

Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku akcji

Teresa Czerwińska

Celem opracowania jest wskazanie kluczowych aspektów w toczącej się – zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród zarządzających aktywami – dyskusji dotyczącej wpływu stosowania koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji na wyniki zarządzania portfelem oraz weryfikacja profilu ryzyko-dochód inwestycji w spółki społecznie odpowiedzialne na gruncie polskiego rynku akcji. Analizie poddano rozkład stóp zwrotu i ryzyko inwestowania w indeks RESPECT (notowany na GPW od 19 listopada 2009 r.) w odniesieniu do innych benchmarków inwestycyjnych, za które przyjęto główne indeksy i subindeksy giełdowe.

Przeprowadzone badania wykazały, że inwestowanie w indeks spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT cechowało się ponadprzeciętnym poziomem efektywności i stosunkowo niskim ryzykiem inwestycyjnym w analizowanym okresie. Uzyskane wyniki są dość nietypowe, bowiem na światowych rynkach giełdowych stopy zwrotu z indeksów społecznie odpowiedzialnych nie różnią się istotnie od stóp zwrotu z tzw. klasycznych indeksów. Jednakże na podstawie przeprowadzonego badania nie można jednoznacznie wnioskować o związku społecznej odpowiedzialności i efektywności inwestycji ze względu na stosunkowo krótki okres badawczy, a także niestabilność w czasie niektórych miar ryzyka, np. współczynników beta.

1. Wstęp

Implementacja koncepcji społecznej odpowiedzialności w procesie inwestycyjnym wymaga poszukiwania rozwiązań umożliwiających łączenie celów typowo biznesowych z celami społecznymi na gruncie praktyki. Jest to, jak się wydaje, właściwy kierunek poszukiwań w odpowiedzi na nowe wyzwania w globalnej gospodarce, o czym przekonuje laureat Nagrody Nobla Joseph Stiglitz: „społecznie odpowiedzialne inwestowanie to prawdopodobnie najważniejszy i najbardziej pomyślny kierunek rozwoju nowoczesnego zarządzania aktywami” (Eurosif 2010b). Wartość rynku SRI w krajach Unii Europejskiej po wystąpieniu kryzysu ekonomicznego w latach 2007–2009 wzrosła o ponad 87% (Eurosif 2010a). Jednak, wykształcenie się nowych paradygmatów w zarządzaniu inwestycjami jest procesem długofalowym

i wielopłaszczyznowym, z uwagi zarówno na zakres procesu, jak i złożoność samej materii. Uwarunkowania implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym związane są przede wszystkim z poszukiwaniem nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz kształtowaniem wizerunku instytucji finansowych.

Celem opracowania jest wskazanie kluczowych aspektów w toczącej się, zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród zarządzających aktywami, dyskusji dotyczącej wpływu aplikacji koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji (*Social Responsible Investment* – SRI) na wyniki zarządzania portfelem oraz weryfikacja profilu ryzyko-dochód inwestycji w spółki społecznie odpowiedzialne na gruncie polskiego rynku akcji.

2. Istota koncepcji społecznej odpowiedzialności inwestycji

Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest elementem szerszej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsible* – CSR)¹. Większość spotykanych ujęć istoty koncepcji SRI odwołuje się do konieczności wkomponowania w proces inwestycyjny, oprócz kryteriów czysto ekonomicznych, również wartości etycznych, interesów społecznych, ekologicznych oraz budowania dialogu z interesariuszami (Sparkes 2002: 22–26; UN Global Compact 2008; Crane i in. 2008; Kekäläinen 2004; Miller 1991). Istotną różnicą w relacji do standardowego procesu inwestycyjnego jest uwzględnienie szerszego kontekstu podejmowania decyzji inwestycyjnych, poszukiwanie konsensusu rachunku ekonomicznego opłacalności inwestycji i odpowiedzialności inwestora lokującego kapitał za długoterminowe skutki inwestycji.

W ramach szerokiego nurtu społecznej odpowiedzialności inwestycji wykształciły się w zasadzie dwa podejścia w aplikacji tej koncepcji do zarządzania procesem inwestycyjnym. Pierwsze, podejście *sensu stricto*, wynikające z pierwotnej istoty koncepcji etycznego biznesu, traktuje SRI jako odrębną dyscyplinę w zarządzaniu inwestycjami, wymagającą specyficznej wiedzy i kwalifikacji. W tym podejściu klasyczne kryteria analizy i zarządzania portfelem inwestycji zastąpione są specjalną metodologią, która w swojej strukturze w równym stopniu uwzględnia wartości etyczne i pożytki ekonomiczne z inwestycji².

