i praktykowane w jej działaniach podejmowanych w obrębie jej sfery oddziaływania.³

Obie definicje ujmują społeczną odpowiedzialność dość pragmatycznie, podkreślając najważniejsze jej aspekty i obszary zainteresowań. Mogą być punktem wyjścia do wskazania obszarów, w których podejmowane powinny być działania społecznie odpowiedzialne. I tak, zgodnie z ISO 26000, są to: ład organizacyjny, prawa człowieka, praktyki z zakresu pracy, środowisko, uczciwe praktyki organizacyjne, zagadnienia konsumenckie, zaangażowanie społeczne i rozwój społeczności lokalnej⁴.

Idea społecznej odpowiedzialności zakłada dobrowolność działania, a więc samo wskazanie obszarów działań nie jest równoznaczne z koniecznością podejmowania inicjatyw na każdym polu. W każdym z obszarów przedsiębiorstwo może

² Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. *Odnowiona strategia UE na lata 2011–2014 dotycząca społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, Bruksela, dnia 25.10.2011 KOM(2011) 681, wersja ostateczna, s. 7, http://odpowiedzialnobyznes.pl/public/files/Komunikat_KE_Strategia2011_2014.pdf (data dostępu: 1.04.2016).

³ ISO 26000 <http://www.pkn.pl/iso-26000> (data dostępu: 1.04.2016).

⁴ ISO 26000 *Społeczna odpowiedzialność*, s. 4, http://www.pkn.pl/sites/default/files/discovering_iso_26000.pdf (data dostępu 1.04.2016).

wykazać się innowacyjnością, wybrać formę zaangażowania odpowiadającą jego możliwościom, zainteresowaniom i celom. O różnorodności podejmowanych działań w każdym obszarze przekonać się można na podstawie lektury corocznych raportów „Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre Praktyki”, wydawanych przez Forum Odpowiedzialnego Biznesu. Co roku kilkadziesiąt firm zgłasza tam swoje akcje, programy, praktyki, aby pokazać skalę i rozległość swojego społecznego zaangażowania. Jednocześnie z roku na rok coraz więcej organizacji wydaje własne raporty społeczne, opisując podejmowane działania. Świadczy to z pewnością o rosnącej skali zainteresowania koncepcją społecznej odpowiedzialności w naszym kraju.

W tym miejscu należy jednak zadać pytanie: co jest powodem takiego zaangażowania? Jakie korzyści spodziewają się uzyskać podmioty w wyniku takiej aktywności? W literaturze znajdujemy różnorodne zestawienia profitów związanych z podejmowaniem przez firmy inicjatyw z zakresu społecznej odpowiedzialności. Zdaniem Forum Odpowiedzialnego Biznesu, profity płynące z wdrażania strategii odpowiedzialności przedsiębiorstwa rozpatrywane w perspektywie długofalowej są następujące⁵:

- (1) **wzrost zainteresowania inwestorów** – współpracą z firmami odpowiedzialnymi zainteresowani są zarówno kredytodawcy, jak i wielu inwestorów, dla których wiarygodność finansowa firmy jest uzależniona od jej wiarygodności społecznej;
- (2) **zwiększenie lojalności konsumentów i interesariuszy** – wzrost świadomości społecznej konsumentów powoduje, iż w swoich wyborach kierują się oni także zaufaniem do danej firmy i jej wizerunkiem. Rosnąca grupa konsumentów zwraca uwagę na „ekologiczność” produktu lub usługi, przestrzeganie zasad społecznej odpowiedzialności w procesie jego wytworzenia oraz ogólną reputację firmy;
- (3) **poprawa relacji ze społecznością i władzami lokalnymi** – działania z zakresu społecznego zaangażowania ułatwiają firmie zakorzenienie się w społeczności i pozyskanie przychylności jej mieszkańców, a także zdobycie zaufania władz samorządowych.
- (4) **wzrost konkurencyjności** – realizacja zasad odpowiedzialnego biznesu to jedno z narzędzi, dzięki którym firmy zdobywają przewagę konkurencyjną.
- (5) **podnoszenie poziomu kultury organizacyjnej firmy** – odpowiedzialna firma podnosi swoje standardy postępowania wobec interesariuszy, co wpływa na kształtowanie kultury organizacyjnej firmy opartej na zaufaniu, odpowiedzialności i przejrzystości dla wszystkich zainteresowanych.
- (6) **kształtowanie pozytywnego wizerunku firmy wśród pracowników** – bycie firmą społecznie odpowiedzialną może być instrumentem motywacji pozafinansowej, wizerunek firmy w oczach pracownika ulega poprawie.
- (7) **pozyskanie i utrzymanie najlepszych pracowników** – budowanie wizerunku firmy społecznie odpowiedzialnej przekłada się na budowanie wizerunku pracodawcy z wyboru, co pozwala przyciągnąć nowych i zatrzymać najlepszych pracowników.

⁵ Encyklopedia CSR, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/hasla-encyklopedii/spoleczna-odpowiedzialnosc-biznesu-csr/> (data dostępu: 2.04.2016).

