

*Dariusz Urban\**

## **ZARYS KONCEPCJI INWESTOWANIA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO**

### **1. WPROWADZENIE**

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne stało się w ostatnich latach coraz bardziej powszechną strategią inwestycyjną zarówno w kręgu inwestorów indywidualnych, jak i podmiotów instytucjonalnych. Dostępne dane wskazują, że na trwałe zagościło w głównym nurcie strategii inwestycyjnych. Na gruncie polskiej literatury zagadnienie inwestowania społecznie odpowiedzialnego należy nadal do tematów słabo jeszcze zbadanych, co skłania do podjęcia prób zmierzających do wypełnienia istniejącej luki w wiedzy.

Celem artykułu jest zaprezentowanie i analiza koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej zdefiniowane zostaje pojęcie oraz ma miejsce przybliżenie historii powstania i rozwoju koncepcji. W części drugiej zaprezentowane zostają strategie inwestycyjne stosowane w procesie odpowiedzialnego inwestowania. Część trzecia zawiera przegląd literatury z zakresu badań dotyczących wyników finansowych osiąganych przez podmioty kierujące się zasadami inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Całość kończy podsumowanie zawierające zasadnicze wnioski, jakie wypływają z przeprowadzonych analiz.

### **2. GENEZA I ROZWÓJ KONCEPCJI INWESTOWANIA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO**

Wśród badaczy zajmujących się problematyką inwestowania społecznie odpowiedzialnego (*Socially Responsible Investment* – SRI) odnaleźć można przekonanie, że korzeni koncepcji upatrywać należy w starożytności. Dowodzą oni bowiem, że współczesny nurt SRI wywodzi się od nauk i nakazów religijnych występujących zarówno w chrześcijaństwie, jak i judaizmie oraz islamie, a odnoszących się do kwestii etycznego wykorzystania pieniądza, potępiających

---

\* Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego.

lichwę albo też zabraniających inwestowania w pewne dziedziny, takie jak hazard czy pornografia<sup>1</sup>.

Termin „inwestowanie społecznie odpowiedzialne” odnosi się do filozofii a zarazem praktyki podejmowania strategicznych decyzji inwestycyjnych, w której tradycyjne kryteria finansowe, czyli stopa zwrotu oraz ryzyko, rozszerzone i uzupełnione zostają o czynniki niefinansowe, obejmujące aspekty pozafinansowe związane z daną alokacją kapitału, do których zalicza się kwestie społeczne, środowiskowe oraz związane z nadzorem korporacyjnym<sup>2</sup>. Odpowiedzialne inwestowanie nie ogranicza się wyłącznie do stosowania kodeksu zasad w trakcie podejmowania decyzji inwestycyjnej, lecz obejmuje również działania po tym momencie, których podstawę stanowią nabyte prawa własności, jakimi dysponuje podmiot. Obejmują one korzystanie z prawa głosu przysługujące akcjonariuszowi celem wywierania wpływu na władze i kierownictwo, by te w swoim działaniu kierowały się określonymi zasadami. A zatem odpowiedzialne inwestowanie ma wpływ na dwa fundamentalne procesy decyzyjne dotyczące inwestowania w aktywa finansowe: identyfikację i ocenę potencjalnych możliwości inwestycyjnych (*entry decision*) oraz ewentualne zbycie swoich udziałów w sytuacji konfliktu interesów (*loyalty decision*)<sup>3</sup>.

Pojęcie społecznie odpowiedzialnego inwestowania wywodzi się od funkcjonującego wcześniej terminu „etycznego inwestowania” (*ethical investment*). Określenie to obejmowało katalog reguł i zakazów, jakie ustanowione zostały przez grupy religijne metodystów oraz kwarków, którymi kierować mieli się członkowie tych społeczności podczas inwestowania. W tej grupie nakazów znajdowało się m.in. zalecenie unikania inwestowania w przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją alkoholu, wyrobów tytoniowych oraz trudniące się hazardem, a także w inne podmioty, których działalność powiązana była z wymienionymi branżami. Wskazane wyżej dziedziny były postrzegane jako niemoralne, dlatego też takie podejście do inwestowania naznaczone restrykcjami natury etycznej zostało określone mianem etycznego inwestowania. Stopniowo etyczne kryteria inwestowania podlegały ewolucji, obejmując dodatkowo takie obszary, jak: ochrona pracowników, kwestie ochrony środowiska czy prawa człowieka. Jednocześnie zwiększała się grupa podmiotów inwestycyjnych

<sup>1</sup> L. Renneboog, J. Ter Horst, C. Zhang, *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior*, „Journal of Banking and Finance” 2008, no. 32, s. 1725.