Drugie podejście do kwestii społecznej odpowiedzialności inwestycji, *sensu largo*, wykształciło się stosunkowo niedawno pod presją opinii publicznej, na fali wzrostu popularności kwestii związanych m.in. z: ochroną środowiska naturalnego, walki z chorobami cywilizacyjnymi, głodem i ubóstwem w krajach rozwijających się itp. (Czerwińska 2011: 98–106). W tym podejściu menedżerowie zarządzający aktywami kompilują, w sposób dość wybiórczy, kryteria ekologiczne, społeczne i związane z nadzorem korporacyjnym (tzw. *ESG integration* – *Environmental, Social and Governance*) stosowane

w podejściu sensu stricto z klasyczną analizą finansową portfela inwestycji. Podejścia te różnią się zakresem aplikacji. W podejściu sensu stricto proces inwestycyjny jest standaryzowany, obejmuje on systematyczną analizę i ocenę portfela zgodnie z precyzyjnie określonymi kryteriami zarówno etycznymi, jak i klasycznymi metodami. Podczas gdy przy podejściu sensu largo zakres aplikacji często jest określony w sposób ogólnikowy, co w praktyce oznacza aplikacje kryteriów SRI na indywidualnych, często uznaniowych zasadach dla poszczególnych składników portfela inwestycji. Ponadto kryteria poza-finansowe brane są pod uwagę najczęściej wyłącznie w kontekście ich bezpośredniego wpływu na średnio- i długoterminowe wyniki przedsiębiorstwa będącego przedmiotem inwestycji (zob. *Achieving Investment Objectives Through ESG Integration 2010*).

Rozwój koncepcji SRI nie tylko dał początek redefiniowaniu kryteriów selekcji aktywów do portfela inwestycji, ale także przyczynił się do wykształcenia odrębnych strategii inwestycyjnych, do których można zaliczyć (Eurosif 2010a):

- strategie eliminacji – stosowanie swego rodzaju filtrów wykluczających z obszaru inwestycji pewne aktywa, przedsiębiorstwa, branże czy też całe kraje. Do najczęściej stosowanych filtrów zalicza się: filtry dotyczące wartości etycznych (*value-based exclusions*) – eliminujące np. spółki związane z produkcją i dystrybucją broni, wyrobów tytoniowych, pornografii; filtry o charakterze normatywnym (*norms-based exclusions*) – eliminujące podmioty, które nie respektują standardów organizacji międzynarodowych, np. ILO, ONZ;
- strategie selekcji pozytywnej (*positive screening*) – polegają na poszukiwaniu podmiotów, które przejawiają zaangażowanie w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu oraz włączanie emitowanych przez nie instrumentów do portfela inwestycji; dobór aktywów do portfela inwestycji przebiega najczęściej z wykorzystaniem rangowania (włączanie do portfela wiodących w swojej branży lub klasie aktywów – tzw. *best-in-class*) lub też tworzenie portfeli tematycznych z instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące zgodnie z koncepcją CSR należące do wybranego sektora;
- zaangażowanie – polega na wywieraniu przez zarządzających portfelem inwestycji wpływu, głównie za pośrednictwem dialogu oraz polityki nadzoru właścicielskiego, na przedsiębiorstwa w celu zachęcenia ich do angażowania się w praktyki etycznego biznesu;
- integracja – włączenie przez zarządzających portfelem inwestycji kryteriów dotyczących praktyk odpowiedzialnego biznesu do analizy finansowej i oceny inwestycji.

Według danych statystycznych obecnie w Europie gros rynku SRI stanowią inwestycje realizowane zgodnie ze strategiami: zaangażowania, eliminacji oraz integracji – to 76% wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych (Eurosif 2010a).

3. Efektywność i ryzyko inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Kluczową kwestią dla wdrożenia kryteriów ESG w proces inwestycyjny jest zakres ich oddziaływania na efektywność portfela inwestycji w długim okresie. Jak dotychczas, brakuje bezspornych dowodów na pozytywne oddziaływanie aplikacji kryteriów ESG na efektywność portfela inwestycji (zob. Mercer, UNEP FI i AMWG 2007). Z jednej strony, z przyczyn obiektywnych, wynika to z niezwyklej złożoności samego przedmiotu badań, niedostatecznej ilości i jakości szeregów czasowych, trudności w kwantyfikacji tzw. miękkich aspektów zarządzania portfelem inwestycji oraz problemów natury metodologicznej. Natomiast z drugiej strony, bardzo istotne są bariery związane z paradygmatami w środowisku zarówno zarządzających, jak i inwestorów, zwłaszcza: tzw. krótkowzroczność – krótkoterminowa (często kwartalna) perspektywa postrzegania wyników przedsiębiorstw i oceny wyników zarządzania portfelem inwestycji oraz bariery o charakterze mentalnym. W literaturze przedmiotu dyskusja dotycząca wpływu kryteriów ESG na wyniki zarządzania inwestycjami koncentruje się głównie wokół dwóch koncepcji: jedna bazuje na argumentacji teorii portfelowej, druga zaś jest oparta na argumentacji szeroko rozumianej teorii zarządzania (Kekäläinen 2004: 41).