Potwierdza to norma ISO 26000, w której czytamy, iż działania społecznie odpowiedzialne mogą mieć pozytywny wpływ na⁶:

- (1) przewagę konkurencyjną;
- (2) reputację organizacji;
- (3) zdolność pozyskiwania i zatrzymywania pracujących, konsumentów, klientów, użytkowników;
- (4) morale, zaangażowanie i wydajność pracowników;
- (5) **opinie inwestorów**, właścicieli, darczyńców, sponsorów i społeczności finansowej;
- (6) relacje organizacji z przedsiębiorstwami, instytucjami rządowymi, mediami, dostawcami, podobnymi organizacjami, klientami oraz społecznością, w obrębie której organizacja funkcjonuje.

Z kolei L. Anam i in., skupiając się jedynie na spółkach giełdowych, wskazują na następujące szanse związane z wdrażaniem CSR⁷:

- (1) szansę na lepsze zarządzanie ryzykiem dzięki mapowaniu interesariuszy i związanych z nimi szans i zagrożeń, co pozwala na lepsze zrozumienie obszarów potencjalnie problematycznych,
- (2) szansę na poprawę wizerunku i reputacji,
- (3) szansę wygranej w walce o talenty na rynku, dzięki angażowaniu pracowników w programy CSR-owe i zarządzanie przez wartości,
- (4) szansę na innowacje (w myśl przekonania, że CSR dzięki praktykom zarządzania interesariuszami i analizy społeczno-środowiskowe kreuje innowacje),
- (5) szansę na zajęcie pozycji lidera, który wyprzedza regulacje istotne dla jego działalności i wpływa na ich przyszły kształt,
- (6) dostęp do kapitału inwestorów, którzy w decyzjach biznesowych uwzględniają czynniki ESG (*Environmental, Social and Governance factors*, czyli kwestie związane ze środowiskiem, społeczeństwem i ładem korporacyjnym).

Różnorodność realizowanych korzyści z pewnością zachęca przedsiębiorstwa do podejmowania działań społecznie odpowiedzialnych. Ważne jest jednak zbadanie, czy profity te nie są jedynie wynikiem rozważań teoretycznych lub zbyt pozytywnych ocen samych firm.

3. Inwestycje w spółki społecznie odpowiedzialne

W tym miejscu uwaga zostanie skupiona na jednej ze wskazanych wyżej korzyści, która pojawiła się w każdym z przedstawionych zestawień – korzyści związanej z kształtowaniem stosunków z inwestorami.

⁶ ISO 26000 Społeczna odpowiedzialność, http://www.pkn.pl/sites/default/files/discovering_iso_26000.pdf (data dostępu: 28.03.2016).

⁷ L. Anam, M. Kachniewski, L. Sobolewski, M. Owczarek, *Jak zyskać na odpowiedzialności? CSR w strategiach spółek giełdowych. Przewodnik dla CEO i executives*, CRSinfo, Warszawa 2012, s. 7.

Według przytoczonych wcześniej autorów (Anam i in.), aż 90% inwestorów uważa, że czynniki ESG mają wpływ na wyniki finansowe firmy w perspektywie 3–5 lat⁸. Z kolei zdaniem firmy doradczej McKinsey, aż 80% potencjalnych inwestorów jest gotowych zapłacić do 27% więcej za akcje firm realizujących zasadę CSR, to bowiem według akcjonariuszy zapewni stabilny wzrost wartości firmy i większe zaufanie rynku⁹. Natomiast według S.P. Robbinsa i D.A. DeCenzo, społeczna odpowiedzialność prowadzi w długim okresie do podwyższania cen akcji. Giełda traktuje społecznie odpowiedzialną firmę jako mniej ryzykowną i mniej narażoną na publiczną krytykę, przypisując zatem jej akcjom wyższy wskaźnik ceny, co ostatecznie prowadzi do zysku¹⁰.

Wielu badaczy stara się wykazać, że inwestycje w portfele akcji społecznie odpowiedzialnych charakteryzują się wyższą (niż konwencjonalne) relacją dochód/ryzyko¹¹. Przyczyną takiego stanu rzeczy ma być tutaj pośredni wpływ na dochodowość inwestycji, wielu aspektów organizacyjnych związanych z funkcjonowaniem spółki. Efekty działań niematerialnych, związanych ze sposobem zarządzania przedsiębiorstwem (wynikających z przyjęcia i stosowania zasad odpowiedzialnego biznesu), redukcją potencjalnych kosztów kryzysów w przedsiębiorstwie (na skutek stosowania standardów etycznych i ładu korporacyjnego), czy ograniczeniem degradacji środowiska (a tym samym zmniejszeniem ryzyka operacyjnego) przekładają się – zdaniem zwolenników tego podejścia – na ograniczenie ryzyka finansowego inwestycji. Wśród źródeł potencjalnej dodatkowej wartości inwestycji wymienia się tu także potencjalne efekty działań w zakresie badań i rozwoju, które relatywnie szybko mogą przełożyć się na wysokie zyski spółki, jak również korzyści płynące z odpowiedzialnej polityki zatrudnienia (wzrost satysfakcji z pracy znajdujący odzwierciedlenie w wynikach finansowych przedsiębiorstwa)¹².

