

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz
zrównoważonego rozwoju.
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Magorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach:
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
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 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-592-6

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
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Jacek Adamek: Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
Agnieszka Alińska: Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
Kamil Borowski: Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
Grażyna Borys: Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
Krystyna Brzozowska: Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
Dorota Burzyńska: Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
Michał Buszko, Dorota Krupa: Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak: Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
Zuzanna Czekaj: Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
Ewa Dziawgo: Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
Leszek Dziawgo: Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

Joanna Fila: Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko: Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
Juliusz Giżyński: Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
Agata Ibron: Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
Bogna Janik: Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices	177
Klaudia Jarno: Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
Dariusz Klimek: Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing	199
Magdalena Kogut-Jaworska: Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland	208
Jan Koleśnik: Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization	222
Dorota Korenik: Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
Jolanta Korkosz-Gębska: Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
Katarzyna Kowalska: Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
Danuta Król: Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management in the process of sustainable development.....	261
Dorota Krupa: Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level	270

Iwona Lubimow-Burzyńska: Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research	280
Piotr P. Malecki: Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland	288
Katarzyna Mamcarz: Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model	309
Katarzyna Olejniczak: Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach	320
Jarosław Pawłowski: Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
Dariusz Piotrowski: Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt	338
Piotr Podsiadło: Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems	348
Tomasz Potocki: Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko: Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals	373
Dominik Sadlakowski: Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
Beata Sadowska: Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development	393
Małgorzata Solarz: Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
Michał Soliwoda: Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

Joanna Stawska: Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances	426
Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak: Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
Paulina Szyja: Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government	447
Magdalena Ślebocka: Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing	464
Jerzy Węclawski: Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
Stanisław Wieteska: Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture	482
Aneta Wszelaki: Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks.....	494
Justyna Zabawa: Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy	503
Agnieszka Żołądkiewicz: Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship	513

Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowego dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek

Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
e-mails: dawid.szutowski@ue.poznan.pl; piotr.ratajczak@ue.poznan.pl

EMISJA KOMUNIKATÓW O DZIAŁANIACH W ZAKRESIE SPOŁECZNEJ ODPOWIEDZIALNOŚCI A WARTOŚĆ DLA AKCJONARIUSZY

THE RELATION BETWEEN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ACTIVITIES' ANNOUNCEMENTS AND SHAREHOLDER VALUE

DOI: 10.15611/pn.2016.437.42

JEL Classification: G32, M14, Q56

Streszczenie: Celem opracowania jest ustalenie zależności występujących pomiędzy emisją komunikatów o działaniach społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa a wartością dla akcjonariuszy. Przedmiotem badania były ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągnęte przez rozpatrywane przedsiębiorstwa w wyniku emisji komunikatów dotyczących różnych typów działań społecznie odpowiedzialnych. Badanie przeprowadzone zostało na próbie 40 ogłoszeń wyemitowanych w latach 2010-2015 przez trzy przedsiębiorstwa notowane na londyńskiej giełdzie (London Stock Exchange): Reckitt Benckiser Group, LG Electronics, Electrocomponents. Przedsiębiorstwa te reprezentują kolejno bardzo wysoki, wysoki i średni poziom zaangażowania w działalność społecznie odpowiedzialną. Ustalono, iż występuje pozytywna zależność pomiędzy komunikatami o działaniach społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa a wartością dla akcjonariuszy, przy czym siła i kierunek zależności może się różnić ze względu na typ działania. Badania zapoczątkowane w opracowaniu pozwolą przedsiębiorstwom na świadome podejmowanie i komunikowanie tych rodzajów działań społecznie odpowiedzialnych, które najbardziej przyczyniają się do wzrostu wartości dla akcjonariuszy.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, CSR, zrównoważony rozwój, wartość przedsiębiorstwa.

Summary: The purpose of the study was to determine the relationships between the companies' announcements on corporate social responsibility and their shareholder value. The research relied on abnormal returns achieved by the firms as a result of the press releases concerning various types of social responsibility activities. The sample encompassed 40 press releases of the three companies listed on the London Stock Exchange (Reckitt Benckiser Group, LG Electronics, Electrocomponents) over the period of 2010-2015. These companies represented respectively very high, high and medium level of CSR involvement. A positive correlation between corporate social responsibility activities and shareholder value was

found, however the strength and direction of the relationship may vary depending on the type of activity. The research delivered in the study will enable managers to intentionally choose and communicate these types of social responsibility activities that contribute to the increase of shareholder value the most.