W świetle klasycznej teorii portfelowej oraz hipotezy rynku efektywnego, konstrukcja portfela z uwzględnieniem kryteriów ESG może skutkować obniżeniem efektywności portfela inwestycji w długim okresie. Bowiem w warunkach efektywnego rynku, efektywność portfela rynkowego przewyższa wszystkie inne skonstruowane portfele (w tym również portfele tworzone z wykorzystaniem kryteriów ESG) (Kekäläinen 2004). Stąd im bardziej efektywny jest rynek kapitałowy, tym większy jest wpływ wdrożenia kryteriów ESG na wyniki zarządzania portfelem. Prowadzone badania często dotyczą wpływu wybranych kryteriów społecznej odpowiedzialności na efektywność i ryzyko portfela inwestycji, np. czynników związanych z odpowiedzialnością za środowisko naturalne³. Najczęściej przedmiotem zainteresowania jest kwantyfikacja i ocena konsekwencji selekcji i wykluczenia z portfela inwestycji instrumentów emitowanych przez emitentów zaliczanych do kategorii nieodpowiedzialnych lub wręcz szkodliwych społecznie (tzw. *'sin' stocks*), tj. produkcja broni, papierosów, pornografii⁴, oraz powiązanie czynników ESG z wartością przedsiębiorstwa.

Wkomponowanie kryteriów ESG do procesu inwestycyjnego może wiązać się z problemem jego odpowiedniej dywersyfikacji. Ryzyko inwestowania w określony sektor wynika bowiem po części z kondycji i perspektyw rozwoju danego sektora w danych realiach gospodarczych, po części zaś z fluktuacji kursu akcji wobec zmian cen na rynku. Poszczególne sektory cechują się zróżnicowanym poziomem ryzyka systematycznego mierzonego współczynnikiem beta. Ponadto ryzyko to zmienia się w poszczególnych fazach kolejnych cykli giełdowych. Badania wykazują, iż można zaobserwować pewne prawidłowości

w zakresie kształtowania się wartości subindeksów sektorowych (Czerwińska i Kowalke 2011; Hong, Torouse i Valkanov 2007). Odpowiednia dywersyfikacja portfela inwestycji pozwala na znaczną redukcję ryzyka specyficznego. Natomiast wykluczanie pewnych branż lub obszarów geograficznych z portfela inwestycji może prowadzić do wzrostu ryzyka systematycznego portfela, ponieważ zaburzona zostaje struktura alokacji wyznaczana przez tzw. portfel rynkowy. Implementacja kryteriów ESG często skutkuje niedoważeniem lub przeważeniem niektórych sektorów w portfelu. Badania wykazują, że często efektem zastosowania kryteriów ESG, polegających na selekcji, są portfele składające się przeważnie z akcji spółek o niższej niż przeciętna kapitalizacji, wyższej relacji cena do wartości księgowej oraz wyższym wskaźniku P/E w porównaniu z „klasycznymi” portfelami (Kekäläinen 2004). Portfele te często są wrażliwe na wzrosty cen ropy naftowej, ponieważ są one z reguły niedoważone akcjami sektora energetycznego i przeważone akcjami handlu detalicznego, które mają negatywną korelację z ceną ropy naftowej (Kekäläinen 2004).

Alternatywnie do tego nurtu badań pojawiają się również coraz częściej próby wykazania, że przeciwnie – wdrażanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu przyczynia się do większej efektywności rynków kapitałowych. Bowiem wdrażanie CSR przyczynia się do wzrostu transparentności, obliczalności działalności spółek, co z kolei przyczynia się w znaczącym stopniu do redukcji asymetrii informacyjnej na rynku kapitałowym, a w konsekwencji istotnie redukuje błędy prognostyczne w zakresie ryzyko-dochód portfeli inwestycji. Ponadto działalność przedsiębiorstwa zgodna z CSR ma na celu ograniczenie kontrowersji i konfliktów interesów poszczególnych grup interesariuszy, co często jest przyczyną kryzysów w przedsiębiorstwie i odbija się na jego efektywności, co skutkuje wzrostem zmienności kursu emitowanych przez nie instrumentów i szoków cenowych (Becchetti, Ciceretti i Giovannelli 2012).