Podkreślić należy, że nie jest to jednak stanowisko akceptowane przez wszystkich badaczy. W gronie naukowców zajmujących się tematyką inwestowania w spółki społecznie odpowiedzialne brak jest m.in. jednolitego stanowiska w odniesieniu do spodziewanych stóp zwrotu i ryzyka z inwestycji w spółki społecznie odpowiedzialne. W opracowaniach spotyka się także próby uzasadnienia niższych wskaźników dochodowości portfeli społecznie odpowiedzialnych w porównaniu do portfeli konwencjonalnych. Zwolennicy takiego podejścia argumentują, że próba utworzenia portfela inwestycyjnego, w skład którego wchodzi spółki społecznie odpowiedzialne, skutkuje niższymi możliwościami dywersyfikacji inwestycji¹³.

⁸ L. Anam, M. Kachniewski, L. Sobolewski, M. Owczarek, *Jak zyskać na odpowiedzialności? CSR w strategiach spółek giełdowych. Przewodnik dla CEO i executives, CRSinfo*, Warszawa 2012, s. 7.

⁹ T. Wołowicz, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa – nowa formuła zarządzania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2004, nr 3, s. 4.

¹⁰ S.P. Robbins, D.A. DeCenzo, *Podstawy zarządzania*, PWE, Warszawa 2002, s. 99.

¹¹ G. Dowell, S. Hart, B. Yeung, *Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?*, „Management Science” 2000, vol. 46, nr 8, s. 1059–1074.

¹² A. Edmans, *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*, „Journal of Financial Economics” 2011, nr 101, s. 621–640.

¹³ H. Hong, M. Kasperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, nr 93, s. 15–36.

Bezpośrednimi konsekwencjami ograniczonego zbioru podmiotów mogących stanowić składową inwestycji są wówczas: mniejsza możliwość zarządzania ryzykiem (wariancją) portfela oraz dodatkowe koszty związane z samym procesem budowy i zarządzania portfelem. W literaturze przedmiotu istnieją również próby poszukiwania czysto finansowych przyczyn niższych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych. Opierają się one na przypuszczeniu, iż sytuacja taka jest powodowana szeregiem czynników zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych, wśród których wymienia się m.in. wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstwa na skutek podniesienia wynagrodzeń pracowników (bez podniesienia efektywności pracy) lub dobrowolnego stosowania droższych, przyjaznych środowisku naturalnemu surowców lub materiałów (zamiast tańszych substytutów)¹⁴.

4. Społeczna odpowiedzialność biznesu a wyniki inwestycyjne: przypadek GPW w Warszawie

Aby zbadać, czy inwestorzy wybierający spółki społecznie odpowiedzialne funkcjonujące na warszawskiej giełdzie realizują korzyści związane z takim podejściem inwestycyjnym, przeanalizowano sytuację przedsiębiorstw zaliczonych do indeksu RESPECT. Indeks ten powstał w 2009 roku i grupuje spółki z Głównego Rynku GPW, działające zgodnie z najwyższymi standardami zarządzania w zakresie ładu korporacyjnego, ładu informacyjnego i relacji z inwestorami oraz uwzględniające w swojej działalności czynniki ekologiczne, społeczne i pracownicze. Wymagane jest m.in. przygotowywanie raportów zgodnie ze standardami Globalnej Inicjatywy Sprawozdawczej (*Global Reporting Initiative*, GRI), realizacja polityki środowiskowej, czy odpowiednio duży zakres stosowania kodeksu etycznego w spółce.

Spółki tworzące portfel RESPECT Index wyłaniane są w wyniku trzystopniowej weryfikacji prowadzonej przez GPW i Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych w zakresie wyżej wymienionych obszarów, a także audytu prowadzonego przez firmę Deloitte polegającego na badaniu kwestionariuszowym uzupełnionym o bezpośredni audyt przedsiębiorstwa¹⁵. Do indeksu RESPECT mogą należeć wyłącznie spółki z indeksów: WIG20, mWIG40, sWIG80.

Sposób doboru spółek do portfela inwestycyjnego (którego odwzorowaniem w niniejszym opracowaniu jest indeks RESPECT) w bezpośredni sposób warunkuje zarówno stopę zwrotu z inwestycji, jak i jej ryzyko. W klasycznym ujęciu relacji dochód-ryzyko przyjmuje się, że zarówno stopa zwrotu z portfela, jak i ryzyko inwestycji są pewnego rodzaju pochodną realizowanej strategii inwestycyjnej oraz stopnia dywersyfikacji portfela. Z racji na to, że w skład portfela indeksu RESPECT

¹⁴ M. Statman, D. Glushkov, *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, nr 4, s. 33–46.

