

*Tomasz Jedynak*

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

# **Efektywność strategii inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie Respect Index**

## **1. Wprowadzenie**

W sytuacji niespotykanego dotychczas na tak dużą skalę globalnego kryzysu na rynkach finansowych część inwestorów, poszukując alternatywnych koncepcji inwestycyjnych mających zapewnić atrakcyjną rentowność przy jednoczesnym wysokim poziomie bezpieczeństwa, odwołuje się do inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Przejawem rosnącej popularności tej koncepcji w ostatnich latach w Polsce jest powstawanie indeksu spółek odpowiedzialnych społecznie notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – Respect Index. Celem pracy jest przedstawienie charakterystyki Respect Index na tle innych światowych indeksów spółek odpowiedzialnych społecznie oraz ocena efektywności strategii inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na podstawie porównania i analizy efektywności indeksów typu SRI z efektywnością tradycyjnych indeksów.

## **2. Inwestycje społecznie odpowiedzialne**

Koncepcja inwestowania odpowiedzialnego społecznie (*socially responsible investing* – SRI) powstała, zanim formalnie nadano jej nazwę. Najstarszym udokumentowanym przykładem stosowania ograniczeń inwestycyjnych mających

inne niż finansowe podłoże jest przykazanie zapisane w Starym Testamencie, które zakazuje Izraelitom pobierania odsetek od pożyczek udzielonych ubogim<sup>1</sup>. Nowożytna historia inwestowania społecznie odpowiedzialnego sięga 1758 r., kiedy to w trakcie dorocznego spotkania Religijnego Towarzystwa Przyjaciół – tzw. kwarków (*Religious Society of Friends, Quakers*), które odbyło się w Filadelfii, jego uczestnicy podjęli decyzję zabraniającą członkom stowarzyszenia uczestniczyć w jakimkolwiek przedsięwzięciu związanym z handlem niewolnikami [Redins 2012]. Kolejne dwa stulecia to okres dominacji poglądów skrajnie kapitalistycznych zapoczątkowanych przez wybitnych teoretyków ekonomii, takich jak A. Smith czy D. Ricardo, które nie sprzyjały rozwojowi inicjatyw związanych z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych na podstawie przesłanek innych niż maksymalizacja zysku. Pierwszym formalnym przejawem zainteresowania inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym w XX w. był fundusz Pioneer Fund założony w 1928 r. przez Philipa Careta. W przyjętej polityce inwestycyjnej funduszu ujęty był zakaz lokowania środków w akcje przedsiębiorstw zajmujących się produkcją alkoholu lub tytoniu [Beabout i Schmiesing 2003]. Kolejnymi kamieniami milowymi w rozwoju koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych było powstanie funduszy inwestycyjnego Pax World Fund oraz proces dez-inwestycji w RPA [Beabout i Schmiesing 2003]. Wydarzenia te przyczyniły się do wzrostu zainteresowania środowiska naukowego koncepcją SRI oraz pierwszymi badaniami nad efektywnością inwestowania społecznie odpowiedzialnego [Moskowitz 1972; Domini i Kinder 1984], a w konsekwencji do popularyzacji tej idei wśród inwestorów.

Ze względu na złożoność i wieloaspektowość zagadnienia, próby kompleksowego zdefiniowania pojęcia inwestycji społecznie odpowiedzialnych przysparzają wielu trudności [Jedynak 2011]. Abstrahując zatem od szczegółowych rozważań dotyczących definiowania SRI, można stwierdzić, że strategia inwestowania społecznie odpowiedzialnego zakłada lokowanie środków zgodnie z powszechnie akceptowaną teorią portfelową [Markowitz 1952] przy jednoczesnym wkomponowaniu w proces inwestycyjny aspektów o charakterze społeczno-etycznym, ekologicznym i środowiskowym. Istotnym elementem wyróżniającym SRI na tle innych strategii inwestycyjnych jest również uwzględnienie ich szerokiego kontekstu oraz wpływu na otoczenie, a także troska o długoterminowe skutki podejmowanych decyzji inwestycyjnych [Czerwińska 2009]. W ogólnym ujęciu SRI sprowadza się więc do selektywnego doboru akcji do portfela inwestycyjnego, przy czym wybór walorów polega na nabywaniu akcji spółek spełniających określone kryteria. Wyróżnia się kilka powszechnie stosowanych metod budowy portfela SRI, do których należą: wykluczenie etyczne, selekcja pozytywna, selek-