Warto wspomnieć również o rosnącym zainteresowaniu problematyką społecznej odpowiedzialności inwestycji wśród instytucji pośrednictwa finansowego, zwłaszcza zarządzających aktywami, tj. fundusze inwestycyjne, emerytalne oraz banki inwestycyjne. Przegląd badań zrealizowanych przez instytucje pośrednictwa finansowego o zasięgu globalnym pozwala stwierdzić, że instytucje te traktują kryteria ESG przede wszystkim jako czynniki ryzyka inwestycyjnego, a realizowane badania dotyczą głównie szans i zagrożeń związanych z inwestowaniem w spółki surowcowe oraz z branży energetycznej. Przedmiotem zainteresowania jest zaś wpływ zaostżenia regulacji związanych z normami środowiskowymi na opłacalność inwestowania w te branże (np. rynek opłat za prawa do emisji CO₂, rynek kontraktów energetycznych, wzrost cen paliw) (Mercer, UNEP FI i AMWG 2007). Skupiają się one głównie na ocenie potencjału w zakresie generowania dodatkich ponadprzeciętnych przepływów pieniężnych oraz perspektyw rozwojowych poszczególnych przedsiębiorstw i sektorów, a co za tym idzie na poszukiwaniu możliwości wzrostu efektywności portfela inwestycji. Natomiast w znacznie mniejszym stopniu podejmowane

są tu kwestie współzależności między społeczną odpowiedzialnością biznesu a wynikami ekonomiczno-finansowymi przedsiębiorstw w długim okresie.

Ponadto badania te w większości mają charakter jakościowy, rzadziej opierają się na konkretnej metodologii, sporządzane są przede wszystkim dla celów rynkowych i mają często charakter rekomendacji dla inwestorów. Badania te idą głównie w kierunku selekcji sektorowej i tworzenia portfeli tematycznych, polegających na doborze do portfela inwestycji instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności należące do wybranego sektora lub tworzenie portfela z instrumentów emitowanych przez podmioty poszukujące rozwiązań w zakresie globalnych problemów cywilizacyjnych, np. zmiany klimatyczne, technologie zmniejszające zużycie zasobów nieodnawialnych (Mercer, UNEP FI i AMWG 2007).

Z kolei biorąc pod uwagę dorobek teorii zarządzania i argumenty przeciwko hipotezie rynku efektywnego, zakładającej pełny powszechny dostęp inwestorów do informacji, można traktować implementację kryteriów ESG jako jedną z metod wzrostu efektywności portfela. Badacze argumentują, że wskutek asymetrii informacyjnej w zakresie praktyk społecznej odpowiedzialności poszczególnych emitentów aplikacja kryteriów ESG do konstrukcji portfela inwestycji daje inwestorowi pewną przewagę informacyjną, co może skutkować osiąganiem przez niego ponadprzeciętnych wyników (Kekäläinen 2004; Hudson 2006). W tym ujęciu pozytywny wpływ aplikacji kryteriów ESG na efektywność portfela inwestycji jest związany z uzyskiwaniem lepszych wyników na działalności operacyjnej i finansowej w długim okresie przez przedsiębiorstwa działające zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu.

Istotnym nurtem badań jest poszukiwanie związków między corporate governance a wartością przedsiębiorstwa i jego zdolnością do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie (Gompers, Ishii i Metrick 2003: 107–155). Podejmowane są próby wykazania pozytywnego wpływu aplikacji kryteriów ESG na kondycję ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa i jego zdolność do utrzymania przewagi konkurencyjnej w dłuższym horyzoncie czasowym (Mercer, UNEP FI i AMWG 2007). Jednakże wyniki przeprowadzonych w tym zakresie badań są niejednoznaczne. Niezwykle trudno jest bowiem wykazać w kategoriach istotności statystycznej wyraźną długookresową zależność między wyceną i zmiennością cen akcji spółki, jej zdolnością do generowania przepływów finansowych a odpowiedzialnym zarządzaniem zasobami ludzkimi, racjonalnym wykorzystaniem zasobów naturalnych oraz zdolnością do minimalizowania wpływu na zmiany klimatyczne. Wiele z wymienionych czynników dotyczących społecznej odpowiedzialności obecnie jest ujmowanych przez zarządzających, nawet intuicyjnie, jako komponenty zarządzania strategicznego, lecz w długoterminowej wycenie wartości przedsiębiorstwa najczęściej pomijana jest wartość dodana z tytułu włączenia kryteriów ESG do zarządzania. Powstaje zasadnicze pytanie, na które wciąż

brakuje jednoznacznej odpowiedzi: Czy zarządzanie spółką zgodnie z koncepcją odpowiedzialnego biznesu jest przyczyną ponadprzeciętnych wyników czy też skutkiem na pewnym etapie ewolucyjnego rozwoju przedsiębiorstwa?

