

# Karolina Łudzińska

---

## Spółeczna odpowiedzialność za wartość przedsiębiorstw na rynku kapitałowym

---

Problemy Zarządzania 15/1 (2), 207-220

---

2017

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

# Spółeczna odpowiedzialność a wartość przedsiębiorstw na rynku kapitałowym

Nadesłany: 10.11.16 | Zaakceptowany do druku: 25.11.16

**Karolina Łudzińska\***

Celem opracowania jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy realizowanie przez przedsiębiorstwo koncepcji społecznej odpowiedzialności przyczynia się do budowania jego wartości na rynku kapitałowym. Analizie poddano wyniki indeksu RESPECT Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz spółek nim objętych w latach 2009–2014. Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono, iż społeczna odpowiedzialność przyczynia się do budowania wartości przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Spółki społecznie odpowiedzialne charakteryzują się wyższym zwrotem z zainwestowanego kapitału oraz wyższą stopą dywidendy. Z ostrożnością natomiast należy podchodzić do oceny wyników wskaźnika ceny do zysku oraz ceny do wartości księgowej – zarówno spółek, jak i indeksów giełdowych – w kontekście oceny potencjalnego wpływu społecznej odpowiedzialności na budowanie wartości przedsiębiorstw, ponieważ nie dają one jednoznacznych wyników w badanym okresie.

**Słowa kluczowe:** społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, CSR, wartość przedsiębiorstwa, indeks RESPECT, rynek kapitałowy.

## Corporate Social Responsibility and Enterprise Value on the Capital Market

Submitted: 10.11.16 | Accepted: 25.11.16

Does the implementation of the concept of corporate social responsibility by an enterprise contribute to building its value on the capital market? In order to provide an answer to that question, the research study on the results of the RESPECT Index of the Warsaw Stock Exchange as well as on the results of all companies covered by the RESPECT Index in the years 2009–2014 was conducted. The study allowed for proving that corporate social responsibility contributes to creating enterprise value on the capital market. The research findings demonstrate that socially responsible companies are characterized by higher return on invested capital, and a higher dividend yield. However, the Price to Equity ratio as well as the Price to Book Value ratio of both stock indexes and companies' results should be evaluated cautiously in the context of estimating potential influence of corporate social responsibility on enterprise value creation as they do not give clear results in the period examined.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, CSR, enterprise value, RESPECT Index, capital market.

**JEL:** M14 M21, G19

\* **Karolina Łudzińska** – mgr, doktorantka Instytutu Zarządzania Wartością w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, pracownik Międzynarodowego Centrum Zarządzania Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

## 1. Wprowadzenie

W światowej literaturze dedykowanej problematyce rynków kapitałowych poświęcono dotychczas niewiele uwagi społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w kontekście budowania ich wartości. W szczególności opublikowano stosunkowo niewiele opracowań i wyników badań odnoszących społeczną odpowiedzialność do wartości przedsiębiorstwa rozumianej zgodnie z dominującą współcześnie koncepcją zarządzania przez wartość (*Value Based Management*, VBM), zaproponowaną przez Rappaporta (1986) oraz Copelanda (1990). Ich koncepcja powstała w wyniku rozwoju teorii i praktyki zarządzania strategicznego w latach 80. XX wieku oraz rosnącej świadomości związku strategii biznesowej przedsiębiorstwa z jego rentownością (Panfil i Szablewski, 2011, s. 30). Zrodziła się ona także z praktycznej potrzeby pomiaru i komunikowania wyników firmy między jej menedżerami a właścicielami. Koncepcja VBM pozwala bowiem przełożyć oczekiwania akcjonariuszy na budżet firmy oraz zrozumieć, w jaki sposób bieżące wyniki operacyjne wpływają na jej wycenę giełdową (Pniewski i Bartoszewicz, 2008, s. 51–53).

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (*Corporate Social Responsibility*, CSR) to podejście strategiczne, długofalowe, oparte na zasadach dialogu społecznego i poszukiwania rozwiązań korzystnych zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i jego całego otoczenia, pracowników, wszystkich interesariuszy i społeczności, w której działa firma (Klimek, 2014, s. 270). Jednocześnie koncepcja społecznej odpowiedzialności stanowi spójną całość wszystkich jej aspektów, adekwatnie dobranych do potrzeb i warunków przedsiębiorstwa, które w efekcie prowadzą to współtworzenia wartości przez wszystkich i dla wszystkich interesariuszy oraz całego społeczeństwa. Praktycznym przejawem obecności koncepcji CSR na rynkach kapitałowych są indeksy społecznej odpowiedzialności oraz/lub zrównoważonego i trwałego rozwoju notowane na światowych giełdach, które obejmują przedsiębiorstwa poddające się dobrowolnemu audytowi w obszarze CSR. Jednym z nich jest indeks RESPECT Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

## 2. Społeczna odpowiedzialność a wartość przedsiębiorstw w świetle badań

Od początku powstania idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw we współczesnym rozumieniu, poszukiwano związków CSR z ekonomiczną efektywnością działania przedsiębiorstw. Dotychczas przeprowadzone wiodące wyniki badań, można przedstawić w dwóch głównych nurtach:

- 1. Społeczna odpowiedzialność a ekonomiczna efektywność działania przedsiębiorstw** – badania głównie teoretyczne, w postaci analizy różnych modeli oraz struktur branż i przedsiębiorstw, oraz empiryczne, w przeważającej części jakościowe, w postaci studiów przypadków badanych

firm. Koncentrowały się, w głównej mierze na badaniu relacji realizacji i implementacji koncepcji społecznej odpowiedzialności (*Corporate Social Performance*, CSP) wobec finansowych wyników przedsiębiorstw (*Corporate Financial Performance*, CFP). Badano w nich, czy istnieje związek między społeczną odpowiedzialnością a ekonomicznymi wynikami przedsiębiorstw w postaci wyższego stopnia ich rozwoju, wzrostu operacyjnej efektywności, produktywności, konkurencyjności, innowacyjności oraz budowania łańcucha wartości. Prezentowano możliwe do podjęcia działania i strategie ze strony przedsiębiorstw w obszarze ich społecznego zaangażowania, filantropii korporacyjnej czy też ładu korporacyjnego w celu zmiany modelu biznesowego, ekspansji, poprawienia konkurencyjności, produktywności i innowacyjności dla dobra własnego, jak i wszystkich interesariuszy oraz całego społeczeństwa. Postulowano także, iż korporacje, które odnoszą finansowy i rynkowy sukces trwający w długim okresie, łączą zaangażowanie społeczne z dbałością o wyniki finansowe (m.in.: Cochran i Wood, 1984; Wartick i Cochran, 1985; Russo i Fouts, 1997; McWilliams i Sieger, 2001; Prahalad i Hammond, 2002; Prahalad i Hart, 2002; Wheeler, Colbert i Freeman, 2003; Orlitzky, Schmidt, i Rynes, 2003; Orlitzky, 2005; Porter i Kramer, 2006; Margolis, Elfenbein i Walsh, 2007; Orlitzky, 2011; Jonikas, 2012; Pavlovich i Corner, 2014; Garriga, 2014, Wang, 2014).

- 2. Społeczna odpowiedzialność a efektywność inwestowania na rynkach kapitałowych** – wyniki badań głównie ilościowych, opartych na analizach statystycznych wskaźników giełdowych, wykazywały między innymi, że można zaobserwować dodatnią korelację występującą pomiędzy wyższymi stopami zwrotów z inwestycji a odpowiedzialnym społecznie postępowaniem korporacji. Spółki odpowiedzialne społecznie prezentują wyższy zwrot z kapitału, zapewniają niższy wskaźnik ryzyka inwestycyjnego, minimalizują ryzyko poniesienia straty, a fundusze inwestujące w sposób odpowiedzialny społecznie przynoszą statystycznie istotne, wyższe zwroty z zainwestowanego kapitału niż tradycyjne fundusze inwestycyjne (m.in.: Hamilton, Jo i Statman, 1993; Guerard, 1997; Statman, 2000; Derwall, Guenster, Bauer i Koedijk, 2005; Sethi, 2005; Bauer, Koedijk i Otten, 2005; Fowler i Hope, 2007; Derwall i Koedijk, 2009; Ramchander, Schwebach i Staking, 2011; Czerwińska, 2012; Czerwonka, 2013).

W literaturze przedmiotu można również odnotować pierwsze wyniki badań nad relacją społecznej odpowiedzialności i wartości przedsiębiorstw. Porter i Kramer (2011) opracowali koncepcję *wspólnej wartości*, która angażuje tworzenie wartości ekonomicznej w sposób jednocześnie kreujący wartość społeczną. Fatemi, Fooladi i Tehranian (2015) analizowali efekt, jaki wywiera społeczna odpowiedzialność na wartość firmy, i skonstruowali model teoretyczny, w którym przedsiębiorstwo określa, pod jakimi warunkami wydatki na CSR mogą wpływać na jego wartość. Bridoux i Stoelhorst (2016) postawili tezę, iż przedsiębiorstwa odgrywają kluczową rolę w propagowaniu

społecznego dobrobytu, dzięki swojej umiejętności odziaływania na interesariuszy i angażowania ich do współtworzenia wartości.

Powstały także koncepcje próbujące łączyć, w sposób teoretyczny i modelowy społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw oraz zarządzanie przez wartość. Jedną z nich była koncepcja *Value(s) Based Management*, czyli zarządzanie przez wartości, którą zaproponowali Martin, Petty i Wallace (2009). Stanowi ona mariaż pomiędzy tradycyjną, skoncentrowaną na akcjonariuszach i właścicielach koncepcją VBM a strategią CSR zorientowaną na społeczny obszar działania przedsiębiorstwa. Martin, Petty i Wallace widzą obie koncepcje nie jako przeciwstawne, lecz jako komplementarne. Z kolei Juscius i Jonikas (2013) zaproponowali praktyczne wytyczne, które mogą służyć do określenia, gdzie i jaka wartość może być kreowana poprzez społeczną odpowiedzialność w całym łańcuchu kreowania wartości przedsiębiorstwa.

Dziś już wiadomo, że zarówno koncepcja społecznej odpowiedzialności, jak i teoria budowania wartości przedsiębiorstw będą ewoluowały i prawdopodobnie nastąpi zmiana podejścia do kreowania wartości przedsiębiorstwa ukierunkowana na tworzenie wspólnej wartości dla wszystkich interesariuszy, między innymi poprzez działania i strategie CSR. Dotychczas bowiem pojęcie wartości było nadmiernie upraszczane i zawężane do wartości ekonomicznej (Harrison i Wicks, 2013). W związku z powyższym do niedawna powszechnie stosowane w przedsiębiorstwach dążenie do uzyskiwania zakładanych wyników finansowych w krótkim okresie miało niezamierzony efekt uboczny w postaci eksternalizowania kosztów społecznych i środowiskowych (Fatemi i Fooladi, 2013). Biorąc pod uwagę problemy społeczne i ekologiczne, z którymi boryka się współczesny świat, takie praktyki nie mają dziś racji bytu. Coraz częściej postuluje się niezbędną zmianę paradygmatu w obszarze zarządzania, w którym wszystkie społeczne i środowiskowe zyski i straty będą transparentnie uwzględniane.

