

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 401

**Ekonomia**

Redaktorzy naukowi  
Jerzy Sokołowski  
Grażyna Węgrzyn  
Magdalena Rękas



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2015

Redakcja wydawnicza: Agnieszka Flasińska, Elżbieta Kozuchowska

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2015

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-533-9**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	11
<b>Łukasz Arendt:</b> Zmiana technologiczna faworyzująca wysokie kwalifikacje czy polaryzacja polskiego rynku pracy – zarys problemu.....	13
<b>Agnieszka Barczak:</b> Wykorzystanie wybranych metod ilościowych w analizie pasażerskiego ruchu lotniczego w Polsce.....	26
<b>Ryszard Barczyk:</b> Rola polityki pieniężnej w stabilizowaniu gospodarki polskiej w latach 2000-2014.....	36
<b>Tomasz Bernat:</b> Przedsiębiorczość studentów a dodatkowe aktywności pozauczelniane.....	48
<b>Przemysław Borkowski:</b> Applicability of reference based appraisals in assessment of real sector investment projects.....	58
<b>Przemysław Borkowski:</b> A framework for risk analysis in infrastructure projects.....	69
<b>Agnieszka Bretyn:</b> Młodzi konsumenci wobec szarej strefy w Polsce.....	83
<b>Sławomir Czetwertyński:</b> Ekonomia kopiowania a korzyści społeczne.....	93
<b>Karolina Drela:</b> Rynek pracy i biedni pracujący.....	104
<b>Małgorzata Barbara Fronczek:</b> Handel produktami ICT – Polska na tle świata.....	114
<b>Aleksandra Grabowska-Powaga:</b> Kapitał społeczny w przedsiębiorstwach rodzinnych.....	126
<b>Artur Grabowski:</b> Ordoliberalna kategoria własności a współczesne oblicze sektora niemieckich przedsiębiorstw piłkarskich.....	134
<b>Alina Grynia:</b> Innowacyjność krajów bałtyckich: potencjał i bariery.....	144
<b>Anna Horodecka:</b> The concept of human nature as a driving force for changes in economics exemplified by feminist and neoclassical economics.....	155
<b>Michał Jurek:</b> The role of banks in performance of the real sector in selected EU member states.....	166
<b>Grażyna Karmowska:</b> Zastosowanie metod taksonomicznych do oceny zróżnicowania poziomu życia w krajach postsocjalistycznych Europy.....	176
<b>Magdalena Knapińska:</b> Efektywność polityki rynku pracy – aspekty teoretyczne i praktyczne.....	187
<b>Andrzej Koza:</b> Sytuacja na rynku pracy osób niepełnosprawnych i jej wpływ na gospodarkę finansową państwowego funduszu rehabilitacji osób niepełnosprawnych.....	198
<b>Jakub Kraciuk:</b> Paradygmat <i>homo oeconomicus</i> w aspekcie rozwoju ekonomii heterodoksyjnej.....	211
<b>Anna Krzysztofek:</b> Rozważania o pojęciu odpowiedzialności.....	220
<b>Wojciech Leoński:</b> Wolontariat pracowniczy jako jedno z narzędzi CSR.....	233

<b>Agnieszka Łopatka:</b> Poziom i przyczyny różnicowania wynagrodzeń w Polsce .....	243
<b>Iwona Maciejczyk-Bujnowicz:</b> Changes in capital flows in process of integration of the European Union – selected aspects .....	253
<b>Marta Maier:</b> Starzejące się społeczeństwo jako wyzwanie dla polityki społecznej i rodzinnej .....	267
<b>Agnieszka Malkowska:</b> Ocena rozwoju obszaru przygranicznego na przykładzie województwa zachodniopomorskiego .....	275
<b>Paweł Marszałek:</b> Selected processes influencing contemporary banking systems .....	285
<b>Danuta Miłaszewicz:</b> Kompetencje społeczne polskich i litewskich studentów – analiza porównawcza .....	296
<b>Dorota Milek, Karolina Kapusta:</b> Competitiveness of the regions in the context of smart specialization (on the example of Świętokrzyskie) .....	306
<b>Rafał Nagaj:</b> Dochody a skłonność do działań altruistycznych wśród studentów w Polsce .....	317
<b>Mariusz Nyk:</b> Niedoskonałość rynku pracy w kontekście funkcjonowania związków zawodowych .....	327
<b>Magdalena Olczyk:</b> Konkurencyjność w literaturze ekonomicznej – analiza bibliometryczna .....	338
<b>Monika Pasternak-Malicka:</b> Płaca minimalna jako narzędzie ograniczające pracę nierejestrowaną .....	349
<b>Barbara Pawłowska:</b> W kierunku zrównoważonego rozwoju – przegląd efektów działań w Polsce .....	362
<b>Renata Pęciak:</b> Geneza podejścia regulacyjnego we francuskiej teorii ekonomicznej .....	373
<b>Adriana Politaj:</b> Pracodawcy z otwartego rynku pracy i ich rola w przeciwdziałaniu bezrobociu osób niepełnosprawnych .....	383
<b>Joanna Prystrom:</b> Innowacyjność a konkurencyjność gospodarki Luksemburga .....	399
<b>Małgorzata Raczkowska:</b> Kwestia gender w ekonomii .....	412
<b>Magdalena Ratalewska:</b> Uwarunkowania rozwoju sektorów kreatywnych ..	421
<b>Hanna Soroka-Potrzebna:</b> Regionalne zróżnicowanie sektora MŚP .....	431
<b>Małgorzata Sosińska-Wit, Karolina Gałązka:</b> Wpływ współpracy z sektorem B+R na innowacyjność MŚP na podstawie badań ankietowych .....	440
<b>Joanna Sychała:</b> Ocena cech morfologicznych wahań cyklicznych w Polsce w latach 2001-2013 .....	452
<b>Joanna Stawska:</b> Oddziaływanie decyzji władz monetarnych i fiskalnych ( <i>policy mix</i> ) na funkcjonowanie przedsiębiorstw w Polsce .....	462
<b>Piotr Szukdlarek:</b> Zaufanie jako komponent kapitału społecznego .....	472
<b>Jarosław Szostak:</b> Economic content of the category of value .....	483

