



Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie – analiza europejskiego i polskiego rynku w przekroju strategii inwestowania

MARZENA REMLEIN

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza i ocena rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Europie i w Polsce, z uwzględnieniem europejskiej klasyfikacji strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego. W artykule przedstawiono istotę, genezę oraz zakres koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. W opracowaniu przedstawiono wyniki badania empirycznego dotyczące europejskiego i polskiego rynku społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Dla realizacji celu zastosowano zarówno metody jakościowe: metodę deskryptywną, metodę analizy literatury, metodę wnioskowania logicznego, jak i metody ilościowe: z zakresu analizy finansowej. Wnioski, jakie wynikają z przeprowadzonego badania wskazują na dominację europejskiego rynku SRI (52,38%) oraz początkową fazę rozwoju polskiego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Zwrócono także uwagę na fakt wprowadzenia na GPW indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT. Walorem publikacji jest podejmowany stosunkowo rzadko w polskiej literaturze naukowej problem badawczy odnoszący się do inwestycji społecznie odpowiedzialnych.

Słowa kluczowe: inwestycje społecznie odpowiedzialne, SRI, strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania, RESPECT Index.

Abstract

Socially responsible investing – analysis of the European and Polish market according to investment strategy

The aim of the article is to analyze and evaluate the market of socially responsible investments in Europe and in Poland according to the European classification of strategies for socially responsible investing. The article presents the essence, genesis and scope of socially responsible investing. The paper presents the results of empirical research on the European and Polish market of socially responsible investments. For the implementation of the aim of this article, both qualitative and quantitative methods were used: descriptive method, literature analysis method, logical reasoning method and methods of financial analysis. Conclusions of the study indicate the dominance of the European SRI market (52,38%) and the initial stage of development of the Polish market of socially responsible investments. In addition, attention was paid to the introduction of the RESPECT socially responsible index on the Stock Exchange in Warsaw. The advantage of this article is that it addresses the issue of socially responsible investments – a research problem that is rarely presented in Polish scientific literature.

Keywords: socially responsible investments, SRI, socially responsible investing strategies, RESPECT Index.

Dr hab. Marzena Remlein, profesor nadzwyczajny Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu,
Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości, marzena.remlein@ue.poznan.pl

ISSN 1641-4381 *print* / ISSN 2391-677X *online*

Copyright © 2017 Stowarzyszenie Księgowych w Polsce

Prawa wydawnicze zastrzeżone

<http://www.ztr.skwp.pl>

DOI: 10.5604/01.3001.0010.0994



Wstęp

Współcześnie coraz bardziej powszechny staje się pogląd, że realizacja celów przedsiębiorstwa wymaga akceptacji opinii publicznej i klimatu życzliwości dla biznesu, a od przedsiębiorstwa podejmowania odpowiedzialnych decyzji. Takie podejście kształtuje dobrą opinię o przedsiębiorstwie wśród klientów i partnerów biznesowych oraz pozytywnie wpływa na motywację pracowników. Oznacza to, iż przedsiębiorstwo w swoich działaniach powinno kierować się nie tylko chęcią zysku, ale również uwzględniać potrzeby innych członków funkcjonujących w otoczeniu przedsiębiorstwa, tj. działać zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu.

Konsekwencją popularyzacji idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw jest tworzenie maksymalnej wartości dla społeczeństwa oraz zapobieganie i łagodzenie niekorzystnego oddziaływania na otoczenie, w tym środowisko naturalne. Osiągnięcie tego celu wymaga zatem zaangażowania każdej sfery aktywności przedsiębiorstwa. Jednym z obszarów, w którym z powodzeniem jest realizowana koncepcja CSR jest działalność inwestycyjna.

W ostatnich latach można zaobserwować widoczny wzrost inwestycji społecznie odpowiedzialnych, które stają się swego rodzaju alternatywą w stosunku do tradycyjnych form inwestowania, w szczególności w kontekście ostatnich zawirowań na rynkach finansowych. Rosnące zainteresowanie tą formą inwestycji świadczy o pewnej dojrzałości inwestorów, którzy stawiają wyżej – a przynajmniej na równi – kwestie społeczno-środowiskowe aniżeli wymierne korzyści ekonomiczne.

Zmiana podejścia inwestorów z tradycyjnego na podejście zgodne z koncepcją społecznej odpowiedzialności wymaga z jednej strony uświadomienia inwestorów w zakresie istoty oraz korzyści i kosztów, z drugiej zaś – przygotowania podstaw prawnych, instytucjonalnych oraz zachęt podatkowych.

Celem artykułu jest analiza i ocena rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Europie i w Polsce, z uwzględnieniem europejskiej klasyfikacji strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Realizacja tak sformułowanego celu determinuje przyjęcie następującej struktury rozważań dotyczących społecznie odpowiedzialnego inwestowania:

- przedstawienie jego istoty i genezy koncepcji,
- określenie zakresu,
- przeprowadzenie badania empirycznego dotyczącego europejskiego i polskiego rynku społecznie odpowiedzialnych inwestycji.

Dla realizacji określonego celu zastosowano zarówno metody jakościowe: metodę deskryptywną, metodę analizy literatury, metodę wnioskowania logicznego, jak i metody ilościowe z zakresu analizy finansowej.

1. Istota koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (*Socially Responsible Investing – SRI*) określane również mianem zrównoważonego rozwoju w inwestycjach odnosi się do filozofii, a zarazem praktyki podejmowania strategicznych decyzji inwestycyjnych, w której tradycyjne kryteria finansowe zostają rozszerzone i uzupełnione o czynniki niefinansowe, obejmujące aspekty społeczne i środowiskowe oraz związane z nadzorem korporacyjnym (Urban, 2011, s. 496). Jak pisze R. Sparkes (2002, s. 22) SRI to swego rodzaju filozofia inwestycyjna, która łączy w sobie zarówno kryteria finansowe, jak i pozafinansowe. Podobne zdanie wyraża P. Kinder (1994), autor pionierskich badań dotyczących społecznie odpowiedzialnych inwestycji, który zwraca uwagę na uwzględnianie kryteriów społecznych lub etycznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Według M. Mansleya (2000) odpowiedzialne inwestowanie to element analizy finansowej, która skupia się na kwestiach społecznych, środowiskowych i etycznych podczas wyboru, zarządzania i upływniania inwestycji. SRI obejmuje inwestycje, które integrują ład społeczny, etyczny, środowiskowy i korporacyjny w procesie inwestycyjnym (Sandberg, 2009). Oznacza to, iż kryteria społecznej odpowiedzialności biznesu stają się równie ważne jak kryteria ekonomiczne. Wydaje się, iż sprawia to nie tylko poczucie odpowiedzialności społecznej wśród inwestorów, ale również prosta kalkulacja, z której wynika, iż szanse na przetrwanie i zyski mają tylko podmioty gospodarcze harmonijnie dostosowujące się do wymagań współczesności i przyszłości. To zaś oznacza dla emitentów konieczność uwzględnienia idei społecznej odpowiedzialności biznesu (Dziawgo, 2010, s. 16).

