



Rada programowa

Laszlo Csaba
Central European University, Węgry

Marian Gorynia
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Polska

Joze Gricar
University of Maribor, Słowenia

Wiesław M. Grudzewski
Polska Akademia Nauk, Polska

Waldemar Karwowski
University of Central Floryda, USA

Kazimierz Kuciński
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska

Elżbieta Mączyńska
Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Polska

D. Mario Nuti
Sapienza University of Rome, Włochy

Vitalija Rudzkiene
University of Vilno, Litwa

Roman Sobiecki
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska

Israel Spiegler
Tel-Aviv University, Izrael

Keijo Virtanen
University of Turku, Finlandia

Redaktor statystyczny

Zbigniew Strzelecki
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Redaktor naczelny

Andrzej Herman

Zespół redakcyjny

Alicja Kołodko
redaktor tematyczny, zastępca redaktora naczelnego

Ryszard Ginalski redaktor
Miroslaw Makowski opracowanie graficzne

Adres redakcji

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
budynek M, pok. 111
02-513 Warszawa
ul. Madalińskiego 6/8
tel./fax: (0-22) 564 92 36
redakcja@przedsiębiorstwo.waw.pl

Prenumerata

Nella Mamos-Sutkowska
tel./fax: (0-22) 564 92 36
e-mail: nmamos@sgh.waw.pl
www.przedsiębiorstwo.waw.pl

Dystrybucja

Ofcyna Wydawnicza
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
02-554 Warszawa; al. Niepodległości 164
tel. (0-22) 564 94 77; fax: (0-22) 564 86 86
www.wydawnictwo.waw.pl



Liczba punktów do oceny parametrycznej jednostek naukowych – 6.

Materiałów niezamówionych redakcja nie zwraca. Redakcja nie płaci honorariów. W tekstach publikowanych zastrzega sobie prawo do skrótów, zmian tytułów, adriastacji. Artykuły są zatwierdzone do publikacji po uzyskaniu pozytywnych recenzji.

Copyright by
Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie, Kolegium
Nauk o Przedsiębiorstwie

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy jest zabronione.

Nakład: do 3000 egzemplarzy

Druk i oprawa:
Agencja Reklamowo-
Wydawnicza
Arkadiusz Grzegorzczak
ww.grzeg.com.pl

Na okładce zmodyfikowane zdjęcie z kolekcji Digital Vision

Justyna Przychodzeń, Wojciech Przychodzeń

Zrównoważone przedsiębiorstwo a kreowanie wartości dla akcjonariuszy

Idea zrównoważonego rozwoju stała się kanonem dla całego świata biznesu. Każde przedsiębiorstwo powinno być w stanie wyselekcjonować te aspekty przepływającej „zrównoważonej fali”, które najlepiej współgrają z prowadzoną przez nie działalnością. Wszystkie decyzje powinny być podejmowane rozważnie i wiązać się z możliwością kreowania wartości dla interesariuszy.

Celem artykułu jest analiza wzajemnych relacji pomiędzy zrównoważonym rozwojem przedsiębiorstwa, a wybranymi aspektami związanymi z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy. Jest ona oparta na czterech następujących hipotezach:

Przedsiębiorstwa, które wbudowują koncepcję zrównoważonego rozwoju w strategię biznesową i proces podejmowania decyzji, osiągają wyższą niż przeciętna wycenę przez rynek kapitałowy.

Natężenie wahań cen akcji przedsiębiorstw zrównoważonych jest niższe niż średnia rynkowa.

Zrównoważone przedsiębiorstwa nie cechują się antycyklicznością w ramach zwykłego cyklu giełdowego.

Przedsiębiorstwa, które wbudowują koncepcję zrównoważonego rozwoju w strategię biznesową i proces podejmowania decyzji, charakteryzują się wyższą od przeciętnej odpornością na załamania giełdowe.

Weryfikacja sformułowanych powyżej hipotez pozwoli odpowiedzieć na pytanie, czy przedsiębiorstwa i akcjonariusze

odnoszą wymierne korzyści z wdrożenia koncepcji zrównoważonego przedsiębiorstwa (ZP), które znajdują odzwierciedlenie w wycenie akcji na rynku kapitałowym.