<b>Andrzej Szuwarzyński:</b> Ocena wpływu polityki zdrowotnej na jakość życia starzejącego się społeczeństwa w krajach UE.....	493
<b>Arkadiusz Świadek, Barbara Czerniachowicz:</b> Aktywność innowacyjna systemów przemysłowych a koniunktura gospodarcza na przykładzie województwa dolnośląskiego .....	503
<b>Michał Świtłyk, Artur Wilczyński:</b> Zastosowanie indeksu Malmquista do badania zmian efektywności uczelni publicznych .....	514
<b>Dariusz Tłoczyński:</b> Rola państwa w kształtowaniu konkurencji na polskim rynku transportu lotniczego .....	525
<b>Roman Tylżanowski:</b> Zewnętrzne źródła finansowania procesów transferu technologii w przedsiębiorstwach przemysłowych wysokiej techniki w Polsce.....	535
<b>Grażyna Węgrzyn:</b> Zasoby ludzkie w Unii Europejskiej – szanse i zagrożenia .....	545
<b>Danuta Witczak-Roszkowska, Karolina Okła:</b> Skłonność studentów województwa świętokrzyskiego do zagranicznych emigracji zarobkowych.....	555
<b>Katarzyna Włodarczyk:</b> Pokolenie 50+ w Polsce – podejrzani o wykluczenie?.....	566
<b>Agnieszka Wojewódzka-Wiewiórska:</b> Partycypacja mieszkańców w tworzeniu strategii rozwoju gminy jako przejaw kapitału społecznego na obszarach wiejskich.....	577
<b>Jarosław Wolkonowski:</b> Przyczyny i struktura emigracji obywateli Polski po akcesji do UE.....	587
<b>Jacek Wychowanek:</b> Tradycja w aspekcie budowania konkurencyjności małego przedsiębiorstwa .....	601
<b>Urszula Zagóra-Jonszta:</b> Adam Smith o własności.....	614
<b>Magdalena Zalewska-Turzyńska:</b> Communicating CSR – the Lasswell’s model approach.....	623
<b>Ewa Zeman-Miszewska, Maciej Miszewski:</b> Ład gospodarczy i porządek gospodarczy – potrzeba i szanse zmian .....	631
<b>Mariusz Zieliński:</b> Wpływ realizacji koncepcji CSR na wycenę spółek akcyjnych.....	642

## Summaries

<b>Łukasz Arendt:</b> Skill-biased technical change or polarisation of the Polish labour market – remarks.....	13
<b>Agnieszka Barczak:</b> Application of selected quantitative methods in the analysis of passenger air traffic in Poland.....	26
<b>Ryszard Barczyk:</b> The role of monetary policy in the stabilization of the Polish economy in the years 2000-2014 .....	36

<b>Tomasz Bernat:</b> Entrepreneurship of students vs. additional non-university activities.....	48
<b>Przemysław Borkowski:</b> Aplikacja metody referencyjnej oceny projektów inwestycyjnych w sferze realnej.....	58
<b>Przemysław Borkowski:</b> Metoda analizy ryzyka w inwestycjach infrastrukturalnych.....	69
<b>Agnieszka Bretyn:</b> Young consumers towards the shadow economy in Poland.....	83
<b>Sławomir Czetwertyński:</b> Economics of copying vs. social benefits.....	93
<b>Karolina Drela:</b> Labor market and working poor.....	104
<b>Małgorzata Barbara Fronczek:</b> Trade in ICT goods – Poland in comparison to the world.....	114
<b>Aleksandra Grabowska-Powaga:</b> Social capital in family business.....	126
<b>Artur Grabowski:</b> Ordoliberal category of a property and a modern aspect of a sector of German soccer enterprises.....	134
<b>Alina Grynia:</b> Innovation of the Baltic countries: potentials and barriers.....	144
<b>Anna Horodecka:</b> Koncepcja natury ludzkiej jako siła napędowa zmian w ekonomii na przykładzie koncepcji człowieka w ekonomii feministycznej i neoklasycznej.....	155
<b>Michał Jurek:</b> Znaczenie banków dla funkcjonowania sektora realnego w wybranych krajach UE.....	166
<b>Grażyna Karmowska:</b> Taxonomic methods to evaluate the variation in the standards of living in the countries of post-socialist Europe.....	176
<b>Magdalena Knapieńska:</b> Effectiveness of labor market policy – theoretical and practical aspects.....	187
<b>Andrzej Koza:</b> Situation of persons with disabilities on the labor market and its impact on the financial situation of the State Fund for Rehabilitation of the Disabled Persons.....	198
<b>Jakub Kraciuk:</b> <i>Homo economicus</i> paradigm in terms of development of heterodox economics.....	211
<b>Anna Krzysztofek:</b> Reflections about the notion of responsibility.....	220
<b>Wojciech Leoński:</b> Corporate volunteering as an instrument of CSR.....	233
<b>Agnieszka Łopatka:</b> Level and reasons for differences of salaries in Poland.....	243
<b>Iwona Maciejczyk-Bujnowicz:</b> Zmiany w przepływach kapitału w procesie integracji Unii Europejskiej – wybrane aspekty.....	253
<b>Marta Maier:</b> Ageing society as a challenge for social and family policy.....	267
<b>Agnieszka Malkowska:</b> Assessment of the development of a border area using Zachodniopomorskie Voivodeship as an example.....	275
<b>Paweł Marszałek:</b> Wybrane procesy wpływające na współczesne systemy bankowe.....	285
<b>Danuta Miłaszewicz:</b> Social competence of Polish and Lithuanian students – comparative analysis.....	296