Reasumując, przegląd zrealizowanych badań empirycznych wykazuje, że wdrożenia strategii SRI w procesie inwestycyjnym w większości przypadków nie powodują obniżenia efektywności i wzrostu ryzyka działalności inwestycyjnej w długim okresie. Badania wykazują, że kluczowymi stymulantami rozwoju rynku SRI w Europie są: popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych, regulacje prawne, presja opinii publicznej i mediów oraz popyt inwestorów indywidualnych na produkty SRI (Eurosif 2008).

4. Analiza efektywności i ryzyka społecznie odpowiedzialnego inwestowania na polskim rynku giełdowym

Rozpatrując współzależność społecznej odpowiedzialności i efektywności inwestycji na polskim rynku giełdowym, analizie poddano rozkład stóp zwrotu i ryzyko inwestowania w indeks RESPECT (notowany na GPW SA od 19 listopada 2009 r.) w odniesieniu do innych benchmarków inwestycyjnych, za które przyjęto główne indeksy i subindeksy giełdowe. Indeks RESPECT obejmuje spółki klasyfikowane jako odpowiedzialne społecznie, notowane na rynku głównym GPW. Indeks ten jest zaliczany do kategorii indeksów dochodowych. Kwalifikacja spółek do indeksu odbywa się na podstawie ratingu obejmującego kryteria dotyczące: standardów zarządzania i ładu korporacyjnego (corporate governance), ładu informacyjnego i relacji z inwestorami, a także obszarów ekologicznych, społecznych i pracowniczych (zob. www.respectindeks.pl). Istotnym kryterium kwalifikacyjnym do indeksu jest płynność spółek notowanych na rynku giełdowym. Od stycznia 2011 r. portfel indeksu jest aktualizowany co pół roku (wcześniej raz na rok) i może obejmować spółki tylko z indeksów: WIG20, mWIG40 i sWIG80.

Obecnie w skład indeksu RESPECT wchodzi 22 spółki. Ich wartość rynkowa na koniec kwietnia 2012 r. wynosiła ponad 50 mld zł. Są to przede wszystkim (70% indeksu) spółki najbardziej płynne, o wysokiej kapitalizacji, wchodzące w skład indeksu WIG20, tj. KGHM SA, PKN ORLEN, TPSA, PGE SA, PGNIG SA, LOTOS SA (tabela 1).

Biorąc pod uwagę zróżnicowanie branżowe, uwagę zwraca fakt, że do spółek społecznie odpowiedzialnych notowanych na GPW zalicza się przede wszystkim największe przedsiębiorstwa przemysłowe oraz banki. Jednocześnie w sprawozdaniu Europejskiej Agencji Środowiska (EEA) część z tych przedsiębiorstw figuruje na liście największych trucicieli w Europie, do których zalicza się przede wszystkim przedsiębiorstwa z branży energetycznej, zwłaszcza elektrownie węglowe, oraz paliwowej (EEA 2011). Trzy czwarte łącznych kosztów szkód zanieczyszczeń wynika z emisji pochodzących z zaledwie 622 zakładów przemysłowych (6% ich ogólnej liczby). Do zakładów,

Lp.	Nazwa spółki	Udział w indeksie (w %)
1	KGHM*	11,3
2	PKNORLEN*	9,9
3	PZU	9,8
4	PGNIG*	9,6
5	TPSA*	9,5
6	PGE	8,6
7	BOGDANKA	7,8
8	INGBSK*	5,1
9	HANDLOWY*	5,0
10	NETIA	4,5
11	MILLENNIUM	3,3
12	LOTOS*	3,1
13	AZOTYTARNOW*	3,0
14	BUDIMEX	1,7
15	KREDYT Bank	1,5
16	APATOR*	1,2
17	KOGENERA	1,1
18	CIECH*	1,0
19	ELBUDOWA	1,0
20	BANKBPH*	0,7
21	IDMSA	0,7
22	PBG	0,5

* spółki znajdujące się w składzie indeksu od 19.11.2009.