<sup>2</sup> Por.: E-T. Cheah, D. Jamali, J. Johnson, M-C. Sung, *Drivers of Corporate Social Responsibility Attitudes: The Demography of Socially Responsible Investors*, „British Journal of Management” 2011, vol. 22, s. 305; I. Barreda-Tarrazona, J. C. Matalín-Sáez, M. A. Balaguer-Franch, *Measuring Investor's Socially Responsible Preferences in Mutual Funds*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 103, s. 305.

<sup>3</sup> E. M. Zarabi, *Responsible Investment and the Claim of Corporate Change*, [w:] *Responsible Investment in Time of Turmoil*, eds W. Vandekerckhove, J. Leys, K. Alm, K. Scholtens, S. Signori, H. Schäfer, Springer, 2011, s. 26.

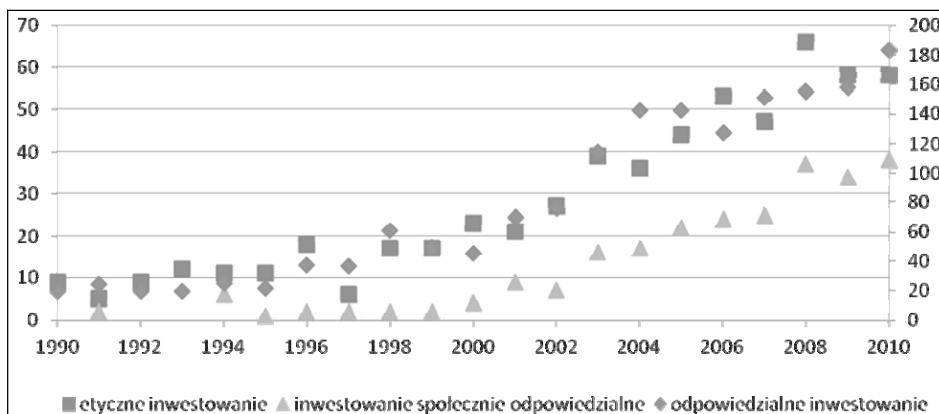
będących zwolennikami takiej idei inwestowania, obejmując obok tradycyjnych grup *non-profit* również organizacje i jednostki nastawione na zysk. Z uwagi na to, że dotychczasowe określenie „etyczne inwestowanie” ze względu na swoją ograniczoną pojemność znaczeniową przestało obejmować te dodatkowe kwestie związane z inwestowaniem oraz ponieważ dotychczasowe określenie mogło dawać ludziom mylne wrażenie, że dominujące podejście do inwestowania jest nieetyczne, termin „etyczne inwestowanie” zastępowany był stopniowo przez bardziej dokładne sformułowanie „inwestowanie społecznie odpowiedzialne”<sup>4</sup>.

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 w. jako efekt licznych kampanii społecznych, obejmujących takie kwestie, jak wojna, rasizm, środowisko naturalne oraz potrzeba jego ochrony. Od tamtej pory wśród osób podejmujących decyzje inwestycyjne zaczęła zwiększać się świadomość związana ze społecznymi i środowiskowymi konsekwencjami podejmowanych przez nich działań. Obszar finansów związany z inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym charakteryzuje się od lat 90. ubiegłego wieku silnym wzrostem na całym świecie, zaś ważnym czynnikiem sprawczym tego wzrostu jest etyczny konsumpcjonizm. Przejawia się gotowością ze strony konsumentów do płacenia swoistej premii zawartej w cenie dóbr, o ile tylko dobra lub podmioty je wytwarzające są odzwierciedleniem osobistych wartości wyznawanych przez nabywcę. W grupie tych wartości znajdują się takie kwestie, jak ochrona środowiska, przestrzeganie praw człowieka oraz praw pracowniczych, a także nadzór korporacyjny<sup>5</sup>.

Odzwierciedleniem rosnącego znaczenia tej koncepcji inwestycyjnej w praktyce jest zwiększająca się popularność tematyki na gruncie naukowym. Potwierdzeniem tego może być widoczny wzrost liczby artykułów naukowych obejmujących problematykę SRI. Na rys. 1 na podstawie danych z bazy Scopus przedstawiona została liczba artykułów naukowych, które bądź to w tytule, bądź w abstrakcie lub słowach kluczowych zawierały zwroty: „etyczne inwestowanie”, „odpowiedzialne inwestowanie” lub zwrot „inwestowanie społecznie odpowiedzialne”. Skala pomocnicza w prawej części dotyczy liczby opracowań ze zwrotem „odpowiedzialne inwestowanie”. Dane zaprezentowane na rys. 1. pozwalają na wyciągnięcie wniosku, że wyraźny wzrost liczby opracowań dotyczących badanej problematyki nastąpił po roku 2002.