### **3. Społeczna odpowiedzialność a wartość przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym na przykładzie Indeksu RESPECT Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie**

W wyniku analizy wniosków z dotychczasowych badań nad problematyką społecznej odpowiedzialności wobec efektywności działania przedsiębiorstw oraz efektywności rynku inwestycji zrównoważonych i odpowiedzialnych (*Socially Responsible Investing, SRI*)<sup>1</sup> przedstawionych w literaturze przedmiotu zauważono, iż badania były prowadzone, a ich wyniki omawiane zazwyczaj z perspektywy inwestora (w rozumieniu potencjalnego, przyszłego akcjonariusza), a nie właściciela lub (aktualnego) akcjonariusza. Przyjmując logikę działania rynku kapitałowego, warto jednakże zauważyć, iż taka perspektywa badań nie zawsze musi prowadzić do tych samych wniosków.

Inna jest bowiem perspektywa inwestora, który oczekuje możliwie maksymalnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału i tym samym dąży do zakupu akcji przedsiębiorstwa po jak najniższym kursie akcji. Perspektywa przedsiębiorstwa oraz jego akcjonariusza jest zgoła odmienna. Nadrzędnym celem każdego przedsiębiorstwa – także takiego, którego własność jest rozproszona, a osobowość prawna przyjmuje formę spółki kapitałowej – jest maksymalizacja wartości, czyli wartości kursu akcji będących w obrocie, wysokości wskaźników finansowych, wypłacanych dywidend itp.

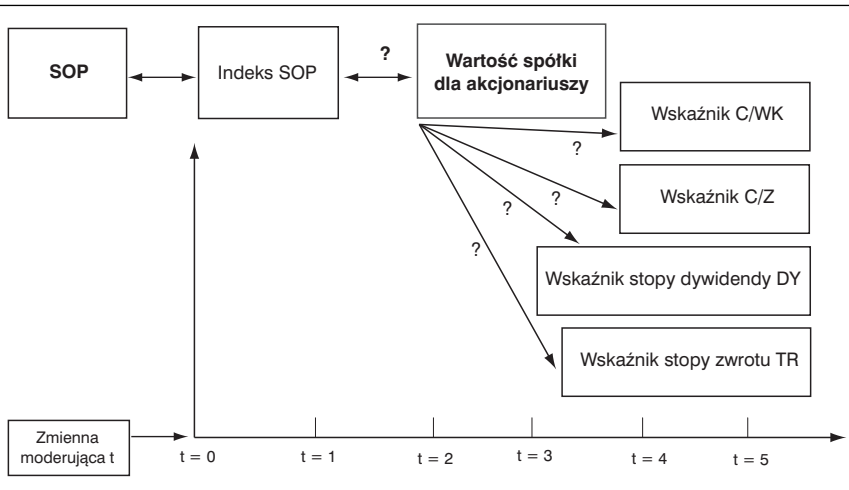
W związku z powyższym przeprowadzono autorski projekt badawczy, którego wyniki zostały przedstawione w niniejszym opracowaniu. Został on oparty na perspektywie budowania wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia aktualnych, a nie potencjalnych właścicieli i akcjonariuszy i przeprowadzony statystyczną metodą ilościową, longitudinalną. Celem badań była identyfikacja możliwej pozytywnej zależności między społeczną odpowiedzialnością a budowaniem wartości przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, zaś problem badawczy został sformułowany w postaci pytania: Czy realizowanie przez przedsiębiorstwo koncepcji społecznej odpowiedzialności przyczynia się do budowania jego wartości na giełdzie?

W celu operacjonalizacji obranego problemu badawczego, przyjęto następujące założenia:

1. Badaniu zostały poddane wybrane spółki kapitałowe oraz wybrane indeksy giełdowe notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW w Warszawie).
2. Ocena realizacji koncepcji społecznej odpowiedzialności przez spółki została dokonana poprzez potwierdzenie faktu ich przyłączenia do indeksu RESPECT.
3. Wartość badanych przedsiębiorstw została określona za pomocą wybranych mnożnikowych metod wyceny spółek prezentowanych w postaci wskaźników giełdowych, publikowanych w statystykach giełd. Skoro, zgodnie z koncepcją VBM, zadaniem przedsiębiorstwa jest osiąganie jak najlepszych wyników finansowych dla akcjonariuszy, tym samym jego celem pośrednim jest osiąganie wysokich wskaźników przedstawiających jego wartość na rynku kapitałowym w rozumieniu „goodwill”<sup>2</sup>. Z tego też powodu do operacjonalizacji wartości przedsiębiorstw wybrano następujące wskaźniki giełdowe:
  - wskaźnik stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (*Total Return, TR*);
  - wskaźnik ceny przedsiębiorstwa w stosunku do jego zysku (*C/Z*);
  - wskaźnik ceny przedsiębiorstwa w stosunku do jego wartości księgowej (*C/WK*);
  - wskaźnik prezentujący stopę dywidendy wypłacanej przez przedsiębiorstwo akcjonariuszom (*Dividend Yield, DY*).
4. Wyżej wymienione wskaźniki giełdowe zostały przedstawione i zbadane dla spółek objętych indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT, spółek krajowych, notowanych na głównym parkiecie GPW w Warsza-

wie oraz spółek objętych indeksem WIG20<sup>3</sup>. Te same wskaźniki zostały także zbadane dla indeksu RESPECT oraz bazowych wobec indeksu RESPECT indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80.

5. Zmienną moderującą wyniki prowadzonych badań był czas, który odgrywa kluczową rolę dla notowań spółek giełdowych oraz poziomu osiąganych przez nie wyników. Badanie zostało przeprowadzone w rocznych interwałach na przestrzeni pięciu lat: 2009–2014. Wybór roku 2009 był podyktowany terminem pierwszego notowania indeksu społecznej odpowiedzialności RESPECT na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w dniu 19 listopada 2009 r. Przyjęty zakres czasu obejmuje pięć pełnych lat kalendarzowych reprezentujących w naukach o ekonomii średni okres, w którym można wyciągać wnioski z obserwowanych zdarzeń i zjawisk. Szczegółowy model koncepcyjny badania prezentuje rysunek 1.