Z kolei M.J. Munoz-Torres (2004) definiuje społecznie odpowiedzialne inwestycje jako inwestycje łączące cele finansowe z wartościami społecznymi. Jak twierdzą W. Rogowski i A. Ulianiuk (2012, s. 64) inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie jest sprzeczne z istotą tradycyjnego inwestowania, nie stawia ważności kwestii etycznych ponad kwestie efektywnościowe. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne to strategia inwestycyjna, która polega nie tylko na osiągnięciu określonych korzyści ekonomicznych, ale również efektów społecznych i środowiskowych. Co do zasady, społecznie odpowiedzialni inwestorzy wybierają spółki, które w swojej działalności przestrzegają wysokich standardów etycznych i zrównoważonego rozwoju.

Według M. Wolskiej i M. Czerwonki (2013, s. 9) społecznie odpowiedzialne inwestowanie może być rozumiane jako uwzględnianie indywidualnych wartości w inwestowaniu lub próba osiągnięcia pozytywnej zmiany społecznej za pomocą działania rynków finansowych.

W praktyce gospodarczej również coraz częściej podkreśla się rolę społecznej odpowiedzialności w inwestowaniu. Wyrazem tego jest powstanie ponadnarodowych organizacji wspierających koncepcję SRI. Jedną z ważniejszych międzynarodowych instytucji monitorujących rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji jest Europejskie Forum ds. Odpowiedzialnego Inwestowania (*European Sustainable Investment*

Forum – Eurosif). Eurosif wprowadził pojęcie „zrównoważone i odpowiedzialne inwestowanie” (*Sustainable and Responsible Investing*) rozumiane jako ogólna koncepcja obejmująca zrównoważone, etyczne i odpowiedzialne inwestycje, które łączą cele finansowe inwestora z jego troską o kwestie społeczne, środowiskowe i związane z ładem korporacyjnym (European SRI Study 2010, s. 8).

Z kolei Międzynarodowa Korporacja Finansowa (International Finance Corporation – IFC) proponuje termin „zrównoważone inwestowanie”, które – według IFC – integruje czynniki ESG w analizach inwestycyjnych dotyczących doboru spółek oraz podczas korzystania z praw korporacyjnych w przekonaniu, że czynniki te mogą pozytywnie wpłynąć na długookresową efektywność zarządzania ryzykiem (www.ifc.org).

Przytoczone definicje koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania rozszerzają dotychczas stosowane pojęcie inwestycji. Do tej pory zwracano uwagę tylko na związek przyczynowo-skutkowy poniesionego nakładu z efektami inwestycji, przywołując korzyści ekonomiczne w postaci uzyskiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W przypadku inwestycji społecznie odpowiedzialnych inwestor uzyskuje również korzyści o charakterze niefinansowym, które mogą przynieść efekt finansowy w dłuższej perspektywie.

Podsumowując dotychczasowe rozważania należy stwierdzić, iż społecznie odpowiedzialne inwestowanie to koncepcja stosunkowo nowa, która nadal ewoluuje i której trudno przypisać jednoznaczną definicję. Jednak w większości opracowań zwraca się uwagę na konieczność uwzględniania w procesie inwestycyjnym nie tylko wymogów finansowych, ale również czynników społecznych i środowiskowych, a także wartości etycznych, interesów społecznych czy ekologicznych, oraz budowania dialogu z interesariuszami. Inwestowanie, zgodne z koncepcją SRI, to dążenie do maksymalizacji zysków z jednoczesnym uwzględnieniem czynników ESG, czyli – jak nazywa to E. Kubińska (2014, s. 179) – szeroko rozumianym dobrem społecznym.

Na podstawie przeprowadzonych rozważań autorka proponuje zdefiniowanie pojęcia „społecznie odpowiedzialne inwestowanie” jako procesu podejmowania decyzji o ulokowaniu wolnych środków finansowych, w ramach którego inwestor z jednej strony dąży do maksymalizacji zysku przy możliwie najmniejszym ryzyku, z drugiej zaś – w procesie tym uwzględnia czynniki społeczno-etyczne i środowiskowo-ekologiczne.

2. Geneza koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Początków społecznej odpowiedzialności biznesu można doszukać w filozoficznej idei odpowiedzialności, zgodnie z którą konsekwencją przypisania człowiekowi wolności jest nałożenie na niego odpowiedzialności (Filek, 2002, s. 158–159). Jeżeli przenieść to filozoficzne założenie na grunt stosunków ekonomicznych, to należy uznać, że przedsiębiorca, korzystający z wolności gospodarczej ma obowiązek również bycia odpowiedzialnym (Filek, 2006, s. 6–7).

Jednym z prekursorów idei społecznie odpowiedzialnego inwestowania był J. Wesley, angielski duchowny, który określił pojęcie odpowiedzialności społecznej jako „prowadzenie interesów nieszkodzących bliźnim i wykluczających inwestycje” np. w przedsiębiorstwa chemiczne, które mogłyby zagrażać zdrowiu pracowników. Inwestorzy unikali „grzesznych” inwestycji (*dirty bussines*) w spółki powiązane z handlem bronią, alkoholem czy przemysłem tytoniowym (Czerwonka, 2013, s. 17–18). Również w re-ligii islamskiej można doszukać się zasad dotyczących etycznego inwestowania. We-dług Koranu należy unikać praktyk biznesowych związanych z hazardem, pornografią, wieprzowiną oraz instytucji finansowych czerpiących korzyści od udzielanych kredy-tów w formie odsetek, czyli lichwy (Rogowski, Ulianiuk, 2011, s. 99).

