

Indeksy zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu wartością spółek giełdowych

Jadwiga Adamczyk*

Streszczenie: Realizacja idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa prowadzi do zrównoważonego rozwoju. Istotą zrównoważonego rozwoju jest realizacja celów ekonomicznych, środowiskowych i społecznych. Zgodnie z zasadami zrównoważonego rozwoju, przedsiębiorstwo powinno uwzględniać cele wszystkich interesariuszy. Teoria maksymalizacji wartości dla interesariuszy stała się paradygmatem współczesnego zarządzania przedsiębiorstwem. Artykuł ma na celu analizę wskaźników zrównoważonego rozwoju na rynku kapitałowym. Badania koncentrują się na notowaniach spółek giełdowych według indeksów: Dow Jones Sustainability, index FTSE4Good i RESPECT Index.

Słowa kluczowe: zrównoważony rozwój, społeczna odpowiedzialność, efektywność, indeks

Wprowadzenie

Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy stała się podstawowym celem zarządzania przedsiębiorstwem. Ponieważ właściciele ponoszą największe ryzyko, w praktyce są ostatnią grupą roszczeń, dlatego według zwolenników tej teorii ich ryzyko powinno być rekompensowane zyskiem (Copeland i in. 1997: 4 i n.). Z kolei zdaniem przeciwników, teoria ta prowadzi do manipulacji cenami akcji i kreowania nierealnej stopy zwrotu z akcji. Wskazuje się nawet na teorię maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy jako przyczynę bankructwa Enronu i innych korporacji (Vermaelen 2009: 230). Zdaniem Sumantry Ghoshala (2005: 231), to koncepcja agresywnego inwestowania i kształtowania wartości przedsiębiorstwa prowadziła do takich praktyk zarządzania, które pozwoliły na przrzucanie kosztów na społeczeństwo.

Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest często przeciwstawiana tworzeniu wartości dla wszystkich interesariuszy. Według Theo Vermaelena (2009: 233) nie ma również uzasadnienia dla maksymalizacji wartości dla interesariuszy. Teoria interesariuszy nie wyjaśnia jednak przyczyn i sposobów rozdysponowania zysków i ewentualnych strat, dlatego jest krytykowana.

Na tle tej dyskusji pojawiła się koncepcja odpowiedzialnego inwestowania. Jej założeniem jest tworzenie wartości przedsiębiorstwa przy przestrzeganiu zasad zrównoważonego rozwoju. W Europie działa ponad 500 funduszy inwestycyjnych zaangażowanych w spółkach odpowiedzialnych społecznie, których aktywa wynoszą ponad 60 mld euro, z ciągłą tendencją wzrostu. Oznacza to, że zwiększa się liczba akcjonariuszy, którzy w decyzjach inwestycyjnych kierują się nie tylko maksymalizacją zysku, lecz także programem zrównoważonego rozwoju. Można zatem sformułować hipotezę, że uwzględnienie i realizacja zasad zrównoważonego rozwoju przez przedsiębiorstwa wpłynie na kształtowanie ich wartości.

* prof. dr hab. Jadwiga Adamczyk – Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: jadwiga.adamczyk@uek.krakow.pl

Istotą zrównoważonego rozwoju jest powiązanie rozwoju gospodarczego i społecznego poprzez zapewnienie dostępu do zasobów odnawialnych oraz nieodnawialnych ze wzrostem jakości życia w czystym środowisku. Wzrost ekonomiczny powinien zapewniać efektywniejsze wykorzystanie surowców i innych zasobów przyrody, racjonalizację zużycia energii i pracy, a także rozwój ekologicznych technologii oraz ochronę dziedzictwa przyrodniczego i kulturowego.

Na poziomie przedsiębiorstwa dotyczy równoważenia celów ekonomicznych, ekologicznych i społecznych. Zarządzanie przedsiębiorstwem zgodnie z zasadami zrównoważonego rozwoju wiąże się z procesem efektywnego wytwarzania społecznie pożądaných wyrobów i usług przy racjonalnym wykorzystaniu zasobów i ochronie środowiska, zapewniając równocześnie realizację oczekiwań społecznych. Zgodnie z zasadami zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwo uwzględnia interesy pracowników, właścicieli, dostawców, społeczności lokalnej oraz innych interesariuszy, dlatego wiąże się z odpowiedzialnością społeczną.

Celem artykułu jest analiza indeksów zrównoważonego rozwoju, które oprócz celów ekonomicznych uwzględniają realizację celów ekologicznych i społecznych. Badaniami zostały objęte indeksy: Dow Jones Sustainability, FTSE4Good i RESPECT. Wykorzystano metodę analizy efektywności indeksów spółek giełdowych i porównano stopy zwrotu indeksów zrównoważonego rozwoju z pozostałymi indeksami.