Keywords: corporate social responsibility, CSR, sustainable development, shareholder value.

1. Wstęp

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (CSR) odgrywa coraz większą rolę w procesie podejmowania decyzji przez zarządzających przedsiębiorstwami [Cochran 2007]. W literaturze przedmiotu przedstawiana jest argumentacja, iż zmieniające się warunki otoczenia sprawiają, że przedsiębiorstwa, które nie uwzględnią w swoich działaniach potrzeb wszystkich interesariuszy, będą doświadczać systematycznego spadku wartości rynkowej [Fattemi, Fooladi 2013; Porter, Kramer 2011].

Zgodnie z komunikatem Komisji Europejskiej [2011] CSR oznacza „odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo w celu maksymalizacji tworzenia wspólnych wartości dla ich właścicieli i pozostałych interesariuszy oraz społeczeństwa jako całości”. Uwypuklone w komunikacie powiązanie działalności społecznie odpowiedzialnej z wartością jest widoczne również w literaturze przedmiotu. Takie podejście jest zgodne z powszechnie uznanym celem działalności przedsiębiorstwa, jakim jest zwiększanie wartości dla jego właścicieli [Nowicki 2010].

Badania nad zależnością pomiędzy działalnością społecznie odpowiedzialną a rezultatami ekonomicznymi przedsiębiorstw, w tym wartością dla akcjonariuszy, są prowadzone od ponad 40 lat [Günther, Hoppe 2010]. Ich wyniki nie pozwalają jednak na przyjęcie jednoznacznych wniosków [McWilliams, Siegel 2000; Husted, Allen 2007].

Niejednoznaczność wyników badań nad zależnością pomiędzy działalnością społecznie odpowiedzialną a wartością dla akcjonariuszy może wynikać z zastosowania niewłaściwej próby badawczej, pominięcia istotnych zmiennych moderujących czy użycia nieodpowiednich mierników lub wskaźników odzwierciedlających zastosowane zmienne [Garcia-Castro i in. 2010]. Najistotniejszą przyczyną rozbieżności wyników może jednak być ogromna różnorodność działań społecznie odpowiedzialnych. Jednoznaczne rozstrzygnięcia naukowe w obszarze przedmiotowej zależności są mało prawdopodobne, jeżeli działalność społecznie odpowiedzialna wciąż będzie ujmowana w badaniach empirycznych jako zjawisko względnie jednorodne [Schreck 2011].

Celem opracowania jest ustalenie zależności pomiędzy emisją komunikatów o działaniach społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa a wartością dla akcjonariuszy. W przeprowadzonym badaniu uwzględniono różne typy działalności społecznie odpowiedzialnej jednocześnie, co odróżnia je od dotychczas prezentowanych badań w literaturze przedmiotu, w których działalność ta nie była w ogóle poddana podziałowi lub podlegała mu zgodnie z jedną typologią.

2. Model badawczy

Przedmiotem badania były ponadprzeciętne stopy zwrotu osiągnane przez rozpatrywane przedsiębiorstwa w wyniku emisji komunikatów dotyczących działań społecznie odpowiedzialnych. W wyniku przeprowadzonych studiów literaturowych wyróżniono grupę czterech zmiennych, odzwierciedlających różne typologie działań społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwo, istotnych z punkty widzenia ich wpływu na wartość dla akcjonariuszy:

- 1) obszar działania,
- 2) charakter działania,
- 3) kierunek działania,
- 4) ciągłość działania.