<sup>4</sup> S. Wen, *Institutional Investor Activism on Socially Responsible Investment: Effects and Expectations*, „Business Ethics: A European Review” 2009, vol. 18, no. 3, s. 312; R. Sparks, C. Cowton, *The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link With Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52, s. 46.

<sup>5</sup> L. Renneboog, L. Ter Horst J., C. Zhang, *Socially Responsible Investments...*, s. 1725. Por. E. M. Zarabi, *Responsible Investment...*, s. 29–31.



**Rysunek 1. Liczba artykułów poruszających problematykę inwestowania społecznie odpowiedzialnego w latach 1990–2010**

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.scopus.com](http://www.scopus.com).

Tematyka odpowiedzialnego inwestowania nie ogranicza się do indywidualnych inwestorów i ich decyzji, lecz obejmuje swoim zasięgiem szersze spektrum podmiotów, włączając inwestorów instytucjonalnych oraz same przedsiębiorstwa, w tym ich akcjonariuszy oraz kadre zarządzającą. Relacje te przedstawione zostały w tab. 1. Na podstawie poniższych informacji wysnuć można przypuszczenie, że rozbieżności pomiędzy wskazanymi grupami dotyczącymi takich kwestii, jak: odmienne horyzonty trwania inwestycji oraz różny poziom utożsamiania się z inwestycją, stanowią bariery w rozwoju inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Tym samym zrozumienie oraz zaakceptowanie przez wszystkie podmioty faktu, że strategia oparta na SRI cechuje się efektywnością w długim okresie, pozwoli czerpać wymierne korzyści wszystkim grupom interesariuszy.

Do czynników, które zadecydowały o rozwoju i upowszechnieniu się tego nurtu zachowań inwestycyjnych, zaliczyć można:

- stworzenie przez organizacje międzynarodowe reguł i zasad powszechnie uznanych oraz akceptowanych jako te odzwierciedlające ideę inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Przykładem takiego kodeksu są reguły zaproponowane przez ONZ (*UN Principles of Responsible Investment*);

- rozwój inwestorów instytucjonalnych i aktywnego akcjonariatu. Do grupy tych podmiotów zaliczyć należy fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz firmy ubezpieczeniowe. Ich wpływ poprzez aktywny akcjonariat na przedsiębiorstwa, by te wdrażały i przestrzegały zasad odpowiedzialnego inwestowania, jest zdecydowanie większy i skuteczniejszy niż możliwości inwestorów indywidualnych;

o wymogi prawne uchwalone w poszczególnych krajach, nakładające obowiązek raportowania przez niektóre instytucje finansowe o tym, w jaki sposób odnoszą się one do kwestii inwestowania społecznie odpowiedzialnego (kryteriów ESG).

**Tabela 1. SRI z punktu widzenia inwestora i zarządzającego przedsiębiorstwem**

Wyszczególnienie	Perspektywa inwestora indywidualnego	Perspektywa inwestora instytucjonalnego	Perspektywa właściciela	Perspektywa zarządzającego spółką
1	2	3	4	5
Horyzont	Przeważnie krótki	Preferowany długi, lecz zazwyczaj (ze względu na wymagania klientów) ograniczony do średniego	Przeważnie długi	Preferowany: stabilny akcjonariat; niestety rozliczanie z wyników znacznie skraca tę perspektywę
Cel	Maksymalizacja zysku przy danym poziomie ryzyka	Nastawienie na zwiększanie wartości w określonym horyzoncie czasu, przy ograniczonym poziomie ryzyka	Powiększanie wartości przedsiębiorstwa i/lub uzyskiwanie rosnących przepływów dywidendowych	Preferowany: realizacja projektów o dodatnim NPV; często jednak pod naciskiem akcjonariusz większościowego: maksymalizacja wyniku finansowego netto
Znaczenie giełdowej wyceny spółki	Kluczowe, w wielu przypadkach jedyny analizowany czynnik	Istotne ale nie najważniejsze, główny nacisk kładziony jest na zdolność spółki do kreowania przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy	Umiarkowane, głównie w przypadku sprzedaży udziałów w spółce	Istotne dla kosztu pozyskania kapitału (zarówno w drodze emisji akcji lub obligacji, czy w postaci kredytu bankowego), ale także z punktu widzenia wysokości premii menedżerskich
Rodzaj tworzonej więzi ze spółką	Bardzo nietrwała poprzez stosunkowo łatwy sposób wyjścia z inwestycji	Silna głównie ze względu na poziom zaangażowania kapitałowego i częsty brak możliwości natychmiastowego wycofania z inwestycji; sporadyczne zaangażowanie w funkcjonowanie spółki	Bardzo silna przejawiająca się dużym zaangażowaniem w funkcjonowanie spółki	Silna, lecz ograniczona głównie obowiązującym stosunkiem pracy; konflikt interesów na linii menedżer –właściciele