<b>Dorota Milek, Karolina Kapusta:</b> Konkurencyjność regionów w kontekście inteligentnej specjalizacji (na przykładzie Świętokrzyskiego) .....	306
<b>Rafał Nagaj:</b> Incomes and willingness of students to perform altruistic actions .....	317
<b>Mariusz Nyk:</b> Imperfections of the labor market in the context of the functioning of trade unions .....	327
<b>Magdalena Olczyk:</b> Competitiveness in economic literature – bibliometric analysis .....	338
<b>Monika Pasternak-Malicka:</b> Minimum wage as a tool used to reduce the labor market grey area .....	349
<b>Barbara Pawłowska:</b> Towards sustainable development – review of effects of actions in Poland.....	362
<b>Renata Pęciak:</b> The origin of the regulation approach in the French economic theory.....	373
<b>Adriana Politaj:</b> Employers from the open labor market and their role in the counteracting of unemployment among persons with disabilities .....	383
<b>Joanna Prystrom:</b> Innovativeness vs. competitiveness of Luxembourg economy.....	399
<b>Małgorzata Raczkowska:</b> The issue of gender in economics .....	412
<b>Magdalena Ratalewska:</b> Determinants of the development of creative industries.....	421
<b>Hanna Soroka-Potrzebna:</b> Regional diversity of SME sector .....	431
<b>Małgorzata Sosińska-Wit, Karolina Gałązka:</b> Effect of cooperation with R&D sector on SME's innovation based on survey .....	440
<b>Joanna Spychała:</b> Evaluation of morphological characteristics of cyclical fluctuations in Poland in 2001-2013 .....	452
<b>Joanna Stawska:</b> The impact of the monetary and fiscal authorities (policy mix) on the functioning of enterprises in Poland .....	462
<b>Piotr Szkudlarek:</b> Trust as a component of social capital .....	472
<b>Jarosław Szostak:</b> Ekonomiczna treść kategorii wartości .....	483
<b>Andrzej Szuwarzyński:</b> Assessment of the health policy impact on the quality of life of ageing population in the European Union countries .....	493
<b>Arkadiusz Świadek, Barbara Czerniachowicz:</b> Innovation activity in regional industrial systems vs. economic cycle on the example of the Dolnośląskie Voivodeship .....	503
<b>Michał Świtlyk, Artur Wilczyński:</b> Application of Malmquist index to examine changes in the efficiency of public universities .....	514
<b>Dariusz Tłoczyński:</b> The role of state in shaping the competition in the Polish air transport market .....	525
<b>Roman Tylżanowski:</b> External sources of funding of technology transfer in high-tech manufacturing sector in Poland.....	535

---

<b>Grażyna Węgrzyn:</b> Human resources in the European Union – opportunities and threats .....	545
<b>Danuta Witczak-Roszkowska, Karolina Okła:</b> Disposition to financial emigration among the students of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	555
<b>Katarzyna Włodarczyk:</b> Generation 50+ in Poland – suspected of exclusion?.....	566
<b>Agnieszka Wojewódzka-Wiewiórska:</b> Participation of inhabitants in building commune development strategy as a manifestation of social capital in rural areas .....	577
<b>Jarosław Wolkonowski:</b> Causes and structure of emigration of Polish citizens after the accession to the European Union .....	587
<b>Jacek Wychowanek:</b> Tradition in the aspect of building the competitiveness of a small-sized enterprise.....	601
<b>Urszula Zagóra-Jonszta:</b> Adam Smith about ownership .....	614
<b>Magdalena Zalewska-Turzyńska:</b> Model komunikacji CSR w świetle podejścia H. Lasswella .....	623
<b>Ewa Zeman-Miszewska, Maciej Miszewski:</b> Economic governance and economic order – need and opportunities of changes .....	631
<b>Mariusz Zieliński:</b> The impact of CSR concept on the valuation of stock companies .....	642



**Mariusz Zieliński**

Politechnika Śląska

e-mail: mariusz.zielinski@polsl.pl

---

## WPLYW REALIZACJI KONCEPCJI CSR NA WYCENĘ SPÓŁEK AKCYJNYCH

---

## THE IMPACT OF CSR CONCEPT ON THE VALUATION OF STOCK COMPANIES

---

DOI: 10.15611/pn.2015.401.59

**Streszczenie:** Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu coraz częściej znajduje zainteresowanie wśród teoretyków i praktyków. Przedsiębiorstwa realizujące zasady społecznej odpowiedzialności biznesu powinny być lepiej postrzegane przez otoczenie gospodarcze. Ponieważ ich działania są bardziej przewidywalne, możemy spodziewać się ich wyższej wyceny. Celem artykułu jest stwierdzenie, czy podjęcie działań w zakresie CSR przez polskie spółki notowane na GPW w Warszawie przekłada się na ich wycenę. Część teoretyczna artykułu odnosi się do akcjonariuszy jako wewnętrznych interesariuszy w koncepcji CSR. Część praktyczna zawiera analizę kształtowania się podstawowych wskaźników giełdowych spółek deklarujących działania w zakresie CSR w porównaniu z innymi spółkami w przekroju sektorowym. W większości sektorów spółki należące do indeksu RESPECT (realizujące koncepcję CSR) osiągały wyższe wyceny niż pozostałe spółki.