Przegląd literatury

Wiele prac badawczych empirycznie zilustrowało wzajemne relacje pomiędzy właściwymi z punktu widzenia otoczenia działaniami przedsiębiorstwa, a kreowaniem wartości dla akcjonariuszy. Istniejąca literatura jest jednak fragmentaryczna i wykazuje tendencję do skupiania się na wybranym aspekcie działalności przedsiębiorstwa (finansowym, społecznym lub środowiskowym), zamiast właściwej kombinacji zarządzania wszystkimi z nich jednocześnie.

Wzajemne relacje pomiędzy społeczną odpowiedzialnością biznesu i zyskownością przeanalizowali Margolis i Elfenbein⁸⁾. Autorzy ci stwierdzili, że istnieje bardzo mało dowodów na to, iż przedsięwzięcia zgodne ze społeczną odpowiedzialnością biznesu (CSR) mogą negatywnie oddziaływać na kondycję finansową przedsiębiorstwa. Jednakże zwrócili również uwagę na nikłą pozytywną korelację pomiędzy pożądanym społecznie „zachowaniem” organizacji a jej dobrymi rezultatami finansowymi. Może to być spowodowane odwrotną przyczynowością – długi okres wysokiej zyskowności powoduje większą zdolność firmy do różnych form prospołecznych przedsięwzięć. Inny aspekt CSR

– działania filantropijne przedsiębiorstw – i ich wpływ na wzrost sprzedaży, zostały przeanalizowane przez Barucha, Petrovitsa i Radhakrishana⁵). Stwierdzili oni, że akcje charytatywne są dodatnio powiązane z przyszłymi przychodami. Relacja powyższa jest statystycznie istotna i nie ma tutaj miejsca odwrotna przyczynowość. W całkowicie odmiennym tonie wypowiadają się w swoim artykule Boyle, Higgins i Rhee²). Stwierdzają oni, że działania w obszarze CSR mogą negatywnie wpływać na zyskowność. Z powyższym stwierdzeniem zgadzają się również Kahn, Lekander i Leimkuhler⁶) – według nich menedżerowie, którzy wykorzystują zasoby organizacji do celów prospołecznych, nakładają bezpośredni koszt na właścicieli. Odmiennie rezultaty omówionych powyżej studiów empirycznych doskonale ilustrują trudności związane z badaniem relacji pomiędzy CSR a wynikami finan-

sowymi. Najważniejsze przyczyny tych trudności są omówione w pracy Bénabou i Tirole’a¹²).

W przypadku środowiskowych aspektów zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa, to również mamy do czynienia w literaturze przedmiotu z dwoma, wzajemnie przeciwstawnymi nurtami. Pierwszy z nich wskazuje na pozytywną, a drugi na negatywną relację. Reinhardt⁹) jest jednym z autorów wpisujących się w pierwszy paradygmat. W swoich badaniach wskazuje na pozytywne oddziaływanie „zielonych” strategii biznesowych na pozycję konkurencyjną organizacji, głównie poprzez przyciąganie świadomych ekologicznie konsumentów. W podobnym tonie wypowiadają się również Majumdar i Marcus⁷) stwierdzając, że rozwój i wdrażanie prośrodowiskowych technologii wiąże się ze wzrostem produktywności i efektywności działań operacyjnych. Tak-