Rys. 1. Społeczna odpowiedzialność a budowanie wartości przedsiębiorstw na rynku kapitałowym – model koncepcyjny projektu badawczego. Źródło: opracowanie własne.

W związku z przyjętymi założeniami, problem badawczy został przedstawiony w postaci tezy: *Realizowanie przez przedsiębiorstwo koncepcji społecznej odpowiedzialności przyczynia się do budowania jego wartości na rynku kapitałowym*. Do tezy tej zostały sformułowane następujące hipotezy badawcze:

- H1: Spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału niż spółki, które nie są objęte indeksem RESPECT;
- H2: Spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe wskaźniki relacji ceny do zysku niż spółki, które nie są objęte indeksem RESPECT;

- H3: Spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe wskaźniki relacji ceny do wartości księgowej niż spółki, które nie są objęte indeksem RESPECT;
- H4: Spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT zapewniają wyższe stopy dywidendy niż spółki, które nie są objęte indeksem RESPECT.

W związku z przyjętymi hipotezami badawczymi w tabelach 1 i 2 przedstawiono najważniejsze wyniki badań dotyczące badanych grup spółek i indeksów giełdowych. Posłużyły one do weryfikacji sformułowanej uprzednio tezy oraz hipotez badawczych, a następnie przedstawienia wniosków i konkluzji płynących z badań.

Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, iż spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału niż spółki, które nie są objęte indeksem RESPECT. Na przestrzeni pięciu lat (2009–2014) zarówno średnia

	2010	2011	2012	2013	2014	Wsp. Korelacji Pearsona*	Odchyl. Standard.*	Skośność*	Plus/Minus*
<b>Stopa zwrotu</b>									
RESPECT	29,50	-11,62	28,61	-2,37	3,81				
WIG	18,77	-20,83	26,24	8,06	0,26	0,90	17,44	-0,77	
WIG20	15,33	-19,23	20,40	-7,05	-3,54	0,99	17,12	0,07	
mWIG40	19,50	-22,57	16,62	31,06	4,13	0,52	18,43	-1,12	
sWIG80	9,56	-30,64	21,97	37,28	-15,61	0,44	22,34	-0,22	
								Plus	80,00%
								Minus	20,00%
<b>Cena/Zysk</b>									
RESPECT	17,69	8,26	10,99	15,67	16,48				
WIG	20,80	9,79	12,03	16,99	13,24	0,84	3,97	0,07	
WIG20	15,57	8,22	11,71	17,72	14,92	0,91	3,65	-0,56	
mWIG40	19,20	10,27	13,16	17,79	21,28	0,96	4,24	-0,28	
sWIG80	19,44	9,51	12,03	15,99	13,14	0,86	3,69	-0,13	
								Plus	25,00%
								Minus	75,00%
<b>Cena/Wartość Księgowa</b>									
RESPECT	1,58	1,04	1,38	1,33	1,20				
WIG	1,49	0,89	0,95	1,18	1,04	0,83	0,24	1,23	
WIG20	1,72	1,08	1,33	1,29	1,31	0,93	0,23	1,12	
mWIG40	1,73	1,16	1,25	1,67	1,75	0,50	0,28	-0,62	
sWIG80	1,53	0,95	1,02	1,49	1,11	0,73	0,27	0,44	
								Plus	60,00%
								Minus	40,00%
<b>Stopa dywidendy</b>									
RESPECT	1,91	3,50	4,03	2,95	3,46				
WIG	0,93	2,03	2,42	1,6	2,25	0,98	0,60	-1,02	
WIG20	2,18	3,31	4,07	4,46	3,47	0,67	0,87	-0,77	
mWIG40	0,94	1,54	3,58	0,84	1,87	0,78	1,11	1,47	
sWIG80	1,06	2,11	1,67	1,25	2,20	0,72	0,50	-0,10	
								Plus	80,00%
								Minus	20,00%

Indeks RESPECT w porównaniu z poszczególnymi indeksami w latach 2010–2014 sumarycznie. Rok 2009 nie został uwzględniony z uwagi na brak rocznych danych dla indeksu RESPECT, który po raz pierwszy był notowany 19.11.2009 r.

Tab. 1. Wskaźniki giełdowe wybranych indeksów GPW w latach 2010–2014. Źródło: opracowanie własne.