Tabela 1 (cd.)

1	2	3	4	5
Znaczenie aspektów ESG w polityce inwestycyjnej	Niewielkie ze względu na krótki horyzont inwestycji	Umiarkowane; brak nacisku ze strony klientów; trudność kwantyfikacji ich wpływu na wartość spółki	Dostrzeganie znaczenia aspektów ESG w procesie budowania wartości przedsiębiorstwa oraz ograniczania ryzyk jego funkcjonowania	Szczególne uwzględnienie aspektów o dodatnim wpływie na wynik finansowy

Źródło: *Odpowiedzialne inwestycje kapitałowe. Pracodawcy RP*, red. R. Sroka, Warszawa, 2011, s. 27.

Podsumowując tę część analizy, wskazać należy, że w ostatnich dekadach grupa inwestorów stosująca zasady inwestowania społecznie odpowiedzialnego istotnie się powiększyła. Nie obejmuje już wyłącznie indywidualnych inwestorów, grup wyznaniowych, czy organizacji *non-profit*, lecz również znaczących inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne. Zaangażowanie tych ostatnich podmiotów uznawane jest za dowód na dojrzałość koncepcji SRI oraz jej wejście do głównego nurtu strategii inwestycyjnych stosowanych na świecie<sup>6</sup>. Co więcej, inwestorzy instytucjonalni postrzegani są jako kluczowy czynnik wzrostu sektora obejmującego inwestowanie społecznie odpowiedzialne w najbliższej przyszłości<sup>7</sup>.

### 3. CHARAKTERYSTYKA STRATEGII SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO INWESTOWANIA

Skłonność pewnej grupy inwestorów do podejmowania decyzji inwestycyjnej na podstawie połączonych ze sobą kryteriów finansowych oraz tych pozafinansowych wiąże się z koniecznością zastosowania nowych narzędzi celem wyboru elementów składowych portfela inwestycyjnego. Zestaw strategii inwestycyjnych opartych na koncepcji SRI nie został zdefiniowany w sposób kompletny i zamknięty w momencie narodzin tego nurtu zachowań inwestycyjnych, lecz rozwijał się stopniowo wraz z upowszechnianiem się tego zjawiska. W chwili obecnej literatura przedmiotu, jak i obserwacje empiryczne pozwalają

<sup>6</sup> E. M. Zarabi, *Responsible Investment...*, s. 29–31.

<sup>7</sup> *European SRI Study*, Eurosif, 2010, s. 18.

wyróżnić następujące strategie inwestycyjne stosowane przez inwestorów postępujących zgodnie z zasadami inwestowania społecznie odpowiedzialnego:

- wykluczenie etyczne (*ethical exclusion*) – polegające na eliminacji z portfela inwestycyjnego podmiotów ze względu na kryteria natury etycznej, dotyczy to przede wszystkim podmiotów z pewnych branż, takich jak: przemysł zbrojeniowy, branża tytoniowa;

- selekcja pozytywna (*positive screening*) – która polega na poszukiwaniu podmiotów zaangażowanych w obszarze społecznej odpowiedzialności i/lub oferujących ekologiczne produkty i usługi oraz włączaniu emitowanych przez nie instrumentów finansowych do koszyka inwestycyjnego;

- rangowanie aktywów (*best-in-class*) – polegające na klasyfikowaniu dostępnych aktywów inwestycyjnych na podstawie kryterium zaangażowania ich emitentów w społeczną odpowiedzialność biznesu, a następnie włączanie do portfela inwestycji podmiotów wiodących w swojej branży czy też klasie aktywów inwestycyjnych;