Tablica 1 Lista przedsiębiorstw spełniających kryteria zrównoważonego rozwoju

Nazwa firmy			
3M Co.	Costco Co.	International Bus. Machines	Prudential Financial
Abbott Laboratories	CSX Corp.	Interpublic Group	Raytheon Co.
Advanced Micro Devices	Cummins Inc.	Johnson & Johnson	Rockwell Collins
Air Products & Chemicals Inc.	Deere & Co.	Johnson Controls	Sherwin-Williams
Alcoa Inc.	Dover Corp.	Marriott Int’l.	Sigma-Aldrich
Assurant Inc.	Dow Chemical	Mattel Inc.	Southern Co.
Baker Hughes Inc.	DTE Energy Co.	McCormick & Co.	Stanley Black & Decker
Ball Corp.	Eastman Chemical	McDonald’s Corp.	Sysco Corp.
Baxter International Inc.	Eaton Corp.	McGraw-Hill	Target Corp.
Becton Dickinson	Ecolab Inc.	News Corporation	Textron Inc.
Bemis Company	Edison Int’l	NextEra Energy Resources	Tiffany & Co.
Best Buy Co. Inc.	Energy Corp.	NIKE Inc.	TJX Companies Inc.
Brown-Forman Corporation	Exxon Mobil Corp.	Norfolk Southern Corp.	United Technologies
CA, Inc.	General Dynamics	Omnicom Group	Unum Group
Caterpillar Inc.	General Electric	Pall Corp.	Wal-Mart Stores
Chubb Corp.	Goodyear Tire & Rubber	Parker-Hannifin	Walt Disney Co.
CMS Energy	Grainger (W.W.) Inc.	PepsiCo Inc.	Waste Management Inc.
Coca-Cola Enterprises	Hasbro Inc.	PG&E Corp.	Whirlpool Corp.
Computer Sciences Corp.	Honeywell Int’l Inc.	Pinnacle West Capital	Wisconsin Energy Corporation
Consolidated Edison	Hormel Foods Corp.	PPL Corp.	Xerox Corp.
Constellation Energy Group	Intel Corp.	Praxair Inc.	

Źródło: opracowanie własne.

że Yin i Schmeidler¹³⁾ dostarczają empirycznych dowodów na pozytywny wpływ wprowadzania standaryzacji ISO 14001 na zyskowność przedsiębiorstw w dłuższym okresie.

Z kolei Zaho¹⁴⁾ stwierdza, że „zielone” inwestycje stoją w zdecydowanej sprzeczności z maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy. Podbudowę powyższej tezy stanowią rezultaty przeprowadzonych przez autora badań empirycznych, z których wynika, że wprowadzenie systemu zarządzania środowiskiem ISO 14001 prowadzi do spadku zyskowności. Również Fisher-Vanden i Thorburn⁴⁾ dostarczają argumentów na poparcie tezy o negatywnym wpływie dobrowolnych, zorientowanych prośrodowiskowo działań przedsiębiorstwa na kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Sugerują oni, że firmy, które ogłosiły wdrażanie „zielonych” strategii, doświadczyły negatywnych, anormalnych stóp zwrotu z akcji na rynkach kapitałowych. Bazując na wynikach przytoczonych powyżej studiów empirycznych, nie można jednoznacznie określić kierunku wzajemnych powiązań pomiędzy prośrodowiskowymi działaniami przedsiębiorstw, a kreowaniem wartości dla akcjonariuszy.

Finansowe aspekty zrównoważonego przedsiębiorstwa są zdecydowanie najmniej zaawansowaną w literaturze przedmiotu koncepcją. Zrównoważone finanse są częstokroć interpretowane jako polityka finansowa zorientowana na potrzeby przyszłych pokoleń. Takie ujęcie nie mówi nic na temat zwiększania zysków i wartości dla akcjonariuszy w długim okresie, co jak wiemy jest głównym celem działalności przedsiębiorstwa. Aspekty finansowe zrównoważonego rozwoju firmy wymagają zatem wielowymiarowego podejścia. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w teorii lansowanej przez Soppe^{10,11)}, który zrównoważone finanse przedsiębiorstwa definiuje jako wprowadzenie polityki finansowej, dążącej do pomiaru opłaca-

ności wdrożenia koncepcji potrójnej linii przewodniej (*triple-bottom-line*), z punktu widzenia maksymalizacji wieloaspektowych funkcji preferencji interesariuszy.

