

# Spółeczna odpowiedzialność biznesu – czy to się opłaca? Analiza stóp zwrotu indeksów zrównoważonego rozwoju względem tradycyjnych indeksów giełdowych

Rafał Miedziak\*, Filip Wójcik\*\*

*Rosnąca presja społeczna nakładana na podmioty gospodarcze przez różne grupy interesu powinna skłaniać przedsiębiorstwa do działań w zakresie etyki, ekologii oraz poszanowania społecznego, tak aby nie budować negatywnego wizerunku przedsiębiorstwa w oczach społeczeństwa. Przedsiębiorstwa muszą jednak zgodnie z klasyczną teorią zarządzania finansami maksymalizować wartość przedsiębiorstwa, a przy tym majątek udziałowców-właścicieli. Może to powodować konflikt interesu wśród różnych grup interesariuszy/akcjonariuszy. Powstanie indeksów zrównoważonego pozwoliło sprawdzić czy inicjatywy kładące nacisk na społeczną odpowiedzialność nie ograniczają stopy wzrostu majątku właścicielskiego. W ramach niniejszego artykułu postanowiono sprawdzić czy bardziej efektywne dla inwestorów jest zaangażowanie kapitału w spółki „odpowiedzialne społecznie”, czy w „tradycyjne”. W tym celu posłużono się porównaniem w ujęciu rocznych stóp zwrotu z indeksów tradycyjnych oraz zrównoważonego w różnych krajach. Dokonano również analizy wariancji stóp zwrotu z użyciem metody ANOVA w celu odpowiedzenia na pytanie czy dostrzegalne są różnice w uzyskiwanych stopach zwrotu. Autorzy, jednocześnie zaznaczają, że ocena inwestycji wyłącznie pod względem przewidywanej stopy zwrotu może dla wielu potencjalnych inwestorów być niewystarczającym kryterium do wyboru/oceny inwestycji, mogą być dla nich istotne również takie kwestie, jak chociażby polityka środowiskowa firmy czy analiza fundamentalna spółki.*

**Słowa kluczowe:** rynki giełdowe, społeczna odpowiedzialność biznesu, indeksy zrównoważonego rozwoju, indeksy giełdowe, zrównoważony rozwój.

Nadesłany: 25.11.19 | Zaakceptowany do druku: 27.12.19

## Corporate Social Responsibility – Is It Worth It? Analysis of Rates of Return of Sustainable Development Indexes in Relation to Traditional Stock Indexes

*Increasing social pressure imposed on economic entities by various interest groups should encourage enterprises to act in the field of ethics, ecology and social respect, so as not to build a negative image of the enterprise in the eyes of society. However, according to classical financial management theory, enterprises must maximize the value of the enterprise and the*

\* **Rafał Miedziak** – magistrant, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Polska. <https://orcid.org/0000-0001-9765-8850>.

\*\* **Filip Wójcik** – magistrant, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Polska. <https://orcid.org/0000-0003-4362-0560>.

Adres do korespondencji: Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, Polska; e-mail: [r.miedziak@student.uw.edu.pl](mailto:r.miedziak@student.uw.edu.pl); [376720@wz.uw.edu.pl](mailto:376720@wz.uw.edu.pl).

*assets of the shareholders. This may create a conflict of interest among different stakeholder/ shareholder groups. The emergence of sustainable indexes allowed us to check whether initiatives emphasizing social responsibility do not limit the growth rate of ownership. As part of this article, it was decided to check whether investing capital in „socially responsible” or „traditional” companies is more effective for investors. To this end, a comparison was made in terms of annual rates of return on traditional and sustainable indexes in different countries. An analysis of variance of return rates was also carried out using the ANOVA method in order to answer the question whether there are noticeable differences in the achieved rates of return. The authors, at the same time, point out that assessing investments only in terms of the expected rate of return may, for many potential investors, be an insufficient criterion for investment selection/assessment; issues such as the company’s environmental policy or the company’s fundamental analysis may also be relevant for them.*

**Keywords:** stock markets, corporate social responsibility, sustainable development indexes, stock market indexes, sustainable development.

Submitted: 25.11.19 | Accepted: 27.12.19

**JEL:** G11, M14, Q01

## 1. Wprowadzenie

Rosnące znaczenie kwestii interesu społecznego w działalności przedsiębiorstw wywiera znaczący wpływ na zmianę postrzegania koncepcji współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem oraz celu ich funkcjonowania. Zgodnie ze strategicznym podejściem Portera i Kramera (Porter i Kramer, 2007) cele ekonomiczne i społeczne pozostają w ciągłej symbiozie, a rozwój zarówno gospodarki, jak i społeczeństwa jest wzajemnie współzależny. Mimo to społeczna odpowiedzialność biznesu nadal jest postrzegana przez duży odsetek przedsiębiorców jako dobrowolne uzupełnienie działalności operacyjnej niemające dużego wpływu na działanie przedsiębiorstwa (Sarcevic, 2018). Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu stoi w opozycji do tradycyjnego ujęcia celu funkcjonowania przedsiębiorstw w ramach nauk o finansach przedsiębiorstw (Smith i in., 2019) mówiącego, że zasadniczym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości majątku właścicielskiego. W ujęciu tradycyjnym realizacja innych celów jest opcjonalną pochodną właściwej polityki maksymalizacji wartości majątku właścicieli. Tym samym w ramach struktury interesariuszy przedsiębiorstwa może powstać tzw. konflikt agencji związany z różnymi celami wśród menedżerów, udziałowców i innych interesariuszy (Sul i in., 2014). Rosnące znaczenie grup interesu niezwiązanych w ujęciu praw-