1. Dow Jones Sustainability Index

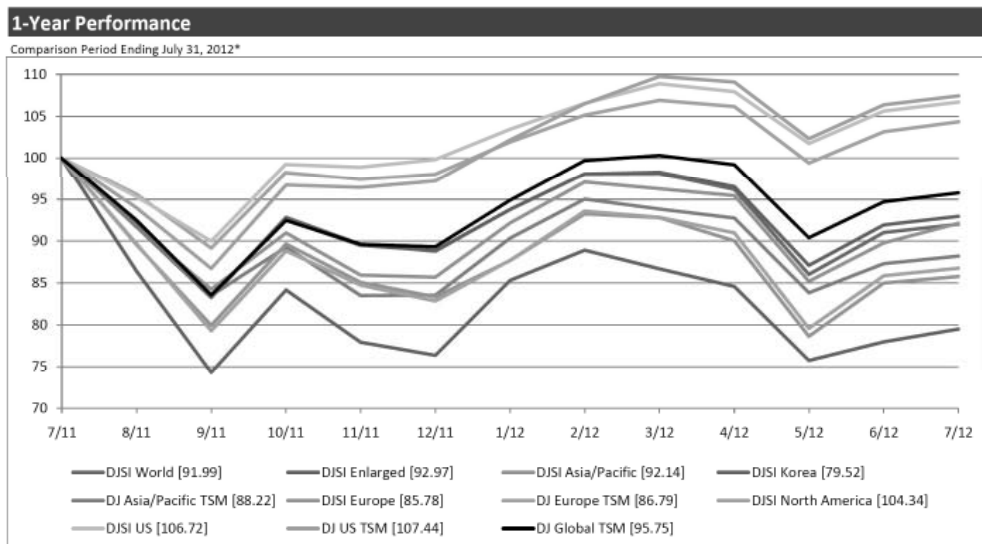
Dążenie do zrównoważonego rozwoju, przy równoczesnym osiągnięciu wysokiej pozycji giełdowej, ułatwia analiza wskaźników tworzących indeks zrównoważonego rozwoju DJSI. Dow Jones Sustainability Index, opracowany w 1999 r. przez STOXX Ltd. Sustainable Asset Management, jest określany na podstawie wskaźnika globalnego, a także wskaźników dla Ameryki Północnej, Europy i Azji oraz krajowego wskaźnika dla USA (rysunek 1).

Monitorowanie przez instytucje finansowe tych wskaźników w spółkach notowanych na giełdzie i kierujących się w działalności założeniami zrównoważonego rozwoju pozwala na ocenę stopnia realizacji jego założeń. Porównanie wyników notowań wskazuje na osiągnięcie wysokiej pozycji przez spółki objęte analizą wskaźników Dow Jones Sustainability Index (www.sustainability-indexes.com, dostęp 20.03.2008). Pozycja spółki na podstawie indeksu zależy od sumy punktów oceny realizacji zrównoważonego rozwoju, a także dobrych praktyk zarządzania i etyki biznesu. Ocena jest dokonywana w drodze wypełniania szczegółowej ankiety, następnie weryfikowanej przez niezależnego audytora. Pod uwagę bierze się wiele kryteriów z zakresu oceny ekonomicznych, społecznych i środowiskowych obszarów, którym przyporządkowane są wagi.

Dow Jones Sustainability Index uwzględnia następujące kryteria:

- 1) ekonomiczne, w ramach których uwzględnia się m.in.:
 - ład korporacyjny,
 - zarządzanie ryzykiem,
 - przeciwdziałanie korupcji,
 - zasady dobrych praktyk;
- 2) środowiskowe, a w szczególności:
 - efektywność wykorzystania zasobów środowiska,
 - system informowania w zakresie ochrony środowiska;

- 3) społeczne, a wśród nich m.in.:
- programy rozwoju kapitału ludzkiego,
 - systemy rekrutacji talentów,
 - programy filantropijne,
 - informowanie w zakresie CSR.



Rysunek 1. Dow Jones Sustainability Index 1-Year performance

Źródło: www.djindexes.com (dostęp 19.05.2013).

Miejsce na indeksie zależy od oceny zrównoważonego rozwoju, której najważniejszym elementem jest wypełnienie przez przedsiębiorstwo szczegółowej ankiety, weryfikowanej następnie przez niezależnego audytora (PwC). Ponadto analizuje się związaną ze zrównoważonym rozwojem dokumentację firmy i przekazy medialne, a w końcu ma miejsce osobista konsultacja z przedstawicielami firmy.