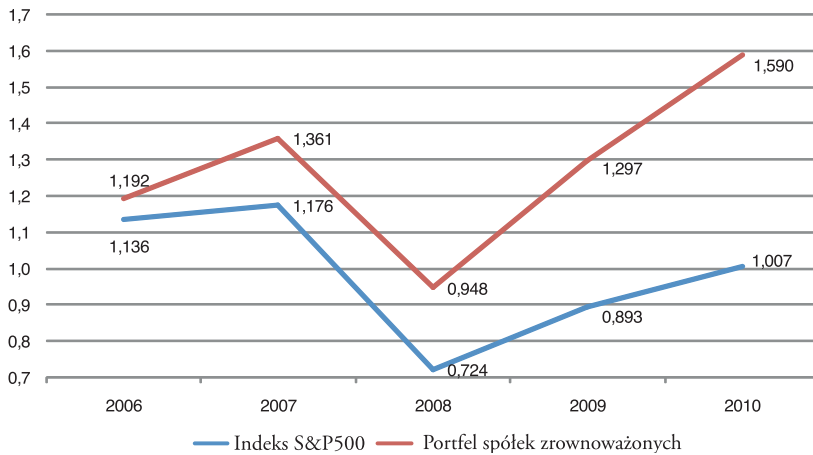
Niniejsze opracowanie prezentuje nowy sposób pomiaru zrównoważonego przedsiębiorstwa, które zarządza wszystkimi podstawowymi aspektami swojej działalności – finansowymi, społecznymi i środowiskowymi, w sposób zapewniający przetrwanie i finansową stabilizację w długim okresie.

Wybrane przedsiębiorstwa i opis próby

W celu wyselekcjonowania odpowiedniej próby badawczej posłużono się zbiorem przedsiębiorstw wchodzących w skład indeksu S&P 500. Podstawowym źródłem danych finansowych była elektroniczna baza Wharton Research Data Services (WRDS) gromadząca szczegółowe dane z bilansów, rachunków zysków i strat oraz rachunków przepływów pieniężnych większości przedsiębiorstw analizowanego zbioru. Brakujące informacje zostały uzupełnione z bazy Yahoo Finance, która posłużyła jako źródło uzupełniające. Dane o społecznych i prośrodowiskowych działaniach przedsiębiorstw zostały zgromadzone w drodze pogłębianej analizy informacji, zawartych na stronach internetowych poszczególnych spółek.

W pierwszej kolejności ograniczono zbiór do 464 firm, które prezentowały silną integrację prowadzonych prospołecznych aktywności ze swoją strategią biznesową i procesem podejmowania decyzji. Przedsiębiorstwa te publikują obszernie raporty z zakresu społecznej odpowiedzialności, oraz dokumentują szeroką gamę swoich prospołecznych działań nieprzerwanie od 2006 roku. Działania te, odpowiadające oczekiwaniom poszczególnych interesariuszy, musiały zostać także docenione i nagrodzone przez zewnętrzne instytucje i organizacje pozarządowe.

Rysunek 1 Skumulowany zwrot z inwestycji 1 USD w dniu 30 grudnia 2005 dla indeksu S&P 500 i portfela spółek zrównoważonych



Źródło: opracowanie własne.

W drugiej kolejności zawężono zbiór do 262 firm, wykluczając te, które nie wdrożyły proekologicznego systemu zarządzania w zakresie zaopatrzenia, produkcji, dystrybucji, marketingu, serwisu, badań i rozwoju, public relations lub infrastruktury. Powstała próba składała się z przedsiębiorstw, które począwszy od 2006 roku spełniały co najmniej trzy z następujących kryteriów:

- w zakresie raportowania: publikowały obszernie sprawozdania z prowadzonej proekologicznej działalności (były to raporty własnego projektu lub z wytycznymi Global Reporting Initiative – GRI);
- w zakresie zaopatrzenia, produkcji, dystrybucji, serwisu, badań i rozwoju: wdrożyły system zarządzania środowiskowego (własnego projektu lub certyfikowany system ISO 14001);
- w zakresie infrastruktury: otrzymały certyfikat Leadership in Energy and Environmental Design (LEED);
- w zakresie public relations i marketingu: otrzymały proekologiczne nagrody i wyróżnienia przyznawane przez zewnętrzne instytucje i organizacje.

W trzecim etapie grupę 262 firm zawężono do 85 przedsiębiorstw zdolnych do osiągnięcia zgodności założonych celów wzrostu i realizowanej polityki ope-

racyjnej i finansowej. Przyjęte kryterium zakładało, że finansowo zrównoważone przedsiębiorstwa to te, których różnica między faktyczną a zrównoważoną stopą wzrostu w latach 2001-10 oscylowała w granicach +/- 10 proc. Stopę wzrostu wyznaczono na podstawie formuły:

$$g^* = p_m * a_t * f_l * e_{rr}$$

gdzie:

p_m – marża zysku (zysk netto/przychody ze sprzedaży),

a_t – wskaźnik obrotowości aktywów (przychody ze sprzedaży/aktywa ogółem),

f_l – dźwignia finansowa,

e_{rr} – wskaźnik zatrzymania zysków (1 – dywidendy/zysk netto).