¹⁵ RESPECT Index, https://www.gpw.pl/RESPECT_Index (data dostępu: 01.04.2016).

wchodzi ograniczona liczba podmiotów (podstawę doboru stanowią tu przyjęte kryteria merytoryczne związane z realizacją założeń CSR) interesujące staje się pytanie o ekonomiczne uzasadnienie inwestowania w tę grupę podmiotów.

Mając na uwadze powyższe spostrzeżenia, w niniejszym opracowaniu analizą porównawczą zostaną objęte spółki należące do indeksu RESPECT w okresie od listopada 2009 do grudnia 2015. Celem badania jest próba odpowiedzi na pytanie: czy i w jakim stopniu obecność spółki w składzie indeksu znajduje odzwierciedlenie w parametrach określających atrakcyjność inwestycji w akcje tej spółki (stopa zwrotu, ryzyko, stopa dywidendy). W szerszym kontekście analiza ta stanowi pewnego rodzaju przyczynek do próby rozstrzygnięcia kluczowej kwestii: czy inwestowanie społecznie odpowiedzialne jest opłacalne (przy czym punkt widzenia konkretnego inwestora może tu diametralnie różnić się od stanowiska „ogólnospołecznego”).

Spśród 23. spółek należących na koniec 2015 roku do indeksu RESPECT 9 należało do indeksu WIG20 (45% wszystkich spółek z WIG20), 9 do indeksu mWIG40 (22,5%), a 5 do indeksu sWIG80 (6,25%). W ujęciu wartościowym spółki z indeksu WIG20 stanowiły 75% indeksu RESPECT, z indeksu mWIG40 – 22%, a z indeksu sWIG80 jedynie 3% (tabela 1). Przedstawiona struktura pozwala wnioskować, że istnieje istotny statystycznie związek wielkości spółki z przynależnością do indeksu spółek odpowiedzialnych (dodatnia i silna korelacja między wielkością spółki a prowadzeniem działań odpowiedzialnych ekonomicznie, ekologicznie i społecznie). Prowadzi to do stwierdzenia, że na społeczną odpowiedzialność biznesu (a na pewno na kreowanie takiego wizerunku) mogą sobie pozwolić głównie duże spółki (największe wśród dużych spółek giełdowych). Zmienność składu indeksu wynika z okresowej jego rewizji, jednakże warto odnotować, iż w gronie podmiotów, które systematycznie utrzymują swoją pozycję w indeksie RESPECT znajduje się szereg spółek, w których znaczącym udziałowcem jest skarbnik państwa.

Z uwagi na fakt, że wszystkie spółki należące do indeksu RESPECT należą równocześnie do jednego z indeksów: WIG20, mWIG40 lub sWIG80, indeks RESPECT będzie (w zakresie objętym prowadzoną analizą) porównywany do indeksów cenowych.

Specyfika indeksu (typ dochodowy oraz uwzględnienie w indeksie spółek polskich) skłoniły autorów do dokonania dodatkowej analizy porównawczej z indeksem typu dochodowego, jakim jest WIG. Porównanie stóp zwrotu oraz ryzyka portfela inwestycyjnego, odpowiadającego składem poddanemu badaniom indeksowi, przeprowadzono w okresie od początku publikacji indeksu RESPECT do końca roku 2015. Mając na uwadze metodologiczne różnice w obliczaniu indeksów, autorzy podjęli się próby wyjaśnienia w jakim zakresie ewentualna wyższa stopa zwrotu indeksu RESPECT jest wynikiem korzystniejszego postrzeżenia przez inwestorów spółek należących do indeksu (korzystniejszej wyceny spółek przez inwestorów, lepszego zarządzania), a w jakim stopniu stanowi rezultat przyjętej odmiennej metodologii liczenia.