Pierwsze notowanie DJSI World odbyło się 31 sierpnia 1999 r. i zawierało w składzie spółki z następujących rodzajów działalności: paliwa, przemysł, finanse, FMCG, ochrona zdrowia, telekomunikacja, IT. Wyższa efektywność inwestycyjna indeksu DJSI World nad MSCI World jest widoczna w okresie 3,6 i 7 lat. Porównanie DJSI World z DJ Index wykazuje wyższą efektywność inwestycji indeksów zrównoważonego rozwoju (tabela 1).

Charakterystyczny jest spadek notowań wszystkich indeksów w okresie kryzysu. Zjawisko to występuje w przypadku wszystkich indeksów.

Tabela 1

Stopy zwrotu według Dow Jones Index w latach 2006–2011

Calendar Year Return						
Comparison Period: January 31, 2006 to July 31, 2012*						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Dow Jones Sustainability World Index	-7.88%	6.52%	36.06%	-42.98%	11.67%	18.54%
Dow Jones Sustainability World Enlarged Index	-8.06%	7.24%	33.90%	-42.18%	10.73%	17.16%
Dow Jones Sustainability Asia/Pacific Index	-14.65%	14.27%	29.30%	-37.57%	2.76%	7.88%
Dow Jones Sustainability Korea Index	-14.53%	23.66%	62.96%	-52.34%	33.61%	9.63%
Dow Jones Asia/Pacific Total Stock Market Index	-15.39%	18.68%	39.76%	-42.84%	16.04%	9.22%
Dow Jones Sustainability Europe Index	-12.24%	3.27%	37.10%	-47.68%	12.71%	23.56%
Dow Jones Europe Total Stock Market Index	-12.33%	6.75%	41.08%	-48.00%	14.04%	27.64%
Dow Jones Sustainability North America Index	0.80%	13.51%	30.27%	-38.14%	6.16%	13.66%
Dow Jones Sustainability United States Index	2.70%	12.68%	26.89%	-36.83%	4.35%	13.98%
Dow Jones U.S. Total Stock Market Index	1.08%	17.49%	28.57%	-37.23%	5.62%	11.79%
Dow Jones Global Total Stock Market Index	-7.84%	15.22%	37.34%	-42.48%	11.91%	15.54%

Źródło: www.djindexes.com (dostęp 19.05.2013).

Porównanie indeksu DJSI EURO STOXX 40 z indeksem DJ EURO STOXX 50 przedstawiono w tabeli 2. Indeks DJSI EURO STOXX 40 obejmuje 40 korporacji strefy euro respektujących zasady zrównoważonego rozwoju, zaś indeks DJ EURO STOXX 50 ma w składzie 50 największych korporacji strefy euro.

Tabela 2

Efektywność inwestowania według DJSI EURO STOXX 40 i DJSI EURO STOXX 50 (%)

Ocena za okres	DJSI EURO STOXX 40	DJSI EURO STOXX 50
2006	15,20	8,12
2007	10,18	9,59
2008	-42,22	-42,40
2009	25,69	25,65
2010	11,54	-2,81
2011	-3,39	-9,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.sam-group.com (dostęp 9.06.2012).

Pierwsze notowanie DJSI EURO STOXX 40 miało miejsce 31 stycznia 2006 r. DJSI EURO STOXX 40 w składzie ma 40 spółek reprezentujących następujące działalności: finanse, FMCG, telekomunikacja, spółki użyteczności publicznej, technologie, paliwa. Stopa zwrotu DJSI EURO STOXX 40 jest wyższa od stopy zwrotu DJ EURO STOXX 50, np. 15,20% w porównaniu do 8,12% w 2006 r., a w okresie kryzysu wykazuje mniejsze spadki, np. -3,39% w porównaniu z -9,47% w 2011 r. i wysoki wzrost do 11,54% w 2010 r.

2. Indeks giełdowy FTSE4Good

W lipcu 2001 r. angielska firma FTSE opublikowała pierwszy indeks FTSE4Good, który jest notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. FTSE4Good to seria indeksów zaprojektowanych w celu obiektywnego mierzenia efektywności spółek spełniających globalnie uznane standardy odpowiedzialności społecznej i zrównoważonego rozwoju.

Indeks FTSE4Good odpowiada na potrzeby inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych chcących inwestować tylko w takie spółki, które spełniają standardy odpowiedzialności społecznej, minimalizują społeczne i środowiskowe zagrożenia w swoich portfelach oraz wykorzystują korzyści związane z efektywnością i poprawą wizerunku.