Zmienna pierwsza – obszar działania – odnosi się do terenu, w którym prowadzone są działania społecznie odpowiedzialne. Na podstawie rekomendacji Komisji Europejskiej [2011] wyodrębniono pięć obszarów: społeczny, środowiskowy, etyczny, związany z prawami człowieka oraz dbałością o konsumenta. Zmienna druga – charakter działania – została wprowadzona w celu określenia, czy działania społecznie odpowiedzialne są podejmowane, żeby zapobiec ewentualnym szkodliwym następstwom prowadzonej działalności, czy zostały wprowadzone już po wystąpieniu społecznie niepożądanych efektów, aby ograniczyć ich skutki. W pierwszym przypadku działania mają charakter proaktywny, a w drugim reaktywny [Torugsa i in. 2013]. Trzecią zmienną – kierunek działania – wprowadzono dla określenia beneficjentów prowadzonych działań społecznie odpowiedzialnych. Wyodrębniono beneficjentów wewnętrznych (m.in. pracownicy, zarząd) oraz zewnętrznych (m.in. dostawcy, odbiorcy, grupy aktywistów) [Brugha, Varvasovszky 2000]. Zmienna czwarta – ciągłość działania – została wprowadzona dla rozróżnienia działań krótkoterminowych i długoterminowych. W pierwszym przypadku wyodrębniono działania jednorazowe oraz takie, które trwają nie dłużej niż rok [Tang i in. 2012]; w drugim skoncentrowano się na działaniach, które angażują przedsiębiorstwo na dłużej niż jeden rok.

Dla lepszego rozpoznania badanego zjawiska, na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych, określono grupę pięciu najistotniejszych zmiennych modyfikujących przedmiotową zależność. Grupa ta obejmuje:

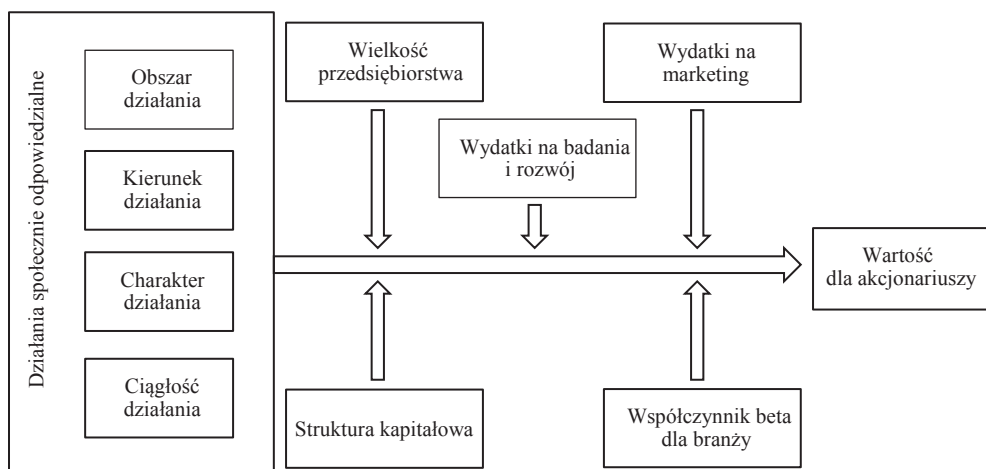
- 1) wielkość przedsiębiorstwa,
- 2) strukturę kapitałową przedsiębiorstwa,
- 3) wydatki na badania i rozwój,
- 4) wydatki na marketing,
- 5) współczynnik beta dla branży.

Wielkość przedsiębiorstwa została w badaniu odzwierciedlona przez jego rynkową kapitalizację w dniu ogłoszenia komunikatu dotyczącego działania społecznie odpowiedzialnego. Struktura kapitałowa przedsiębiorstwa została zoperacjonalizowana przez wskaźnik ogólnego zadłużenia przedsiębiorstwa równy stosunkowi kapitałów obcych przedsiębiorstwa do jego aktywów ogółem¹. Wskaźnik obliczany

¹ W badaniu uwzględniono wszystkie kapitały obce, zarówno oprocentowane, jak i nieoprocentowane.

był dla kwartału, w którym pojawiło się ogłoszenie dotyczące działania. Zmienna „wydatki na badania i rozwój” została odzwierciedlona w badaniu jako iloraz sumy wydatków na badania i rozwój (R&D) w danym roku i przychodów ze sprzedaży w tym samym okresie. Podobne podejście zastosowano w przypadku zmiennej „wydatki na marketing”, która wyrażona jest przez stosunek sumy wydatków na marketing do przychodów ze sprzedaży. Odniesienie do ryzyka prowadzenia działalności w danej branży zostało zawarte w piątej zmiennej – współczynnik beta dla branży. Współczynnik ten został obliczony na podstawie wahań wartości indeksów branżowych względem głównego indeksu giełdowego.