**Słowa kluczowe:** GPW, indeks RESPECT, wycena przedsiębiorstwa, odpowiedzialny biznes.

**Summary:** The concept of Corporate Social Responsibility more and more often arouses interest among theoreticians and practitioners. Companies implementing the concept of Corporate Social Responsibility should be better seen by the economic environment. Because their actions are more predictable we can expect their higher valuation. This article aims to determine whether to take action in CSR by Polish companies listed on the WSE, reflected in their valuation. The theoretical part of the article refers to shareholders as internal stakeholders in CSR. The practical part contains an analysis of the main stock market indicators of companies declaring their CSR activities compared to other companies across sectors. In most sectors, the companies belonging to the RESPECT index (implementing CSR) have reached a higher valuation than other companies.

**Keywords:** WSE, RESPECT index, valuation of the company, responsible business.

## 1. Wstęp

Przedsiębiorstwa wprowadzające zasady społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR – *Corporate Social Responsibility*) starają się uzyskać dzięki temu przewagę konkurencyjną, a co z tym związane, podnieść swoją wycenę rynkową. Zakładają one, że realizacja wartości zgodnych ze społeczną odpowiedzialnością biznesu, polegająca na uwzględnieniu w podejmowanych decyzjach oczekiwań szeroko rozumianych interesariuszy przedsiębiorstwa, jest postawą oczekiwaną przez klientów i społeczeństwo [Malara, Kroik 2012, s. 13].

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy podjęcie działań w zakresie CSR przez polskie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie przekłada się na poziom ich notowań. Hipotezą artykułu jest twierdzenie, że przedsiębiorstwa podejmujące działania w ramach CSR osiągają wyższe wyceny rynkowe. Weryfikacja powyższej hipotezy opiera się na analizie poziomu podstawowych wskaźników giełdowych, tj. proporcji ceny do zysku (C/Z) i proporcji ceny do wartości księgowej (C/WK) cechujących spółki należące do indeksu RESPECT (spółki deklarujące działania w zakresie CSR i w większości publikujące raporty społecznej odpowiedzialności biznesu) w porównaniu ze spółkami spoza tego indeksu. Porównań dokonano w ujęciu sektorowym, na podstawie notowań z 31 marca 2015 (końca pierwszego kwartału).

## 2. Koncepcja CSR w odniesieniu do inwestorów

Przedsiębiorstwo może wykorzystać koncepcję społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) jako element swojej strategii, skupiając się na optymalnym wykorzystaniu zasobów. Dobre relacje przedsiębiorstwa z szeroko rozumianym otoczeniem powinny przełożyć się na: reputację, satysfakcję i lojalność klientów w stosunku do marki, zmniejszenie kosztów i ryzyka, poprawę pozycji konkurencyjnej i sukces rynkowy [van Marrewijk 2003, s. 101–102; Hsueh 2014, s. 216; Saeidi i in. 2015, s. 343–344]. Zgodnie z koncepcją CSR przedsiębiorstwo powinno uwzględniać w swoich działaniach oczekiwania interesariuszy, wpływ na środowisko przyrodnicze i ogólny dobrobyt społeczny (w tym sytuację na rynku pracy) [Griffin 1996, s. 146–148; Garriga, Melé 2004, s. 53; Jonek-Kowalska 2014, s. 125–129]. Interesariusze (osoby i instytucje zainteresowane powodzeniem funkcjonowania danego przedsiębiorstwa) są dzieleni na wewnętrznych (należą do nich właściciele i pracownicy) i zewnętrznych (należą do nich klienci, dostawcy, wierzyciele, społeczność lokalna, stowarzyszenia handlowe, instytucje publiczne, szkoły, uniwersytety itd.) [Rybak 2004, s. 43–50]. Inny podział wyróżnia interesariuszy pierwszego stopnia (powiązanych z przedsiębiorstwem umowami i porozumieniami) oraz interesariuszy drugiego stopnia (niepowiązanych prawnie, pośrednio oddziałujących na przedsiębiorstwo). Interesariusze pierwszego stopnia są niezbędni do prawidłowego funk-

cjonowania przedsiębiorstwa, wymienia się wśród nich: akcjonariuszy, pracowników, klientów dostawców, organy władzy różnych szczebli. Do interesariuszy drugiego stopnia należą: media, organizacje konsumenckie, ekologiczne itp. [Nakonieczna 2008, s. 32].