nym z przedsiębiorstwem powoduje, że bez uwzględnienia aspektów np. związanych z etyką pracy czy środowiskiem nie jest możliwe działanie maksymalizujące korzyści dla właścicieli – czego przykładem może być brytyjsko-holenderskie przedsiębiorstwo paliwowe Royal Dutch Shell i jego problemy wizerunkowe (Ziemblicki, 2018). Dawna koncepcja mówiąca, że działania przedsiębiorstwa w duchu społecznej odpowiedzialności (dalej: CSR) są dodatkowym kosztem i dobrym, ale niewymaganym postępowaniem staje się coraz mniej aktualna w dobie, gdy rośnie zainteresowanie np. szeroko pojętym raportowaniem w zakresie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. CSR od wielu lat nie jest tylko chwilową modą, lecz także niejako inwestycją w przyszłość mającą na celu zaspokojenie interesu przedsiębiorstwa i klienta w długiej perspektywie czasu (Hillard, 2017; Russo i in., 2018; Boon Heng Teh i in., 2019). Interes ten może mieć różnorodny charakter w zależności od motywów postępowania danych grup interesariuszy, może on również ewoluować w zależności od zmian społecznych i gospodarczych (Pattit, 2014).

W ramach niniejszego artykułu postanowiono zweryfikować hipotezę Statmana (Statman, 2000) na uaktualnionych wartościach indeksów porównawczych mówiącą, że nie ma istotnie statystycznych różnic pod względem kształtowania wartości w ramach indeksów tradycyjnych oraz zrównoważonego rozwoju. Analizie poddano pięć

indeksów zrównoważonego rozwoju oraz pięć tradycyjnych barometrów giełdowych. Dokonana analiza literaturowa badań z zakresu dochodowości indeksów zrównoważonego rozwoju (Santoso i Feliana, 2014; Choi i in., 2010; Kooskora i in. 2019) pozwala stwierdzić, że takie porównanie sprawdzi czy efektywne wyłącznie w ujęciu bezwzględnej stopy zwrotu jest inwestowanie w spółki „odpowiedzialne społecznie”. W ramach pracy bezpośrednio powiązano kapitalizację rynkową spółki (indeksu) z fluktuacją majątku jej właścicieli, nie uwzględniano realizowanej polityki w zakresie dywidendy. Rosnąca popularność polityki CSR-owej powoduje, że coraz więcej spółek ujętych w ramach tradycyjnych indeksów giełdowych stosuje rozwiązania CSR-owe w ramach swoich polityk. W artykule przyjęto jednak podział pomiędzy spółkami ujętymi w ramach tradycyjnych indeksów oraz indeksów zrównoważonych. Należy jednak nadmienić, że wysoka kapitalizacja rynkowa połączona z intensywnymi działaniami w zakresie polityk CSR-owych może skutkować uwzględnieniem spółki w dwóch omawianych typach indeksów.

Celem poznawczym niniejszego artykułu jest zbadanie dochodowości wybranych indeksów zrównoważonego rozwoju w latach 2012–2017. Postanowiono hipotezę badawczą mówiącą, że stopy zwrotu (w badanym okresie) dla właścicieli są kształtowane na podobnym poziomie w przypadku spółek ujętych w ramach zarówno indeksów tradycyjnych, jak i zrównoważonego rozwoju.

Strukturę niniejszego artykułu podzielono na trzy części. Część pierwsza obejmuje wprowadzenie do problematyki badania oraz przegląd literatury. Część druga obejmuje badanie własne związane z wnioskowaniem statystycznym na podstawie rocznych stóp zwrotu dla indeksów w latach 2012–2017. Część trzecią stanowi podsumowanie przeprowadzonego badania.

## **2. Społeczna odpowiedzialność biznesu – od koncepcji do elementu strategii współczesnego przedsiębiorstwa**

W niniejszej części dokonano charakterystyki społecznej odpowiedzialności biznesu, przedstawiono rozwiązania „społeczne” stosowane przez przedsiębiorstwa oraz przedstawiono wyniki niektórych

badania odnoszących się do tematyki dochodowości przedsiębiorstw CSR-owych.

### **2.1. CSR – definicja i założenia**

„Społeczna odpowiedzialność biznesu” to pojęcie, które przez szeroki zakres znaczeń i definicji jest różnie interpretowane przez firmy, instytucje oraz osoby postronne (Lau i in., 2007). Jednak z racji, że celem artykułu nie jest skupianie się na pochodzeniu koncepcji CSR ani dokładne badanie znaczenia jej nazwy, na potrzeby publikacji przyjęto definicję, mówiącą, że społeczna odpowiedzialność biznesu opisuje wymagania normatywne dla przedsiębiorstw w zakresie uczciwych praktyk biznesowych i zobowiązań mających na celu poprawę problemów społecznych (Beckert i Zafirovsky, 2011). CSR to szeroko stosowany termin w dyscyplinie zarządzania, który łączy cele biznesowe i wartości społeczne (Masuma i in., 2015). CSR jest stosowane jako podejście strategiczne, które zapewnia zróżnicowanie konkurencyjne poprzez sieć zależności tak biznesu, jak i nadrzędnych celów społecznych (Ramesh i in., 2019).

Do głównych założeń CSR należy zaliczyć jego długoterminowość. Praktyki społecznej odpowiedzialności nie można wypracować z dnia na dzień, a cele w nich ujęte powinny ujmować dłuższy horyzont czasowy niż koniec roku rozliczeniowego. Z racji swoich zbliżonych społecznie założeń, CSR często występuje obok zrównoważonego rozwoju, a nawet, według niektórych teorii, społeczna odpowiedzialność biznesu zwykle koncentruje się na wkładzie firmy w zrównoważony rozwój społeczeństwa (Kleine i Hauff, 2009). Organizacja Narodów Zjednoczonych postawiła siedemnaście celów zrównoważonego rozwoju, które mają być zrealizowane do 2030 roku. Zrównoważony rozwój należy rozumieć jako rozwój w celu zaspokojenia potrzeb obecnego pokolenia, jednocześnie nie zmniejszający szans zaspokojenia potrzeb przyszłych pokoleń, co wskazuje na warunek długoterminowości tych praktyk (Vasavada i Kim, 2017).