Schemat przedmiotowej zależności został syntetycznie zaprezentowany w formie graficznej na rys. 1.



Rys. 1. Zależności pomiędzy działaniami społecznie odpowiedzialnymi a wartością dla akcjonariuszy

Źródło: opracowanie własne.

W badaniu postawiono trzy pytania badawcze wynikające z zależności ukazanych na rys. 1, dotyczące ogółu działań społecznie odpowiedzialnych, poszczególnych ich typów oraz zmiennych moderujących:

1) pytanie 1: czy komunikowanie o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzi do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu?

2) pytanie 2: czy komunikowanie o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzi do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu o różnej wielkości w zależności od typu działań?

3) pytanie 3: czy komunikowanie o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzi do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu o różnej wielkości w zależności od wydatków na badania i rozwój, wydatków na marketing, wielkości przedsiębiorstwa, jego struktury kapitału oraz branży, w której funkcjonuje?

3. Metodyka badania

Zgodnie z założeniami efektywności rynku [Fama 1970] wartość dla akcjonariuszy ulega zmianie, kiedy do inwestorów docierają nowe informacje. W związku z powyższym w niniejszym badaniu analizie poddano efekty emisji ogłoszeń prasowych dotyczących podejmowanych działań społecznie odpowiedzialnych. Wykorzystano metodę analizy zdarzeń (*event study*), która pozwala określić występowanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu związanej z danym wydarzeniem, np. emisją ogłoszenia prasowego [McWilliams, Siegel 1997].

Wahania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy zostały zoperacjonalizowane poprzez ponadprzeciętne stopy zwrotu generowane w okresie okalającym pojawienie się ogłoszenia dotyczącego działania społecznie odpowiedzialnego podjętego przez przedsiębiorstwo. W badaniu wybrano siedem długości okresów (tzw. okien) okalających pojawienie się ogłoszenia.

Dzienne ponadprzeciętne stopy zwrotu obliczono jako różnicę pomiędzy faktycznie zrealizowaną stopą zwrotu oraz teoretyczną stopą zwrotu wyznaczoną na podstawie modelu ekonometrycznego [McWilliams, Siegel 1997]:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}),$$

gdzie: AR_{it} – ponadprzeciętna stopa zwrotu osiągnięta przez przedsiębiorstwo i w dniu t , R_{it} – logarytmiczna stopa zwrotu faktycznie zrealizowana przez przedsiębiorstwo i w dniu t , $E(R_{it})$ – teoretyczna logarytmiczna stopa zwrotu dla przedsiębiorstwa i w dniu t .

Teoretyczne stopy zwrotu obliczono na podstawie modelu rynkowego (*market model*), co stanowi standardową procedurę w badaniach wykorzystujących metodę analizy zdarzeń [McWilliams, Siegel 1997].

W dalszej kolejności dzienne ponadprzeciętne stopy zwrotu zostały skumulowane, zestandaryzowane i uśrednione. Obliczono wartości CAR (*cumulated abnormal returns*), ACAR (*averaged cumulated abnormal returns*), SCAR (*standardised cumulated abnormal returns*) i ASCAR (*averaged standardised cumulated abnormal returns*). Wykorzystano następujące formuły obliczeniowe:

$$CAR_{i(f,l)} = \sum_f^l AR_{it}$$

$$ACAR_{(f,l)} = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^N CAR_{i(f,l)}$$

$$SCAR_{i(f,l)} = \frac{CAR_{i(f,l)}}{\sigma_i}$$

$$ASCAR_{(f,l)} = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^N SCAR_{i(f,l)},$$

gdzie: f – pierwszy dzień w badanym oknie, l – ostatni dzień w badanym oknie, $CAR_{i(f,l)}$ – skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu dla firmy i w oknie o długości L (*length*) równej $l - f + 1$, $SCAR_{i(f,l)}$ – zestandaryzowana skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu dla firmy i w oknie o długości L , σ_i – odchylenie standardowe ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla firmy i , $ASCAR_{(f,l)}$ – uśredniona zestandaryzowana skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu, N – liczba obserwacji.