Do obliczeń wykorzystano kapitał z początku danego roku oraz zysk netto i przychody ze sprzedaży z końca analogicznego roku.

Wykaz 85 przedsiębiorstw spełniających społeczne, ekologiczne i finansowe kryteria zrównoważonego rozwoju przedstawiono w tabelicy 1. W tej grupie najliczniej reprezentowane są przedsiębiorstwa z branży przemysłowej i spożywczej, podczas gdy sektory energetyczny, finansowy i opieki zdrowotnej występują najrzadziej. Zbiór nie zawiera żadnego reprezentanta branży usług telekomunikacyjnych (tabela 2).

Zrównoważone przedsiębiorstwo a stopy zwrotu z akcji

Z analizy wzajemnych relacji pomiędzy zrównoważeniem przedsiębiorstwa a stopami zwrotu z jego akcji na rynku kapitałowym

wynika, że 1 USD zainwestowany w portfel 85 spółek 31 grudnia 2005 r., zwiększył się do 1,59 USD 31 grudnia 2010 r. Analogiczna strategia inwestycyjna w indeksie S&P 500 przyniosłaby 1,1 USD (rysunek 1). Średnia roczna stopa zwrotu z portfela spółek zrównoważonych wyniosła zatem 9,57 procent, przy jedynie 0,15 procent dla portfela rynkowego – różnica w wysokości ponad 9,4 procent rocznie. Otrzymane wyniki wskazują również, że inwestycja w zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jest związana z większą odpornością na załamania na rynku akcji. W 2008 roku indeks S&P 500 spadł o prawie 38,5 procent, podczas gdy portfel spółek zrównoważonych stracił nieco ponad 30,3 procent. Roczne stopy zwrotu z obu portfeli zostały zilustrowane na rysunku 2.

Istnieje wiele metod pomocnych w wyjaśnianiu różnic pomiędzy stopami

zwrotu portfeli inwestycyjnych. W niniejszym opracowaniu zastosowano model sformułowany przez Carharta, który opisany jest równaniem:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} * RMRF_t + \chi_{it} * SMB_t + \delta * HML_t + \phi * PRIYR_t + \varepsilon_{it}$$

gdzie:

R_{it} oznacza nadwyżkę stopy zwrotu z portfela i w stosunku do określonego aktywa w miesiącu t ,

czynnik $RMRF_t$ stanowi różnicę pomiędzy stopą zwrotu z rynku a stopą zwrotu wolną od ryzyka w miesiącu t ,

czynnik SMB_t (*small minus big*) oznacza różnicę zwrotów ze spółek o niskiej kapitalizacji rynkowej i spółek o wysokiej kapitalizacji rynkowej w miesiącu t ,

czynnik HML_t (*high minus low*) oznacza nadwyżkę zwrotów ze spółek o wysokim wskaźniku wartości księgowej do wartości rynkowej nad zwrotem ze spółek o niskiej wartości tego ilorazu w miesiącu t ,

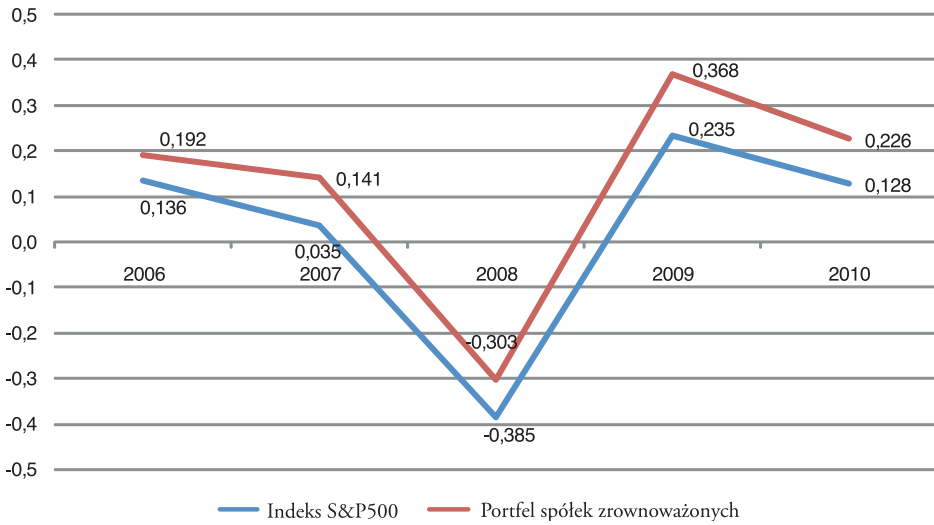
czynnik $PRIYR_t$ różnicę pomiędzy średnią stopą zwrotu ze spółek o największym 11-miesięcznym zwrocie a średnią stopą zwrotu ze spółek o najniższym 11-miesięcznym zwrocie w miesiącu $t-1$.