Jednak przedsiębiorstwa powinny być zainteresowane wdrażaniem praktyk CSR ze względów nie tylko etycznych, lecz także na potencjalne zyski (Charlo i Munoz, 2017). Działania zgodne z polityką odpowiedzialnego biznesu mogą wpłynąć na sytuację firmy na wiele różnych sposobów.

Podobnie oddziaływanie postępowań CSR na kondycję finansową przedsiębiorstwa może dawać ten sam skutek, ale wpływać na inne aspekty firmy. Przykładowo, zachęcanie do inwestycji w zakup akcji może być oddziaływaniem na akcjonariuszy, ale również na pracowników (Kucharska i Kowalczyk, 2019), zwiększając ich wydajność, co przekłada się na polepszenie sytuacji przedsiębiorstwa.

Zaangażowanie społeczne firmy przynosi największe efekty wtedy, gdy łączą się interesy przedsiębiorstwa oraz potrzeby społeczne. Analiza przyszłych potrzeb społecznych, uwzględnienie ich w celach strategicznych oraz wybór zadań społecznych nadają temu procesowi wymiar strategiczny. Warto więc zwrócić uwagę, że zarówno zarządzanie strategiczne, jak i społeczna odpowiedzialność biznesu zajmują się kształtowaniem relacji z interesariuszami firmy. W analizie strategicznej otoczenia uwaga powinna skupiać się głównie na otoczeniu rynkowo-kapitałowym, czyli miejscu, gdzie głównymi interesariuszami są klienci, udziałowcy, konkurenci oraz banki. Przedsiębiorstwa jednak, działają również w otoczeniu polityczno-społecznym, gdzie interesariuszami są władze, pracownicy wraz ze swoimi rodzinami, społeczności lokalne, organizacje pozarządowe, sądy, partie polityczne, kościoły, związki zawodowe, a nawet szkoły oraz uniwersytety (Jakubów, 2008).

Zwolennicy polityki CSR wskazują na konieczność ponoszenia konsekwencji działalności przedsiębiorstw. Wynika ona z potrzeby niwelowania negatywnych skutków ich działalności, pośród których można nadmienić między innymi zanieczyszczenie środowiska, wykluczenie z racji zwolnienia z pracy, rozwój chorób cywilizacyjnych czy obniżenie statusu materialnego. Jednocześnie społeczny charakter przedsiębiorstwa stawia przed nim ważną rolę w całej gospodarce. Polega ona nie tylko na zaspokojeniu swoich potrzeb materialnych (patrz: dążenie do zysku za wszelką cenę), lecz także na udziale w rozwoju cywilizacyjnym i kulturowym społeczeństwa (Czerwińska i Krzyżanowska, 2010).

Jednym z głównych powodów rozwijania polityki CSR przez przedsiębiorstwa są wolne środki pieniężne. Część autorów twierdzi, że tego typu działania są pozytywnie powiązane z wcześniejszymi wynikami finansowymi (Moore, 2019). Stanowi to

dla nich wyjaśnienie związku między CSR a wynikami finansowymi; tzn. wyższe wyniki finansowe powodują dostępność wolnych zasobów pieniężnych i większe możliwości inwestycji społecznych. Paradoks polega jednak na tym, że przedsiębiorstwa stosują tę strategię tylko w sytuacji dobrobytu, ponieważ w przypadku słabych wyników finansowych maleje prawdopodobieństwo, że przedsiębiorstwa będą realizować cele społecznie odpowiedzialne (Campbell, 2007).

Jednym z wyzwań stojących przed przedsiębiorstwem stosującym koncepcję CSR jest próba odpowiedzi na potrzeby wszystkich interesariuszy. Firmy zainteresowane postrzeganiem przez wszystkich interesariuszy i społeczeństwo jako motorów działań w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, szczególnie w zakresie raportowania CSR, powinny nie tylko bronić interesów akcjonariuszy, lecz także odpowiadać na potrzeby wszystkich interesariuszy (Martinez i Alvarez, 2019).

## **2.2. Zrównoważone raportowanie jako element polityki CSR-owej**

Warto nadmienić w tym miejscu o raportowaniu CSR. Firmy publikują je w celu zapewnienia swoich interesariuszy (klientów, inwestorów, a nawet dalsze otoczenie, które dzięki takiemu raportowi buduje sobie opinie o danym przedsiębiorstwie), że strategia firmy jest społecznie odpowiedzialna, a także istnieją dowody potwierdzające tę tezę. Chociaż w kilku badaniach stwierdzono, że bardziej prawdopodobne jest, że dobrze prosperujące firmy opublikują samodzielny raport CSR (Zao i Cho, 2019; Michelon i in. 2014; Cahyan-dito, 2004), relacja wyników finansowych do raportowania CSR może być bardziej skomplikowana, gdy bierze się pod uwagę presję instytucjonalną i konkurencyjną. Po pierwsze, przepisy i regulacje odgrywają główną rolę w mechanizmach rynkowych w regionach rozwiniętych (Europa, Ameryka Północna) i nieodpowiedzialne firmy naruszające przepisy i regulacje są częściej karane. Natomiast nieodpowiedzialne firmy w rozwijających się lub słabiej rozwiniętych regionach mogą łatwo uniknąć sankcji poprzez np. przekupstwo i budowanie powiązań politycznych (Farooq i in., 2017). Rozwój rynku zwiększa presję instytucjonalną na słabe wyniki, a tym samym promuje te firmy do angażowania się

w działania CSR, w związku z czym korelacja między raportowaniem CSR a wydajnością finansową jest osłabiona.