W USA jednym z pionierów zajmujących się odpowiedzialnym inwestowaniem był założony przez P.L. Carreta w Bostonie w 1928 roku fundusz *Pioneer Fund*. Polityka inwestycyjna tego funduszu zakazywała lokowania środków finansowych w akcje przedsiębiorstw zajmujących się produkcją alkoholu i tytoniu (European SRI Study, 2012, s. 9). Zdaniem J. Martina, za początek rozwoju SRI przyjąć należy rok 1940, kiedy to nastąpił odwrót agencji rządowych od firm prowadzących nieuczciwe praktyki w pracy (Martin, 1986). W przeciwieństwie do etycznego inwestowania, opierającego się na przesłankach religijnych, inwestowanie społecznie odpowiedzialnie dzisiaj znajduje swoje podłoże w różnorodnych etycznych i społecznych przekonaniach indywidualnych inwestorów. Ta nowa grupa czynników sprawczych zaczęła się pojawiać od lat 60. XX wieku jako efekt licznych kampanii społecznych, obejmujących takie kwestie jak wojna, rasizm, środowisko naturalne oraz potrzeba jego ochrony (Urban, 2011, s. 497). Właśnie na fali protestów przeciwko wojnie w Wietnamie i apartheidowi w RPA powstał w sierpniu 1971 roku pierwszy amerykański fundusz SRI – Pax World Fund (Sparkes, 2002).

Z kolei w Europie, pierwszy i najbardziej prestiżowy fundusz etyczny Stewardship Fund został założony w 1984 roku w Wielkiej Brytanii przez firmę ubezpieczeniową Friends Provident pod patronatem Towarzystwa Kwaków. Również w innych krajach europejskich kościoł był inicjatorem szeregu inicjatyw związanych z SRI. Kościół w Szwecji założył w 1965 roku fundusz inwestycyjny SRI Aktie-Ansvar Sverige, a Kościół w Finlandii był zaangażowany w powstanie dwóch funduszy etycznych w tym kraju. W Niemczech pierwsze fundusze etyczne były zakładane przez lokalne Kościoły w latach 90. XX wieku. We Francji pierwszy fundusz SRI *Nouvelle Strategie Fund* był założony w 1983 roku w Paryżu przez siostrę zakonną Kościoła katolickiego, Nicole Reille (Czerwonka, 2011, s.138).

Na przełomie lat 80. i 90. XX wieku powstało wiele funduszy ekologicznych, które były wyrazem zaangażowania się w kwestie ochrony środowiska naturalnego i protestu przeciwko stosowaniu energii atomowej. Motywem takich działań były katastrofa ekologiczna w Bhopalu (1984 r.), Czarnobylu (1986 r.) oraz tankowca Exxon Valdez (1989 r.).

Od lat 90. ubiegłego wieku obszar finansów związany z inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym charakteryzuje się silnym wzrostem na całym świecie, zaś ważnym czynnikiem sprawczym tego wzrostu jest etyczny konsumpcjonizm. Konsument jest

w stanie zapłacić swoistą premię zawartą w cenie dóbr, o ile tylko dobra lub podmioty je wytwarzające są odzwierciedleniem osobistych wartości wyznawanych przez nabywcę. Chodzi tu o takie wartości jak ochrona środowiska, przestrzeganie praw człowieka oraz praw pracowniczych, a także nadzór korporacyjny (Renneboog i in. 2008, s. 1725).

Początek XXI wieku to przełom w historii koncepcji społecznego inwestowania i związane z tym okresem zawirowania na rynkach kapitałowych. Głośne skandale finansowe takich firm jak Enron, Xerox czy Wordcom przyczyniły się do utraty zaufania do wielkich korporacji przez wielu inwestorów. W celu odbudowania zaufania została rozpowszechniona koncepcja ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*), która ma na celu zaostrenie kontroli wewnętrznej przedsiębiorstw oraz zwiększenie transparentności informacyjnej spółek publicznych. Inwestorzy szybko docenili wagę nowej koncepcji i, w konsekwencji, uzupełnili analizy inwestycyjne o kwestie związane z *Corporate Governance*. Odtąd badania elementów pozafinansowych spółek opierają się na trzech najważniejszych czynnikach z punktu widzenia koncepcji SRI, tzn. czynnikach ESG (*Environment* – środowisko, *Society* – społeczność, *Governance* – ład korporacyjny) (Rogowski, Ulianiuk, 2011, s. 100).

3. Zakres społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Zakres podstawowych obszarów tematycznych społecznie odpowiedzialnego inwestowania obejmuje – podobnie jak w przypadku koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu – aspekty ekonomiczne, społeczne, środowiskowe oraz etyczne. L. Dziawgo (2010, s. 16) zalicza jeszcze aspekty religijne, twierdząc, że koncepcja SRI jest ideą wieloaspektową, zatem trudne jest klarowne odróżnienie dominujących w poszczególnych działaniach gospodarczych i finansowych aspektów społecznych, etycznych, ekologicznych czy religijnych. Natomiast B. Janik (2014, s. 40) uważa, że inwestorzy stosujący koncepcję SRI koncentrują się na obszarach związanych:

- ze środowiskiem – zmniejszanie efektu cieplarnianego, np. poprzez wspieranie odnawialnych źródeł energii, redukcja zanieczyszczenia środowiska, np. poprzez zmniejszenie toksycznych odpadów);
- z dobrem społecznym – zaangażowanie na rzecz środowiska lokalnego, przestrzeganie praw człowieka;
- z etyką działalności gospodarczej – przestrzeganie zasad uczciwego handlu, sprawiedliwe płace, partycypacja pracownicza;
- z wartościami kulturowymi, religijnymi i etycznymi – bojkotowanie przedsięwzięć związanych z produkcją i dystrybucją broni, pornografią, hazardem, czy przeciwdziałanie korupcji.

Z kolei T. Czerwińska (2009, s. 13) oraz W. Rogowski i A. Ulianiuk (2011, s. 109) w ramach koncepcji SRI wyróżniają pięć głównych obszarów, na których koncentrują się społecznie odpowiedzialni inwestorzy:

-
- obszar związany z warunkami pracy – zapobieganie wykorzystywaniu dzieci do pracy, respektowanie praw człowieka, przestrzeganie norm BHP, sprawiedliwe wynagrodzenia, doskonalenie i rozwój kwalifikacji;
 - zorientowanie na dobro społeczne – aktywna postawa wobec społeczności lokalnych (dialog społeczny), wolontariat, działalność charytatywna, współpraca z organizacjami pozarządowymi;
 - ochrona środowiska – programy recyklingowe, redukcja efektu cieplarnianego, wspieranie technologii mających na celu uniezależnienie się od nieodnawialnych zasobów;
 - etyka w działalności gospodarczej – nienaruszanie założeń uczciwego handlu, monitorowanie jakości, dialog z partnerami biznesowymi, bezpieczeństwo produktów i usług zarówno dla ludzi, jak i środowiska;
 - wartości kulturowe i religijne – bojkotowanie produktów firm związanych z hazardem, pornografią, produkcją i dystrybucją broni, zapobieganie ewentualnej korupcji.