		2009	2010	2011	2012	2013	2014	Wsp. Korelacji Pearsona*	Odchyl. Standard.*	Skośność*	Plus/Minus*
Stopa zwrotu	<b>Średnia stopa zwrotu</b>										
	Spółki RESPECT	85,25	19,47	-22,42	33,14	18,25	2,59				
	Spółki Krajowe GPW	38,34	16,41	-32,48	6,22	29,85	-13,41	0,83	31,27	0,64	
	Spółki WIG20	50,40	14,90	-21,62	25,08	-2,55	-5,99	0,97	30,56	0,91	
										Plus	83,33%
										Minus	16,67%
	<b>Mediana stopy zwrotu</b>										
	Spółki RESPECT	75,72	14,04	-21,93	29,83	8,93	5,13				
	Spółki Krajowe GPW	38,34	8,79	-38,44	3,23	15,33	-14,76	0,88	29,55	0,60	
	Spółki WIG20	30,46	14,31	-20,39	21,29	-3,32	-5,93	0,91	22,02	1,08	
									Plus	75,00%	
									Minus	25,00%	
Cena/Zysk	<b>Średnia C/Z</b>										
	Spółki Respect	40,47	33,66	9,44	14,31	22,72	20,50				
	Spółki Krajowe GPW	26,81	23,69	13,21	18,06	18,19	15,27	0,94	8,89	0,95	
	Spółki WIG20	18,19	21,12	8,59	18,79	26,47	-5,99	0,33	12,06	-0,27	
										Plus	66,67%
										Minus	33,33%
	<b>Mediana C/Z</b>										
	Spółki RESPECT	16,00	16,30	9,35	11,55	15,30	15,70				
	Spółki Krajowe GPW	9,90	12,70	7,45	8,10	10,50	9,30	0,82	3,25	0,25	
	Spółki WIG20	13,70	14,15	8,85	11,30	16,80	13,60	0,86	2,71	-0,61	
									Plus	91,67%	
									Minus	8,33%	
Cena/Wart.Księg.	<b>Średnia C/WK</b>										
	Spółki Respect	1,98	2,23	1,22	1,64	1,74	1,80				
	Spółki Krajowe GPW	1,78	1,97	1,24	1,32	1,63	1,81	0,91	0,31	-0,21	
	Spółki WIG20	2,31	2,24	1,29	1,57	1,74	2,00	0,93	0,36	-0,20	
										Plus	41,67%
										Minus	58,33%
	<b>Mediana C/WK</b>										
	Spółki RESPECT	1,46	1,50	1,08	1,26	1,06	1,08				
	Spółki Krajowe GPW	1,26	1,43	0,82	0,84	1,03	0,89	0,83	0,24	0,20	
	Spółki WIG20	1,58	1,78	1,21	1,38	1,04	1,36	0,91	0,24	0,51	
									Plus	58,33%	
									Minus	41,67%	
Stopa dywidendy	<b>Średnia stopa dywidendy</b>										
	Spółki Respect	3,09	2,00	4,31	4,26	2,95	3,95				
	Spółki Krajowe GPW	1,01	0,88	1,88	2,18	1,42	1,91	0,92	1,21	0,37	
	Spółki WIG20	2,31	1,90	3,31	4,23	4,58	3,67	0,54	0,99	-0,46	
										Plus	91,67%
										Minus	8,33%
	<b>Mediana stopy dywidendy</b>										
	Spółki RESPECT	0,95	0,00	2,30	2,55	2,40	3,39				
	Spółki Krajowe GPW	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	nd	1,31	0,84	
	Spółki WIG20	0,00	1,70	2,40	3,20	4,60	3,40	0,69	1,39	-0,31	
									Plus	54,55%	
									Minus	45,45%	

\* Spółki objęte RESPECT w porównaniu ze spółkami objętymi WIG20 oraz krajowymi spółkami głównego parkietu GPW w latach 2009–2014 sumarycznie.

Tab. 2. Wskaźniki giełdowe wybranych grup spółek GPW w latach 2009–2014. Źródło: opracowanie własne.

stopa zwrotu z kapitału, jak i mediana stopy zwrotu z kapitału w przypadku wyników spółek objętych indeksem RESPECT względem wszystkich krajowych spółek notowanych na GPW oraz spółek objętych indeksem WIG20 w poszczególnych latach okazała się w 83% przypadków wyższa dla wyników średniej oraz w 75% dla wyników mediany badanych rocznych stóp zwrotu. Podobny wynik w zakresie stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału uzyskały notowania indeksu RESPECT względem pozostałych indeksów: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 w badanym okresie. Roczna stopa zwrotu Indeksu RESPECT okazała się w 80% przypadków wyższa. Uzyskane współczynniki korelacji Pearsona we wszystkich badanych przypadkach, z wyjątkiem jednego – indeksu sWIG80, potwierdziły korelacją dodatnią, silną pomiędzy stopami zwrotu spółek i indeksu RESPECT a rocznymi

stopami zwrotu pozostałych badanych spółek i indeksów GPW. Analizując przedstawione dane, można stwierdzić, iż Indeks RESPECT i spółki nim objęte w zakresie stóp zwrotu charakteryzują się podobnym trendem – gdy stopy zwrotu wiodących indeksów GPW: WIG oraz WIG20 spadają, spadają też stopy zwrotu pozostałych badanych indeksów, a gdy wzrastają – wzrastają również stopy zwrotu z kapitału pozostałych indeksów.

Dla rocznych wyników wskaźnika ceny do zysku w badanym okresie zarówno średnia, jak i mediana wskaźnika C/Z w przypadku spółek objętych indeksem RESPECT względem wszystkich krajowych spółek notowanych na GPW, jak i spółek objętych indeksem WIG20 okazała się w 67% przypadków wyższa dla wyników średniej oraz aż w 91% dla wyników mediany. Odmienne wyniki tego samego wskaźnika uzyskały notowania indeksu RESPECT względem pozostałych badanych indeksów: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 w poszczególnych latach. Roczny wskaźnik C/Z okazał się zaledwie w 25% przypadków wyższy i tym samym w 75% przypadków niższy dla indeksu RESPECT względem pozostałych wymienionych indeksów giełdowych. Uzyskane współczynniki korelacji Pearsona we wszystkich badanych przypadkach (z wyjątkiem jednego – spółek objętych indeksem WIG20) potwierdziły silną korelację dodatnią pomiędzy rocznymi wskaźnikami C/Z dla spółek oraz indeksu RESPECT a rocznymi wynikami wskaźnika C/Z dla pozostałych badanych spółek i indeksów GPW. Współczynnik skośności zarówno dla średniej, jak i mediany rocznych wskaźników C/Z spółek krajowych notowanych na głównym parkiecie GPW oraz spółek objętych indeksem RESPECT, jak również indeksu WIG względem indeksu RESPECT osiągnął wartości dodatnie, a zatem kierunek symetrii badanych wyników okazał się prawostronny i większość rocznych wyników wskaźnika C/Z znalazła się poniżej średniej badanej populacji. We wszystkich pozostałych przypadkach – rocznych wyników wskaźnika C/Z dla spółek objętych indeksem WIG 20 oraz dla poszczególnych pozostałych badanych indeksów GPW: WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 względem spółek indeksu RESPECT współczynnik skośności przyjął wartości mniejsze od 0, wskazując tym samym na lewostronną asymetrię, w której większość rocznych wyników wskaźnika C/Z znalazła się powyżej średniej badanej populacji. W związku z powyższym, nie można jednoznacznie stwierdzić, iż przedsiębiorstwa objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe wskaźniki relacji ceny do zysku niż przedsiębiorstwa, które nie są objęte indeksem RESPECT. Dla wyników wysokości wskaźnika C/Z dla badanych spółek giełdowych powyższa relacja została zweryfikowana pozytywnie, zaś dla wskaźnika C/Z badanych indeksów giełdowych – negatywnie. Na podstawie przedstawionych danych można zauważyć zdecydowany pozytywny trend osiągania wyższych wyników badanego wskaźnika C/Z dla spółek objętych indeksem RESPECT niż pozostałych badanych spółek, jednakże w przypadku zestawienia wyników wyżej wymienionego wskaźnika dla badanych indeksów giełdowych ten trend jest negatywny – roczne wskaźniki C/Z indeksu RESPECT osiągają