Co prawda, przedsiębiorstwo kierujące się zasadami CSR musi uwzględnić oczekiwania wszystkich interesariuszy, ponieważ jednak ich oczekiwania są odmienne, a często sprzeczne, przedsiębiorstwo powinno rozpocząć od zidentyfikowania głównych grup interesariuszy i ich oczekiwań i zbudowania hierarchii ich ważności. Z perspektywy ekonomicznej przedsiębiorstwo powinno w pierwszej kolejności uwzględniać oczekiwania interesariuszy ponoszących część ryzyka przedsiębiorstwa (ryzyko kapitałowe, pracownicze, finansowe, handlowe) i wnoszących do przedsiębiorstwa istotne zasoby [Jeżak 2010, s. 370–371; Rok 2012b, s. 424].

Bardzo istotną grupą dla przedsiębiorstwa działającego w formie spółki akcyjnej są inwestorzy (akcjonariusze), będący jednocześnie interesariuszami wewnętrznymi i interesariuszami pierwszego stopnia. Dla akcjonariuszy, będących współwłaścicielami przedsiębiorstwa, podstawową wielkością odzwierciedlającą efektywność działań zarządu są notowania akcji spółki na giełdzie, których poziom w dużym stopniu uzależniony jest od poziomu osiąganego zysku [Rybak 2004, s. 89]. W stosunku do akcjonariuszy (aktualnych i potencjalnych) przedsiębiorstwo powinno zapewnić: rzetelną i pełną informację o działaniach i sytuacji ekonomicznej, respektowanie praw pierwokupu oraz realizację składanych obietnic [Bartkowiak 2011, s. 26].

Korzyści wynikające z przestrzegania zasad CSR są trudno mierzalne i często rozłożone w czasie. W krótkim okresie, kiedy motywem podejmowania działań w zakresie CSR jest często poprawa wizerunku przedsiębiorstwa (budowa reputacji i marki odróżniającej się od konkurentów), brak pewności co do ich przełożenia na konkurencyjność i rentowność [Bartkowiak 2011, s. 19, 79, 81]. W długim okresie, o ile uda się zbudować reputację przedsiębiorstwa, można spodziewać się wyższej rentowności zaangażowanych zasobów, lepszej sytuacji finansowej i wyższej wyceny rynkowej [Garriga, Melé 2004, s. 64–65; Marcinkowska 2010, s. 7–8; Rok 2012a, s. 362–363].

Z jednej strony, większość badań międzynarodowych wskazuje, że wdrożenie zasad CSR w przedsiębiorstwie pozytywnie wpływa na jego wyniki finansowe [Garriga, Melé 2004, s. 53; Saeidi i in. 2015, s. 342–343]. Z drugiej zaś część badań wskazuje na neutralny lub nawet negatywny wpływ działań w zakresie CSR na wyniki finansowe przedsiębiorstwa działania te podejmującego [Karaye, Ishak, Che-Adam 2014, s. 529]. Wskazuje to, że samo podjęcie działań w zakresie CSR nie gwarantuje sukcesu przedsiębiorstwa. Działania muszą być jeszcze odpowiednio ukierunkowane (wydatki w ramach CSR muszą uwzględniać ich oddziaływanie na zachowania interesariuszy przedsiębiorstwa, ich postrzeganie przedsiębiorstwa, a także spodziewane efekty).

Dla spółek notowanych na giełdzie, które deklarują przestrzeganie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu, tworzone są osobne indeksy. Ich twórcy wyszli z założenia, że społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwa realizują bardziej przewidywalne strategie, inwestowanie w nie wiąże się więc z niższym ryzykiem. Jeśli tak postrzegane byłyby przedsiębiorstwa realizujące koncepcję CSR przez inwestorów giełdowych, uczestnictwo w indeksie spółek odpowiedzialnych społecznie powinno przynosić im korzyści w postaci relatywnie wyższych notowań i większego zainteresowania w przypadku dodatkowych emisji akcji. Przedsiębiorstwa takie mogłyby stać się wzorem dla innych, rozpowszechniając zasady zrównoważonego rozwoju. Pierwsze indeksy giełdowe obejmujące spółki odpowiedzialne społecznie stworzono pod koniec XX wieku [Nakonieczna 2008, s. 124–125]. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2009 roku pojawił się indeks RESPECT, grupujący takie właśnie spółki. Jednym z jego podstawowych celów jest promocja zasad CSR, głównie wśród spółek giełdowych, ale również przedsiębiorstw na giełdzie nienotowanych i w społeczeństwie [Płoszajski (red.) 2013, s. 9]. Istotnym narzędziem promocji działań zgodnych z zasadami CSR jest publikowanie przez spółki raportów społecznej odpowiedzialności biznesu. Publikacje takie pomagają przedsiębiorstwu monitorować postęp we wprowadzaniu zasad CSR wewnątrz przedsiębiorstwa, zwiększać wiarygodność i transparentność, a co z tym związane, poprawiać swój wizerunek w szeroko rozumianym otoczeniu [Koskela 2004, s. 295].

### 3. Poziom wyceny spółek deklarujących działania w zakresie CSR

Podjęcie przez spółki giełdowe działań w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu powinno przełożyć się na poziom ich notowań. Próbę odpowiedzi na pytanie, czy inwestorzy przy wycenie biorą pod uwagę aktywność spółek w zakresie CSR, podjęto na podstawie porównania notowań poszczególnych spółek. Jako spółki najaktywniejsze we wprowadzaniu zasad CSR przyjęto należące do indeksu RESPECT. Jako grupę kontrolną przyjęto spółki, które do powyższego indeksu nie należą. Porównań dokonano w podziale na sektory [www.gpw.pl/opisy\_indeksow]. W poszczególnych sektorach uwzględniono wszystkie spółki, których notowania znalazły się w zestawieniu z 31 marca 2015 roku (starano się uwzględnić możliwie najnowsze dane, dlatego wybrano ostatni dzień pierwszego kwartału bieżącego roku).