Tabela 1. Skład i struktura indeksu RESPECT w latach 2009–2015

| Nazwa spółki | Udział w indeksie RESPECT w dniu (w %) | | | | | |
|------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | 31 XII 2015 | 31 XII 2014 | 31 XII 2013 | 31 XII 2012 | 31 XII 2011 | 27 XI 2009 |
| PGE | 11,24 | 10,01 | 9,52 | 8,20 | 11,00 | |
| BZWBK | 10,76 | 9,85 | 10,45 | | | 7,62 |
| PGNIG | 10,11 | 7,52 | 9,25 | 10,99 | 12,35 | 25,00 |
| PKNORLEN | 9,36 | 11,17 | 9,37 | 11,58 | 8,35 | 25,00 |
| KGHM | 9,08 | 9,07 | 10,91 | 11,47 | 7,15 | |
| PZU | 8,90 | 10,51 | 10,46 | 11,45 | | 19,58 |
| ORANGEPL (TP SA) | 5,15 | 5,63 | 7,00 | 6,87 | 13,18 | 5,07 |
| INGBSK | 4,81 | 4,73 | 4,07 | 4,39 | 5,82 | 0,49 |
| GRUPAAZOTY | 4,80 | 2,63 | 3,14 | 3,48 | 1,15 | |
| MILLENNIUM | 4,63 | 3,52 | 3,32 | 2,74 | 3,62 | |
| TAURONPE | 3,67 | 5,39 | 5,03 | | | |
| ENERGA | 3,67 | 4,80 | | | | 4,99 |
| HANDLOWY | 3,35 | 3,58 | 3,78 | 4,76 | 5,05 | 2,97 |
| LOTOS | 2,82 | 1,64 | 2,38 | 3,71 | 3,23 | |
| BUDIMEX | 2,54 | 1,52 | 1,52 | 1,08 | 1,82 | |
| GPW | 1,23 | 1,27 | 1,24 | | | 0,88 |
| APATOR | 0,88 | 0,98 | 1,03 | 1,24 | 1,04 | 1,98 |
| ELBUDOWA | 0,73 | 0,35 | 0,58 | 0,75 | 1,05 | |
| KOGENERA | 0,69 | 0,46 | 0,42 | 0,96 | | |
| BOGDANKA | 0,53 | 3,36 | | 6,85 | 7,28 | |
| PELION | 0,47 | 0,63 | 0,83 | | | |
| BANKBPH | 0,41 | 0,42 | 0,50 | 0,60 | | |
| BOS | 0,20 | | | | | |
| JSW | | 0,89 | 3,09 | 5,16 | | |
| RAWLPLUG | | 0,09 | | | | |
| NETIA | | | 1,91 | 2,42 | 4,72 | |
| RAFAKO | | | 0,19 | | | |
| KREDYTBANK | | | | 1,33 | 1,21 | 0,4 |
| BARLINEK | | | | | 0,10 | |
| BRE | | | | | 7,14 | |
| IDM SA | | | | | 0,46 | |
| PBG | | | | | 1,71 | |
| SNIEZKA | | | | | 0,32 | 2,88 |
| SWIECIE | | | | | 2,25 | 1,65 |
| CIECH | | | | | | 1,2 |
| BANKBPH | | | | | | 0,22 |
| ŻYWIEC | | | | | | 0,07 |

* Uporządkowania spółek dokonano według malejącego udziału spółki w indeksie w roku 2015, a w dalszej kolejności na podstawie udziału spółki w indeksie w latach ubiegłych. Maksymalny udział spółki w indeksie regulacjami GPW został określony na 10% (25% gdy liczba spółek wchodzących w skład indeksu jest mniejsza niż 20). Ponieważ maksymalny udział spółki w indeksie jest określany na dzień rewizji indeksu, a w kolejnych dniach obliczany na podstawie wartości bieżącej kapitalizacji spółki, to udział spółki w indeksie okresowo może przekraczać 10%.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Zróznicowanie składu indeksu RESPECT w czasie w znacznym zakresie ogranicza możliwości dokonania pełnej analizy porównawczej pod kątem atrakcyjności inwestycji (prowadzonej na poziomie konkretnych spółek). Pełniejsza analiza została wykonana dla roku 2015 (przy założeniu względnej stałości składu i struktury indeksu RESPECT). Takie podejście umożliwiło prezentację indeksu RESPECT na tle WIG20, mWIG40 i sWIG80 pod względem nie tylko stopy zwrotu i ryzyka, ale także pod względem struktury własnościowej (udział skarbu państwa), czy stopy wypłacanej dywidendy. Autorzy podjęli także próbę porównania wyników indeksu RESPECT ze skonstruowanym do tego celu na podstawie indeksów cenowych własnym indeksem (w którym wagami były udziały spółek z indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w indeksie RESPECT).

Dla wskazanych powyżej indeksów przeprowadzono klasyczną analizę zyskowności (uwzględniającą rynkowe stopy zwrotu) oraz ryzyka inwestycji. Za miarę dochodu osiągniętego przez inwestorów (wyłącznie na skutek zmian rynkowych cen walorów) przyjęto roczną stopę zwrotu (tabela 2). Do opisu ryzyka użyte zostało odchylenie standardowe dziennych logarytmicznych stóp zwrotu, obliczane rozłącznie w każdym z rocznych okresów objętych analizą.

Tabela 2. Roczne stopy zwrotu indeksów w latach 2009–2015 (w %)

| Rok | RESPECT | WIG | WIG20 | mWIG40 | sWIG80 |
|------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 2009 | 70,9 | 46,9 | 33,5 | 55,2 | 61,8 |
| 2010 | 32,2 | 18,8 | 14,9 | 19,6 | 10,2 |
| 2011 | -11,2 | -20,8 | -21,9 | -22,5 | -30,5 |
| 2012 | 29,2 | 26,2 | 20,4 | 17,4 | 22,9 |
| 2013 | -1,2 | 8,1 | -7,0 | 31,1 | 37,3 |
| 2014 | 4,5 | 0,3 | -3,5 | 4,1 | -15,5 |
| 2015 | -15,2 | -9,6 | -19,7 | 2,4 | 9,1 |