J. Adamczyk (2011, s. 225) wyróżnia również pięć obszarów społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, które można przyporządkować także koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Są to następujące obszary: ekonomiczny, socjologiczny, ekologiczny, etyczny i filantropijny.

Z kolei R. Speaman (2000, s. 228) do głównych obszarów społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa zalicza:

eliminowanie lub osłabienie sprzeczności interesów wynikającej z różnic pomiędzy celem obiektywnym i subiektywnym;

zabezpieczenie satysfakcji pracowników z wykonywanej przez nich pracy; dbanie o dobro społeczeństwa;

ochronę środowiska przed zniszczeniem i pozostawienie przyszłym pokoleniom w takim stanie, aby można było w nim żyć;

dbanie o dobro ludzkości.

Analiza literatury na temat zakresu społecznie odpowiedzialnego inwestowania pozwala na konkluzję, że inwestorzy podejmując decyzje o zainwestowaniu własnych środków finansowych zgodnie z koncepcją SRI, koncentrują się przede wszystkim na czterech obszarach (płaszczyznach): ekonomicznym (biznesowym), społecznym (socjologicznym), środowiskowym (ekologicznym) i etycznym (moralnym).

Obszar ekonomiczny społecznie odpowiedzialnego inwestowania dotyczy ekonomicznych wyników finansowych z działalności inwestycyjnej i takiego ich kształtowania, które zapewni inwestorowi (przedsiębiorstwu) funkcjonowanie w dłuższym okresie. Oznacza dążenie inwestora nie tylko do osiągnięcia korzyści ekonomicznych, ale również jego skłonność do innowacji i rozwoju, podnoszenia konkurencyjności, zwiększania wartości oraz kształtowania pozytywnego wizerunku firmy.

Społeczny obszar SRI wyraża się we współzależności gospodarki, przedsiębiorstwa, inwestorów i społeczeństwa. Pod koniec XX wieku zwrócono uwagę szczególnie na szybko rosnącą skalę oraz skutki, jakie działalność gospodarcza przedsiębiorstw wywiera na społeczeństwo, a zwłaszcza pracowników i społeczności lokalne.

Przedsiębiorstwa pozostają w ciągłej interakcji z różnymi grupami społecznymi: pracownikami, klientami, inwestorami, dostawcami, społecznością lokalną czy organizacjami pozarządowymi. Centralnym punktem społecznej perspektywy stała się ludzkość, pojedynczy człowiek i sprawiedliwość społeczna. Odpowiedzialność w sferze społecznej przejawia się w zapewnieniu miejsc pracy i odpowiednich warunków pracy, w podnoszeniu dobrobytu społeczności otaczającej przedsiębiorstwo bądź w wdrażaniu odpowiednich standardów jakości życia (Krasodomska 2010, s. 18).

Ekologiczny wymiar SRI wynika z konsekwencji działalności inwestorów (przedsiębiorstw), bowiem żadna działalność gospodarcza nie pozostaje obojętna dla środowiska naturalnego. Narastająca przez wiele lat degradacja środowiska wywołała dyskusję nad jej skutkami. W ocenie tego zjawiska istotną odpowiedzialność ponoszą przedsiębiorstwa. Każde bowiem przedsiębiorstwo wchodzi w interakcje z otoczeniem, w którym funkcjonuje. Wywiera na nie zarówno korzystny wpływ (tworzy miejsca pracy, kształtuje techniczną infrastrukturę, stanowi źródło dochodów budżetowych), jak i negatywny (szkodliwe oddziaływanie na środowisko poprzez zużywanie zasobów naturalnych, zanieczyszczenie środowiska, degradację krajobrazu) (Stępień 2017, s. 18). Negatywne oddziaływanie przedsiębiorstw na środowisko zobowiązuje do odpowiedzialności za jego stan. Podjęto zatem formalne kroki (regulacje prawne o zasięgu międzynarodowym i krajowym) mające na celu skłonienie przedsiębiorstw do respektowania przepisów ochrony środowiska.

Natomiast etyczny obszar SRI wyraża się w dostrzeganiu skutków podjętych decyzji i ponoszeniu za nie odpowiedzialności oraz w kierowaniu się poszanowaniem dobra społecznego w ramach ogólnie przyjętych norm. Dążenie przedsiębiorstw do zysku oraz konieczność przetrwania w warunkach konkurencji, niosą ze sobą pokusę nieodpowiedzialnych środków i naruszanie interesów innych. Etyczna płaszczyzna odpowiedzialności przenika wszystkie zakresy działalności przedsiębiorstwa (Adamczyk, 2011, s. 226).

Przemyślane działania w zakresie społecznie odpowiedzialnego inwestowania przynoszą korzyści zarówno poszczególnym inwestorom, jak i społeczeństwu lokalnemu, a także całej gospodarce. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie oznacza z jednej strony konieczność ponoszenia przez inwestorów konsekwencji swoich decyzji i działań, z drugiej zaś – uwzględnienia określonych potrzeb ludzi, organizacji społecznych i podmiotów gospodarczych funkcjonujących w otoczeniu inwestora i/bądź w miejscu dokonanej inwestycji.

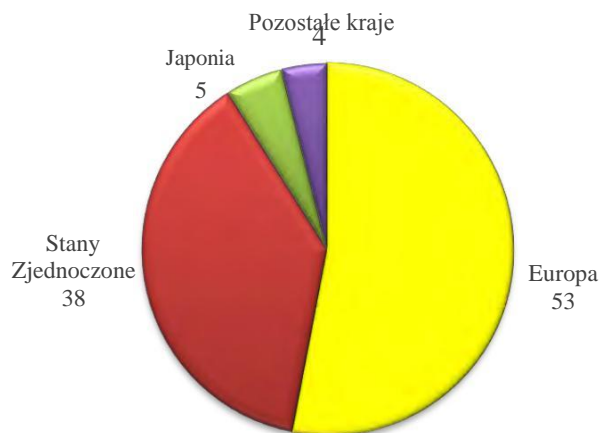
4. Rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji w Europie

Pod koniec lat 90. XX wieku i na początku XXI wieku można zaobserwować duży wzrost wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz znaczącą dynamikę rozwoju rynku SRI. Nawet kryzys finansowy, który miał miejsce w latach 2007–2009 nie wpłynął negatywnie na wielkość rynku SRI, wręcz przeciwnie, odnotowano spektakularne wzrosty wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Z badań przeprowadzonych

przez uczestników rynku SRI w Europie wynika, że globalny kryzys uświadomił inwestorom potrzebę uwzględniania czynników środowiskowych i społecznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej (*European SRI Study 2010*, s. 7).