<sup>1</sup> Księga Wyjścia 22:24, Biblia Tysiąclecia, wyd. IV, 1996.

cja normatywna, inwestycje tematyczne, zaangażowanie, rangowanie aktywów inwestycyjnych, zaangażowanie oraz integracja [Czerwińska 2009].

### 3. Indeksy spółek odpowiedzialnych społecznie na świecie

Historia indeksów spółek odpowiedzialnych społecznie, których głównym zadaniem jest syntetyczne przedstawienie koniunktury wśród spółek spełniających określone kryteria CSR, sięga 1990 r., kiedy to uruchomiony został pierwszy tego typu benchmark – Domini 400 Social Index<sup>2</sup>. Wraz z rosnącą popularnością koncepcji SRI wśród inwestorów giełdowych na najważniejszych giełdach światowych powstały kolejne indeksy spółek odpowiedzialnych społecznie (np. Dow Jones Sustainability Index, Calvert Social Index, Sao Paolo Stock Exchange Corporate Sustainability Index, FTSE4GOOD, FTSE Johannesburg Stock Exchange Socially Responsible Index). Poza obrazowaniem stanu bieżącej koniunktury wśród spółek wchodzących w skład indeksu, indeksy spółek odpowiedzialnych społecznie pełnią również istotną funkcję informacyjną dla inwestorów zainteresowanych lokowaniem środków w akcje podmiotów spełniających określone kryteria ESG<sup>3</sup>. Uczestnictwo w indeksie SRI stanowi bowiem bezpośrednią rekomendację, poświadczającą, że dana spółka charakteryzuje się odpowiedzialną polityką w zakresie wybranych czynników określających politykę CSR.

Tabela 1. Wybrane indeksy SRI na świecie

Nazwa indeksu	Region	Data pierwszej publikacji
ASPI	strefa euro	lipiec 2001
Calvert Social Index	USA	czerwiec 2000
Dow Jones Sustainability Index World	cały świat	wrzesień 1999
Dow Jones Sustainability Index STOXX	Europa	październik 2001
Ethical Index Euro	strefa euro	październik 2000
FTSE4Good Europe 50	Europa	lipiec 2001
FTSE4Good UK 50	Wielka Brytania	lipiec 2001
FTSE4Good US 100	USA	lipiec 2001
FTSE Johannesburg Stock Exchange Socially Responsible Index	Afryka Południowa	maj 2004
Humanix 175 Europe	Europa	czerwiec 2001
Humanix 175 Sweden	Szwecja	czerwiec 2001

<sup>2</sup> Obecnie stosowana nazwa indeksu to FTSE KLD 400 Social Index.

<sup>3</sup> ESG jest to skrót angielskich wyrazów: *environmental* (środowiskowy), *social* (społeczny) oraz *corporate governance* (ład korporacyjny), określający trzy główne pozafinansowe obszary analizy działalności przedsiębiorstwa.

cd. tabeli 1

Nazwa indeksu	Region	Data pierwszej publikacji
Jantzi Social Index	Kanada	styczeń 2000
KLD Domini 400 Social Index	USA	maj 1990
Sao Paolo Stock Exchange Corporate Sustainability Index	Brazylia	grudzień 2005
Westpac-Monash Eco-Index	Australia	styczeń 1999

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 1 przedstawiono zestawienie wybranych indeksów spółek odpowiedzialnych społecznie. Zaznaczyć jednak należy, że w praktyce nie istnieje ujednolicona metodologia doboru spółek do takich indeksów, a podmioty przygotowujące założenia, a następnie publikujące wartości indeksów stosują odmienne kryteria selekcji spółek. Przykładowo KLD publikujący indeks FTSE KLD 400 Social Index wyklucza z portfela indeksu wszystkie przedsiębiorstwa czerpiące zyski z produkcji alkoholu, podczas gdy Calvert obliczający Calvert Social Index stosuje analogiczne wykluczenie jedynie w sytuacji, gdy przychody ze sprzedaży alkoholu przekraczają 20% całości przychodów ze sprzedaży [Statman 2006].