W tabeli 1 znalazło się zestawienie wskaźników cena do zysku ( $C/Z$ ) oraz cena do wartości księgowej ( $C/WK$ ) dla wszystkich spółek należących do indeksu RESPECT. Wskaźniki te przedstawiono w porównaniu ze średnimi arytmetycznymi powyższych wskaźników, wyliczonymi dla poszczególnych sektorów. Pozwoliło to na zbudowanie rankingu spółek według poziomu analizowanych wskaźników. W ośmiu na dwanaście wyodrębnionych sektorów liczba spółek, dla których obliczano średnią arytmetyczną wskaźnika  $C/Z$ , jest niższa od liczby spółek, dla któ-

rych obliczano średnią arytmetyczną wskaźnika C/WK. Jest to spowodowane faktem, że część spółek nie wykazywała w ostatnim okresie zysku, a zatem wskaźnik C/Z nie był obliczany. W średniej arytmetycznej nie uwzględniono także spółek, dla których wskaźnik C/Z był trzycyfrowy (radycznie podnosiły one średnią statystyczną, a wynikały głównie z bardzo niskiego poziomu wykazanego zysku przez pojedyncze spółki za ostatni rok). Po jednej takiej spółce pojawiło się w sektorach: chemicznym, elektromaszynowym, handlu hurtowego, metalowym i paliwowym.

**Tabela 1.** Podstawowe wskaźniki giełdowe dla spółek należących do indeksu RESPECT w ujęciu sektorowym

Sektor/spółka	Cena/zysk	Miejsce w rankingu C/Z	Cena/wartość księgową	Miejsce w rankingu C/WK
1	2	3	4	5
Banki – średnie wartości – liczba badanych spółek	16,2	15 spółek	1,34	15 spółek
Bank BPH	30,7	1	0,68	14
Bank BZ WBK	17,9	5	2,07	1
Bank Handlowy	14,9	9	1,91	4
Bank Millennium	12,4	12	1,40	8
ING Bank Śląski	17,2	7	1,70	5
Budownictwo – średnie wartości – liczba badanych spółek	22,1	23 spółki	1,25	28 spółek
Budimex	21,8	5	8,01	1
Elektrobudowa	18,4	8	1,48	6
Chemia – średnie wartości – liczba badanych spółek	16,5	7 spółek	2,13	8 spółek
Grupa Azoty	34,7	2	1,40	6
Elektromaszynowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	15,0	26 spółek	1,87	27 spółek
Apator	17,1	7	1,76	6
Energetyka – średnie wartości – liczba badanych spółek	10,2	7 spółek	0,78	7 spółek
Energa	10,5	4	1,21	2
Kogeneracja	17,7	1	0,70	4
PGE	10,7	3	0,87	3
Tauron	6,6	6	0,43	6
Handel hurtowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	10,6	21 spółek	1,12	22 spółki
Pelion	16,2	5	1,47	6
Metalowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	20,4	15 spółek	1,46	16 spółek
Rawlplug	18,4	7	0,72	13
Paliwowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	9,2	3 spółki	0,88	6 spółek
Lotos	-	-	0,61	5
PGNiG	11,5	2	1,08	2
PKN Orlen	-	-	1,35	1

1	2	3	4	5
Rynek kapitałowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	17,7	6 spółek	5,29	6 spółek
GPW	18,2	2	2,92	5
Surowcowy – średnie wartości – liczba badanych spółek	10,1	2 spółki	0,79	3 spółki
Bogdanka	10,4	1	1,13	1
JSW	-	-	0,29	3
KGHM	9,8	2	0,95	2
Telekomunikacja – średnie wartości – liczba badanych spółek	18,4	5 spółek	0,97	7 spółek
Orange	23,4	2	1,01	2
Ubezpieczenia – średnie wartości – liczba badanych spółek	11,9	2 spółki	2,06	2 spółki
PZU	14,3	1	3,21	1

Źródło: obliczenia na podstawie „Gazety Giełdowej Parkiet” z 1.04.2015, s. 13–14.

Przyjęto, że analiza wpływu podejmowania działań w zakresie CSR na notowania poszczególnych spółek zostanie uporządkowana według liczby spółek – reprezentantów w indeksie RESPECT. Najliczniej reprezentowany w tym indeksie jest sektor bankowy, do indeksu należy pięć z piętnastu notowanych na GPW banków. W przypadku wskaźnika C/Z jeden z banków należących do indeksu RESPECT osiągnął wyraźnie wyższy poziom od średniej dla sektora, dwa kolejne osiągnęły wskaźniki nieco wyższe, dwa ostatnie natomiast wskaźniki niższe od średniej dla sektora. W przypadku wskaźnika C/WK cztery banki należące do indeksu RESPECT osiągnęły poziom przekraczający średnią dla sektora. Trzeba zauważyć, że bank BPH, który zajął pierwsze miejsce w rankingu według wskaźnika C/Z, jednocześnie był czternasty w rankingu wskaźnika C/WK. Średnia arytmetyczna miejsc w rankingu banków deklarujących działania w zakresie CSR wyniosła odpowiednio 6,8 (wskaźnik C/Z) i 6,4 (wskaźnik C/WK) przy 15 spółkach w sektorze. Można na podstawie średniej miejsc w rankingu stwierdzić, że banki deklarujące aktywność w dziedzinie CSR są wyżej notowane od średniej dla branży, różnica w notowaniach jest jednak niewielka.