Na początku 2016 roku rynek SRI był szacowany na 22,89 bln dolarów na całym świecie, co oznacza wzrost w porównaniu z 2014 rokiem o 25%. Największy udział w globalnym rynku SRI ma rynek europejski – 53%, podczas gdy rynek amerykański posiada udział 38%. Pozostała część inwestycji społecznie odpowiedzialnych znajduje się w Japonii, Australii i Nowej Zelandii (*The Forum for Sustainable and Responsible Investment*). Strukturę rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w 2016 roku przedstawiono na wykresie 1.

Wykres 1. Struktura inwestycji społecznie odpowiedzialnych w 2016 roku (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *The Forum for Sustainable and Responsible Investment 2016*.

W Europie wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych wzrasta z roku na rok i w 2015 roku wynosiła ponad 11 bln euro, co oznacza wzrost o 12,2% w porównaniu z rokiem 2013. Wielkość europejskiego rynku SRI stanowiła w 2015 roku 52,38% wszystkich zarządzanych aktywów w Europie (*European SRI Study 2014* i 2016).

W Europie od 2012 roku obowiązuje klasyfikacja strategii SRI zaproponowana przez Eurosif, zgodnie z którą wyróżnia się (*European SRI Study 2016*, s. 10) inwestycje tematyczne, najlepsze w swojej klasie, wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji, selekcję na podstawie norm, integrację czynników z tradycyjną analizą finansową, zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG oraz inwestycje społeczne.

Strategia inwestycji tematycznych, tj. inwestycji celowych skupionych na zrównoważonym rozwoju (*Sustainability Themed Investment*) polega na inwestowaniu w aktywa powiązane ze zrównoważonym rozwojem i skupia się na wybranych czynnikach ESG. W 2015 roku inwestycje tematyczne wynosiły 145 mld euro i stanowiły 0,63 % wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Porównując wartość inwestycji tematycznych

z danymi z lat poprzednich można zauważyć ich wzrost o 146,35 % w 2013 roku i 202,32% w 2011 roku.

Inwestycje najlepsze w swojej klasie (*Best in Class Investment Selection*) stanowią efekt strategii polegającej na inwestowaniu w najbardziej efektywne w danej grupie kategorie aktywów spełniających kryteria ESG. W 2015 roku inwestycje dokonywane zgodnie z tą strategią wynosiły 493 mld euro co stanowiło 2,16% europejskiego rynku SRI. W porównaniu z 2013 rokiem nastąpił wzrost o 39,55%, natomiast z 2011 rokiem – 74,28%.

Wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji (*Exclusion of Holdings From Investment Universe*) jest strategią zaliczaną do selekcji negatywnej, która sprowadza się do wykluczenia spółek, których działalność budzi wątpliwości natury etycznej lub społecznej. Cieszy się ona największym zainteresowaniem wśród inwestorów. W 2015 roku wartość inwestycji zarządzanych zgodnie ze strategią wykluczenia wynosiła ponad 10 bln euro i stanowiła najliczniejszą grupę inwestycji odpowiedzialnych społecznie (44,34%). Należy również zauważyć jej coroczny wzrost, w porównaniu z rokiem 2013 o 48,10%, natomiast z 2011 rokiem o 183,18%.

Strategia selekcji na podstawie norm (*Norms-Based Screening*) sprowadza się do wyłączenia z portfela inwestycyjnego tych spółek, które nie spełniają określonych międzynarodowych norm i standardów związanych z ESG. Zgodnie z tą strategią w 2015 r. zainwestowano 5 bln euro co stanowiło 22,23% udziału w europejskim rynku SRI. Porównując wyniki z danymi z lat poprzednich można zauważyć ich wzrost o 40,01% w 2013 roku i 138,59% w 2011 roku.

Integracja czynników ESG z tradycyjną analizą finansową (*Integration of ESG Factors in Financial Analysis*) polega na bezpośrednim uwzględnieniu ryzyka i możliwości związanych z ESG, koncentrując się na potencjalnym wpływie czynników ESG na wyniki finansowe podmiotu gospodarczego. Wartość ulokowanych środków zgodnie z tą strategią wynosiła w 2015 roku ponad 2 bln euro tj. 11,56% wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Europie. Porównując z danymi z lat poprzednich można stwierdzić wzrost o 39,28% w roku 2013¹.

Zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG (*Engagement and Voting on Sustainability Matters*) to strategia polegająca na komunikowaniu się z przedsiębiorstwami w celu zmiany ich zachowania w kwestiach społecznych, etycznych i związanych z ochroną środowiska. Dane z 2015 roku wskazują wartość 4,2 bln euro co oznacza 18,65% udział w europejskim rynku SRI. Jest to wzrost o 30,35% w porównaniu do 2013 roku i o 142,25% w porównaniu z danymi w 2011 roku.

Inwestycje społeczne (*Impact Investment*) to strategia, która dotyczy inwestycji bezpośrednio w spółki, organizacje czy fundusze, których celem, poza zyskiem finansowym, jest pozytywny wpływ na społeczeństwo i środowisko. Wartość inwestycji społecznych w 2015 roku szacuje się na 98 mld euro co stanowi 0,43% społecznie odpowiedzialnych inwestycji dokonanych w Europie. W porównaniu z 2013 rokiem jest to przyrost aż o 385,12%.

¹ Brak danych z 2011 roku wynika z wprowadzonego w 2012 roku nowego podziału strategii SRI.