Tablica 2 Rozkład zrównoważonych przedsiębiorstw na poszczególne sektory gospodarki według Global Industry Classification Standard (GICS)

Sektor GICS	Indeks S&P 500	% ogółem indeksu S&P 500	85 spółek zrównoważonych	% ogółem zrównoważonych
Dobra konsumpcyjne	82	16,4	19	22,4
Spożywczy	41	8,2	9	10,6
Energetyka	37	7,4	2	2,4
Finanse	81	16,2	4	4,7
Opieka zdrowotna	51	10,2	4	4,7
Przemysł	60	12,0	20	23,5
Technologie informacyjne	72	14,4	6	7,1
Materiały	31	6,2	9	10,6
Usługi telekomunikacyjne	9	1,8	0	0,0
Usługi komunalne	36	7,2	12	14,1

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 2 Średnie roczne stopy zwrotu z indeksu S&P 500 i portfela spółek zrównoważonych w latach 2006-10



Źródło: opracowanie własne.

Parametr α_{it} jest interpretowany jako anormalna stopa zwrotu z analizowanego portfela, przewyższająca pasywną strategię inwestycyjną polegającą na zakupie portfela rynkowego.

Tablica 3 przedstawia rezultaty estymacji parametrów równania (2), w którym zmienną zależną R_{it} stanowi miesięczna różnica w stopie zwrotu z portfela spółek zrównoważonych i portfela rynkowego S&P 500 w latach 2006-10. Dla powyższej specyfikacji parametr wynosi 59 punktów bazowych miesięcznie, co daje 7,37 procent rocznie. Wartość ta jest statystycznie istotna dla przedziału ufności równego 0,99. Co za tym idzie, bardzo niewielka część zaobserwowanej różnicy

w stopach zwrotu z portfela spółek zrównoważonych i portfela rynkowego S&P 500, może być przypisana różnicom atrybutowym pomiędzy nimi.

Przeprowadzona analiza wykazała również, że firmy stosujące właściwą kombinację zarządzania finansowymi, społecznymi i środowiskowymi aspektami swojej działalności, charakteryzowały się mniejszymi wahaniami dziennych stóp zwrotu w latach 2006-10 aniżeli indeks giełdowy S&P 500. Odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu w przypadku indeksu S&P 500 wyniosło 0,000146, podczas gdy dla portfela spółek zrównoważonych 0,000142.

Tablica 3 Parametry równania modelu Carharta dla portfela spółek zrównoważonych w latach 2006-10

α	RMRF	SMB	HML	PR1YR
0,0059**	-0,0161	0,5970**	0,1465*	0,0145
(0,002)	(0,031)	(0,082)	(0,075)	(0,024)

Wartości błędów standardowych szacunków parametrów podano w nawiasach, statystyczną istotność dla przedziałów ufności 0,95 i 0,99 oznaczono odpowiednio * i **.

Źródło: opracowanie własne.