Rozkład wartości $SCAR_{i(f,l)}$ jest rozkładem t -studenta z $L - 2$ stopniami swobody. W niniejszym badaniu hipoteza zerowa o braku zależności pomiędzy ogłoszeniem informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych a wartością dla akcjonariuszy testowana będzie przy użyciu następującej statystyki:

$$J = \left(\frac{N \times (L - 4)}{L - 2} \right) \times ASCAR_{(f,l)}.$$

Statystyczna istotność ponadprzeciętnych zwrotów została przetestowana na poziomie istotności równym 0,05 oraz 0,1.

Następnie w celu analizy zebranych danych wykorzystano regresję liniową uwzględniającą wszystkie 9 badanych zmiennych. Trzy spośród nich (proaktywny charakter, kierunek, ciągłość) były binarne, natomiast zmienna „obszar działalności” miała pięć możliwych wariantów. Pozostałe zmienne miały charakter ciągły. Uwzględnienie w regresji zmiennej „obszar działalności” było możliwe dzięki utworzeniu czterech zmiennych binarnych oraz przyjęciu „społecznego obszaru działalności” jako kategorii referencyjnej. Pozwoliło to określić, jak wyniki uzyskane dla analizowanych kategorii różnią się od wyników kategorii referencyjnej [Górecki 2010].

Badanie przeprowadzone zostało na próbie 40 ogłoszeń wyemitowanych w latach 2010-2015 przez trzy przedsiębiorstwa notowane na londyńskiej giełdzie (London Stock Exchange): Reckitt Benckiser Group, LG Electronics, Electrocomponents. Firmy te reprezentują kolejno bardzo wysoki, wysoki i średni poziom zaangażowania w działalność społecznie odpowiedzialną wg rankingu *The Global 100 Most Sustainable Corporations*², zajmując odpowiednio pierwsze, środkowe i ostatnie miejsce w rankingu wśród spółek należących do London Stock Exchange³.

² Ranking *The Global 100 Most Sustainable Corporations* jest corocznym zestawieniem najbardziej odpowiedzialnych społecznie przedsiębiorstw na świecie, publikowanym od roku 2005 przez Corporate Knights Inc. z siedzibą w Toronto.

³ Biorąc pod uwagę fakt, że nie wszystkie spółki w rankingu były notowane na LSE, były to miejsca: 7, 51 i 96.

Stosowne dane obejmujące ogłoszenia dotyczące działań społecznie odpowiedzialnych prowadzonych przez przedsiębiorstwa zostały zebrane przy wykorzystaniu prasowej bazy danych – Factiva. Baza ta zapewnia dostęp do ponad 32 tys. źródeł informacji (m.in. gazet, czasopism, magazynów oraz transkryptów z radia i telewizji) obecnych na całym świecie.

4. Rezultaty poznawcze

Uzyskane wyniki dowodzą, iż ogłoszenia dotyczące działalności społecznie odpowiedzialnej pozwalają przedsiębiorstwom na generowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. W czterech spośród siedmiu badanych okien czasowych faktycznie zrealizowana stopa zwrotu przewyższała teoretyczną stopę zwrotu. Dalsza analiza pozwoliła wykazać, iż w trzech przypadkach wyniki były statystycznie istotne na poziomie istotności równym 0,05.

Badanie wskazuje, że średnia skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu osiągnięta w okresie 10 dni okalających wydarzenie jest pozytywna i wynosi 0,207%. Najwyższa wartość ACAR osiągnięta była w oknie o długości pięciu dni i równała się 0,218%. Obliczone wartości średnich skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu zawarto w tab. 1.