Przedsiębiorstwa w regionach rozwijających się (Europa Wschodnia, Indie, Chiny) oraz słabiej rozwiniętych (Azja Wschodnia, Ameryka Południowa), o niedoskonałych mechanizmach rynkowych, w celu uzyskania korzyści strategicznych szukają powiązań politycznych, takich jak niższe koszty finansowe (Wisse i in., 2018). Przy mniejszej presji ze strony interesariuszy spoza rządu firmy te mogą publikować raport CSR zgodnie z własnymi potrzebami, nie zaś ulegając presji zewnętrznej. Natomiast firmy w regionach rozwiniętych są kojarzone z różnymi typami interesariuszy i muszą utrzymywać z nimi dobre relacje, aby uzyskać przewagę konkurencyjną. Dlatego słabo wydajna firma może również opublikować raport CSR. Powyższe problemy stały się podstawą do badań dotyczących niezależnego raportowania CSR. Wyniki wskazują, że rozwój rynku zmniejsza wpływ wyników finansowych na skłonność firm do wydawania niezależnych raportów CSR (Flammer, 2015).

Jednak cała polityka związana z CSR wychodzi daleko poza raporty. Obecnie społeczna odpowiedzialność biznesu ma fundamentalne znaczenie, ponieważ jest w stanie tworzyć wartości zarówno dla przedsiębiorstw, jak i społeczeństwa (Porter i Kramer, 2011). Praktyki CSR, które koncentrują się na środkach środowiskowych, społecznych i ekonomicznych, wywierają wpływ, jaki zrównoważony rozwój ma na firmę. Dlatego koncepcja CSR może przynieść ogromne korzyści i wspierać wyniki firm (Font i in., 2016).

CSR został podzielony na dwa konkurencyjne „rodzaje” w zależności od wpływów instytucjonalnych: „ukryty” i „jawny” CSR (Lee i Riffe, 2019; Angus-Leppan i in., 2010). Ten pierwszy rodzaj odpowiedzialności jest osadzony w relacjach biznes-społeczeństwo-rząd w ramach systemu politycznego. Może to wynikać z silnych norm, które wszystkie strony uznają i w których wszystkie uczestniczą. Normy te mogą stanowić podstawę regulacji, której legitymacja jest potwierdzona przez jej demokratyczny kontekst lub dominujące podejście do kształtowania polityki, takie jak partycypacyjne praktyki dążenia do konsensusu. Przez jawny CSR odwołujemy się do zasad korporacyjnych, aby przyjąć

odpowiedzialność za interesy społeczeństwa. Jawny CSR zwykle polega na dobrowolnych kierowanych przez własny interes zasadach, programach i strategiach, zajmujących się problemami postrzeganymi jako część odpowiedzialności społecznej firmy lub jej interesariuszy. CSR ukryty opisuje rolę korporacji w obrębie środowiska instytucjonalnego, jawny zaś – działania korporacji w interesie społeczeństwa. W ukrytym CSR należy również szukać odpowiednich norm narzuconych przez instytucje, a nie dobrowolnej strategii przedsiębiorstwa (Matten i Moon, 2004).

Aby zostać uznanym za odpowiedzialnego społecznie, przedsiębiorstwa muszą wziąć pod uwagę cztery rodzaje odpowiedzialności: ekonomiczną, prawną, etyczną i filantropijną (Carroll, 1996). Przedsiębiorstwo może zostać uznane za w pełni odpowiedzialne społecznie, gdy te cztery filary ze sobą współwystępują. Odpowiedzialność prawna oraz ekonomiczna stanowią niezbędne minimum, które wyznacza ramy funkcjonowania podmiotów gospodarczych. Oczekiwana przez społeczeństwo jest odpowiedzialność etyczna. Jej trzon stanowi obowiązek unikania krzywdy. Zazwyczaj najtrudniejszą do osiągnięcia jest odpowiedzialność filantropijna, czyli działania podejmowane przez przedsiębiorstwo w formie zaangażowania społecznego, jest sygnałem dla społeczeństwa, że przedsiębiorstwo wyraża gotowość podjęcia zobowiązań, aby być jego częścią.

### **2.3. Indeksy zrównoważonego rozwoju jako narzędzie oceny efektywności działania**

Z racji rosnącej roli koncepcji CSR oraz coraz większej uwagi przykładanej przez inwestorów do społecznej odpowiedzialności spółek giełdowych, powstały indeksy zrównoważonego rozwoju. Pełnią one nie tylko funkcję benchmarku, lecz są także ważnym źródłem informacji dla inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych (takich jak fundusze inwestycyjne czy emerytalne). Spółki znajdujące się w tych indeksach ocenia się pod kątem realizowania strategii przeciwdziałania zmianom klimatycznym, zużyciu energii, zarządzania zasobami ludzkimi, relacji z klientami, innymi słowy – społecznej odpowiedzialności. Kryteria oceny, dzięki swojej mierzalności, mogą służyć do oceny potencjalnego ryzyka inwestycji (Adamczyk, 2013).

Indeksy zrównoważonego rozwoju pojawiły się na giełdach w latach 90. XX wieku. Pierwszy nosił nazwę Domini 400 Social Index (w czerwcu 2009 roku zmieniono ją na FTSE KLD 400 Social Index – KLD400). Indeks ten skupia 400 spółek działających na rynku amerykańskim, które wyróżniają się znacząco pod względem kryteriów CSR (Marcinkowska, 2010). W Polsce pierwszy indeks zrównoważonego rozwoju powstał osiemnaście lat po powstaniu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, stworzono indeks firm odpowiedzialnych społecznie zwany Respect Index (Stawska i Grzesiak, 2018). Jedną z podstaw utworzenia tego indeksu było rosnące znaczenie koncepcji CSR wśród inwestorów giełdowych.