- selekcja sektorowa (*pioneer screening/thematic investment propositions*) – w której ma miejsce dobór do koszyka inwestycyjnego instrumentów emitowanych przez podmioty funkcjonujące na podstawie CSR, należące do wybranego sektora lub też tworzenie portfela inwestycyjnego z instrumentów emitowanych przez podmioty poszukujące rozwiązań w zakresie globalnych problemów cywilizacyjnych;

- selekcja normatywna (*norm-based screening*) – polegająca na eliminowaniu w procesie inwestycyjnym tych instrumentów, których emitenci nie respektują regulacji normatywnych i standardów wypracowanych przez organizacje międzynarodowe takie jak np. ONZ czy UNICEF;

- przestrzeganie podstawowych wartości (*simple screens/simple exclusions*) – polegające na wykluczaniu z inwestycji wybranych sektorów np. produkcja broni a także wykluczaniu podmiotów/krajów nierespektujących podstawowych praw człowieka;

- zaangażowanie (*engagement*) – które opiera się na wywieraniu wpływu przez zarządzających portfelem głównie za pomocą dialogu oraz polityki nadzoru korporacyjnego na przedsiębiorstwa celem zachęcenia ich do zaangażowanie się w praktyki odpowiedzialnego biznesu;

- integracja (*integration*) – polegająca na trwałym włączeniu przez zarządzających portfelem kryteriów dotyczących praktyk odpowiedzialnego biznesu do analizy finansowej i oceny inwestycji<sup>8</sup>.

Uporządkowanie scharakteryzowanych powyżej strategii ze wskazaniem zależności pomiędzy nimi przedstawia tab. 2.

---

<sup>8</sup> T. Czerwińska, *Spółeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 3/2009, s. 13–14.

Tabela 2. Typy strategii wykorzystywanych w procesie odpowiedzialnego inwestowania

Rodzaj strategii	Definicja	Przynależność	Typy
Selekcja pozytywna	Dążenie do inwestowania w przedsiębiorstwa zaangażowane w społeczną odpowiedzialność biznesu lub te wytwarzające pewne dobra i/lub usługi	Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w wąskim ujęciu	Rangowanie aktywów
			Selekcja sektorowa
Selekcja negatywna	Unikanie inwestowania w wybranych przedsiębiorstwach, działach przemysłu oraz krajach	Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w szerokim ujęciu	Inwestowanie tematyczne
			Wykluczenie etyczne
Zaangażowanie	Aktywne głosowanie i zaangażowanie w podmiotach objętych inwestowaniem	Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w szerokim ujęciu	Przestrzeganie podstawowych wartości
Integracja	Włączenie kryteriów ESG do analizy inwestycji oraz procesu podejmowania decyzji		Zaangażowanie
Teoretyczna możliwość wystąpienia kombinacji innych strategii			Integracja

Źródło: Robeco, Booz&Co, *Responsible Investing: A Paradigm Shift. From Niche to Mainstream*, 2009, s. 4.

W literaturze selekcja negatywna klasyfikowana jest jako pierwsza generacja strategii, selekcja pozytywna jako generacja druga, zaangażowanie jako trzecia, zaś integracja jako czwarta generacja strategii inwestycyjnych w ramach SRI<sup>9</sup>. Alternatywny sposób klasyfikowania strategii SRI w stosunku do zaprezentowanego w tab. 2 zawiera opracowanie S. Hellsten i C. Mallin<sup>10</sup> oraz praca E. M. Zarabi<sup>11</sup>. W odniesieniu do prezentowanej klasyfikacji wskazać należy ponadto, że w najbliższej przyszłości zyskiwać będą na znaczeniu strategie oparte na zaangażowaniu i integracji, zaś tracić popularność będą strategie wykorzystujące mechanizm selekcji pozytywnej i negatywnej<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> L. Renneboog, J. Ter Horst, C. Zhang, *Socially Responsible Investments...*, s. 1728.

<sup>10</sup> S. Hellsten, C. Mallin, *Are Ethical or Socially Responsible Investments Socially Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2006, no. 66, s. 399–400.

<sup>11</sup> E. M. Zarabi, *Responsible Investment...*, s. 48.

<sup>12</sup> Robeco, Booz&Co, *Responsible Investing: A Paradigm Shift. From Niche to Mainstream*, 2009, s. 10.