niższe wyniki niż pozostałe badane indeksy GPW z wyjątkiem indeksu WIG, który stanowi wyjątek.

W przypadku rocznego wskaźnika ceny do wartości księgowej na przestrzeni lat 2009–2014 zarówno mediana wskaźnika C/WK dla wyników krajowych spółek notowanych na GPW oraz spółek WIG20, jak również roczne wskaźniki C/WK dla indeksu RESPECT względem rocznych wskaźników C/WK pozostałych indeksów: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 okazały się wyższe (odpowiednio: w 58% oraz 60% przypadków). Natomiast średni roczny wskaźnik C/WK spółek objętych indeksem RESPECT okazał się w 42% przypadków wyższy i tym samym w 58% przypadków niższy niż średni roczny wskaźnik C/WK krajowych spółek notowanych na GPW oraz spółek WIG20. Jednocześnie wskaźnik skośności średniej wartości C/WK dla obu grup spółek względem spółek objętych indeksem RESPECT przyjął wartości ujemne, świadcząc o lewostronnej asymetrii wyników, w której większość wyników znalazła się powyżej średniej badanych grup spółek. Natomiast w przypadku Indeksów GPW współczynnik skośności wykazuje wartości dodatnie, a zatem kierunek symetrii badanych stóp zwrotu jest prawostronny i większość jego wyników znajduje się poniżej średniej badanej populacji względem wyników Indeksu RESPECT. Na podstawie przeprowadzonych badań można zatem stwierdzić, iż spółki objęte indeksem RESPECT uzyskują niższe średnie wyniki wskaźnika C/WK w skali roku niż spółki krajowe notowane na głównym parkiecie GPW oraz spółki objęte indeksem WIG20. Jednocześnie przedsiębiorstwa objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT osiągają wyższe wskaźniki relacji ceny do wartości księgowej niż przedsiębiorstwa, które nie są objęte indeksem RESPECT w zakresie mediany ich wyników wskaźnika C/WK. W przypadku porównania rocznych wskaźników C/WK indeksu RESPECT i pozostałych badanych indeksów GPW indeks RESPECT osiąga zdecydowanie wyższe roczne wskaźniki C/WK niż indeks WIG. W przypadku pozostałych badanych indeksów – WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 – ta zależność nie jest tak jednoznaczna. W niektórych latach indeks RESPECT osiągał wyższe wyniki w porównaniu z pozostałymi, badanymi indeksami, a w innych – niższe.

Zarówno średnia, jak i mediana, rocznej stopy dywidendy spółek objętych indeksem RESPECT względem wszystkich krajowych spółek notowanych na GPW, jak i spółek objętych indeksem WIG20 w latach 2009–2014 okazała się w 92% przypadków wyższa dla wyników średniej oraz w 55% dla wyników mediany. Podobny wynik w zakresie stóp dywidendy uzyskały notowania indeksu RESPECT względem pozostałych indeksów: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 w poszczególnych latach. Roczna stopa dywidendy indeksu RESPECT okazała się w 80% przypadków wyższa dla indeksu RESPECT niż pozostałych wymienionych indeksów. Można zatem stwierdzić, iż spółki objęte indeksem społecznej odpowiedzialności RESPECT oferują wyższe roczne stopy dywidendy niż pozostałe badane spółki GPW na przestrzeni lat 2009–2014.

## 4. Podsumowanie i konkluzje

Na podstawie przeprowadzonych badań potwierdzono, iż realizowanie przez przedsiębiorstwo koncepcji społecznej odpowiedzialności przyczynia się do współtworzenia jego wartości na rynku kapitałowym. Zaprezentowane wyniki badań dowodzą, że spółki społecznie odpowiedzialne charakteryzują się wyższym zwrotem z zainwestowanego kapitału oraz wyższą stopą dywidendy. Z ostrożnością natomiast należy podchodzić do oceny wyników wskaźnika ceny do zysku oraz ceny do wartości księgowej – zarówno spółek, jak i indeksów giełdowych – w kontekście oceny potencjalnego wpływu społecznej odpowiedzialności na budowanie wartości przedsiębiorstw, ponieważ nie dają one jednoznacznych wyników w badanym okresie. W związku z powyższym wskazana byłaby kontynuacja badań z zastosowaniem odmiennych mierników wartości spółek kapitałowych, przeprowadzonych w innym okresie i na różnych rynkach.