Od 2001 r. kryteria zostały zastrzeżone w aspekcie ochrony środowiska i praw człowieka. Spółki, które nie spełniają kryteriów, są usuwane z indeksu. Podstawowym kryterium jest uczestnictwo spółki w indeksie FTSE All World Developed Index. Przedsiębiorstwa, które chcą być uwzględnione w indeksie FTSE4Good, muszą spełnić pięć kryteriów:

1. Zarządzanie środowiskowe.
2. Przestrzeganie praw człowieka.
3. Dbanie o standardy pracy w łańcuchu dostaw.
4. Zwalczanie przekupstwa.
5. Łagodzenie zmian klimatycznych (www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp, dostęp 28.05.2012).

Zgodnie z głównym nurtem odpowiedzialności społecznej z możliwości uczestnictwa w FTSE4Good Index zostali wyłączeni producenci papierosów, firmy produkujące strategiczne podzespoły, platformy lub całe systemy broni jądrowej oraz przedsiębiorstwa produkujące systemy uzbrojenia.

Spółki są klasyfikowane na podstawie wysokiego, średniego i niskiego wpływu na środowisko naturalne. Im wyższy wpływ działalności firmy na środowisko naturalne, tym więcej rygorystycznych kryteriów do włączenia. Wśród branż o najwyższym wpływie na środowisko wymienia się: rolnictwo, transport powietrzny, materiały budowlane, przemysł chemiczny i farmaceutyczny, przemysł spożywczy i tytoniowy, ropy i gazu, produkcję pojazdów. Sprzęt elektroniczny, finanse, hotele, restauracje, firmy deweloperskie, transport publiczny – to niektóre z obszarów średniego wpływu na środowisko. Najmniejszy wpływ natomiast mają: technologie informatyczne, media, badania i rozwój, telekomunikacja, dystrybucja hurtowa. Spółki, które chcą być umieszczone w indeksie FTSE4Good, muszą przede wszystkim prowadzić politykę ochrony środowiska, jej zarys, procedury działań, planów oraz wyniki wydajności polityki względem wyznaczonych celów.

Na kolejne kryterium, jakim są prawa człowieka, w tym pracowników, największy wpływ ma sektor ropy, gazu i górnictwa. Pozytywną ocenę spółek z tego sektora charakteryzuje:

- publikowanie polityki obejmującej prawa człowieka i przekazywanie jej do publicznej wiadomości,
- odpowiedzialność za prawa człowieka uwzględniona w kompetencjach przynajmniej jednego członka zarządu,
- monitorowanie realizacji celów polityki dotyczącej praw człowieka i zapobieganie nieprawidłowościom,
- szkolenie pracowników w dziedzinie praw człowieka.

Komitet Polityki FTSE4Good uznał, że standardy łańcucha dostaw są coraz większym problemem, dlatego zajął się ich nadzorowaniem i wprowadzeniem konkretnych wytycznych. Stworzono proces, który obejmuje trzy obszary oceny: produktów sprzedawanych

przez spółkę; krajów, z których pochodzą surowce; ujawnienia przychodów na tych rynkach. Ponadto spółki muszą dostarczać sprawozdanie z polityki i zarządzania zgodnego ze standardami łańcucha dostaw FTSE.

Kolejnym kryterium jest zwalczanie przekupstwa. W celu ujawnienia najbardziej ryzykownych spółek wyróżnia się następujące kryteria: sektor, kraj i umowy publiczne. Najbardziej ryzykowne branże to: producenci ropy i gazu, sprzętu elektronicznego, firmy farmaceutyczne, hotelarskie. Państwa najbardziej narażone na przekupstwo to te, które zostały ocenione poniżej 4 przez Transparency International Corruption Perception Index albo negatywnie przez World Bank Governance Indicator. Szczegółnej ocenie podlega zaangażowanie firm w kontrakty rządowe i zamówienia publiczne.

Kryterium zmian klimatycznych dotyczy wszystkich spółek, które są największymi emitentami gazów cieplarnianych. Podzielono sektory na te, które mają duży i średni wpływ na zmiany klimatu, a następnie przydzielono im konkretne kryteria. Przykładowe kryteria dla największych emitentów są następujące:

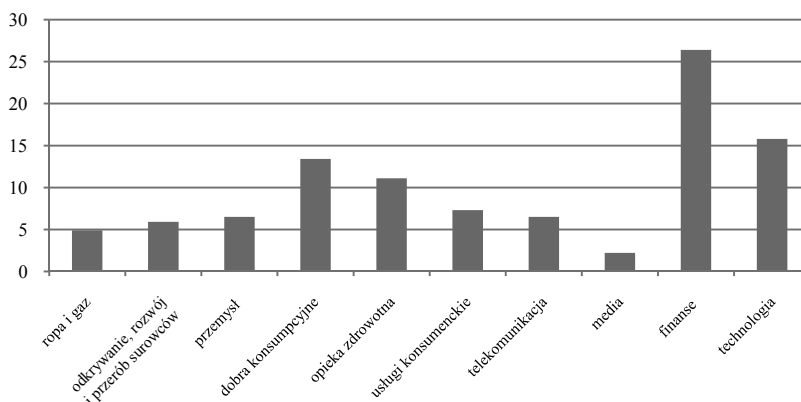
- długoterminowe cele strategiczne dotyczące znaczącej redukcji emisji gazów cieplarnianych,
- publiczne ujawnianie wielkości emisji CO₂ oraz podawanie norm,
- redukcja stężenia węgla w ciągu ostatnich dwóch lat o minimum 5% (FTSE4Good Index Series Inclusion Criteria).

Indeksy FTSE4Good są aktualizowane co pół roku, we wrześniu i marcu, przez Komitet Polityki FTSE4Good. Różne mechanizmy wykorzystuje się w celu dotarcia do najbardziej aktualnych i wiarygodnych danych, np. kontrolę sprawozdań rocznych, badanie stron internetowych firm i innych ogólnodostępnych materiałów. Firma może się nie zakwalifikować do włączenia FTSE4Good w momencie, gdy odpowiednie informacje nie zostaną udostępnione lub gdy działania wskazują na brak odpowiedzialności korporacyjnej (www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/EIRIS.jsp, dostęp 28.05.2012).

FTSE4Good co kwartał publikuje raport, w którym zamieszcza wyniki spółek spełniających globalnie uznane standardy odpowiedzialności, prezentuje nowych członków indeksu oraz tych, którzy zostali usunięci.

W rankingu znajdują się przedsiębiorstwa o dużej kapitalizacji rynkowej i odpowiedzialne społecznie. Na kapitalizację rynkową spółki wpływa bezpośrednio kurs jej akcji. Podstawowym czynnikiem decydującym o włączeniu spółki do indeksu FTSE4Good jest spełnianie wymienionych kryteriów, a następnie spółki są rangowane pod względem wartości rynkowej.

Zestawienie przedsiębiorstw pogrupowanych w branże w skali światowej tworzy Indeks FTSE4Good Global (rysunek 2). Globalny Indeks w największym stopniu jest reprezentowany przez branżę finansową (26,4%), która w każdym składowym indeksie stanowi największy udział, co wynika z łatwiejszego spełnienia wymogów ochrony środowiska przez ten typ działalności. Branża technologii (15,8%) uplasowała się na drugim miejscu, głównie dzięki dużemu udziałowi spółek z tej branży w Indeksie FTSE4Good USA. Natomiast trzecia branża najczęściej reprezentowana to branża dóbr konsumpcyjnych (13,4%) (www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/EIRIS.jsp, dostęp 28.05.2012).



Rysunek 2. Struktura branżowa Indeksu FTSE4Good Global

Źródło: www.ftse.com/Research_and_Publications/2012Downloads/FTSE4Good_Report_03_12.pdf (dostęp 9.06.2012).

FTSE4Good tworzy dodatkowo zestawienie państw biorących udział w indeksie oraz odsetek przedsiębiorstw z poszczególnych krajów. W czołówce są Stany Zjednoczone (39,5%), Wielka Brytania (14,7%) oraz Japonia (8,6%). Następnie występują Szwajcaria i Francja, a w dalszej kolejności Australia, Niemcy, Kanada i inni.

Z każdego Indeksu tworzy się listę przedsiębiorstw o największej kapitalizacji rynkowej, która może pomóc inwestorom w podejmowaniu decyzji społecznie odpowiedzialnych. Największymi przedsiębiorstwami społecznie odpowiedzialnymi ze względu na kapitalizację rynkową w Indeksie FTSE4Good Global są: Apple, Microsoft, Nestle, AT&T, Procter & Gamble, Johnson & Johnson, Wells Fargo & Company, Coca-Cola, HSBC Hldgs, Google. Większość przedsiębiorstw z indeksu globalnego należy równolegle do największych w Indeksie USA. Nestle to lider rankingu europejskiego, natomiast Bank HSBC ma największą wartość kapitalizacji rynkowej w Indeksie FTSE4Good Wielka Brytania.