Tab.1. Struktura indeksu RESPECT w maju 2012. Źródło: dane GPW.

w których powstają emisje substancji zanieczyszczających generujące największe koszty dla środowiska – tzw. *czarna lista TOP622*, należą spółki z indeksu RESPECT, tj. PKN ORLEN (miejsce 28.), Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A. (miejsce 182.), KGHM Polska Miedź S.A., Huta Miedzi Głogów (miejsce 268.) oraz Grupa LOTOS (miejsce 303.) (EEA 2011). Powodem tego dysonansu może być sama konstrukcja ratingu spółek społecznie odpowiedzialnych do indeksu RESPECT, która eksponuje spółki, spełniające przede wszystkim wysokie wymogi w zakresie corporate governance, jakości i intensywności relacji inwestorskich oraz ładu informacyjnego.

Na podstawie dziennej wyceny wartości analizowanych indeksów oszacowano średnie dzienne stopy zwrotu i stopy zwrotu w całym analizowanym okresie oraz zbadano podstawowe parametry statystyczne charakteryzujące rozkład tych stóp zwrotu. Wyniki zamieszczono w tabelicy 2. Analiza stóp zwrotu wykazała, że inwestowanie w indeks spółek społecznie odpowiedzialnych

Wyszczególnienie	RESPECT	WIG	WIG20	mWIG40	sWIG80	WIG-BANKI	WIG-BUDOW	WIG-CHEMIA	WIG-DEWEL	WIG-ENERGA	WIG-INFO	WIG-MEDIA	WIG-PALIVA	WIG-SPOZYW	WIG-SUROWE	WIG-TELEKOM
Średnia arytmetyczna dziennych stóp zwrotu	0,0006	0,0002	0,0001	0,0003	-0,0001	0,0002	-0,0011	0,0016	0,0068	-0,0001	0,0001	0,0000	0,0004	0,0033	0,0000	0,0005
Mediana dziennych stóp zwrotu	0,0010	0,0008	0,0006	0,0009	0,0007	0,0009	-0,0009	0,0015	-0,0005	-0,0001	0,0000	0,0005	0,0004	0,0008	0,0013	0,0008
Współczynnik skrajności stóp dziennych	-0,3227	-0,5821	-0,3672	-1,2533	-1,4027	-0,1994	-0,8162	-0,3565	23,7650	-0,4072	-0,2644	-0,0807	-0,3550	22,7261	-0,9108	-0,1350
Kurtozja	2,0341	3,6418	3,0017	7,0188	8,5361	3,2647	4,8682	5,1860	571,39	5,7535	2,6771	1,9351	2,3706	538,033	3,0863	4,3024
Odczylenie standardowe stóp zwrotu	0,0135	0,0119	0,0137	0,0107	0,0096	0,0162	0,0125	0,0176	0,1946	0,0122	0,0134	0,0136	0,0162	0,0694	0,0242	0,0139
Roczna stopa zwrotu 2010 (w %)	32,17	18,77	14,88	19,57	10,18	17,93	7,44	61,07	-6,48	7,9	-4,62	25,87	26,44	48,07	-	12,67
Roczna stopa zwrotu 2011 (w %)	-9,03	-20,8	-21,2	-22,5	-30,5	-21,7	-54,7	18,6	-51,3	-10,8	-11,7	-35,7	-16,6	-23,3	-28,6	10,3
Stopa zwrotu w okresie 19/11/2009-14/03/2012	36,13	10,88	5,93	14,64	-3,32	12,64	-66,43	95,16	394,74	-4,75	4,10	0,37	25,72	194,84	0,57	30,75
Współczynnik beta	1,05	1,00	1,13	0,77	0,67	1,26	0,74	0,97	1,00	0,77	0,78	0,76	1,18	0,85	1,93	0,57
Współczynnik zmienności	21,87	64,09	135,46	42,78	-168,79	75,02	-11,03	10,83	28,78	-142,34	191,23	2171,43	36,82	20,79	1122,18	26,34

Tab. 2. Parametry rozkładu stóp zwrotu i miary ryzyka wybranych indeksów giełdowych na GPW SA w okresie listopad 2009-marzec 2012. Źródło: opracowanie własne.

i indeks WIG-DEWELOPERZY cechowało się najwyższą dzienną stopą zwrotu w analizowanym okresie. W celu zbadania licznosci występowania wartości stóp zwrotu w różnych obszarach jej zmienności przeprowadzono badanie podstawowych parametrów statystycznych rozkładu tej zmiennej. Analizując wyniki badania skośności rozkładów dziennych stóp zwrotu, należy zwrócić uwagę, że w badanym okresie zdecydowana większość analizowanych rozkładów była lewostronnie asymetryczna. Ponadto uwagę zwraca wyraźnie różna od zera wartość kurtozy rozkładów dziennych stóp zwrotu dla WIG-DEWELOPERZY oraz WIG-SPOŻYWCZY, która jako miara smukłości rozkładu świadczy o tym, że rozkład był wyraźnie różny od rozkładu normalnego (w tym przypadku rozkłady o stosunkowo dużej szczytowości).