Podsumowując, warto zauważyć, iż światowe wyniki badań sugerują, iż spółki odpowiedzialne społecznie cieszą się zaufaniem inwestorów i łatwiej przyciągają kapitał. Są chętnie wybieranym pracodawcą i mogą poszczycić się utalentowanymi, kompetentnymi i lojalnymi pracownikami. Są organizacjami stale się uczącymi, co pozwala im na bieżąco dostosowywać się do zmian turbulentnego otoczenia. Tam, gdzie inni widzą zagrożenia, one dostrzegają rynkowe szanse. Gdzie inni zauważają wyłącznie słabe strony, one doceniają konkurencyjne przewagi. Dzięki dobremu zarządzaniu są jednocześnie skuteczne i efektywne na rynku, ekologiczne w środowisku naturalnym i społecznie odpowiedzialne w społeczeństwie. Warto zatem także w kategoriach ekonomicznych być społecznie odpowiedzialnym. Holistyczne podejście do CSR, uwzględniające „egoistyczne”, finansowe cele przedsiębiorstw na równi z celami społecznymi i ekologicznymi, sprawia, że firmy stają się nie tylko ekonomicznie, ale przede wszystkim społecznie potrzebne.

W związku z wnioskami płynącymi z przeprowadzonych badań teoretycznych i empirycznych sformułowano kluczowe rekomendacje dla praktyki działania przedsiębiorstw, szczególnie przedsiębiorstw obecnych na rynku kapitałowym. Należy podkreślić, iż spółki giełdowe powinny przede wszystkim zabiegać o dołączenie do indeksu społecznej odpowiedzialności. Już sam proces przygotowania przedsiębiorstwa do procedury przyłączenia do indeksu zapewnia rewizję stosowanych dotychczas standardów oraz metod zarządczych. W następnym kroku wymusza zastosowanie standardów odpowiedzialnego zarządzania oraz komunikowania zarówno finansowych, jak i pozafinansowych wyników wśród wszystkich interesariuszy, w tym organów nadzorujących procedurę przyłączenia do indeksu. Jako element wyżej wymienionego procesu zostaje opracowany i opublikowany raport społeczny, w którego przygotowanie zostają zaangażowani menedżerowie i pracownicy na różnych szczeblach organizacji. W ten sposób usprawnieniu ulega proces komunikacji pomiędzy wewnętrznymi oraz z zewnętrznymi interesariuszami organizacji.

Realizowanie koncepcji CSR przez przedsiębiorstwa jest ważnym i atrakcyjnym argumentem dla rynków, szczególnie kapitałowych. W przedsiębiorstwach odpowiedzialnych społecznie cenne bowiem są takie wartości, jak transparentność i przejrzystość operacji finansowych, zaufanie w relacjach między firmą a jej interesariuszami, w tym inwestorami i akcjonariuszami, dążenie do zmniejszania ryzyka inwestycyjnego i stosowanie takich narzędzi zarządczych, które sprzyjają budowaniu dobrych relacji z otoczeniem wewnętrznym i zewnętrznym. Warto inwestować w strategię i metody zarządcze oparte na zasadach społecznej odpowiedzialności, by zwiększać wartość firmy w postaci zarówno kapitału przedsiębiorstwa, jak i kapitału jego akcjonariuszy, przyciągać inwestorów i móc dotrzymać złożonej im obietnicy w postaci nie tylko ponadprzeciętnego, ale też stabilnego zwrotu z kapitału oraz godziwej stopy dywidendy. Warto po prostu być przyzwoitym.

### Przypisy

- <sup>1</sup> Zrównoważone i odpowiedzialne inwestowanie (*Sustainable & Responsible Investment*, SRI) jest dyscypliną inwestowania, która uwzględnia kryteria środowiskowe, społeczne oraz związane z ładem korporacyjnym (tzw. kryteria ESG, czyli *Environmental, Social, Corporate Governance*), w celu generowania długoterminowych, konkurencyjnych finansowo zwrotów z zainwestowanego kapitału oraz ich pozytywnych społecznie efektów. Za: Forum for Sustainable and Responsible Investment (<http://www.ussif.org>, 25.06.2016).
- <sup>2</sup> Zgodnie z definicją International Valuation Standard Council termin „goodwill” oznacza: „Jakakolwiek przyszłą, ekonomiczną korzyść powstałą z przedsiębiorstwa, z zainteresowania jego działalnością lub z wykorzystania części jego aktywów, których nie można z niego wydzielić” (<http://ivsc.org>, 20.10.2014). W polskiej literaturze definicję wartości firmy zaproponowała Kamela-Sowińska (1996, s. 73): „Wartość firmy, jako kategoria ekonomiczna, jest tworzona przez zespół identyfikowalnych, niedających się samodzielnie wycenić, atrybutów przedsiębiorstwa, które funkcjonują niezależnie od jego identyfikowalnych aktywów”.
- <sup>3</sup> Liczba (*nR*) spółek objętych indeksem RESPECT w poszczególnych latach wynosiła: w 2009 r. *nR* = 16; w 2010 r. *nR* = 16; w 2011 r. *nR* = 22; w 2012 r. *nR* = 20; w 2013 r. *nR* = 23 oraz w 2014 r. *nR* = 24. Liczba spółek (*n*) notowanych na głównym parkiecie GPW w Warszawie w poszczególnych latach wynosiła: w 2009 r. *n* = 353; w 2010 r. *n* = 372; w 2011 r. *n* = 387; w 2012 r. *n* = 394; w 2013 r. *n* = 401 oraz w 2014 r. *n* = 420.

### Bibliografia

- Bauer, R., Koedijk, K. i Otten, R. (2005). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1751–1767, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035>.
- Bridoux, F. i Stoelhorst, J.W. (2016). Stakeholder Relationships and Social Welfare: A Behavioral Theory of Contributions to Joint Value Creation. *Academy of Management Review*, 41(2), 229–251, <http://dx.doi.org/10.5465/amr.2013.0475>.
- Cochran, P.L. i Wood, R.A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27, 42–56, <http://dx.doi.org/10.2307/255956>.