3. RESPECT Index spółek giełdowych w Polsce

Odpowiednikiem FTSE4Good w Polsce jest RESPECT Index. Nazwa RESPECT Index jest akronimem wyrazów, które wskazują na charakter indeksu, a mianowicie: **R**esponsibility (odpowiedzialność), **E**cology (ekologia), **S**ustainability (zrównoważony), **P**articipation (uczestnictwo), **E**nvironment (środowisko), **C**ommunity (społeczeństwo), **T**ransparency (przejrzystość).

Analiza spółek pod kątem społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju jest przeprowadzana w trzech etapach. Pierwsze dwa przeprowadza się bez uczestnictwa spółek, analizy dokonuje się na podstawie informacji ogólnodostępnych. Trzeci etap ma charakter badań bezpośrednich w spółkach giełdowych i wymaga weryfikacji danych (www.odpowiedzialni.gpw.pl, dostęp 27.04.2009). Szczegółowe badania obejmują:

- 1) badanie płynności;
- 2) ocenę ładu korporacyjnego, systemu informacyjnego i relacji z inwestorami;

3) analizę działań spółki adresowanych do interesariuszy, czyli:

- strategię i zarządzanie organizacją,
- czynniki środowiskowe,
- politykę pracowniczą i relacje z pracownikami,
- rynek i klientów.

Pierwszy w Polsce indeks spółek publicznych odpowiedzialnych społecznie opublikowano 19 listopada 2009 r. na GPW w Warszawie. W badaniu RESPECT Index udział wzięło 119 spółek giełdowych, które były oceniane w kontekście komunikacji, zrównoważonego rozwoju i ładu korporacyjnego. Badania przeprowadzono za pomocą ankiety z 45 pytaniami dotyczącymi m.in. zarządzania, regulowania zobowiązań, traktowania pracowników i klientów, ochrony środowiska, działalności społecznej oraz polityki działalności społecznej. Pytania i kryteria oceny oparto na międzynarodowym standardzie GRI, z uwzględnieniem polskich uwarunkowań. Zakres pytań i tym samym odpowiedzi dotyczył zagadnień możliwych do zweryfikowania na podstawie dokumentów. W zależności od istotności zagadnienia zostały nadane wagi, którym przypisano od 1 do 3 punktów. Każda ocena była zweryfikowana na podstawie dokumentów, co prowadziło zarówno do odjęcia, jak i dodania punktów. Na podstawie uzyskanych punktów podzielono spółki na dziesięć klas ratingowych, z których najwyższa RESPECT AAA przysługiwała za minimum 95% punktów oraz RESPECT D – najniższa ocena za mniej niż 45% punktów (tabela 3).

Tabela 3

Ranking spółek giełdowych wchodzących w skład RESPECT Index na GPW w Warszawie w 2009 roku

Nazwa spółki	Ocena ratingowa	Nazwa spółki	Ocena ratingowa	Nazwa spółki	Ocena ratingowa
1	2	3	4	5	6
Apator	A	PZ Cormay	BBB	Towarzystwo Finansowe Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych	B
Bank BPH	A	Qumak-Sekom	BBB	Wandalex	B
Bank Handlowy w Warszawie	A	Suwary	BBB	WIKANA, dawniej Masters	B
Barlinek i Barlinek Inwestycje	A	TUP	BBB	Zakład Budowy Maszyn ZREMB – Chojnice	B
Elektrobudowa	A	Action	BB	Zakłady Urządzeń Komputerowych ELZAB	B
Grupa Chemiczna Ciech	A	Atrem	BB	Alma Market	CCC
Grupa LOTOS	A	BUDVAR Centrum	BB	BBI Zeneris NFI	CCC
Grupa Żywiec	A	Centrozap	BB	BEST	CCC
ING Bank Śląski	A	Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka	BB	Bipromet	CCC
KGHM Polska Miedź	A	Gino Rosi	BB	Boryszew	CCC
Mondi Świecie	A	Hutmen	BB	Erbud	CCC
PKN ORLEN	A	Infovide-Matrix	BB	Fota	CCC
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo	A	K2 Internet	BB	Grupa Kapitałowa Redan	CCC
Telekomunikacja Polska	A	Kompap	BB	INTERFERIE	CCC