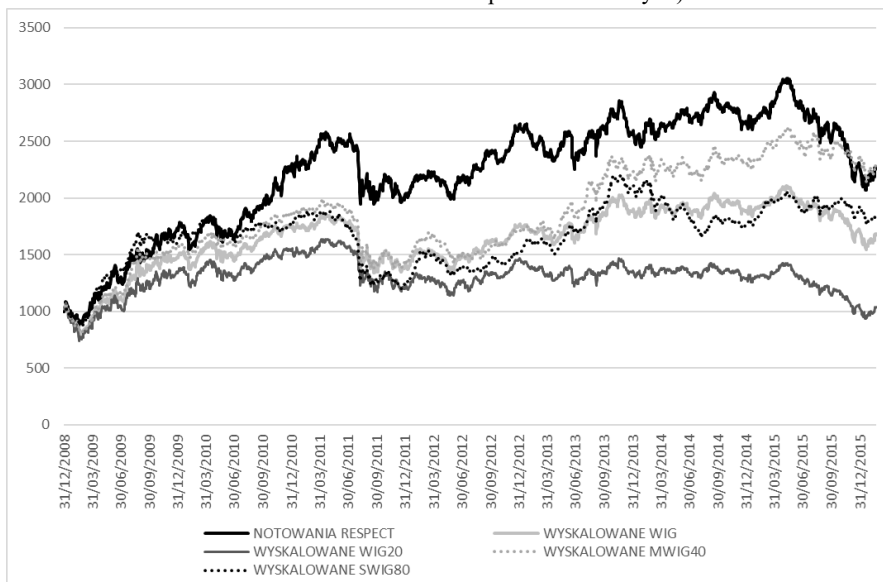
* W obliczeniach stóp zwrotu uwzględniono kurs z ostatniej sesji analizowanego okresu oraz kurs na sesji zamykającej rok poprzedni.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu 01.03.2016).

W grupie analizowanych indeksów, w większości lat, notowania spółek zgrupowanych w indeksie RESPECT, cechowały się wyższymi stopami zwrotu w porównaniu do pozostałych indeksów (wykres 1). W czterech pierwszych latach objętych analizą indeks RESPECT osiągał wyniki lepsze zarówno w porównaniu do innych indeksów cenowych, jak i dochodowych. Wraz z upływem czasu przewaga ta ulegała jednak zmniejszeniu lub indeks osiągał wyniki gorsze (tabela 2).

Jednocześnie warto podkreślić, że w tych samych okresach ryzyko inwestowania w portfel indeksu RESPECT, mierzone odchyleniem standardowym dziennych stóp zwrotu, było porównywalne lub wyższe, niż w przypadku inwestycji w większość innych portfeli indeksowych (tabela 3).

Wykres 1. Notowania analizowanych indeksów w latach 2009–2015 (wyskalowane na dzień 31.12.2008 r. do wartości 1000 punktów bazowych)



* Datą bazową indeksu RESPECT jest 31.12.2008 – wartość bazowa indeksu 1000 punktów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Tabela 3. Ryzyko inwestycji w poszczególnych latach (odchylenie stóp zwrotu indeksów) – dzienne w danym roku

| Rok | RESPECT | WIG | WIG20 | mWIG40 | sWIG80 |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 2009 | 0,0196 | 0,0180 | 0,0222 | 0,0131 | 0,0115 |
| 2010 | 0,0130 | 0,0104 | 0,0127 | 0,0081 | 0,0073 |
| 2011 | 0,0152 | 0,0140 | 0,0155 | 0,0135 | 0,0118 |
| 2012 | 0,0088 | 0,0090 | 0,0106 | 0,0080 | 0,0071 |
| 2013 | 0,0115 | 0,0096 | 0,0111 | 0,0097 | 0,0076 |
| 2014 | 0,0093 | 0,0085 | 0,0094 | 0,0094 | 0,0084 |
| 2015 | 0,0110 | 0,0092 | 0,0108 | 0,0090 | 0,0072 |

* w obliczeniach za miarę ryzyka przyjęto odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu w badanym roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Analiza łączna dochodu i ryzyka (jako miernik autorzy przyjęli tu iloraz wartości obu miar), wskazała natomiast, że w 4. na 7 okresów (2010, 2011, 2012, 2014) „cena za ryzyko”, którą musieli zapłacić inwestorzy, była najwyższa w odniesieniu do spółek tworzących portfel indeksu RESPECT (tabela 4).