## 4. Koncepcja budowy Respect Index

Respect Index jest to pierwszy w Polsce indeks spółek odpowiedzialnych społecznie stosujących w praktyce zasady CSR. Twórcy indeksu traktują odpowiedzialność społeczną jako strategię zarządzania i koncepcję podejścia do prowadzenia biznesu, która zakłada budowanie dobrych i trwałych relacji, opartych na wzajemnym zrozumieniu oczekiwań i szacunku, z szeroko rozumianym otoczeniem biznesowym, czyli ze wszystkimi zainteresowanymi stronami: pracownikami, dostawcami, klientami, społecznością lokalną, akcjonariuszami, a także zakłada dbałość o środowisko naturalne [*Indeksy...* 2012]. Głównym celem projektu jest promowanie najwyższych standardów odpowiedzialnego zarządzania. Pomysłodawcami i twórcami indeksu byli: miesięcznik „Forbes”, GPW w Warszawie oraz holding Kulczyk Investments.

Zgodnie z przyjętymi zasadami Respect Index obejmuje wyłącznie akcje polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, z wyłączeniem spółek z rynku New Connect oraz spółek notowanych jednocześnie na innym rynku giełdowym. Podstawę doboru spółek do indeksu stanowi badanie składające się z trzech etapów, przy czym dwa pierwsze etapy przeprowadzane są w oparciu o ogólnodostępne informacje, a trzeci etap uwzględnia bezpośredni udział zainteresowanych spółek w projekcie [*Respect...* 2012].

Celem pierwszego etapu badania jest wyselekcjonowanie akcji spółek charakteryzujących się wysoką płynnością – przyjęto, że w skład Respect Index mogą wejść wyłącznie akcje znajdujących się w portfelach indeksów WIG20, mWIG40 oraz sWIG80. W drugim etapie ocenia się politykę spółek w zakresie ładu korporacyjnego, ładu informacyjnego oraz relacji inwestorskich. Natomiast trzeci etap przeprowadzany jest w oparciu o dobrowolnie wypełnianą ankietę, zawierającą 35 pytań z zakresu stosowania polityki CSR, systemu zarządzania spółką, zarządzania środowiskowego, przestrzegania praw pracowniczych oraz kontaktów z klientami. Następnie, na podstawie ocenionych ankiet, wyłaniany jest ostateczny skład indeksu Respect. Rewizja indeksu odbywa w cyklu półrocznym, po ostatniej sesji w styczniu oraz lipcu. Obecnie w skład indeksu wchodzi 23 spółki notowane na rynku podstawowym GPW w Warszawie (tabela 2).

Tabela 2. Portfel Respect Index (stan na dzień 31.03.2012 r.)

Lp.	Instrument	Udział w portfelu Respect Index (%)
1	KGHM	11,950
2	PKN ORLEN	10,027
3	PZU	9,429
4	PGNIG	9,195
5	TP SA	8,921
6	PGE	8,422
7	BOGDANKA	7,246
8	ING BSK	5,078
9	HANDLOWY	4,742
10	NETIA	4,446
11	MILLENNIUM	3,258
12	LOTOS	3,189
13	AZOTY TARNÓW	2,727
14	ŚWIECIE	2,208
15	BUDIMEX	1,661
16	KREDYT B	1,410
17	KOGENERA	1,174
18	APATOR	1,067
19	ELBUDOWA	0,982
20	CIECH	0,897
21	PBG	0,681
22	IDM SA	0,657
23	BANK BPH	0,632

Źródło: [Portfele indeksów 2012].