1	2	3	4	5	6
Zakłady Azotowe w Tarnowie – Mościce	A	Kredyt Bank	BB	Invar & Biuro System	CCC
Zakłady Magnezytowe ROPCZYCE	A	Makarony Polskie	BB	IZNS Iława	CCC
B3System	BBB	Mirbud	BB	Korporacja Gospodarcza „Efekt”	CCC
Bank Millennium	BBB	Novitus	BB	M.W. Trade	CCC
Bank Ochrony Środowiska	BBB	Odlewnie Polskie	BB	MAKRUM	CCC
Bank Zachodni WBK	BBB	Pani Teresa Medica	BB	Mewa	CCC
BRE Bank	BBB	POL-MOT Warfama	BB	Novita	CCC
Budimex	BBB	Przedsiębiorstwo Hydrauliki Silowej HYDROTOR	BB	Pamapol	CCC
Budopol-Wrocław	BBB	Quantum software	BB	Protektor	CCC
Comarch	BBB	Sonel	BB	Stalprofil	CCC
Comp Safe Support	BBB	TRION	BB	ZETKAMA	CCC
Dom Maklerski IDM	BBB	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja	BB	Bumech	CC
Elektrotim	BBB	Asseco Poland	B	Cersanit	CC
ES-System	BBB	Cyfrowy Polsat	B	Drozapol-Profil	CC
Ferrum	BBB	DREWEX	B	Echo Investment	CC
Hydrobudowa Polska	BBB	DROP	B	Energopol-Południe	CC
Intersport Polska	BBB	Energomontaż-Północ	B	Globe Trade Center	CC
Macrologic	BBB	Eurotel	B	Internet Group	CC
Mediatel	BBB	Impexmetal	B	Izolacja – Jarocin	CC
Mennica Polska	BBB	Indykpol	B	Krakchemia	CC
Nepentes	BBB	Nordea Bank Polska	B	Muza	CC
Netia	BBB	Opono.pl	B	Skyline Investment	CC
PBG	BBB	P.A.NOVA	B	Stalexport Autostrady	CC
PEKAES	BBB	PROCAD	B	Capital Partners	C
Polska Grupa Farmaceutyczna	BBB	Radpol	B	Stromm	C
		Selena FM	B		

* W poszczególnych grupach ratingowych spółki zostały ułożone w kolejności alfabetycznej.

Źródło: ocena ekspercka GPW oraz partnerów: Kulczyk Investments, Deloitte i „Forbes” 2010.

W skład RESPECT Index weszły spółki, które otrzymały powyżej 75% punktów. Rewizja indeksu i ewentualna zmiana pozycji jest możliwa również w trakcie roku, jeżeli zmieni się ocena spółki. Aktualizacja składu spółek notowanych w indeksie RESPECT odbywa się w odstępach półrocznych.

W kolejnych latach nie dokonano oceny i przydziału do klas ratingowych, a jedynie publikowano skład RESPECT Index. Spółki, które odpowiedzą na szczegółowe pytania zawarte w ankiecie i przejdą pozytywną weryfikację (przeprowadza ją firma Deloitte), są rangowane według największej wartości rynkowej pakietu. Oznacza to, że spółka, która spełnia wymogi RESPECT Index, znajduje się w portfelu tego indeksu, natomiast miejsce zależy od wartości rynkowej pakietu akcji. W zależności od zmian cen akcji zmienia się pozycja spółki w rankingu (tabela 4).

Tabela 4

Skład RESPECT Index na dzień 11 czerwca 2012 i 24 kwietnia 2013 roku

Lp.	Spółka	Udział w portfelu (%) (11 czerwca 2012)	Lp.	Spółka	Udział w portfelu (%) (24 kwietnia 201)
1	KGHM	12,15	1	PGNIG	11,44
2	PZU	10,15	2	PKN ORLEN	10,74
3	PKN ORLEN	9,79	3	PZU	10,57
4	TP SA	9,77	4	PGE	9,79
5	PGNIG	9,47	5	KGHM	8,29
6	PGE	9,11	6	BOGDANKA	6,98
7	BOGDANKA	7,70	7	TP SA	6,11
8	ING BSK	4,91	8	JSW	5,74
9	HANDLOWY	4,81	9	HANDLOWY	5,54
10	NETIA	4,47	10	ING BSK	5,13
11	AZOTY TARNÓW	3,41	11	LOTOS	4,11
12	LOTOS	2,94	12	MILLENIUM	3,52
13	MILLENIUM	2,77	13	AZOTY TARNÓW	3,32
14	BUDIMEX	1,39	14	NETIA	2,67
15	KREDYT BANK	1,38	15	BUDIMEX	1,36
16	APATOR	1,27	16	APATOR	1,28
17	KOGENERA	1,10	17	ELBUDOWA	1,08
18	CIECH	1,07	18	PELION	0,92
19	ELBUDOWA	0,88	19	KOGENERA	0,73
20	BANK BPH	0,67	20	BANK BPH	0,68
21	IDM SA	0,66			
22	PBG	0,13			

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.gpw.pl (dostęp 11.06.2012 i 24.04.2013).

Zmieniają się uczestnicy RESPECT Index, wchodzi nowe spółki, a równocześnie inne odchodzą. Na przykład Kredyt Bank został wykluczony z obrotu po połączeniu się z BZ WBK.