Wartości ACAR uzyskane dla całego badanego okresu obejmującego 10 dni okalających publikację ogłoszenia zaprezentowane zostały na rys. 2. Najwyższa wartość ACAR osiągana jest w piątym dniu następującym po publikacji ogłoszenia i wynosi 0,207%. Najwyższy wzrost średniej skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu ma miejsce w dniu poprzedzającym publikację ogłoszenia i wynosi 0,33%.

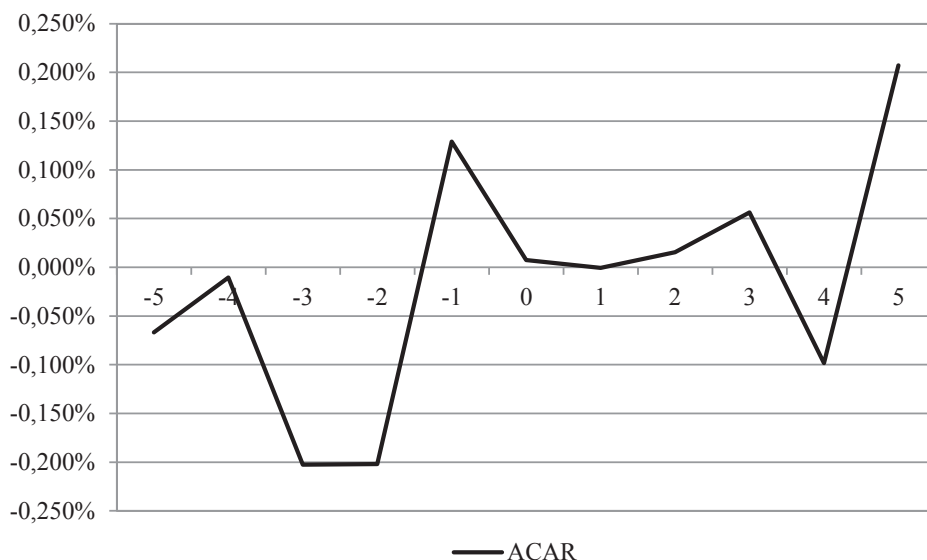
Dalszej analizie wyników posłużyła regresja liniowa. W regresji uwzględniono początkowo wszystkie badane zmienne. Skonstruowany w ten sposób model pozwolił na wyjaśnienie 38,58% wariancji średnich skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Wartość R^2 wyniosła 0,386; $F(11; 28) = 1,598$, $p = 0,153$. Badanie pozwoliło wykazać, iż zmienna „wielkość przedsiębiorstwa” jest istotna jedynie na poziomie istotności równym 0,896. Oznacza to, że w równaniu pojawiło się zbyt dużo regresorów, czego skutkiem była zbyt wysoka suma kwadratów reszt, a tym samym oszacowanie parametrów modelu miało mniejszą dokładność. Zgodnie z podejściem zakładającym ewolucję modeli od ogólnego do szczegółowego (*general-to-specific*) [Krolzig 2003], usunięto z równania regresji zmienną „wielkość przedsiębiorstwa”

Tabela 1. Średnie skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu w poszczególnych oknach czasowych

Okno	ACAR
0	-0,121%
+/- 1	0,201%*
+/- 2	0,218%*
+/- 5	0,207%*
0/+1	-0,129%
0/+2	-0,113%
0/+5	0,078%

* statystycznie istotne na poziomie istotności równym 0,05

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Wartości średniej skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu w okresie 10 dni okalających wydarzenie

Źródło: opracowanie własne.

i powtórzono obliczenia. Po wprowadzeniu tej modyfikacji model pozwolił na wyjaśnienie 38,54% wariancji ACAR. Wartość R^2 wyniosła 0,385; $F(10; 29) = 1,818$, $p = 0,101$. Jednocześnie poprawiła się dokładność oszacowania parametrów modelu. W przypadku zmiennych binarnych oraz zmiennej „obszar działalności” nie zawarto w tabeli kategorii referencyjnych. Uzyskane współczynniki, błędy standardowe, statystyka t oraz wartość p zostały przedstawione w tab. 2.