Na temat opłacalności inwestowania w indeksy zrównoważonego rozwoju napisano wiele prac i przeprowadzono cały szereg badań statystycznych. Dotyczą one indeksów zarówno polskich, jak i zagranicznych. Jednak, z racji kontekstu naszej pracy, warto zwrócić uwagę na badanie T.K. Wiśniewskiego (Wiśniewski, 2010). Doszedł on do wniosku, że klasyfikacja głównych indeksów giełdowych (WIG20, mWIG40 oraz sWIG80) oraz indeksu RESPECT Index za pomocą taksonomicznej miary TMAI wykazuje, że indeks notowanych na giełdzie spółek stosujących koncepcję CSR charakteryzuje się wyższą atrakcyjnością inwestycyjną od indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80. Konkluzja ta wydaje się szczególnie istotna, jeśli weźmiemy pod uwagę podstawową zasadę inwestowania na rynku kapitałowym: uzyskiwanie stosunkowo wysokich stóp zwrotu przy jednoczesnym unikaniu nadmiernego ryzyka inwestycyjnego. Wniosek ten może prowadzić również do wzrostu zainteresowania inwestorów w lokowaniu funduszy w tego typu aktywach, a więc spółkach stosujących w swoim modelu biznesowym koncepcję CSR.

W kwestii atrakcyjności inwestowania w spółki stosujące koncepcje CSR, z zagranicznych źródeł można przytoczyć chociażby badania sektora arabskiego (Platonova i in., 2018) i koreańskiego (Jeong i in., 2018). Prace te pokazują pozytywny wpływ stosowania koncepcji CSR przez pryzmat wyników finansowych, tj. osiąganego zysku, kapitalizacji rynkowej. Jednak sytuacja w krajach o innym stopniu rozwinięcia, gdzie rynki działają na odmiennych

zasadach nie może stanowić dowodu na pozytywne przekładanie się polityki CSR na naszą gospodarkę. Niektóre badania nad analizą wpływu społecznej odpowiedzialności biznesu na sytuację finansową przedsiębiorstw nie dowodzą zachodzenia takiej zależności, nieważne czy pozytywnej, czy wręcz odwrotnie (Fabac i in., 2016). Tym samym po analizie można dojść do wniosku, że jakiegokolwiek doszukiwanie się zależności pomiędzy CSR a sytuacją finansową przedsiębiorstwa może być niewykonalne (Galant i Cadez, 2017), gdyż nie ma idealnej miary dla CSR. Kwestia pomiaru jest bardziej istotna dla CSR, ponieważ sprawozdawczość finansowa ma długą historię i jest w dużej mierze znormalizowana, podczas gdy raportowanie CSR jest nowszym osiągnięciem, w którym do tej pory osiągnięto niewielką standaryzację, co oznacza, że wyniki badań będą różniły się drastycznie ze względu na wybrany rodzaj pomiaru raportowania CSR. Przykładowo, można wziąć za pomiar wskaźnik ROE oraz przychód całkowity (Moore, 2019; Evans, 2016), ale badając te same spółki zróżnicowanymi względem oryginału pomiarami (np. innym wskaźnikiem), będzie można wysnuć odmienne wnioski.

### **3. Analiza porównawcza indeksów – badanie własne**

W ramach badania przyjęto podział pomiędzy spółkami ujętymi w ramach tradycyjnych indeksów oraz indeksów zrównoważonych. Należy jednak nadmienić, że wysoka kapitalizacja rynkowa połączona z intensywnymi działaniami w zakresie polityk CSR-owych może skutkować uwzględnieniem spółki w dwóch omawianych typach indeksów. Analiza stóp zwrotu oprócz tradycyjnych statystyk opisowych objęła analizę wariancji tzw. ANOVA, która ma pozwolić odpowiedzieć na pytanie: czy stopy zwrotu uzyskiwane w ramach indeksów tradycyjnych oraz zrównoważonego rozwoju są przeciętnie takie same?

W ramach przeprowadzonego badania własnego dokonano obliczenia logarytmicznych stóp zwrotu w ujęciu rocznym dla lat 2012–2017 dla wybranych 5 indeksów ZR oraz 5 tradycyjnych indeksów (tab. 1) stanowiących alternatywę dla inwestorów. W ramach analizy posłużono się wartościami indeksów według kursu zamknięcia dla pierwszych listopadowych

notowań w danym roku dla określonego indeksu. Dobór kursu z początku listopada wynika z chęci uniknięcia wpływu efektu tzw. rajdu świętego Mikołaja na wyniki analizy, który objawia się niekiedy sztucznym kreowaniem wzrostu indeksów z powodu nieracjonalnego optymizmu inwestorów w okresie przedświątecznym – zjawisko to jest widoczne na wielu światowych rynkach giełdowych (Aggrawal i Skaves, 2015). W ramach niniejszego badania skupiono się na inwestycjach o czasie trwania wynoszącym jeden rok, odrzucając możliwość długoterminowego inwestowania na wzór konkretnego indeksu oraz reinwestycji w ramach tego samego lub różnych portfeli indeksów. Przyjęto, że potencjalny portfel inwestycyjny danego inwestora stanowi

dokładne odwzorowanie danego indeksu w ujęciu procentowym walorów znajdujących się w portfelu. Dobór par porównawczych wynika z przyjętego przez autorów kryterium geograficznego. Poniżej wskazano ograniczenia związane z przeprowadzonym badaniem własnym:

- zastosowanie metody ANOVA przy stosunkowo niewielkiej próbie może prowadzić do mylnych wniosków o identyczności/różnorodności zbiorów;
- 5-letni okres próby poddanej badaniu może okazać się niewystarczający do formułowania uniwersalnych wniosków.

W tabeli nr 1 przedstawiono statystyki opisowe dla analizowanych indeksów giełdowych tradycyjnych oraz zrównoważonego rozwoju w latach 2012–2017.