#### 4. WYMIAR FINANSOWY INWESTOWANIA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO

Zależność między inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym a wynikami finansowymi osiąganymi z tego typu strategii należy do najlepiej zbadanych i jednocześnie budzących najwięcej kontrowersji obszarów zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków zajmujących się tą problematyką<sup>13</sup>. Na płaszczyźnie teoretycznej dyskusja dotycząca efektywności strategii inwestycyjnej opartej na odpowiedzialnym inwestowaniu w relacji do wyników tradycyjnej strategii inwestycyjnej bazującej na kryterium stopy zwrotu nie została jak dotąd rozstrzygnięta. Prezentowane są dwa przeciwstawne stanowiska, z których jedno opiera się na argumentach teorii portfelowej, drugie zaś bazuje na argumentach pochodzących z teorii zarządzania.

Zwolennicy pierwszej z nich dowodzą, że w świetle klasycznej teorii portfelowej oraz hipotezy rynku efektywnego tworzenie portfela inwestycyjnego przy uwzględnianiu kryteriów SRI może skutkować obniżeniem efektywności inwestycji w długim horyzoncie czasu. Dzieje się tak, ponieważ w warunkach rynku efektywnego nie jest możliwe stworzenie portfela inwestycyjnego, którego efektywność przewyższałaby efektywność portfela rynkowego. Zatem portfel rynkowy zawsze cechował będzie się wyższą stopą zwrotu niż portfele stworzone w oparciu o inne strategie inwestycyjne, włączając w to SRI. Wskazują oni również, że uwzględnianie kryterium inwestowania społecznie odpowiedzialnego, które przybiera formę wykluczania przedsiębiorstw z niektórych branż, lub też lokalizacji geograficznej skutkować może trudnościami ze skuteczną dywersyfikacją portfela inwestycyjnego. Prowadzi to w efekcie do wzrostu zarówno ryzyka specyficznego, jak i systematycznego portfela. Badania w tym zakresie dowodzą, że portfele inwestycyjne uwzględniające czynniki ESG (aspekty środowiskowe, społeczne oraz związane z nadzorem korporacyjnym) cechują się przeważaniem jednych branż i sektorów, zaś niedoważeniem innych<sup>14</sup>.

Zwolennicy drugiego podejścia podważają hipotezę rynku efektywnego oraz przekonanie o równym dostępie inwestorów do informacji. Zakładają oni, że wskutek występującej asymetrii informacyjnej aplikacja kryteriów SRI do konstrukcji portfela daje inwestorowi pewną przewagę informacyjną, co skutkować może osiąganiem przez niego ponadprzeciętnych wyników. Jest to możliwe, ponieważ w tym ujęciu przedsiębiorstwa działające zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* –

<sup>13</sup> C. Juravle, A. Lewis, *Identifying Impediments to SRI in Europe: A Review of the Practitioner and Academic Literature*, „Business Ethics: A European Review” 2008, vol. 17, no. 3, s. 288; por. S. Jones, S. van der Laan, G. Frost, J. Loftus, *The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia*, „Journal of Business Ethics” 2008, no. 80, s. 182.

<sup>14</sup> T. Czerwińska, *Społeczna odpowiedzialność...*, s. 21.

CSR) uzyskują w długim okresie lepsze wyniki działalności operacyjnej i finansowej, co przekłada się na wyższą efektywność inwestowania w te podmioty<sup>15</sup>. Przy czym społeczna odpowiedzialność biznesu oznacza zaangażowanie przedsiębiorstwa w zrównoważony rozwój, pracę z pracownikami i ich rodzinami oraz szeroko pojmowanym społeczeństwem, w tym ze społecznościami lokalnymi. Celem społecznej odpowiedzialności biznesu jest dostarczanie zrównoważonej wartości społeczeństwu i właścicielom poprzez stosowanie przejrzystych, otwartych i etycznych praktyk biznesowych, szacunek dla pracowników, społeczności i środowiska naturalnego<sup>16</sup>. W tym kontekście wskazać należy, że szczegółowy screening podmiotów w aspekcie wypełniania przez nie kryteriów społecznych, środowiskowych oraz nadzoru korporacyjnego pozwala uniknąć negatywnych konsekwencji finansowych związanych z ewentualnymi procesami o nieprzestrzeganie praw pracowniczych, łamanie praw człowieka czy też zaniedbaniami w obszarze ochrony środowiska lub ładu korporacyjnego<sup>17</sup>. Tym samym uwzględnienie kryteriów odpowiedzialnego inwestowania zmniejsza ryzyko inwestora i chroni go przed negatywnymi konsekwencjami finansowymi w postaci spadku kursu akcji i/lub też obniżenia stopy zwrotu z inwestycji.