Tabela 4. Wskaźnik stopa zwrotu/ryzyko

| Rok | RESPECT | WIG | WIG20 | mWIG40 | sWIG80 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2009 | 36,22759 | 26,06282 | 15,10452 | 42,21932 | 53,62046 |
| 2010 | 24,79890 | 18,03563 | 11,71578 | 24,09573 | 14,00973 |
| 2011 | -7,40458 | -14,8433 | -14,0686 | -16,6587 | -25,8236 |
| 2012 | 33,31904 | 29,01724 | 19,22171 | 21,6374 | 32,06577 |
| 2013 | -1,07369 | 8,355719 | -6,32793 | 31,98156 | 49,07484 |
| 2014 | 4,805242 | 0,302433 | -3,76998 | 4,409588 | -18,6005 |
| 2015 | -13,8163 | -10,4759 | -18,1861 | 2,677842 | 12,71064 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Sytuacja ta skłania do postawienia dodatkowego pytania o to, czy nieznacznie tylko wyższa stopa zwrotu, jaką inwestorzy mogą potencjalnie osiągnąć z tytułu inwestycji w portfel akcji indeksu RESPECT jest wystarczającą ceną za ponoszone ryzyko? W opinii autorów, choć z czysto rachunkowego punktu widzenia inwestycja taka w niektórych okresach generowała dochody wyższe od przyjętych za benchmark indeksów, występujące różnice nie powinny być traktowane jako czynnik jednoznacznie przemawiający za takim wyborem. Opinię tę potwierdzają również wartości innych wskaźników opisujących portfel indeksu RESPECT (tabela 5). Porównanie RESPECT z indeksami dokonane dla roku 2015, jak również ze skonstruowanym do tego celu własnym indeksem bazującym na indeksach cenowych z uwzględnieniem wag będących udziałami spółek z indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80 w indeksie RESPECT, nie jest korzystne dla RESPECT. Co więcej, relacja ceny do wartości księgowej (C/WK), jak i ceny do zysku (C/Z) nie wyróżniają znacząco indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych spośród pozostałych indeksów.

Natomiast podstawowym czynnikiem decydującym o wyższej dochodowości inwestycji w akcje spółek indeksu RESPECT jest wyższa niż w alternatywnych przypadkach stopa dywidendy. Wart podkreślenia jest również fakt, iż sytuacja taka ma charakter systematyczny – występuje w większości analizowanych okresów.

Tabela 5. Podstawowe parametry charakteryzujące analizowane indeksy w roku 2015

| Parametr | RESPECT | WIG | WIG20 | mWIG40 | sWIG80 |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa zwrotu | -15,2% | -9,6% | -19,7% | 2,4% | 9,1% |
| Ryzyko | 0,0110 | 0,0092 | 0,0108 | 0,0090 | 0,0072 |
| C/WK | 0,96 | 0,78 | 1,07 | 1,2 | 1,05 |
| C/Z | 16,44 | 12,42 | 14,29 | 24,2 | 17,55 |
| Stopa dywidendy | 4,4 | 3,1 | 3,8 | 3,1 | 1,8 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Spostrzeżenie to skłoniło autorów do porównania liczby spółek wypłacających dywidendę, jak również średniej stopy wypłacanej dywidendy. Do obliczeń przeprowadzonych dla roku 2015 przyjęto dwa układy wag: jednakowe dla wszystkich spółek oraz proporcjonalne do udziału spółki w indeksie na koniec roku. Drugi sposób wydaje się być bardziej uzasadniony, jednak z uwagi na zmieniającą się kapitalizację spółek, a tym samym zmienność ich udziału w indeksie RESPECT, autorzy zdecydowali się na prezentację wyników uzyskanych dwoma sposobami (tabela 6).

Tabela 6. Porównanie dywidendy spółek z poszczególnych indeksów

| | Liczba (odsetek) spółek wypłacających dywidendę | Średnia stopa dywidendy | | Liczba spółek z udziałem SP (powyżej 5%) | Średni udział Skarbu Państwa | |
|---|---|-------------------------|--------|--|------------------------------|--------|
| | | nieważona | ważona | | nieważony | ważony |
| RESPECT | 15/23 (65%) | 3,90 | 4,76 | 10/23 (43%) | 18,61 | 30,41 |
| Należące do indeksów cenowych, ale nienależące do RESPECT | 55/117 (47%) | 2,35 | 2,49 | 5/117 (4%) | 1,82 | 6,77 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl/indeksy_gieldowe (data dostępu: 01.03.2016).

Można zauważyć istotne różnice zarówno w odsetku spółek wypłacających dywidendę, jak również w przeciętej stopie wypłacanej dywidendy. Gdyby rozkład stóp dywidendy wykazywał zgodność z rozkładem normalnym¹⁶, test różnic średnich wskazałyby na istotne statystycznie różnice między średnimi stopami dywidendy (zarówno ważonymi, jak i nieważonymi).

Spółki zgrupowane w indeksie RESPECT notują istotnie wyższą średnią stopę dywidendy. Stopa wypłacanej dywidendy nie pozostaje jednak bez związku z udziałem skarbu państwa w akcjonariacie¹⁷. Wśród spółek z indeksu RESPECT, większy niż wśród pozostałych spółek odsetek stanowią spółki z udziałem skarbu państwa przekraczającym 5%. Ważony kapitalizacją udział skarbu państwa wśród spółek „odpowiedzialnych” wyniósł ponad 30% i był istotnie wyższy niż wśród pozostałych 117. spółek. Przedstawione fakty potwierdzają przypuszczenie o związku wielkości spółki i struktury akcjonariatu z przynależnością do indeksu RESPECT. Kreowanie wizerunku spółki odpowiedzialnej społecznie jest atrybutem spółek dużych, ze znacznym udziałem skarbu państwa.