Z technicznego punktu widzenia Respect Index jest indeksem dochodowym, o teoretycznie nieograniczonej liczbie spółek (w jego skład wchodzi wszystkie spółki odpowiedzialne społecznie, które otrzymały oceny z najwyższej klasy Respect Rating). Wagi spółek w indeksie stanowi zaokrąglona do pełnych tysięcy liczba akcji znajdujących się w wolnym obrocie pomniejszona o liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego, przy czym udział jednej spółki w indeksie nie może przekroczyć 25%, gdy w indeksie znajduje się mniej niż 20 spółek, oraz 10% w sytuacji, gdy liczba uczestników indeksu jest większa niż 20. Data bazowa obliczania indeksu to 31.12.2008 r. Wartość bazowa indeksu wynosi 1000 pkt, a kapitalizacja bazowa jest zgodna ze stanem ogłoszenia pierwszego Respect Ratingu i wynosi 24,303 mld zł.

Formuła obliczania indeksu wygląda następująco [Indeksy... 2012]:

$$RESPECT Indeks(t) = \frac{M(t)}{M(0) \cdot K(t)},$$

gdzie:

- $M(t)$  – kapitalizacja portfela indeksu na sesji  $t$ ,
- $M(0)$  – kapitalizacja portfela indeksu w dniu bazowym,
- $K(t)$  – wartość współczynnika korygującego na sesji  $t$ .

Stosowanie współczynnika korygującego ma na celu zachowanie ciągłości wartości indeksu w przypadku rewizji jego składu. Współczynnik ten określony jest wzorem:

$$K(t) = \frac{M(t) + Q(t) - Z(t)}{M(t)} \cdot K(t'),$$

gdzie:

- $M(t)$  – kapitalizacja portfela indeksu przed rewizją,
- $Q(t)$  – wartość pakietów uczestników wpisywanych na listę indeksu,
- $Z(t)$  – wartość pakietów uczestników usuwanych z listy indeksu,
- $K(t)$  – nowa wartość współczynnika korygującego,
- $K(t')$  – dotychczasowa wartość współczynnika korygującego.

Wartość indeksu jest podawana do publicznej wiadomości przez GPW w sposób ciągły, w minutowych odstępach czasu, i jest wyrażona w punktach z dokładnością do 0,01 punktu. Po raz pierwszy wartość indeksu została opublikowana 19 listopada 2009 r., wynosiła ona wówczas 1665,07 punktu.

## 5. Analiza efektywności inwestycji odpowiedzialnych społecznie na podstawie Respect Index

Wielu przeciwników koncepcji odpowiedzialnego inwestowania jest zdania, że stosowanie jakichkolwiek, niefinansowych kryteriów doboru spółek do portfela prowadzi do spadku jego efektywności, rozumianej jako stosunek osiąganego zysku do ponoszonego ryzyka. Twierdzenia takie mają swoje źródło w nowocześniejszej teorii portfelowej (*modern portfolio theory*), zgodnie z którą im większa liczba walorów, z których można konstruować portfele, tym większa będzie ich efektywność [Markowitz 1952]. Identyfikuje się cztery możliwe metody empiryczne umożliwiające weryfikację twierdzenia mówiącego, że kierowanie się aspektami SRI wpływa na efektywność inwestycji. Są nimi:

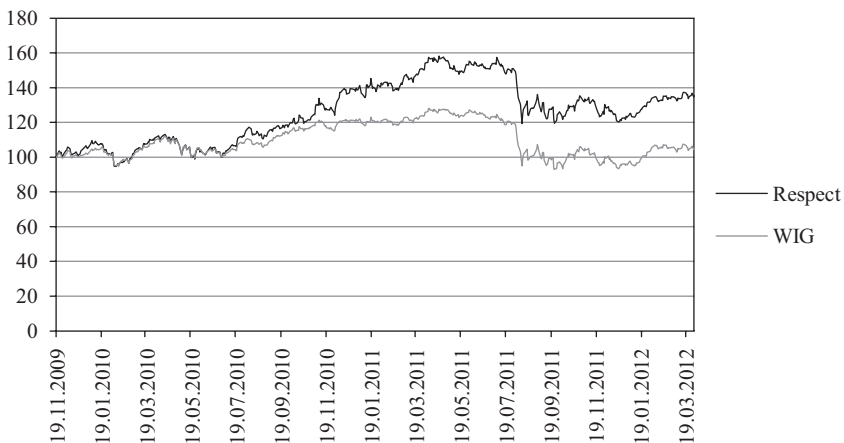
- porównanie i analiza efektywności indeksów typu SRI z efektywnością tradycyjnych indeksów;
- porównanie osiągnięć funduszy inwestycyjnych deklarujących stosowanie polityki SRI z wynikami innych funduszy;
- wykorzystanie metod symulacyjnych w celu stworzenia losowych, hipotetycznych portfeli akcji spółek uznawanych za społecznie odpowiedzialne, a następnie porównanie ich efektywności portfelami składającymi się z akcji dowolnych spółek;
- wykorzystanie modeli charakteryzujące rynki kapitałowe (np. trzywskaźnikowy model Fama-Frencha, czterowskaźnikowy model Carharta, CAPM) do kompleksowej analizy stóp zwrotu generowanych przez portfele spółek odpowiedzialnych społecznie.

W niniejszym artykule do weryfikacji postawionej we wstępie hipotezy zastosowano pierwszą ze wskazanych metod: porównane zostały wyniki osiągnięte przez Respect Index – pierwszy i jak na razie jedyny indeks GPW w Warszawie uwzględniający aspekty inwestowania społecznie odpowiedzialnego – z indeksem WIG. Ze względu na różnice w metodologii obliczania indeksów dochodowych oraz cenowych, w zasadzie nie jest możliwe porównanie Respect Index z innymi indeksami warszawskiej Giełdy<sup>4</sup>. Poza Respect Index oraz WIG, indeksami dochodowymi obliczanymi na GPW są jedynie WIGdiv oraz WIG-Ukraine, których znaczenie należy uznać za marginalne, a także WIG-Poland, którego wartości kształtują się na niemal identycznym poziomie jak indeksu WIG (współczynnik korelacji pomiędzy tymi indeksami w okresie objętym badaniem wynosi 0,9991). Ze względu na krótki okres badawczy obejmujący 30 miesięcy,

---

<sup>4</sup> Przy obliczaniu wartości indeksów dochodowych uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. W przypadku indeksów cenowych bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych transakcji.

jakie upłynęły od dnia opublikowania Respect Index po raz pierwszy, zaniechano przeprowadzania analizy w podokresach oraz weryfikacji wyciągniętych wniosków w różnych przedziałach czasu. Rys. 1 przedstawia porównanie kształtowania się stóp zwrotu z obu indeksów uwzględnionych w badaniu.



Rys. 1. Porównanie kształtowania się stóp zwrotu z Respect Index oraz indeksu WIG w okresie listopad 2009–marzec 2012

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 przedstawiono średnie miesięczne stopy zwrotu oraz ich odchylenia standardowe dla poddanych analizie indeksów GPW w Warszawie. Ponadto obliczono również współczynnik korelacji stóp zwrotu z indeksu WIG ze stopami zwrotu z Respect Index oraz statystycznie zweryfikowano hipotezę zakładającą równość średnich miesięcznych stóp zwrotu obu indeksów. Z przeprowadzonej analizy wynika, że przeciętna miesięczna stopa zwrotu z indeksu Respect wynosi 1,08% i jest wyższa niż średnie wartości dla indeksu WIG. Jednakże statystyczna weryfikacja hipotezy zerowej mówiącej, że średnia miesięczna stopa zwrotu z Respect Index jest równa średniej miesięcznej stopie zwrotu z indeksu WIG, przy przyjętym poziomie istotności  $\alpha = 0,05$ , nie dała podstaw do jej odrzucenia. Stąd na podstawie miesięcznych stóp zwrotu w badanym okresie należy przyjąć, że rentowność inwestycji w portfel Respect Index nie różni się istotnie od rentowności inwestycji w portfel szerokiego rynku (WIG).

Badanie przeprowadzone w oparciu o tygodniowe stopy zwrotu potwierdziło powyższe wnioski. Średnia tygodniowa stopa zwrotu z Respect Index w badanym okresie przewyższa stopy zwrotu z indeksu WIG, różnica ta nie jest jednak statystycznie istotna.