Analizując stopy zwrotu w badanym okresie, można zauważyć tendencję wzrostową wszystkich indeksów. Stopa zwrotu z indeksu RESPECT jest średnio od 2 do 5% wyższa niż indeksu WIG20. Spółki te są identyfikowane jako bezpieczniejsze, ale równocześnie są to liderzy w swoich branżach i trudno jednoznacznie stwierdzić, że jest to efekt przyjęcia standardów społecznej odpowiedzialności. W okresie negatywnych danych makroekonomicznych ich stopy zwrotu ulegają znacznej przecenie i przyjmują wartość ujemną. Jednak około 58% inwestorów instytucjonalnych pozytywnie ocenia wpływ odpowiedzialności społecznej na wyniki finansowe spółek giełdowych.

Jak wynika z tabeli 4, w RESPECT Index na wysokiej pozycji znajdują się duże polskie firmy, a wśród nich znaczące miejsce zajmują spółki z udziałem Skarbu Państwa. Ich wysoka pozycja wynika z przyjętej i realizowanej polityki ochrony środowiska, bezpieczeństwa pracy, a także z faktu, że należą do największych pracodawców, inwestują w nowoczesne technologie i są największymi sponsorami. Spółki Skarbu Państwa ponoszą główny ciężar kosztów społecznych, wspierając finansowo badania, naukę, sport, kulturę i działalność charytatywną.

Podsumowanie

Indeksy zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności pełnią nie tylko funkcję benchmarkingu, lecz także są źródłem informacji dla inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych i emerytalnych). Spółki ocenia się pod kątem realizowania strategii przeciwdziałania zmianom klimatycznym, zużyciu energii, zarządzania zasobami ludzkimi, jakości relacji z inwestorami, klientami itd. Kryteria są mierzalne, dlatego mogą służyć do oceny potencjalnego ryzyka inwestycji.

Z analizy indeksów wynika, że koniunktura gospodarcza silniej wpływa na notowania spółek niż zasady odpowiedzialnego biznesu. Można stwierdzić, że przed kryzysem gospodarczym nie uchronią działania zgodne ze zrównoważonym rozwojem i odpowiedzialnością społeczną. Jednakże w okresie bessy indeksy zrównoważonego rozwoju straciły mniej niż pozostałe. W warunkach rozwoju gospodarczego indeksy zrównoważonego rozwoju DJSI wykazują wyższą stopę zwrotu, co wynika z większego zaufania do spółek odpowiedzialnych społecznie. A zatem przedstawiona hipoteza została zweryfikowana pozytywnie, przestrzeganie zasad zrównoważonego rozwoju wpływa korzystnie na wartość spółek giełdowych. Przedsiębiorstwa najwyżej oceniane mają świadomość rangi zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności, dlatego poprzez upublicznianie informacji w tym zakresie wykorzystują te działania do budowania swojego wizerunku.

Literatura

- Copeland T., Koller T., Murrvin J. (1997), *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa.
- FTSE4Good Index Series Inclusion Criteria, www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/Downloads/F4G_Criteria.pdf
- Ghoshal S. (2005), *Bad management theories are destroying good management practices*, „Academy of Management Learning and Education” no. 1, cyt. za: *Odpowiedzialność biznesu. Teoria i praktyka* (2009), red. N.C. Smith, G. Lenssen, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- Vermaelen T. (2009), *Czy maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy to obowiązek etyczny?*, w: *Odpowiedzialność biznesu. Teoria i praktyka* (2009), red. N.C. Smith, G. Lenssen, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- www.djindexes.com
- www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series
- www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/EIRIS.jsp
- www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp
- www.ftse.com/Research_and_Publications/2012Downloads/FTSE4Good_Report_03_12.pdf
- www.gpw.pl
- www.odpowiedzialni.gpw.pl
- www.sam-group.com
- www.sustainability-indexes.com

INDEXES OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT IN MANAGEMENT VALUE OF LISTED COMPANIES

Abstract: The idea of corporate social responsibility realization, leads to sustainable development. The essence of sustainable development is achieving the objectives of economic, environmental and social. In accordance with the principles of sustainable development, the company should take into account the goals of all stakeholders.

Theory of maximize value for stakeholders has become a paradigm of modern business management. The paper aims to analyze the indicators of sustainable development in the capital market. The research is focused on quotations of listed companies by indexes: Dow Jones Sustainability, the FTSE4Good Index and the RESPECT Index.

Keywords: sustainable development, corporate social responsibility, efficiency, index

Translated by Jadwiga Adamczyk