Jak wynika z przeprowadzonych badań, całkowita stopa zwrotu w okresie listopad 2009–marzec 2012 z indeksu RESPECT była istotnie wyższa niż stopy zwrotu z indeksów WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80. Jednocześnie wśród subindeksów sektorowych tylko stopy zwrotu z: WIG-DEWELOPERZY, WIG-SPOŻYWCZY oraz WIG-CHEMIA były istotnie wyższe niż stopa zwrotu z indeksu RESPECT. Jednocześnie w okresie dekonjunktury w 2011 r., stopa zwrotu z indeksu RESPECT wykazała najmniejszy spadek wartości na tle pozostałych analizowanych indeksów.

Analizę ryzyka inwestowania przeprowadzono z wykorzystaniem odchylenia standardowego dziennych stóp zwrotu i współczynnika zmienności oraz współczynnika beta jako miary ryzyka systematycznego. Uzyskane wartości odchylenia standardowego dla dziennych stóp zwrotu wskazują, że wysokiej stopie zwrotu z indeksu RESPECT w zasadzie nie towarzyszyła wyższa zmienność, tak jak w przypadku subindeksów o wysokiej dochodowości: WIG-DEWELOPERZY, WIG-SPOŻYWCZY. Jednocześnie wartość współczynnika beta dla indeksu RESPECT wskazuje, że ryzyko inwestowania w indeks było nieznacznie wyższe niż przeciętne ryzyko rynkowe.

5. Posumowanie

Przeprowadzone badania wykazały, że inwestowanie w indeks spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT cechowało się ponadprzeciętnym poziomem efektywności i stosunkowo niskim ryzykiem inwestycyjnym w analizowanym okresie. Uzyskane wyniki są dość nietypowe, bowiem na światowych rynkach giełdowych stopy zwrotu z indeksów społecznie odpowiedzialnych, np. Dow Jones Sustainability Index, FTSE4Good, MSCI WORLD ESG31, nie różnią się istotnie od stóp zwrotu z tzw. tradycyjnych indeksów (por. wyniki badań Józwiak 2011: 50–51).

Jednakże na podstawie przeprowadzonego badania nie można jednoznacznie wnioskować o związku społecznej odpowiedzialności i efektywności inwestycji. Należy mieć na uwadze stosunkowo krótki okres badawczy, który może obciążać uzyskane wyniki, a także niestabilność w czasie niektó-

rych miar ryzyka, np. współczynników beta. Ponadto w przypadku indeksu RESPECT trudno jest jednoznacznie odpowiedzieć na kluczowe pytanie, dotyczące wpływu społecznej odpowiedzialności na profil ryzyko-dochód inwestycji. Jak już wspomniano bowiem, 70% składu indeksu RESPECT stanowią spółki klasyfikowane do indeksu WIG20, czyli należące do spółek o najwyższej płynności i kapitalizacji na GPW. Czy zatem akcje spółek uznawane za społecznie odpowiedzialne pozwalają na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu? Czy też inwestowanie w największe i najbardziej płynne spółki przyczynia się do korzystniejszego profilu ryzyko-dochód inwestycji? Jest to pole do dalszych systematycznych badań, które powinny, jak wydaje się, iść w kierunku ustalenia wpływu społecznej odpowiedzialności oraz jej poszczególnych składowych na wycenę wartości spółek oraz ich zdolności do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim horyzoncie czasowym.

Informacje o autorce

Prof. nadzw. dr hab. Teresa Czerwińska – Katedra Systemów Finansowych Gospodarki, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski.
E-mail: tczewinska@mail.wz.uw.edu.pl.

Przypisy

- ¹ CSR jest koncepcją, zgodnie z którą przedsiębiorstwa dobrowolnie w swoich działaniach i interakcjach z interesariuszami łączą troskę o społeczność i środowisko w jedność z prowadzonym biznesem. (zob. szerzej w: OECD 2001; Szablewski 2004: 37–42; Gasiński i Piekalski 2009).
- ² Korzenie tego podejścia sięgają lat 20. XX wieku, kiedy Kościół Metodystów w Wielkiej Brytanii zalecał podejmowanie decyzji o alokacji kapitału, opierając się na kryteriach etycznych, tj. wykluczeniu czerpania zysków z hazardu, prostytucji, produkcji alkoholu i broni. Zob. szerzej w: Lanza, Calcaterra i Perrini 2010: 222–228.
- ³ Zob. badania pokazujące efekt negatywny wyłączeń na efektywność i ryzyko portfela inwestycji: Chong, Her i Phillips 2006: 406–417; badania wykazujące efekt pozytywny selekcji na ryzyko i efektywność portfela inwestycji: Statman 2000: 30–39; Statman 2006: 100–109.
- ⁴ Zob. badania wykazujące korzyści z wkomponowania kryteriów środowiskowych w proces inwestycyjny: Derwall, Guenster, Bauer i Koedjik 2005: 51–62; brak efektów pozytywnych uwzględniania kryteriów środowiskowych na wyniki zarządzania portfelem inwestycji: Olsson 2007: 11–22.