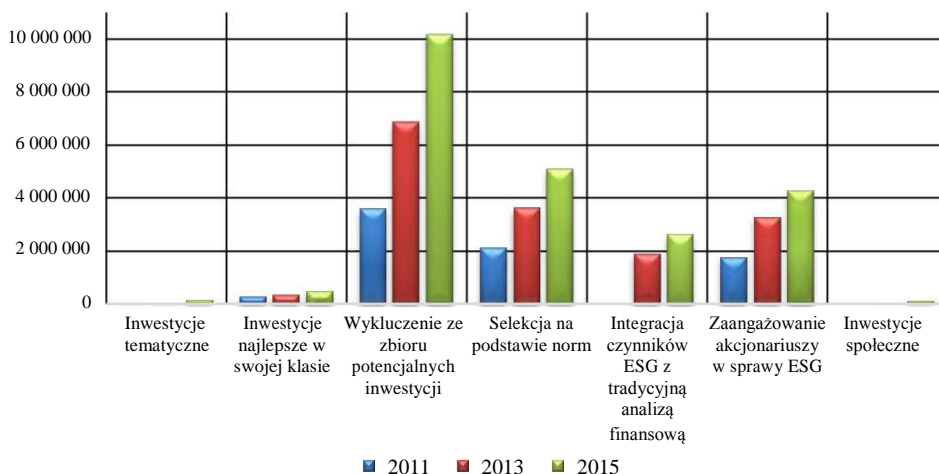
Wartość europejskiego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w przekroju przyjętych przez Eurosif strategii oraz dynamikę jego rozwoju zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Rynek SRI w Europie w latach 2011–2015

Strategia SRI	2011	2013	2015	Dynamika (w %)		
	w mln euro			Rok poprzedni = 100%		2011 = 100%
				2013	2015	2015
Inwestycje tematyczne	48 045	58 961	145 249	122,72	246,35	302,32
Inwestycje najlepsze w swojej klasie	283 081	353 555	493 375	124,90	139,55	174,28
Wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji	3 584 498	6 853 954	10 150 595	191,21	148,10	283,18
Selekcja na podstawie norm	2 132 394	3 633 794	5 087 774	170,41	140,01	238,59
Integracja czynników ESG z tradycyjną analizą finansową	–	1 900 040	2 646 346	–	139,28	–
Zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG	1 762 687	3 275 930	4 270 045	185,85	130,35	242,25
Inwestycje społeczne	8 750	20 269	98 329	231,65	485,12	1 123,76

Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI Study* 2012, 2014, 2016.

Wykres 2. Rynek SRI w Europie w latach 2011–2015 (w mln euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI Study* 2012, 2014, 2016.

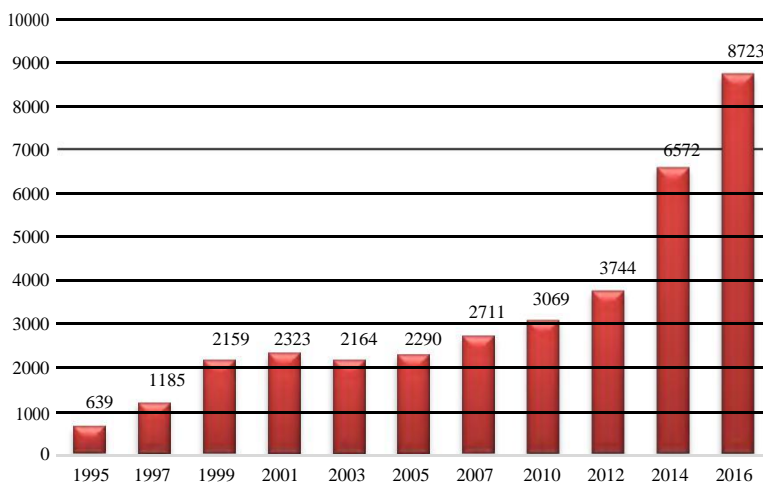
Analiza danych zawartych w tabeli 1 pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

- 1) w badanym okresie nastąpił w Europie znaczący wzrost wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych dokonywanych zgodnie z wyróżnionymi przez Eurosif strategiami;
- 2) największy przyrost wartości odnotowano w grupie „Inwestycje społeczne” (1023,76% w badanym okresie), natomiast najmniejszy w grupie „Inwestycje naj-lepsze w swojej klasie” (74,28%);
- 3) największą wartość prezentują inwestycje dokonywane zgodnie ze strategią „Wy-kłuczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji”.

Pomimo corocznego przyrostu wartości inwestycji SRI na rynku europejskim, należy jednak odnotować w ostatnich latach spadek jego udziału w globalnej wartości (w 2009 r. – 85%, w 2011 r. – 75%) na rzecz rynku amerykańskiego (w 2009 r. – 6%, w 2011 r. – 27%) (Eurosif 2014, s. 33).

Dla porównania w Stanach Zjednoczonych wartość inwestycji dokonanych zgodnie z koncepcją SRI wzrasta z roku na rok i w 2016 roku wynosiła 8,72 bln dolarów, co stanowi ok. 22% wszystkich aktywów zarządzanych profesjonalnie (40,3 bln dolarów). Począwszy od 1995 roku, kiedy po raz pierwszy opublikowano raport dotyczący amerykańskiego rynku SRI, aż do 2016 roku wielkość społecznie odpowiedzialnych inwestycji wzrosła prawie czterokrotnie (*Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2016*, s. 13). Rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji w USA w okresie 1995–2016 przedstawiono na wykresie 1.

Wykres 3. Rynek SRI w Stanach Zjednoczonych w latach 1995–2016 (w bln dolarów)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2012–2016*.

5. Społecznie odpowiedzialne inwestycje w Polsce

W Polsce rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Można zatem postawić tezę, iż polski rynek SRI jest niedojrzały i charakteryzuje się brakiem stabilności. Niemniej dane dotyczące społecznie odpowiedzialnych inwestycji wskazują na jego wzrost, o czym świadczyć może również uwzględnienie naszego kraju w europejskim raporcie SRI.

Według danych zawartych w raporcie *Eurosif European SRI Study 2016* rynek in-inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce w 2015 roku szacuje się na prawie 6 mld euro. W porównaniu z wynikami badań z 2013 roku można odnotować prawie pięciokrotny wzrost wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce w przekroju strategii inwestowania za-prezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Inwestycje społecznie odpowiedzialne w Polsce w latach 2011– 2015

Strategia SRI	2011		2013		2015	
	w mln euro	udział w %	w mln euro	udział w %	w mln euro	udział w %
Inwestycje tematyczne	0	0,00	0	0,00	3 762	31,22
Inwestycje najlepsze w swojej klasie	56	1,04	13	0,13	2 717	22,54
Wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji	5 211	96,88	4 402	43,92	2 769	22,98
Selekcja na podstawie norm	56	1,04	3 209	32,01	2769	22,98
Integracja czynników ESG z tradycyjną analizą finansową	56	1,04	0	0,00	0	0,00
Zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG	0	0,00	2 400	23,94	0	0,00
Inwestycje społeczne	0	0,00	0	0,00	34	0,28
Razem	5 379	100,00	10 024	100,00	12 051	100,00
Wartość SRI*	bd.	x	1 060	x	5 998	x