Zrównoważone przedsiębiorstwo a cykle giełdowe

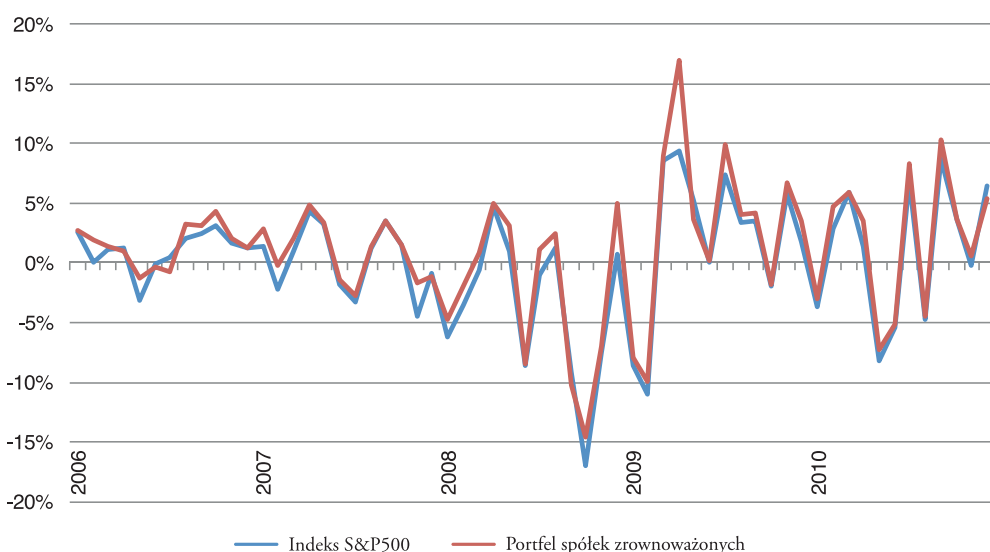
Do analizy empirycznej zachowania stóp zwrotu z akcji zrównoważanych przedsiębiorstw w ramach cykli giełdowych wykorzystane zostały miesięczne dane od 30 grudnia 2005 roku do 31 grudnia 2010 roku, dla portfela 85 spółek spełniających kryteria zrównoważenia i portfela rynkowego S&P 500, co dało w sumie 60 obserwacji. Miesięczne stopy zwrotu dla obydwu portfeli zostały przedstawione na rysunku 3. Mała liczba obserwacji uniemożliwiła zastosowanie bardziej wyrafinowanych technik analizy cykliczności na rynkach akcji, i uczyniła wyprowadzone na ich podstawie wnioski mniej istotnymi ze *stricte* formalnego punktu widzenia.

Pierwsza obserwacja wynikająca z analizy rysunku 3, to brak występowania antycykliczności stóp zwrotu z portfela spółek zrównoważonych w stosunku do portfela rynkowego S&P 500. Nie występują również znaczące opóźnienia czasowe szczytów i załamań stóp zwrotu pomiędzy obydwoma portfelami. Co więcej, cykl giełdowy dla 85 spółek spełniających

kryteria zrównoważonego rozwoju ma podobną długość. Druga istotna obserwacja, to niższe straty dla akcjonariuszy związane z inwestycją w spółki zrównoważone w okresach załamań giełdowych, oraz wyższe zyski w okresach dobrej koniunktury. Prawie we wszystkich miesiącach w latach 2006-10 stopy zwrotu z portfela spółek zrównoważonych były wyższe aniżeli analogiczne stopy zwrotu z portfela rynkowego. Co więcej, powyższa różnica jest większa w okresach dobrej koniunktury na rynkach akcji. Portfel firm stosujących właściwą kombinację zarządzania finansowymi, społecznymi i środowiskowymi aspektami swojej działalności, charakteryzował się w analizowanym okresie większą amplitudą zmian miesięcznych stóp zwrotu, i prawie siedmiokrotnie niższą ich zmiennością, wyrażoną wariancją, aniżeli indeks S&P 500.