- Copeland, T. (1994). *Valuation, Measuring and Managing. The Value of the Company*. John New York: Wiley & Sons, McKinsey.
- Czerwińska, T. (2012). Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku akcji. *Problemy Zarządzania*, 10, 4(39), 129–140.
- Czerwonka, M. (2013). *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*. Warszawa: Difin.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. i Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51–63, <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v61.n2.2716>.
- Derwall, J. i Koedijk, K. (2009). Socially Responsible Fixed-Income Funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1–2), 210–229, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02119.x>.
- Fatemi, A. i Fooladi, I. (2013). Sustainable Finance. A New Paradigm. *Global Finance Journal*, 24(2), 101–113, <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2013.07.006>.
- Fatemi, A., Fooladi, I. i Tehranian, H. (2015). Valuation Effects of Corporate Social Responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 59, 182–192, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028>.
- Fowler, S.J. i Hope, C. (2007). A Critical Review of Sustainable Business Indices and Their Impact. *Journal of Business Ethics*, 76(3), 243–252, <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-007-9590-2>.
- Garriga, E. (2014). Beyond Stakeholder Utility Function: Stakeholder Capability in the Value Creation Process. *Journal of Business Ethics*, 120(4), 489–507, <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-013-2001-y>.
- Guerard, J.B. Jr. (1997). Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing? *Journal of Investing*, 6(2), 87–97, <http://dx.doi.org/10.3905/joi.1997.408416>.
- Hamilton, S., Jo, H. i Statman, M. (1993). Doing Well by Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analyst Journal*, 49(6), 62–66.
- Harrison, J.S. i Wicks, A.C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97–124, <http://dx.doi.org/10.5840/beq20132314>.
- Jonikas, D. (2012). Value Creation Through CSR at Stakeholders Level. *Economics and Management*, 17(2), 693–698, <http://dx.doi.org/10.5755/j01.em.17.2.2200>.
- Juscus, V. i Jonikas, D. (2013). Integration of CSR into Value Creation Chain: Conceptual Framework. *Inżynieria Ekonomika-Engineering Economics*, 24(1), 63–70.
- Kamela-Sowińska, A. (1996). *Wartość firmy*. Warszawa: PWE.
- Klimek, J. (2014). *Etyka biznesu. Teoretyczne założenia, praktyka zastosowań*. Warszawa: Difin.
- Margolis, J.D., Elfenbein, H.A. i Walsh, J.P. (2007). *Does It Pay to Be Good? A Meta-Analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*. Harvard Business School Harvard University, Haas School of Business University of California & Ross School of Business University of Michigan. Pozyskano z: [www.hks.harvard.edu/m-rcbg/papers/seminars/margolis\\_november\\_07.pdf](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/papers/seminars/margolis_november_07.pdf) (15.09.2014).
- Martin, J.D., Petty, J.W. i Wallace, J.S. (2009). *Value Based Management with Corporate Social Responsibility*. New York: Oxford University Press.
- McWilliams, A. i Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review*, 26(1), 117–127, <http://dx.doi.org/10.5465/AMR.2001.4011987>.
- Orlitzky, M. (2005). Payoffs to Social and Environmental Performance. *The Journal of Investing Fall*, 14(3), 48–52, <http://dx.doi.org/10.3905/joi.2005.580548>.
- Orlitzky, M. (2011). Institutional Logics in the Study of Organizations: The Social Construction of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *Business Ethics Quarterly*, 21(3), 409–444, <http://dx.doi.org/10.5840/beq201121325>.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. i Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441, <http://dx.doi.org/10.1177/0170840603024003910>.

- Panfil, M. i Szablewski, A. (red.). (2011). *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*. Warszawa: Poltext.
- Pavlovich, K. i Corner, D.P. (2014). Conscious Enterprise Emergence: Shared Value Creation Through Expanded Conscious Awareness. *Journal of Business Ethics*, 121(3), 34–351, <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-013-1726-y>.
- Pniewski, K. i Bartoszewicz, B. (2008). Kreowanie wartości jako cel nadrzędny. W: A. Szablewski, K. Pniewski i B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 49–63). Warszawa: Poltext.
- Porter, M.E. i Kramer, M.R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.
- Porter, M.E. i Kramer, M.R. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–67.
- Prahalad, C.K. i Hammond, A. (2002). Serving the World's Poor, Profitability. *Harvard Business Review*, 80(9), 48–57.
- Prahalad, C.K. i Hart, S. (2002). The Fortune at the Bottom of the Pyramid. *Strategy + Business*, 26, 1–14.
- Ramchander, S., Schwebach, R.G. i Staking, K. (2012). The Informational Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from SD 400 Index Reconstructions. *Strategic Management Journal*, 33(3), 303–314, <http://dx.doi.org/10.1002/smj.952>.
- Rappaport, A. (1986). *Creating a Shareholder Value*. New York: The Free Press.
- Russo, M.V. i Fouts P.A. (1997). A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534–559, <http://dx.doi.org/10.2307/257052>.
- Sethi, P.S. (2005). Investing in Socially Responsible Companies is a Must for Public Pension Funds – Because There is No Better Alternative. *Journal of Business Ethics*, 56(2), 99–129, <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-004-5455-0>.
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analyst Journal*, 56(3), 30–39.
- Wang, S. (2014). On the Relationship between CSR and Profit. *Journal of Business Ethics*, 7(1), 51–57.
- Watrick, S.L. i Cochran, P.L. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, 10(4), 758–769.
- Wheeler, D., Colbert, B. i Freeman, R.E. (2003). Focusing on Value: Reconciling Corporate Social Responsibility, Stakeholder Theory and Sustainability in a Network World. *Journal of General Management*, 28(3), 1–28.