Tabela 1. Statystyki opisowe stóp zwrotu dla badanych indeksów giełdowych

Parametr/indeks	WIG20	RESPECT	DJIA	DJSI US	EURO STOXX 50	DJSI EUROPE	NIKKEI225	DJSI A&P	MSCI WORLD	DJSI WORLD
Średnia stopa zwrotu	2,47%	6,76%	11,39%	10,71%	7,26%	8,42%	16,52%	4,99%	9,36%	7,57%
Odchylenie standardowe stóp zwrotu	0,20	0,17	0,10	0,10	0,12	0,10	0,19	0,09	0,10	0,13
Wariancja	0,04	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01	0,04	0,01	0,01	0,02
Współczynnik korelacji	0,97		0,79		0,87		-0,01		0,97	
Skośność	0,84	0,47	0,33	0,48	-0,17	-1,43	1,07	0,28	0,13	0,53
Kurtoza	-0,31	-0,67	-0,99	-0,26	0,15	2,21	2,43	-1,28	-1,71	-1,49

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione powyżej statystyki opisowe oraz analiza techniczna pozwalają wnioskować na podstawie próby statystycznej, że:

- trendy wzrostowe/spadkowe dla porównywanych parami indeksów występują w podobnym czasie;
- widoczny jest wysoki współczynnik korelacji stóp zwrotu między porównywanymi indeksami giełdowymi tradycyjnymi oraz zrównoważonego rozwoju;
- w przypadku większości próby statystyki opisowe dla porównywanych indeksów

- osiągają podobne wartości (wyjątek stanowi para indeksów dla rynku azjatyckiego); przyjęta para indeksów NIKKEI 225 oraz DJSI Asia&Pacific w przeciwieństwie do pozostałych indeksów z próby wykazuje nieznacznie ujemny współczynnik korelacji, a także odległe wzajemnie wartości średniej stopy zwrotu wynikającej z uśrednienia logarytmicznych stóp zwrotu w podanym przedziale czasowym;
- na 5 analizowanych par indeksów, w przypadku dwóch indeksy zrównowa-

zonego rozwoju osiągnęły wyższą średnią stopę zwrotu aniżeli tradycyjne indeksy giełdowe, z czego w jednej parze różnica na korzyść indeksu zrównoważonego rozwoju wyniosła zaledwie 1,16 punktu procentowego;

- w przypadku hossy na rynku jest ona lepiej eksponowana w ujęciu wzrostu wartości indeksu w przypadku tradycyjnych indeksów giełdowych.

Druga część badania własnego objęła badanie analizy wariancji stóp zwrotu dla par indeksów analogicznych do tych w badaniu statystyk opisowych. Przyjęto powszechnie stosowany poziom istotności dla badań wariancji  $\alpha = 0,05$  (Aczel i Sounderpandian, 2009). Przeprowadzona analiza miała pozwolić odpowiedzieć na pytanie, czy stopy zwrotu uzyskiwane w ramach

indeksów tradycyjnych oraz zrównoważonego rozwoju są przeciętnie takie same? W ramach analizy ANOVA przeprowadzono 5 niezależnych obliczeń z użyciem statystyki Fishera (dalej: F). W ramach badania dochodowości indeksów zrównoważonego rozwoju również inni autorzy stosowali statystykę F (m.in. Guerard, 1990 i 1997).

Dla każdej pary indeksów przeprowadzono analogiczne testy hipotez.

$H(0)$ : średnie stopy zwrotu z indeksów tradycyjnych i zrównoważonego rozwoju są przeciętnie takie same.

$H(1)$ : średnie stopy zwrotu z indeksów tradycyjnych i zrównoważonego rozwoju nie są przeciętnie takie same.

Tabela nr 2 przedstawia wyniki badania ANOVA dla pięciu par indeksów.

Tabela 2. Wyniki badania ANOVA

Para indeksów/parametr tablicy ANOVA	F	Wartość krytyczna F	p
PL	0,887615375	4,964602744	0,368327312
US	0,013453076	4,964602744	0,909958707
EU	0,035246378	4,964602744	0,854835081
ASIA	1,766463065	4,964602744	0,213346375
WORLD	0,07429822	4,964602744	0,790724109

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione powyżej parametry odnoszące się do pięciu tablic ANOVA pozwalają wnioskować na podstawie próby statystycznej, że:

- dla każdej pary indeksów należy przyjąć hipotezę zerową, która sugeruje statystyczną identyczność osiąganych stóp zwrotu dla wskazanego poziomu istotności; analiza dla innych wartości parametru istotności, tj. 0,025, 0,01 i 0,1 nie zmienia wyników testu hipotez dla żadnej pary indeksów;
- najbliższe do odrzucenia hipotezy zerowej było w przypadku pary indeksów dla obszaru azjatyckiego;
- w związku ze stosunkowo niewielką próbą poddaną badaniu należy zachować ostrożność w interpretacji uzyskanych wyników analizy ANOVA.

Podsumowując, dokonane badanie własne potwierdza hipotezę Statmana. Wspo-

mniany autor nie był odosobniony w takim stanowisku, m.in. Guerard (1997), który ograniczał swoją analizę wyłącznie na rynki giełdowe w Stanach Zjednoczonych w latach 1986–1996, również nie stwierdził istotnych różnic w osiąganych stopach zwrotu między indeksami tradycyjnymi oraz zrównoważonego rozwoju.

Potencjalne zawirowania na rynkach finansowych dotyczą zgodnie z przedstawionymi badaniami obu grup indeksów – sugeruje to ich wyraźne sprzężenie ze sobą. Tym samym można przyjąć, że inwestowanie w spółki z indeksu zrównoważonego rozwoju jako metoda dywersyfikacji dla ryzyka wynikającego z portfeli składających się z „tradycyjnych” spółek jest nieefektywna – wskazuje na to np. wysoka wartość współczynnika korelacji. Jedynie portfel dla rynku azjatyckiego zbudowany z indeksu NIKKEI 225 oraz indeksu zrów-



noważonego DJSI Asia&Pacific pozwala choćby w niewielkim stopniu dywersyfikować portfel inwestycyjny.

#### 4. Podsumowanie

Pomimo upływu lat i rosnącej roli odpowiedzialnej działalności w opinii interesariuszy, wyniki spółek „odpowiedzialnie społecznych” nadal nie przewyższają pod względem dochodowości tradycyjnych spółek giełdowych. Rozpowszechnienie polityk CSR-owych w niemal wszystkich branżach powoduje, że spółki z indeksów tradycyjnych również prowadzą mniej lub bardziej intensywną działalność związaną ze społecznym raportowaniem. Konkluzje wynikające z niniejszego artykułu podzielono na dwie części odnoszące się do analizy literaturowej oraz indeksów zrównoważonego rozwoju, a także przeprowadzonego badania własnego opartego na metodach wnioskowania statystycznego.