Spośród wszystkich badanych zmiennych jedna była istotna na poziomie istotności $p = 0,05$, a dwie kolejne na poziomie istotności $p = 0,1$. Ogłoszenie dotyczące działań związanych z dbałością o konsumenta generowały w okresie ± 5 dni ponadprzeciętne średnie skumulowane stopy zwrotu wyższe o 5,5% (współczynnik równy 0,055) niż te związane z działaniami w obszarze społecznym (kategoria referencyjna). W dalszej kolejności ustalono, iż zwiększenie udziału wydatków na badania i rozwój w przychodach powoduje ponad trzykrotne (współczynnik równy 3,634) zwiększenie średniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu osiąganego w związku z publikacją ogłoszeń dotyczących działalności społecznie odpowiedzialnej. W toku analizy ustalono ponadto, iż zwiększenie ryzyka (mierzonego współczynnikiem beta) dla branży, w której działa przedsiębiorstwo, oddziałuje niekorzystnie na średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu generowane przez ogłoszenia dotyczące działań społecznie odpowiedzialnych. Uzyskany współczynnik wyniósł $-0,338$. W przypad-

ku pozostałych badanych zmiennych, ze względu statystki związane z poziomem istotności, badanie nie potwierdziło teoretycznie występujących zależności.

Tabela 2. Współczynniki uzyskane w równaniu regresji

Wyszczególnienie	Współczynnik	Błąd standardowy	t Stat	Wartość p
Stała równania	0,401	0,287	1,399	0,172
Środowiskowy	0,031	0,022	1,392	0,175
Związany z prawami człowieka	0,020	0,014	1,412	0,169
Związany z dbałością o konsumenta	0,055	0,021	2,681	0,012
Proaktywny charakter	0,013	0,018	0,727	0,473
Kierunek działania (wewnętrzny)	0,025	0,027	0,938	0,356
Ciągłość działania (działania jednorazowe)	-0,012	0,013	-0,914	0,368
Struktura kapitału	-0,210	0,246	-0,853	0,401
Wydatki na R&D	3,634	1,795	2,024	0,052
Wydatki na marketing	-0,394	0,457	-0,861	0,396
Beta dla branży	-0,338	0,184	-1,835	0,077

Źródło: opracowanie własne.

5. Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonego w opracowaniu badania ustalono przede wszystkim, iż występuje pozytywna zależność pomiędzy emisją komunikatów o działaniach społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa a wartością dla akcjonariuszy.

W odpowiedzi na pierwsze ze szczegółowych pytań badawczych ustalono, że ujawnienie informacji o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzi do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Rezultaty te są zgodne z literaturą przedmiotu, w której zależność pomiędzy działalnością społecznie odpowiedzialną a rezultatami ekonomicznymi, w tym wartością przedsiębiorstwa, jest najczęściej pozytywna [Surroca i in. 2010].

W opracowaniu potwierdzono częściowo, że ujawnienie informacji o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzi do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu o różnej wielkości w zależności od typu działań. Wśród badanych typologii działań społecznie odpowiedzialnych zależność potwierdzono jedynie dla

typologii, w której kryterium podziału stanowił obszar działalności społecznie odpowiedzialnej. Ustalono, że działania związane z dbałością o konsumenta wiążą się z wyższymi stopami zwrotu aniżeli działania w obszarze ściśle społecznym.

Na trzecie pytanie badawcze, odnoszące się do ujawniania informacji o podjęciu działań społecznie odpowiedzialnych prowadzących do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu o różnej wielkości w zależności od wydatków na badania i rozwój, wydatków na marketing, wielkości przedsiębiorstwa, jego struktury kapitału oraz branży, w której funkcjonuje – uzyskano potwierdzenie w przypadku dwóch zmiennych, tj. wydatków na badania i rozwój oraz branży. Wyniki dotyczące wydatków na badania i rozwój są zgodne z większością pozycji w literaturze przedmiotu [Ratajczak, Szutowski 2014].