Drugi co do liczebności spółek w indeksie RESPECT jest sektor energetyczny. Ma on w indeksie czterech reprezentantów, przy siedmiu spółkach w sektorze objętych tabelą. Trzy na cztery spółki należące do indeksu RESPECT odnotowały wskaźniki C/Z nieco wyższe niż średnia dla sektora, jedna natomiast wyraźnie niższy. Sytuacja kształtowała się gorzej, jeśli chodzi o wskaźnik C/WK, gdzie po dwie spółki wykazały się wyższym i niższym wskaźnikiem niż średnia dla sektora. Średnia arytmetyczna miejsc analizowanych w tabeli spółek energetycznych wyniosła odpowiednio: 3,5 (C/Z) i 3,75 (wskaźnik C/WK) na siedem spółek w sektorze. Bazując na powyższym zestawieniu, można stwierdzić, że spółki energetyczne deklarujące aktywność w dziedzinie CSR są notowane na poziomie średniej dla sektora, a według rankingu zajmowanych miejsc nawet nieco niżej.

Po trzech reprezentantów w indeksie RESPECT mają sektor paliwowy i surowcowy. W przypadku sektora paliwowego dwie z trzech notowanych na GPW spółek nie wykazują w ostatnim okresie zysku, nie jest zatem dla nich wyliczony wskaźnik C/Z. Na trzy spółki wykazujące w sektorze zysk, spółka należąca do indeksu RESPECT ma środkowy poziom wskaźnika C/Z. Dwie z notowanych w indeksie RESPECT spółek osiągnęły wskaźnik C/WK powyżej średniej dla sektora, a jedna poniżej. Średnia arytmetyczna miejsc spółek paliwowych deklarujących realizację zasad CSR wyniosła dla wskaźnika C/WK 2,67 przy 6 spółkach w sektorze, czyli spółki te są notowane nieco powyżej poziomu średniej dla branży.

Na podstawie danych reprezentantów sektora surowcowego nie można wyciągać wniosków na temat wpływu zaangażowania w działania CSR na poziom notowań giełdowych, ponieważ są jedynymi spółkami w zestawieniu. Dwie duże spółki notowane na GPW, które mogłyby być użyte do porównań, są spółkami ukraińskimi, które z powodu perturbacji politycznych nie ogłosiły w ostatnim okresie sprawozdań finansowych, nie można zatem obliczyć dla nich aktualnych wskaźników C/Z i C/WK. W przypadku spółek surowcowych można zauważyć wyraźny związek między zyskowością działalności a poziomem notowań (jedyną spółkę przynoszącą straty charakteryzuje kilkukrotnie niższy wskaźnik C/WK od spółek przynoszących zysk).

Dwóch reprezentantów w indeksie RESPECT ma sektor budowlany. Obie spółki co prawda osiągnęły wskaźniki C/Z niższe od średniej dla sektora, ale jest to skutkiem znacznego zawyżenia średniej przez dwie spółki nienależące do indeksu RESPECT, które osiągnęły wskaźnik C/Z powyżej 85 (w obliczaniu średniego wskaźnika C/Z nie uwzględniano jedynie spółek, których wskaźnik był trzycyfrowy). Potwierdzeniem relatywnie dobrej pozycji spółek budowlanych należących do indeksu RESPECT na tle sektora są ich miejsca w rankingu według wskaźnika C/Z (odpowiednio 5 i 8 na 23 rentowne spółki). Wskaźnik C/WK w przypadku obu spółek przekracza średnią, przy czym w przypadku jednej z nich kilkukrotnie (co świadczyć może o relatywnie niskim poziomie majątku spółki). W rankingu według poziomu wskaźnika C/WK spółki te zajęły miejsca odpowiednio pierwsze i szóste. Biorąc pod uwagę powyższe wyniki, można stwierdzić, że w przypadku sektora budowlanego spółki należące do indeksu RESPECT są wyraźnie wyżej notowane od średniej dla sektora.

Pozostałe sektory w indeksie RESPECT są reprezentowane przez pojedyncze spółki. Wyraźnie wyższe wyceny z perspektywy analizowanych wskaźników giełdowych (powyżej średniej i miejsca w pierwszej połowie rankingów) w swoich sektorach osiągnęły:

- Pelion (handel hurtowy), miejsca w rankingu 5 na 21 (C/Z) i 6 na 22 (C/WK),
- Orange (telekomunikacja), miejsca w rankingu 2 na 5 (C/Z) i 2 na 7 (C/WK),
- PZU (ubezpieczenia), miejsca pierwsze w obu rankingach na dwie spółki notowane w sektorze,

- Apator (elektromaszynowy) co prawda uzyskał niższy od średniej w sektorze wskaźnik C/WK, ale daje on mu 6 miejsce na 27 spółek, w przypadku wskaźnika C/Z zajął 7 miejsce na 26 spółek.  
Na poziomach zbliżonych do średniej w swoich sektorach notowane były:
- Grupa Azoty (chemia), wyższy od średniej w sektorze wskaźnik C/Z i niższy wskaźnik C/WK, miejsca w rankingu 2 na 7 spółek (C/Z) i 6 na 8 spółek (C/WK),
- GPW (rynek kapitałowy), wyższy od średniej w sektorze wskaźnik C/Z i niższy wskaźnik C/WK, miejsca w rankingu 2 na 6 spółek (C/Z) i 5 na 6 spółek (C/WK).