Tabela 3. Porównanie efektywności inwestycji w portfel Respect Index oraz portfel WIG w okresie listopad 2009–marzec 2012 (dane miesięczne)

Indeks	Średnia miesięczna stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Korelacja z Respect Index	$p(\alpha = 0,05)$
Respect Index	1,08%	0,0527	–	–
WIG	0,23%	0,0492	0,9285	0,2674

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Porównanie efektywności inwestycji w portfel Respect Index oraz portfel WIG w okresie listopad 2009–marzec 2012 (dane tygodniowe)

Indeks	Średnia tygodniowa stopa zwrotu	Odchylenie standardowe	Korelacja z Respect Index	$p(\alpha = 0,05)$
Respect Index	0,27%	0,0281	–	–
WIG	0,06%	0,0249	0,9416	0,2684

Źródło: opracowanie własne.

W celu uwzględnienia w analizie efektywności inwestycji w spółki wchodzące w skład portfela Respect Index również ryzyka inwestycyjnego, posłużono się wskaźnikiem Sharpe'a. Miara ta wyraża się następującym wzorem:

$$S = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i},$$

gdzie:

$R_i$  – średnia stopa zwrotu portfela  $i$  w danym okresie,

$R_f$  – średnia stopa zwrotu wolna od ryzyka w danym okresie,

$\sigma_i$  – odchylenie standardowe stóp zwrotu z portfela  $i$  w danym okresie.

Wskaźnik Sharpe'a stanowi jedną z miar umożliwiających porównywanie różnych portfeli inwestycyjnych pod kątem ich efektywności, przy czym portfele o wyższej wartości współczynnika Sharpe'a odznaczają się uzyskiwaniem wyższych stóp zwrotu przy takim samym poziomie ponoszonego ryzyka [Jajuga i Jajuga 2007].

Tabela 5 zawiera zestawienie otrzymanych wyników dla analizowanych indeksów. Wskaźnik Sharpe'a obliczono dla trzech przedziałów czasu: 2010 r., 2011 r. oraz całego okresu notowania Respect Index, tj. od listopada 2009 r. do kwietnia 2012 r. W obliczeniach za stopę wolną od ryzyka uznano jednomiesięczną stopę WIBIOR [Jajuga i Jajuga 2007].

Tabela 5. Wskaźnik Sharpe'a dla analizowanych indeksów w okresie listopad 2009–kwiecień 2012

Okres	Wartość	Respect Index	WIG
2010	średnia miesięczna stopa zwrotu	2,52%	1,55%
	odchylenie standardowe	5,96%	4,70%
	wskaźnik Sharpe'a	0,3725	0,2657
2011	średnia miesięczna stopa zwrotu	-0,88%	-1,81%
	odchylenie standardowe	4,62%	4,88%
	wskaźnik Sharpe'a	-0,2696	-0,4452
Listopad 2009– kwiecień 2012	średnia miesięczna stopa zwrotu	1,08%	0,23%
	odchylenie standardowe	5,27%	4,92%
	wskaźnik Sharpe'a	0,1395	-0,0236

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wyniki wskazują, że niezależnie od badanego okresu wskaźnik Sharpe'a dla Respect Index kształtuje się na poziomie korzystniejszym od analogicznej wartości dla indeksu WIG. W okresie względnie dobrej koniunktury na rynku giełdowym, tj. w 2010 r. (por. rys. 1), analizowany wskaźnik dla Respect Index wynosił 0,3725 i był ponad 1,4 razy wyższy niż jego wartość dla WIG. W 2011 r., w trakcie którego doszło do istotnej korekty indeksów na GPW, efektywność Respect Index mierzona wskaźnikiem Sharpe'a również ukształtowała się na poziomie wyższym od indeksu stanowiącego w niniejszym badaniu benchmark. Jednakże krótki okres badawczy, wynikający z okresu notowania Respect Index, uniemożliwia statystyczną weryfikację otrzymanych wyników.