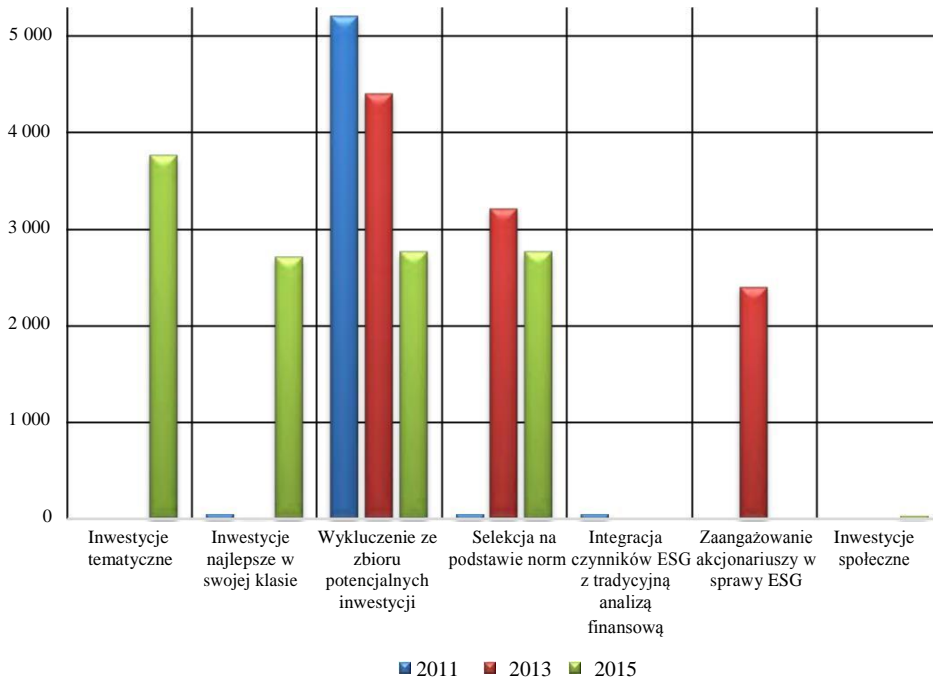
* Suma wartości inwestycji bez możliwości dublowania się strategii.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI Study 2012, 2014 i 2016*.

Z danych zawartych w tabeli 2 wynika, iż w Polsce rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych z każdym rokiem podlega dywersyfikacji. W 2011 roku dominującą strategią było wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji (96,88%), natomiast w 2013 roku nastąpiło znaczne obniżenie udziału tej strategii (43,92%) na rzecz selekcji na podstawie norm (32,01%) oraz zaangażowania akcjonariuszy w sprawy ESG (23,94%).

Z kolei w 2015 roku już cztery strategie SRI odgrywały istotną rolę w działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw. Największym zainteresowaniem cieszyły się inwestycje tematyczne, czyli inwestycje celowe skupione na zrównoważonym rozwoju (31,22%). Na drugim miejscu wśród strategii SRI stosowanych w Polsce znalazły się selekcja negatywna (wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji) oraz selekcja na podstawie norm (22,98%). Trzecią najważniejszą strategią okazała się strategia najlepszy w swojej klasie (22,54%). Pozostałe strategie mają niewielki udział (inwestycje społeczne – 0,28%) lub w ogóle nie mają racji bytu na polskim rynku inwestycyjnym. Natomiast w Europie najpopularniejszą strategią inwestowania jest selekcja negatywna (44,34%), w dalszej kolejności selekcja na podstawie norm (22,23%) oraz zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG (18,65%).

Wykres 4. Rynek SRI w Polsce w latach 2011–2015 (w mln euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI Study* 2012, 2014, 2016.

Wartość polskich inwestycji społecznie odpowiedzialnych stanowi 0,05% europejskiego rynku SRI. Mimo tak znikomego udziału Polski, godny odnotowania jest fakt, iż Polska jako jedyny kraj Europy Środkowo-Wschodniej został uwzględniony w badaniach Eurosif już w 2010 roku. Ponadto, dynamika dokonanych w ostatnim czasie inwestycji społecznie odpowiedzialnych pokazuje, iż inwestorzy coraz częściej, obok kryterium efektywności zaangażowanego kapitału, biorą pod uwagę aspekty społeczne i środowiskowe (tab. 3).

Tabela 3. Dynamika inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce w latach 2011– 2015

Strategia SRI	Dynamika (w %)		
	Rok poprzedni = 100%		2011 = 100%
	2013	2015	2015
Inwestycje tematyczne	–	–	–
Inwestycje najlepsze w swojej klasie	23,21	20 900,00	4 851,79
Wykluczenie ze zbioru potencjalnych inwestycji	84,48	0,63	53,14
Selekcja na podstawie norm	5 730,36	86,29	4 944,64
Integracja czynników ESG z tradycyjną analizą finansową	–	0,00	–
Zaangażowanie akcjonariuszy w sprawy ESG	–	–	–
Inwestycje społeczne	–	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI Study* 2012, 2014, 2016.

Analiza dynamiki inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce w okresie 2011–2015 wskazuje na niestabilność rynku. Z przedstawionych w tabeli 3 wskaźników dynamiki wynika, że inwestycje najlepsze w swojej klasie powiększyły się o 20 800%, z kolei inwestycje dokonywane zgodnie ze strategią selekcja na podstawie norm w 2015 roku odnotowały spadek w stosunku do 2013 roku o 13,71%.

Łączna analiza struktury i dynamiki polskiego rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych potwierdza tezę o niedojrzałości i niestabilności tego rynku. Jednak pozytywnego odnotowania wymaga fakt wprowadzenia na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT, który stał się symbolem pozytywnych przemian na polskim rynku kapitałowym. Celem projektu RESPECT Index jest wyłonienie spółek zarządzanych w sposób odpowiedzialny i zrównoważony, ale jednocześnie charakteryzujących się odpowiednią atrakcyjnością inwestycyjną przejawiającą się w jakości raportowania, relacjach inwestorskich oraz ładem informacyjnym (http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/opis_projektu – dostęp 16.02.2017).

Proces kwalifikowania spółek do RESPECT Index obejmuje trzy etapy:

- 1) wskazanie spółek o najwyższej płynności (znajdujących się w portfelach indeksów WIG20, mWIG40, sWIG80);
- 2) ocenę praktyk spółek w zakresie ładu korporacyjnego, ładu informacyjnego oraz relacji z inwestorami;
- 3) ocenę poziomu dojrzałości spółek w zakresie stopnia społecznej odpowiedzialności.