Choć wyniki badań pozwoliły jedynie częściowo odpowiedzieć na postawione pytania, to poszerzają wiedzę na temat zależności pomiędzy działalnością społecznie odpowiedzialną a wartością przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Przede wszystkim jednak stanowią przyczynek do dalszych analiz, wytaczając nowy kierunek ujmowania przedmiotowej zależności poprzez dekompozycję działań społecznie odpowiedzialnych według wielu typologii jednocześnie. Badania zapoczątkowane w opracowaniu mają także istotne implikacje dla praktyki gospodarczej, gdyż pozwolą przedsiębiorstwom w sposób świadomy wybierać te rodzaje działań społecznie odpowiedzialnych, które najbardziej przyczyniają się do wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Głównym ograniczeniem opracowania jest dobór próby badawczej – przedsiębiorstwa wybrane do badania okazały się ukierunkowane na wybrane działania społecznie odpowiedzialne, przez co istotność statystyczna niektórych zmiennych okazała się niewystarczająca. Przyszłe badania powinny opierać się na przedsiębiorstwach o większej różnorodności podejmowanych działań.

Literatura

- Brugha R., Varvasovszky Z., 2000, *Stakeholder Analysis: A Review*, Health Policy and Planning, vol. 15, no. 3, s. 239-246.
- Cochran P., 2007, *The Evolution of Corporate Social Responsibility*, Business Horizons, no. 50, s. 449-454.
- Fama E., 1970, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, vol. 25, no. 2, s. 383-417.
- Fattemi A., Fooladi I., 2013, *Sustainable Finance a New Paradigm*, Global Finance Journal, no. 24, s. 101-113.
- Garcia-Castro R., Arino M., Canela M., 2010, *Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity*, Journal of Business Ethics, no. 92, s. 107-126.
- Górecki B., 2010, *Ekonometria. Podstawy teorii i praktyki*, Key Text, Warsaw.
- Günther E., Hoppe H., 2010, *The Relation between Corporate Economic and Corporate Environmental Performance*, Dresdner Beiträge zur Lehre der Betrieblichen Umweltökonomie, no. 41.
- Husted B., Allen D., 2007, *Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Firms. Lessons from the Spanish Experience*, Long Range Planning, no. 40, s. 594-610.

- Komisja Europejska, 2011, *A Renewed EU Strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*, COM (2011) 681, Brussels.
- Krolzig H., 2003, *General-to-specific Model Selection Procedures for Structural Vector Autoregressions*, <http://www.nuffield.ox.ac.uk/economics/papers/2003/w15/hmk03a.pdf> (14.01.2016).
- McWilliams A., Siegel D., 1997, *Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues*, *Academy of Management Journal*, vol. 40, no. 3, s. 626-657.
- McWilliams A., Siegel D., 2000, *Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?*, *Strategic Management Journal*, no. 21, s. 603-609.
- Nowicki J., 2010, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.
- Porter M., Kramer M., 2011, *Creating Shared Value*, *Harvard Business Review*, January–February 2011.
- Ratajczak P., Szutowski D., 2014, *Exploring the Relationship between CSR and Innovation. Systematic Literature Study*, Working Papers, no. 4, <http://ue.poznan.pl/pl/universytet,c13/wydzialy,c18/wydzial-gospodarkimiedzynarodowej,c21/working-papers,c1046/working-paper-no4-2014,a24547.html> (14.01.2016).
- Schreck P., 2011, *Reviewing the Business Case for Corporate Social Responsibility: New Evidence and Analysis*, *Journal of Business Ethics*, no. 103, s. 167-188.
- Surroca J., Tribo J., Waddock S., 2010, *Corporate Responsibility and Financial Performance: the Role of Intangible Resources*, *Strategic Management Journal*, no. 31, s. 463-490.
- Tang Z., Hull C., Rothenberg S., 2012, *How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR-Financial Performance Relationship*, *Journal of Management Studies*, no. 49, s. 1274-1303.
- The Global 100 Most Sustainable Corporations*, 2015, <http://www.corporateknights.com/magazines/2015-global-100-issue/2015-global-100-results-14218559/> (16.12.2015).
- Torugsa N., O'Donohue W., Hecker R., 2013, *Proactive CSR an Empirical Analysis of the Role of its Economic, Social and Environmental Dimensions on the Association between Capabilities and Performance*, *Journal of Business Ethics*, vol. 115, s. 383-402.