## 6. Podsumowanie

Analiza przeprowadzona w niniejszym artykule wykazała, że rentowność inwestycji społecznie odpowiedzialnych mierzona za pomocą publikowanego przez GPW Respect Index nie wykazuje statystycznie istotnych różnic względem inwestycji w portfel szerokiego rynku, którego odbiciem jest indeks WIG. Natomiast oceniając efektywność strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych za pomocą wskaźnika Sharpe'a, stwierdzono, że jest ona wyższa od efektywności strategii lokowania środków w indeks WIG. Podsumowując przeprowadzoną analizę, należy jednak zaznaczyć, że ze względu na stosunkowo krótki horyzont czasowy przeprowadzonego badania uzyskane wyniki powinny zostać potwierdzone na podstawie danych z dłuższego okresu. W szczególności zaś dalsze analizy powinny dotyczyć przedziałów czasu obejmujących co najmniej jeden pełny

cykl koniunkturalny na giełdzie. Ponadto wskazuje się na możliwość pogłębienia przeprowadzonych badań o analizę efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych w oparciu o wybrane modele rynku kapitałowego, a także inne powszechnie znane miary efektywności inwestycji uwzględniające relację stopy zwrotu i ryzyka.

## Literatura

- Beabout G.R., Schmiesing K.E. [2003], *Socially Responsible Investing: An Application of Catholic Social Thought*, „Logos”, vol. 6, nr 1.
- Czerwińska T. [2009], *Spoleczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, nr 3.
- Domini A., Kinder P. [1984], *Ethical Investment*, Addison-Wesley, New York.
- Gerhard G. [2010], *Protest Divestment and the End of Apartheid*, [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com), dostęp 17.04.2010.
- Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Kwiecień 2012* [2012], Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), dostęp 10.04.2012.
- Jajuga K., Jajuga T. [2007], *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jedynak T. [2011], *Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce i na świecie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, nr 875, Seria: Finanse.
- Markowitz H. [1952], *Portfolio Selection*, „Journal of Finance”, vol. 7, nr 1.
- Moskowitz M. [1972], *Choosing Socially Responsible Stocks*, „Business and Society”, vol. 1.
- Portfele indeksów* [2012], Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [http://www.gpw.pl/portfele\\_indeksow#RESPECT](http://www.gpw.pl/portfele_indeksow#RESPECT), dostęp 10.04.2012.
- Redins L. [2012], *The Evolution of Socially Responsible Investing*, [www.enn.com](http://www.enn.com), dostęp 10.04.2012.
- Respect Index. Opis projektu* [2012], Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.odpowiedzialni.gpw.pl](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl), dostęp 10.04.2012.
- Statman M. [2006], *Socially Responsible Indexes. Composition, Performance, and Tracking Error*, „Journal of Portfolio Management”, vol. 32, nr 3.

## The Effectiveness of the Strategy of Investment in Socially Responsible Stocks – The Case of Respect Index

Due to the global financial crisis, which started on the US market in 2007, the majority of investors decided to seek new business opportunities which would ensure high returns as well as low risk. One of the new solutions, currently implemented on a large scale, is the concept of socially responsible investing. Its significance is confirmed by specially developed indices of companies which meet social responsibility criteria. The paper presents the global indices of socially

responsible companies as well as the methodology of developing Respect Index, calculated on the Warsaw Stock Exchange. In the further parts of the paper, on the basis of a comparative analysis of Respect Index and WIG (the Warsaw Stock Exchange index), the author examines the effectiveness of socially responsible investments from November 2009 to April 2012. The results of the study indicate that the analysed period recorded higher effectiveness of socially responsible investments measured by Respect Index as compared with alternative strategies for investing in WIG shares.

**Tomasz Jedynak** – magister, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Ubezpieczeń.

*Zainteresowania naukowo-badawcze:* efektywność inwestycji na rynku kapitałowym, inwestycje społecznie odpowiedzialne, alternatywne metody zabezpieczenia emerytalnego, zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach.

*e-mail:* [tomasz.jedynak@uek.krakow.pl](mailto:tomasz.jedynak@uek.krakow.pl)