Zaprezentowane badania stanowią próbę wypełnienia luki w dyskusji na temat wzajemnych relacji pomiędzy zrównoważonym rozwojem przedsiębiorstwa a kreowaniem wartości dla właścicieli. Wyniki wskazują, że realizowane stopy zwrotu przedsiębiorstw zrównoważonych

Rysunek 3 Średnie miesięczne stopy zwrotu dla indeksu S&P 500 i portfela spółek zrównoważonych w latach 2006-10



są wyższe od stóp zwrotu z udziałów pozostałych przedsiębiorstw. Średnia roczna stopa zwrotu z portfela spółek zrównoważonych w latach 2006-10 wyniosła 9,57 procent, przy jedynie 0,15 procent dla portfela rynkowego. Warto podkreślić, że różnica na korzyść wzrosła znacząco od momentu rozpoczęcia globalnego kryzysu finansowego, co świadczy o wzroście zainteresowania przedsiębiorstwami stosującymi właściwą kombinację zarządzania finansowymi, społecznymi i środowiskowymi aspektami swojej działalności, ze strony uczestników rynku kapitałowego. Jeżeli założymy, że w przyszłości wprowadzanie koncepcji zrównoważonego rozwoju stanie się powszechną praktyką przedsiębiorstw, wówczas nie ma powo-

dów do oczekiwania przewagi pierwszego ruchu i dodatkowych korzyści z tego tytułu. Otrzymane wyniki pokazują również, że inwestycja w zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jest związana z większą odpornością na załamania na rynku akcji. Stopy zwrotu z portfela spółek zrównoważonych w okresie poddanym analizie nie charakteryzowały się antycyklicznością w stosunku do portfela rynkowego S&P 500. Nie występowały również znaczące opóźnienia czasowe pomiędzy szczytami i załamaniami stóp zwrotu z obydwu portfeli. Portfel takich firm charakteryzował się większą amplitudą zmian miesięcznych stóp zwrotu, i prawie siedmiokrotnie niższą ich zmiennością, wyrażoną wariancją, aniżeli indeks S&P 500.

Bibliografia:

1. Baruch L., Petrovits C., Radhakrishnan S., *Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth*, "Strategic Management Journal", 2010, Vol. 31, No. 2, pp. 182-200.
2. Boyle E.J., Higgins M.M., Rhee S.G., *Stock market reaction to ethical initiatives of defense contractors: Theory and evidence*, "Critical Perspectives in Accounting", 1997, Vol. 8, No. 6, pp. 541-561.
3. Chitru F., Sharfman M., Uysal V., *Does greenness matter? The effect of corporate environmental performance on ownership structure, analyst coverage and firm value*, University of Oklahoma working paper, Oklahoma 2010.
4. Fisher-Vanden K., Thorburn K., *Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth*, CEPR Discussion Paper, No. DP6698, CEPR 2008.
5. Johnsen B., *Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal*, "Journal of Business Ethics", 2003, Vol. 43, No.3, pp. 219-222.
6. Kahn R.N., Lekander C., Leimkuhler T., *Just Say No? The Investment Implications of Tobacco Divestiture*, "The Journal of Investing", 1997, Vol. 6, No. 4, pp. 62-70.
7. Majumdar S.K. and Marcus A.A., *Rules versus Discretion: The Productivity Consequences of Flexible Regulations*, "Academy of Management Journal", 2001, Vol. 44, No. 1, pp. 170-179.
8. Margolis J., Elfenbein H., *Do well by doing good: Don't count on it*, "Harvard Business Review" 2008, Vol. 86, No. 1, pp. 19-20.
9. Reinhardt F.L., *Environmental product differentiation: Implications for corporate strategy*, "California Management Review", 1998, Vol. 40, No. 4, pp. 43-73.
10. Soppe A., *Sustainable Corporate Finance*, "Journal of Business Ethics", 2004, Vol. 53, No. 1-2, pp. 213-224.
11. Soppe A., *Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing*, "Indian Management Research Journal", 2011, Vol. 1, No. 3, pp. 13-23.
12. Tireole J., Bénabou R., *Individual and Corporate Social Responsibility*, Working Paper No. 23, 2010, Fondazione Eni Enrico Mattei, Milano.
13. Yin H., Schmeidler P., *Why Do Standardized ISO 14001 Environmental Management Systems Lead to Heterogeneous Environmental Outcomes?*, "Business Strategy and the Environment", 2009, Vol. 18, pp. 469-486.
14. Zaho J., *The Effect of the ISO 14001 Environmental Management System on Corporate Financial Performance*, "International Journal of Business Excellence", 2008, Vol. 1, No. 1-2, pp. 210-230.

Dr **Justyna Przychodzeń**, Akademia Leona Koźmińskiego.

Dr **Wojciech Przychodzeń**, Akademia Leona Koźmińskiego.