Ten brak zgodności w warstwie teoretycznej znajduje swoje odzwierciedlenie w badaniach empirycznych. I tak np. najnowsze badania w tej kwestii przeprowadzone przez M. Cortez, F. Silva i N. Areal wskazują, że fundusze, opierające swoją działalność na zasadzie społecznie odpowiedzialnego inwestowania, alokujące środki na rynkach europejskich, nie osiągają istotnie odmiennych wyników finansowych od tych będących udziałem tradycyjnych funduszy. Przeciwnie sytuacja wygląda w przypadku funduszy z USA oraz w mniejszym stopniu z Australii, które to osiągały gorsze wyniki inwestycyjne w porównaniu z tradycyjnymi funduszami<sup>18</sup>. Przegląd najbardziej aktualnych badań w tej dziedzinie zawiera opracowanie E. Sjöström<sup>19</sup>. W zestawieniu tym przedstawione zostały analizy dotyczące wyników finansowych w podziale na cztery kategorie. W pierwszej znalazły się te badania, których wyniki wskazują, że inwestowanie na podstawie zasad społecznej odpowiedzialności pozwala osiągać lepsze efekty finansowe w porównaniu z tradycyjną strategią bazującą wyłącznie na kryterium stopy zwrotu. W drugiej kategorii przedstawione zostały badania, z których wnioski są przeciwne. Trzecia grupa zawiera te analizy

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> M. Marcinkowska, *Společna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, „Przełąd Organizacji” 10/2010, s. 7.

<sup>17</sup> L. Renneboog, J. Ter Horst, C. Zhang, *Socially Responsible Investments...*, s. 1743.

<sup>18</sup> M. Cortez, F. Silva, N. Areal, *Socially Responsible Investing in The Global Market: The Performance of US and European Funds*, „International Journal of Finance & Economics” 2011.

<sup>19</sup> E. Sjöström, *The Performance of Socially Responsible Investment*, „A Review of Scholarly Studies Published 2008–2010” 2011, AP7.

empiryczne, na podstawie których nie można wyciągnąć jednoznacznych wniosków, natomiast grupa czwarta obejmuje badania, w których wyniki nie wskazują na przewagę jednej strategii inwestycyjnej nad drugą. Zróżnicowanie w ilości badań empirycznych zakwalifikowanych do poszczególnych kategorii jest na tyle niewielkie, iż brak jest podstaw, by w sposób jednoznaczny móc stwierdzić o dominacji jednego punktu widzenia na badaną kwestię.

Obok rozbieżności na gruncie teoretycznym, braku jednoznaczności w obszarze badań empirycznych podnoszone są ponadto zastrzeżenia natury metodologicznej w odniesieniu do analiz obejmujących zagadnienie wyników finansowych funduszy, opierających swoją strategię na koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Pierwsza wątpliwość dotyczy braku wyraźnego podziału rynku funduszy na dwie rozłączne grupy: fundusze stosujące strategię SRI oraz te nie posiadające znamion zasad odpowiedzialnego inwestowania. W konsekwencji w wielu badaniach wykluczone zostają fundusze, które nie deklarują się jako działające na podstawie zasad inwestowania społecznie odpowiedzialnego, pomimo iż spełniają główne kryteria takiej kwalifikacji. W efekcie badania oparte na tej samej próbie oraz horyzoncie czasowym dają rozbieżne wyniki, co uniemożliwia jednoznaczne stwierdzenie występowania korzyści w postaci wyższej stopy zwrotu lub niższego ryzyka w przypadku funduszy społecznie odpowiedzialnych. Drugie zastrzeżenie obejmuje kwestię przyjętego w badaniu horyzontu czasowego. Z jednej bowiem strony postulowany długi okres do porównania wyników finansowych funduszy zwiększa ryzyko braku porównywalności danych w sytuacji zmiany osoby zarządzającego w danym funduszu, z kolei krótki horyzont czasowy badania budzić może zastrzeżenia co do rzetelnego doboru analizowanego okresu<sup>20</sup>.