5. Dyskusja wyników i wnioski

Zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki badań pokazują, że wyższą stopę zwrotu indeksu RESPECT w porównaniu do pozostałych indeksów (WIG, WIG20, mWIG40, sWIG80) zaobserwowano w latach 2009–2012. Przynależność do RESPECT dawała korzyści ekonomiczne (wyższe stopy zwrotu) w pierwszych latach po wprowadzeniu indeksu – w roku 2015 takich sygnałów nie zaobserwowano.

W latach kolejnych korzystniej zachowywał się natomiast indeks mWIG40. Można zatem sformułować pytanie: dlaczego RESPECT był lepszy od innych indeksów wyłącznie w początkowym okresie? Zdaniem autorów może to wskazywać

¹⁶ Autorzy mają świadomość, że powyższe założenie nie zostało spełnione, jednak niewielka liczba spółek należących do indeksu RESPECT uniemożliwia testowanie w oparciu o wskaźnik struktury.

¹⁷ J. Kilon, J. Marcinkiewicz, *Struktura akcjonariatu spółki a atrakcyjność inwestycji na rynku akcji GPW w Warszawie*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2014, nr 3(69), s. 207–220.

zarówno na fakt zdyskontowania w cenach akcji zarówno przynależności do indeksu, jak i na tzw. rentę nowości. Biorąc pod uwagę przedstawione w niniejszym opracowaniu wyniki badań, hipotezę o rynkowych korzyściach z przynależności do indeksu RESPECT należy zweryfikować negatywnie. Natomiast przynależność do indeksu RESPECT niewątpliwie, daje spółce szereg korzyści „wizerunkowych”, mających znaczenie marketingowe dla spółek.

Można przyjąć, że w Polsce rozkwit idei CSR w teorii jest szybszy niż w praktyce. Idea ta, chociaż godna uwagi, nie znajduje jednak w pełni przełożenia na zachowania inwestorów. W świetle badań empirycznych, odpowiedzialność społeczna biznesu (przedsiębiorstw) jawi się w znacznej mierze jako idea społeczna. Z punktu widzenia inwestora stanowi ona (w warunkach polskich) raczej źródło kosztów, niż dodatkowych korzyści. Wydaje się, że inwestorzy w pewnym stopniu mogą być skłoni do pewnej tolerancji wobec zachowań nieodpowiedzialnych społecznie, ale za to przynoszących zyski. CSR to w znacznym stopniu myślenie długoterminowe, a inwestorzy niekiedy dążą do szybkich zysków.

Skłania to do powrotu do podstawowego pytania związanego ze społeczną odpowiedzialnością: czy podmioty gospodarcze, w tym przypadku spółki giełdowe, powinny być społecznie odpowiedzialne, „uczciwe”, czy też priorytetem dla inwestorów powinna być ich zyskowość? Próba odpowiedzi na to pytanie wciąż wydaje się być ciekawym wyzwaniem mogącym wyznaczać kierunki dla przyszłych badań.

Bibliografia

- Anam L., M. Kachniewski, L. Sobolewski, M. Owczarek, *Jak zyskać na odpowiedzialności? CSR w strategiach spółek giełdowych. Przewodnik dla CEO i executives*, CRSinfo, Warszawa 2012.
- Dowell G., S. Hart, B. Yeung, *Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?*, „Management Science”, 2000, vol. 46, nr 8, s. 1059–1074.
- Edmans A., *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*, „Journal of Financial Economics” 2011, vol. 101, nr 3, s. 621–640.
- Encyklopedia CSR, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/hasla-encyklopedii/spoleczna-odpowiedzialnosc-biznesu-csr/>.
- Hong H., M. Kasperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, vol. 93, nr 3, s. 15–36.
- ISO 26000, <http://www.pkn.pl/iso-26000>
- ISO 26000, *Spoleczna odpowiedzialność*, http://www.pkn.pl/sites/default/files/discovering_iso_26000.pdf.
- Kilon J., J. Marcinkiewicz, *Struktura akcjonariatu spółki a atrakcyjność inwestycji na rynku akcji GPW w Warszawie*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2014, vol. 69, nr 3, s. 207–220.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Odnowiona strategia UE na lata 2011–2014 dotycząca społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, Bruksela, dnia 25.10.2011, KOM(2011), 681 wersja ostateczna, http://odpowiedzialnybiznes.pl/public/files/Komunikat_KE_Strategia2011_2014.pdf.

RESPECT Index, https://www.gpw.pl/RESPECT_Index.

Robbins S.P., D.A. DeCenzo, *Podstawy zarządzania*, PWE, Warszawa 2002.

Rok B., *Podstawy odpowiedzialności społecznej w zarządzaniu*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013.

Statman M., D. Glushkov, *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, nr 4, s. 33–46.

Wołowicz T., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa – nowa formuła zarządzania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw” 2004, nr 3, s. 3–11.