Konkluzje odnoszące się do analizy literaturowej oraz indeksów zrównoważonego rozwoju:

- zmiany w światowej gospodarce niejako narzucają na cały rynek prowadzenia określonych działań etycznych, społecznych i ekologicznych; bez tego przedsiębiorstwa mogą narazić się na wykreowanie negatywnego wizerunku, który może skutecznie obniżyć wartość majątku właścicieli przedsiębiorstwa;
- kryteria i wagi oceny związane z wejściem w skład indeksu zrównoważonego rozwoju obejmują analizę wielu kryteriów z obszarów ekonomii, ekologii oraz kwestii społecznych; nie znaczy to jednak, że firmy postrzegane jako tzw. CSR-owe jako cel funkcjonowania stawiają sobie takie kwestie, jak walka z globalnym ociepleniem czy poprawa jakości życia w zbiornikach wodnych; przykładem może być wiele konglomeratów paliwowych obecnych w indeksach zrównoważonego rozwoju (Royal Dutch Shell czy DuPont);
- wielu badaczy ma wątpliwości związane z kwestią CSR i jej wpływem na wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz kapitalizację rynkową;
- dołączenie do indeksu zrównoważonego rozwoju staje się dla wielu firm istotnym celem. Są gotowe zaangażować pokaźne środki pieniężne, aby mieć skuteczne

narzędzie do wdrażania, np. nowej strategii produkcji ekologicznej.

Konkluzje wynikające z przeprowadzonego badania własnego:

- indeksy zrównoważonego rozwoju nie generują w większości przypadków wyższych stóp zwrotu dla inwestorów; podobne wnioski wysunęli już inni badacze dla innych okresów badania, niniejsze badanie potwierdza ogólny nurt;
- angażowanie kapitału w spółki CSR-owe nie stanowi dobrej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego; wynika to ze sprzężenia spółek CSR-owych z tradycyjnymi;
- analiza wariancji stóp zwrotu pozwala stwierdzić, że spółki z indeksów zrównoważonego rozwoju oraz tradycyjnych indeksów osiągają statystycznie identyczne stopy zwrotu.

#### Bibliografia

Aczel, A.D. i Sounderpandian, J. (2009). *Complete business statistics*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.

Adamczyk, J. (2013). Indeksy zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu wartością spółek giełdowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, (786), Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 64(1)*, 9–20.

Agrawal, P. i Skaves, M. (2015). Seasonality in Stock and Bond ETFs (2001–2014): The Months Are Getting Mixed Up but Santa Delivers on Time [JOI 2015]. *The Journal of Investing, 24*, 129–143. <https://doi.org/10.3905/joi.2015.24.3.129>.

Beckert, J. i Zafirovsky, M. (2011). *International encyclopedia of economic sociology*. London: Routledge.

Boon Heng, T., Tze San, O., Lai Teng, P., Haslinah, M. i Tze Chin, O. (2019). The Influence of Corporate Social Responsibility (CSR) Activities on Consumers' Purchasing Behavior. *Journal Pengurusan, 56*.

Cahyandito, M. (2005). *The Effectiveness of Sustainability Reporting: Is it Only About the Report's Design and Contents?*. Pozyskano z: [https://www.researchgate.net/publication/228269918\\_The\\_Effectiveness\\_of\\_Sustainability\\_Reporting\\_Is\\_it\\_Only\\_About\\_the\\_Report%27s\\_Design\\_and\\_Contents](https://www.researchgate.net/publication/228269918_The_Effectiveness_of_Sustainability_Reporting_Is_it_Only_About_the_Report%27s_Design_and_Contents).

Campbell, J.L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review, 32(3)*, 946–967.

Carroll, A.B. (1996). *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*. Cincinnati: Southwestern Publishing.