W przypadku spółki Rawłplug (sektor metalowy) jej notowania są niższe od średniej dla sektora w przypadku obu wskaźników – miejsca w rankingu 7 na 15 spółek (C/Z) i 13 na 16 spółek (C/WK).

Podsumowując, na 11 sektorów wyodrębnionych w ramach indeksu RESPECT, dla których można było znaleźć grupę kontrolną:

- W siedmiu sektorach wystąpiły wyższe notowania spółek należących do indeksu RESPECT, przy czym cztery z nich to pojedyncze spółki, w tym jedna mająca tylko jednego konkurenta w sektorze. Wśród trzech sektorów reprezentowanych przez dwie i więcej spółek, w dwóch przypadkach różnica na korzyść spółek z indeksu RESPECT jest niewielka.
- W dwóch sektorach notowania spółek należących do indeksu RESPECT są podobne do grupy kontrolnej.
- W dwóch sektorach notowania spółek należących do indeksu RESPECT są nieco niższe niż w grupie kontrolnej.

#### 4. Zakończenie

Przedsiębiorstwa realizujące koncepcję CSR oczekują, że działania w tym zakresie przyczynią się do lepszego wykorzystania zasobów pozostających w ich gestii, pozwolą także na poprawę ich wizerunku, co powinno przełożyć się na poprawę pozycji konkurencyjnej i wzrost wartości rynkowej. Porównanie podstawowych wskaźników giełdowych (C/Z i C/WK) uzyskiwanych przez spółki należące do indeksu RESPECT z odpowiednimi konkurentami w ujęciu sektorowym nie daje możliwości jednoznacznie pozytywnego zweryfikowania hipotezy, że przedsiębiorstwa podejmujące działania w ramach CSR osiągają wyższe wyceny rynkowe.

Za hipotezą przemawia fakt, że w siedmiu sektorach na jedenaście, dla których można było znaleźć grupę kontrolną, wystąpiły wyższe notowania spółek należących do indeksu RESPECT. Wymowę tego zestawienia osłabia fakt, że różnice na korzyść spółek deklarujących działania w zakresie CSR były niewielkie, a w czterech z tych sektorów reprezentantami w indeksie RESPECT były pojedyncze spółki. Trzeba dodać, że w dwóch z analizowanych sektorów nie dostrzeżono różnic w wycenach spółek deklarujących działania w ramach CSR i spółek nieskładają-



cych takich deklaracji, a w dwóch kolejnych sektorach spółki należące do indeksu RESPECT uzyskały notowania niższe od grupy kontrolnej.

Podsumowując, spółki należące do indeksu RESPECT na GPW w Warszawie osiągają w większości lepsze wyceny niż ich konkurenci w sektorze, różnica w wycenach jest jednak niewielka, co wskazuje, że podejmowanie działań w zakresie CSR nie należy do najistotniejszych elementów wyceny przedsiębiorstwa w oczach inwestorów.

## Literatura

- Bartkowiak G., 2011, *Spoleczna odpowiedzialność biznesu w aspekcie teoretycznym i empirycznym*, Difin, Warszawa.
- Garriga E., Melé D., 2004, *Corporate Social Responsibility theories: mapping the territory*, Journal of Business Ethics, no. 53, s. 51–71.
- Griffin R.W., 1996, *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWN, Warszawa.
- Hsueh C.F., 2014, *Improving corporate social responsibility in a supply chain through a new revenue sharing contract*, International Journal Production Economics, no. 151, s. 214–222.
- Jeżak J., 2010, *Ład korporacyjny – główne perspektywy poznawcze oraz próba ich syntezy*, [w:] *Osiągnięcia i perspektywy nauk o zarządzaniu*, red. S. Lachiewicz, B. Nogalski, Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Jonek-Kowalska I., 2014, *Risk management in the hard coal mining industry: Social and environmental aspects of collieries' liquidation*, Resources Policy, no. 41, s. 124–134.
- Karaye Y.I., Ishak Z., Che-Adam N., 2014, *The mediating effect of stakeholder influence capacity on the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, no. 164, s. 528–534.
- Koskela M., 2004, *Occupational health and safety in corporate social responsibility reports*, Safety Science, no. 68, s. 294–308.
- Malara Z., Kroik J., 2012, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa – konstytuowanie koncepcji w perspektywie strategicznej*, Organizacja i Kierowanie, nr 1, s. 11–22.
- Marcinkowska M., 2010, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, Przegląd Organizacji, nr 10, s. 7–10.
- van Marrewijk M., 2003, *Concept and definitions of CSR and Corporate Sustainability: between agency and communion*, Journal of Business Ethics, no. 44, s. 95–105.
- Nakonieczna J., 2008, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa.
- Płoszajski P. (red.), 2013, *Strategie społecznej odpowiedzialności polskich spółek giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Rok B., 2012a, *Podstawy odpowiedzialnej konkurencyjności*, [w:] *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, PWN, Warszawa.
- Rok B., 2012b, *Spoleczna odpowiedzialność biznesu*, [w:] *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, PWN, Warszawa.
- Rybak M., 2004, *Etyka menedżera – społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.
- Saeidi S.P., Sofian S., Saeidi P., Saeidi S.P., Saeidi S.A., 2015, *How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction*, Journal of Business Research, no. 68, s. 341–350.
- [www.gpw.pl/opisy\\_indeksow](http://www.gpw.pl/opisy_indeksow).