## 5. PODSUMOWANIE

Zasadniczym celem opracowania było przedstawienie i analiza koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Zostało to osiągnięte poprzez: zdefiniowanie, czym jest SRI, zaprezentowanie genezy koncepcji oraz jej rozwoju ze wskazaniem czynników, które zdecydowały o upowszechnieniu się tego nurtu zachowań inwestycyjnych, charakterystykę strategii wykorzystywanych w procesie inwestycyjnym, a ponadto zaprezentowanie odmiennych stanowisk teoretycznych, jak i badań empirycznych w kwestii efektywności tego typu zachowań inwestycyjnych. Ten ostatni aspekt wydaje się być jednym z kluczowych, który wymaga dalszych pogłębionych analiz, w tym wypracowa-

---

<sup>20</sup> P. Kaźmierkiewicz, *Analiza atrakcyjności inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie (SRI) na podstawie rankingu Global100*, „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 6/2010, s. 32.

nia metod badawczych, które z jednej strony nie będą budziły zastrzeżeń natury metodologicznej, z drugiej zaś umożliwią jednoznaczne określenie zależności między efektywnością inwestycji realizowanych w oparciu o koncepcję SRI a efektywnością inwestycji podejmowanych wyłącznie w oparciu o kryteria finansowe.

Ponadto wydaje się, iż konieczne jest uporządkowanie pojęć definiujących analizowaną tematykę. W chwili obecnej stosowane są określenia: „inwestowanie społecznie odpowiedzialne”, „odpowiedzialne inwestowanie”, „etyczne inwestowanie”, „inwestowanie zrównoważone”. Niektórzy autorzy stosują je zamiennie, z kolei inni dowodzą występowania pewnych różnic pomiędzy nimi. To bogactwo i różnorodność stosowanych pojęć świadczyć może o rozwoju tego nurtu badawczego, z drugiej strony może być jednak źródłem wątpliwości i sprzeczności w dziedzinie badań empirycznych.

#### BIBLIOGRAFIA

- Barreda-Tarrazona I., Matalín-Sáez J. C., Balaguer-Franch M. A., *Measuring Investor's Socially Responsible Preferences in Mutual Funds*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 103.
- Cheah E-T., Jamali D., Johnson J., Sung M-C., *Drivers of Corporate Social Responsibility Attitudes: The Demography of Socially Responsible Investors*, „British Journal of Management” 2011, vol. 22.
- Cortez M., Silva F., Areal N., *Socially Responsible Investing in The Global Market: The Performance of US and European Funds*, „International Journal of Finance & Economics” 2011.
- Czerwińska T., *Spoleczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 3/2009.
- European SRI Study*, Eurosif, 2010.
- Hellsten S., Mallin C., *Are Ethical or Socially Responsible Investments Socially Responsible?*, „Journal of Business Ethics” 2006, no. 66.
- Jones S. Laan van der S., Frost G., Loftus J., *The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia*, „Journal of Business Ethics” 2008, no. 80.
- Juravle C., Lewis A., *Identifying Impediments to SRI in Europe: A Review of the Practitioner and Academic Literature*, „Business Ethics: A European Review” 2008, vol. 17, no. 3.
- Kaźmierkiewicz P., *Analiza atrakcyjności inwestycji w spółki odpowiedzialne społecznie (SRI) na podstawie rankingu Global100*, „E-Finanse. Finansowy Kwartalnik Internetowy” 6/2010.
- Marcinkowska M., *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw a ich wyniki ekonomiczne – aspekty teoretyczne*, „Przegląd Organizacji” 10/2010.
- Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C., *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behavior*, „Journal of Banking and Finance” 2008, no. 32.
- Robeco, Booz&Co, *Responsible Investing: A Paradigm Shift. From Niche to Mainstream*, 2009.
- Sjöström E., *The Performance of Socially Responsible Investment*, „A Review of Scholarly Studies Published 2008–2010” 2011, AP7.
- Sparks R., Cowton C., *The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link With Corporate Social Responsibility*, „Journal of Business Ethics” 2004, vol. 52.

- Sroka R. (red.), *Odpowiedzialne inwestycje kapitałowe. Pracodawcy RP*, Warszawa 2011.
- Vandekerckhove W., Leys J., Alm K., Scholtens B., Signori S., Schäfer H., (eds), *Responsible Investment in Time of Turmoil*, Springer, 2011.
- Wen S., *Institutional Investor Activism on Socially Responsible Investment: Effects and Expectations*, „Business Ethics: A European Review” 2009, vol. 18, no. 3.  
www.scopus.com (odczyt 23.11.2011).

*Dariusz Urban*

#### **AN OUTLINE OF THE CONCEPT OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING**

The article considers concept of socially responsible investment. The main purpose of the paper is to fill existing gap in knowledge by presenting and analyzing key elements of that investment strategy. The paper is divided into three parts. In the first part the author presents the rise and growth of socially responsible investment. The next part deals with four generations of investment strategies including: negative and positive screening, engagement and integration. In the last part of the article, drawing on both theory and empirical studies, the author presents relationship between SRI and financial performance. The article concludes by presenting recommendations for further research.