Badania w dwóch pierwszych etapach prowadzone są bez udziału spółek, a ocena jest dokonywana przez GPW we współpracy ze Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych wyłącznie na podstawie ogólnodostępnych, publikowanych przez spółki raportów.

Ocena dokonywana w etapie trzecim jest rezultatem przeprowadzonych przez firmę Deloitte badań ankietowych, którym poddane są spółki. Dotychczas odbyło się dziesięć edycji naboru spółek do indeksu RESPECT. Ostatnia, jubileuszowa edycja², wyłoniła 25 spółek, w tym czterech debiutantów. Od pierwszej edycji, która miała miejsce w 2009 roku, zwiększyła się zarówno liczba spółek, jak i wartość RESPECT Index (o 50%). Można zatem stwierdzić, że wzrasta świadomość podejmujących decyzje w obszarze zrównoważonego rozwoju, czego wyrazem jest uwzględnianie w działalności gospodarczej spółek aspektów społecznych i środowiskowych (ekologicznych).

Podsumowanie

Obserwowany w ostatnich latach wzrost zainteresowania inwestorów angażowaniem wolnych środków w inwestycje społecznie odpowiedzialne był – w dużej mierze – konsekwencją globalnego kryzysu finansowego i miał wpływ na rynek finansowy zarówno w Europie, jak i na całym świecie.

Analiza raportów Eurosif pokazuje, że w 2015 roku większość (52,38%) inwestycji społecznie odpowiedzialnych znajdowała się na rynku europejskim. Jednak, pomimo przyrostu wartości inwestycji SRI na rynku europejskim, należy zauważyć w ostatnich latach spadek jego udziału w globalnej wartości (w 2009 r. – 85%, w 2011 r. – 75%).

Również w Polsce można zaobserwować „załążki” rynku SRI, który z roku na rok nie tylko zwiększa wartość dokonywanych transakcji, ale również widać wyraźną dywersyfikację strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Jednym z pozytywnych zwia-
stunów realizacji w Polsce koncepcji SRI jest wprowadzenie na Warszawską Giełde Papierów Wartościowych indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT.

Podsumowując, można stwierdzić, że polski rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji pomimo krótkiej historii i niewielkiego doświadczenia inwestorów wyka-
zuje tendencję rosnącą i pozwala to mieć nadzieję, że w najbliższej przyszłości czyn-
niki społeczno-środowiskowe będą odgrywały istotną rolę w procesie podejmowania decyzji o alokacji kapitału.

Literatura

- Adamczyk J. (2011), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w decyzjach inwestorów instytucjonalnych na rynku globalnym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 640. *Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, 38.
- Czerwińska T. (2009), *Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3.
- Czerwonka M. (2013), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa.
- Czerwonka M. (2011), *Inwestycje odpowiedzialne społecznie (SRI) – inwestowanie alternatywne*, „Finanse”, 1 (4).

² Skład RESPECT Index został ogłoszony 14.12.2016 r. i obowiązuje od 19.12.2016 r.

- Dziawgo L. (2010), *Zielony rynek. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa.
- Filek J., (2002), *O wolności i odpowiedzialności podmiotu gospodarczego*, Wydawnictwo Akademii Eko-nomicznej w Krakowie, Kraków.
- Filek J., (2006), *Społeczna odpowiedzialność biznesu. Tylko moda czy nowy model prowadzenia działalności gospodarczej*, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa.
- Janik B. (2014), *Inwestycje finansowe w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, Difin, Warszawa.
- Kinder P.D., Lydenberg S., Domini A.L. (1994), *Investing for good, making money while being socially responsible*, Happer Business, New York.
- Krasodomska J. (2010), *Rachunkowość a idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w dobie kryzysu ekonomicznego*, [w:] B. Micherda (red.), *Rachunkowość wobec kryzysu gospodarczego*, Difin, Warszawa.
- Kubińska E. (2014), Inwestowanie odpowiedzialne społecznie na europejskich rynkach wschodzących, „*Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*”, XLVIII (30).
- Mansley M. (2000), *Socially responsible investment: a guide for pension funds and institutional investors*, Monitor Press, Sudbury.
- Martin J. (1986), *Happy Returns for Do-gooders*, „*Financial World*”, 18.
- Munoz-Torres M.J., Fernandez-Izquierdo M.A., Balaguer-Franch M.R. (2004), *The Social Responsibility Performance of Ethical and Solidarity Funds: An Approach to the Case of Spain*, „*Business Ethics*”, 13.
- Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. (2008), *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior*, „*Journal of Banking and Finance*”, 32.
- Rogowski W., Ulianiuk A. (2011), *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI)*, „*Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*”, 112.
- Rogowski W., Ulianiuk A. (2012), *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część III: Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „*Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*”, 114.
- Sandberg J., Juravle C., Hedesstrom T.M., Hamilton I. (2009), *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, „*Journal of Business Ethics*”, 87.
- Sparkes R. (2002), *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester.
- Speaman R. (2000), *Podstawowe pojęcia moralne*, Wydawnictwo KUL, Lublin.
- Stępień K. (2017), *Od społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw do sprawozdawczości zintegrowanej*, [w:] J. Krasodomska (red.), *Społeczna odpowiedzialność biznesu w rachunkowości*, Difin, Warszawa.
- Urban D. (2011), *Zarys koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego*, „*Acta Universitatis Lodziensis*”, Folia Oeconomica 261.
- Wolska M., Czerwonka M. (2013), *Społecznie odpowiedzialne inwestowani – analiza rentowności fundu-szy SRI w Polsce*, „*Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*”, 126.

Źródła internetowe

- European SRI Study* 2010, Eurosif (dostęp: 20.03.2017).
- European SRI Study* 2012, Eurosif (dostęp: 20.03.2017).
- European SRI Study* 2014, Eurosif (dostęp: 20.03.2017).
- European SRI Study* 2016, Eurosif (dostęp: 20.03.2017).
- International Finance Corporation*, <http://www.ifc.org>.
- Księga Wyjścia*, <http://www.tamax.com.pl/biblia/st-pl-k-wyjscia.html> (dostęp 22.03.2017). Principles for Responsible Investment, <https://www.unpri.org/about/the-six-principles> (dostęp 18.04.2017).
- Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2016 (2016), US SIF Foundation (dostęp 18.04.2016).
- RESPECT Index*, http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/opis_projektu (dostęp: 16.02.2017).
- The Forum for Sustainable and Responsible Investment*, <http://www.ussif.org> (dostęp 18.04.2017).