Bibliografia

- Achieving Investment Objectives Through ESG Integration 2010. Novethic Working Paper, March.
- Becchetti, L., Ciceretti, R. i A. Giovannelli 2012. *Corporate Social Responsibility and Stock Market Efficiency*, Working Paper Sustainable Investment Research Platform.
- Chong, J., Her, M. i G.M. Phillips 2006. To Sin or Not to Sin? Now That's the Question. *Journal of Asset Management*, nr 6 (6), s. 406–417.

- Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. i D. Siegel 2008. *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford: Oxford University Press.
- Czerwińska, T. 2011. Społeczna odpowiedzialności inwestycji odpowiedzią na kryzys ekonomiczny – potrzeba czy mit? w: I.K. Hejduk (red.) *Sustainability odpowiedzią na kryzys ekonomiczny. Nowe koncepcje przedsiębiorstwa przyszłości*, s. 98–106. Warszawa: ORGMASZ.
- Czerwińska, T. i K. Kowalke 2011. Efektywność inwestycji w różnych fazach cyklu giełdowego na przykładzie subindeksów sektorowych na GPW SA w Warszawie, w: M. Kalinowski (red.) *Rynki Finansowe: nowe wyzwania i możliwości*, s. 29–46. Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, t. 11.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. i K. Koedjik 2005. The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, nr 2 (61), s. 51–62.
- EEA 2011. Revealing the costs of air pollution from industrial facilities in Europe. *EEA Technical report*, nr 15, www.eea.europa.eu.
- Eurosif 2008. European SRI Study, www.eurosif.org.
- Eurosif 2010a. European SRI Study, www.eurosif.org.
- Eurosif 2010b. High Net Worth Individuals and Sustainable Investment, www.eurosif.org.
- Gasiński, T. i G. Piekalski 2009. *Zrównoważony biznes: podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw*, Ministerstwo Gospodarki, www.mf.gov.pl.
- Gompers, P., Ishii, J. i A. Metrick 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, nr 1 (118), s. 107–155.
- Grabuś, A. 2011. RESPECT Index benchmarkiem inwestycyjnym. *Rynek Kapitałowy*, luty.
- Hong, H., Torouse, W. i R. Valkanov 2007. Do Industries Lead Stock Markets? *Journal of Financial Economics*, nr 83.
- Hudson, J. 2006. *The Social Responsibility of the Investment Profession*, The Research Foundation of CFA Institute.
- Jóźwiak, S. 2011. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne – chwilowa moda czy trwała tendencja? w: R. Sroka (red.) *Odpowiedzialne Inwestycje Kapitałowe*, Warszawa.
- Kekäläinen, S. 2004. *Sustainability of Privately Managed Pension Funds, Final Thesis for the Department of Organization and Strategy*, University of Tilburg.
- Lanza, S., Calcaterra, M. i F. Perrini (red.) 2010. *Etyka, finanse a wartość przedsiębiorstwa*, Sopot: Wydawnictwo Fundacja na Rzecz Polskich Związków Kredytowych – Instytut Stefczyka.
- Mercer, UNEP FI i AMWG 2007. *Demystifying Responsible Investment Performance. A Review of Key Academic and Broker Research on ESG Factors*, Mercer Investment Consulting, United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI), Asset Management Working Group (AMWG).
- Miller, A. 1991. *Socially Responsible Investing: How to Invest with Your Conscience*, New York: NY Institute of Finance.
- OECD 2001. *Corporate Social Responsibility. Partners for Progress*.
- Olsson, R. 2007. Portfolio Performance and Environmental Risk. *Sustainable Investment Research Platform Working Papers*, November.
- Sparkes R. 2002. *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, Ontario: J. Willey & Sons.
- Statman, M. 2000. Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, nr 3 (56), s. 30–39.
- Statman, M. 2006. Socially Responsible Indexes: Composition, Performance, and Tracking Error. *The Journal of Portfolio Management*, nr 3 (32), s. 100–109.
- Szablewski, A. 2004. Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa, w: A. Szablewski i R. Tuzimek (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Warszawa: Poltext.
- UN Global Compact 2008. *Principles for Responsible Investment*.