- Charlo, M.J., Moya, I. i Muñoz, A.M. (2017). Sustainable development in Spanish listed companies: A strategic approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(3), 222–234. <https://doi.org/10.1002/csr.1403>.
- Choi, J.S., Kwak, Y. i Choe, C. (2010). Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management*, 35. <https://doi.org/10.1177/0312896210384681>.
- Consuelo, M., Pucheta-Martínez, I., Gallego, A. (2019). An international approach of the relationship between board attributes and the disclosure of corporate social responsibility issues. *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, 26(3). <https://doi.org/10.1002/csr.1707>.
- Czerwińska, K. i Krzyżanowska, K. (2010). Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw. *Scientiarum Polonorum Acta*, 2, 101–108.
- Evans, J. (2016). The Influence of Corporate Social Responsibility to Corporate Financial Performance. *Journal of Applied Accounting and Taxation*, 2(1), 54–60.
- Fabac, R., Čalopa, M. i Perić, T. (2016). Relationship between CSR and Financial Performance – Companies within ZSE CROBEX10® Index. *European Journal of Economics and Management*, 3(1), 169–182.
- Farooq, O., Rupp, D.E. i Farooq, M. (2017). The multiple pathways through which internal and external corporate social responsibility influence organizational identification and multifoci outcomes: The moderating role of cultural and social orientations. *Academy of Management Journal*, 60(3), 954–985.
- Flammer, C. (2015). Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization. *Strategic Management Journal*, 36(10), 1469–1485.
- Font, X., Lluís, G. i Jones, S. (2016). A Social Cognitive Theory of Sustainability Empathy. *Annals of Tourism Research*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.annals.2016.02.004>.
- Galant, A. i Cadez, S. (2017). Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic Research Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 676–693. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>.
- Guerard, J. (1997). Additional Evidence on the Cost of Being Socially Responsible In Investing. *The Journal of Investing*, 6, 31–36. <https://doi.org/10.3905/joi.1997.408433>.
- Hillard, J. i Dent, E.B. (2017). A positive approach answering business ethics educational ineffectiveness. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 22(2), 39–66.
- Jakubów, L. (2008). Strategia społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 20, 115–119.
- Jeong, H.L., Kang, Y.S. i Kim, S.S. (2018). Corporate social responsibility and financial performance in Korean retail firms. *Journal of Distribution Science*, 16(5), 31–43. <https://doi.org/10.15722/jds.16.5.201805.31>.
- Kleine, A., Hauff, M. (2009). Sustainability-driven implementation of corporate social responsibility: application of the integrative sustainability triangle. *Journal of Business Ethics*, 85(3), 517–533. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0212-z>.
- Kucharska, W i Kowalczyk, R. (2019). How to achieve sustainability? Employee's point of view on company's culture and CSR practice. *Corporate Social Responsibility and Environment Management*, 26(2).
- Lau, C., Hulpke, J.F., To, M. i Kelly, A. (2007). Can ethical decision making be taught? The Justice Approach. *Social Responsibility Journal*, 3, 3–10.
- Lee, T. i Riffe, D. (2019). Business News Framing of Corporate Social Responsibility in the United States and the United Kingdom: Insights From the Implicit and Explicit CSR Framework. *Business & Society*, 58(4).
- Leppan, A.T., Metcalf, L. i Benn, S. (2010). Leadership styles and CSR practice: An examination of sensemaking, institutional drivers and CSR leadership. *Journal of Business Ethics*, 93, 189–213. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0221-y>.
- Marcinkowska, M. (2010). Odpowiedzialne przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym – czyli o giełdowych indeksach zrównoważonego rozwoju. W J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym* (s. 123–144). Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Masuma, K., Islam, A., Mdnoor, I. i Sa'aban, S. (2015). A Review on Trends of Corporate Social Responsibility. *The Social Sciences*, 10, 166–170.
- Matten, D. i Moon, J. (2004). 'Implicit' and 'Explicit' CSR: A conceptual framework for understanding CSR in Europe. *ICCSR Research Paper Series. Academy of Management Review*, 33(2).
- Michelon, G., Pilonato, S. i Ricceri, F. (2014). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 33. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003>.
- Moore, M. (2019). *CSR & Company Financial Performance* (April 25). Pozyskano z <https://ssrn.com/abstract=3377842>. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3377842>.
- Pattit, K. (2014). The Influence of Shareholders on Corporate Social Responsibility. *Economics Management and Financial Markets*, 9.

- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. i Mohamm S. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 151, 451–471. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3229-0>.
- Porter, M. i Kramer, M. (2007). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92, 163.
- Porter, M. i Kramer, M. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89, 62–77. Pozyskano z <https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>.
- Ramesh, K., Saha, R., Goswami, S., Sekar, Dahiya R. (2019) Consumer's response to CSR activities: Mediating role of brand image and brand attitude. *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 26(2), 377–387. <https://doi.org/10.1002/csr.1689>.
- Russo, S., Tregua, M. i De Chiara, A. (2018). Trends and Drivers in CSR Disclosure: A Focus on Reporting Practices in the Automotive Industry. *Journal of Business Ethics*, 151. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3235-2>.
- Santoso, A. i Feliana, Y. (2014). The Association Between Corporate Social Responsibility And Corporate Financial Performance. *Issues In Social And Environmental Accounting*, 8(82). <https://doi.org/10.22164/isea.v8i2.86>.
- Sarcevic, D. (2018). The Role of Corporate Social Responsibility in Modern Business in the Republic of Serbia. W K. Tunca Çalyurt, R. Said (red.), *Sustainability and Social Responsibility of Accountability Reporting Systems*. Springer. [https://doi.org/10.1007/978-981-10-3212-7\\_11](https://doi.org/10.1007/978-981-10-3212-7_11).
- Smith, J.R., Tillman-Hawkins, A., Mosley, A. i Assad, J. (2019). The Impact of Race, Ethnicity and Gender on Investor Stock Risk Behavior: Implications for Invest Managers. *Journal of Management Policies and Practices*, 7(1), 21–42.
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56, 30–39. <https://doi.org/10.2469/faj.v56.n3.2358>.
- Stawska, J. i Grzesiak, L. (2018). Analysis of the Financial Situation of Selected Respect Index Companies. *Financial Internet Quarterly 'e-Finanse*, 14(1), 39–48.
- Sul, W., Choi, H.M. i Quan, R.S. (2014). Shareholder conflict as a determinant of corporate social responsibility commitment for shared growth. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50, 97–110. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X500506>.
- Sun, W., Zhao, C. i Cho, CH. (2019). Institutional transitions and the role of financial performance in CSR reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3). <https://doi.org/10.1002/csr.1688>.
- Vasavada, T. i Kim, S. (2017). Corporate Social Responsibility and the United Nations Global Compact Initiative. W S. Hasan (red.), *Corporate Social Responsibility and the Three Sectors in Asia. How Conscious Engagement Can Benefit Civil Society*. Springer. [https://doi.org/10.1007/978-1-4939-6915-9\\_8](https://doi.org/10.1007/978-1-4939-6915-9_8).
- Wiśniewski, T. (2010). Indeks RESPECT Index jako inicjatywa Giełdy Papierów Wartościowych w procesie tworzenia zasad CSR na polskim rynku kapitałowym. *Zeszyty Naukowe Polityki Europejskie, Finanse i Marketing*, 4(53).
- Wisse, B., van Eijbergen, R., Rietzschel, E.F. i Scheibe, S. (2018). Catering to the needs of an aging workforce: The role of employee age in the relation between corporate social responsibility and employee satisfaction. *Journal of Business Ethics*, 147(4), 875–888.
- Ziemblicki, B. (2018). Korporacje transnarodowe a prawa człowieka. W J. Jaskiernia, K. Spryszak (red.), *Nowe wyzwania i rozwiązania w powszechnym systemie ochrony praw człowieka*. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek.