Zeszyty Naukowe Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

1 (937)

ISSN 1898-6447
Zesz. Nauk. UEK, 2015; 1 (937): 39–49
DOI: 10.15678/ZNUEK.2015.0937.0103

Aleksandra Duliniec
Katedra Rynków Kapitałowych
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne – przejściowa moda czy trwała tendencja?

Streszczenie

Od początku XXI w. obserwuje się na świecie dynamiczny wzrost inwestycji odpowiedzialnych społecznie. W artykule są przedstawione przesłanki, jakimi kierują się inwestorzy, dokonując tego typu inwestycji. Istnieją różne kryteria wyboru portfela inwestycyjnego (selekcji negatywnej i pozytywnej). Selekcja pozytywna spółek do portfela jest przeprowadzana głównie na podstawie czynników środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ESG). Nie ma jednoznacznych dowodów, że fundusze etyczne (społecznie odpowiedzialne) wypracowują stopy zwrotu wyższe niż tradycyjne fundusze inwestycyjne. W związku z tym warto rozważyć, jaka może być przyszłość inwestycji odpowiedzialnych społecznie. Czy nadal będzie obserwowany ich szybki wzrost, czy też po okresie wzmożonego zainteresowania czynnikami społeczno-etycznymi (do czego przyczynił się niewątpliwie światowy kryzys finansowy) inwestycje odpowiedzialne społecznie pozostaną jedynie jedną z wielu możliwych strategii inwestycyjnych? Artykuł może stanowić przyczynek do dyskusji.

Słowa kluczowe: inwestowanie społecznie odpowiedzialne, inwestycje zrównoważone, fundusze etyczne, społeczna odpowiedzialność biznesu, ład korporacyjny.

1. Wprowadzenie

Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (SRI – *Socially Resposible Investing*) to strategia inwestowania, w której ważnym czynnikiem wyboru portfela

inwestycyjnego jest selekcja akcji spółek ze względu na ocenę, czy spółki te działają odpowiedzialnie (etycznie), czy też nie. Inwestorzy stosujący tę strategię kierują się w swoich działaniach nie tylko własnym interesem i maksymalizacją własnych korzyści, ale biorą także pod uwagę interesy innych oraz tzw. dobro społeczne.

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy odpowiedzialne inwestowanie na trwale weszło do katalogu podstawowych strategii inwestycyjnych, czy też jest to raczej przejściowa fascynacja kryteriami etyczno-społecznymi, które stały się istotne w decyzjach inwestorów, głównie w efekcie globalnego kryzysu finansowego, który ujawnił jednocześnie głęboki kryzys etyczno-moralny w wielu instytucjach finansowych.

Zgodnie z klasyczną teorią selekcji portfela [Markowitz 1952] racjonalny inwestor dokonuje alokacji kapitału, kierując się swoimi preferencjami opisanymi w funkcji użyteczności. Po dokonaniu analizy informacji dostępnych na rynku finansowym inwestor albo maksymalizuje oczekiwaną stopę zwrotu z portfela albo minimalizuje ryzyko tego portfela inwestycyjnego. Zakłada się przy tym, że decyzje inwestora są zdeterminowane wyłącznie przez czynniki finansowe, a rynki kapitałowe są efektywne. Klasyczna teoria rynku finansowego ignoruje czynniki społeczne i moralne wpływające na wybory inwestorów, takie jak emocje, wiara, dobro społeczne czy kwestie etyczne. W ramach inwestowania odpowiedzialnego społecznie właśnie determinanty behawioralne mają priorytet wobec determinantów czysto finansowych.

Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych wzrasta bardzo dynamicznie od początku bieżącego wieku, a w szczególności po 2008 r., czyli od czasu globalnego kryzysu finansowego, który nadwyrężył zaufanie inwestorów do instytucji finansowych oraz podważył zasadność czysto finansowych kryteriów inwestowania. Wzrosło znaczenie aspektów etycznych i działalności odpowiedzialnej społecznie.

Szacuje się, że w 2012 r. wartość aktywów funduszy inwestujących odpowiedzialnie wyniosła na świecie ok. 10 bln EUR, z tego w Europie 6763 mld EUR [*European SRI…* 2012], a w Stanach Zjednoczonych 3744 mld USD [*Report on Sustainable…* 2012], czyli ok. 2720 mld EUR. W Polsce aktywa funduszy społecznie odpowiedzialnych szacuje się na ok. 1,2 mld EUR. Dane te dotyczą jedynie aktywów zarządzanych odpowiedzialnie przez inwestorów instytucjonalnych. Nie obejmują one wartości inwestycji odpowiedzialnych społecznie dokonywanych przez inwestorów indywidualnych.

2. Inwestowanie odpowiedzialne społecznie – pojęcie i zasady selekcji inwestycji

Nie ma jednoznaczności pojęciowej co do inwestowania odpowiedzialnego społecznie. Zamiennie używane są także inne określenia o bardzo zbliżonym znaczeniu, takie jak: inwestycje etyczne, zielone inwestycje (inwestycje ekologiczne), inwestycje zrównoważone (*sustainable investments*). Ostatnio coraz częściej przez inwestycje społecznie odpowiedzialne rozumie się tzw. inwestycje ESG, czyli inwestowanie według kryteriów środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym (ESG – *Environmental*, *Social*, *Governance*).

Koncepcja inwestycji odpowiedzialnych społecznie nie jest nowa. Niektóre rodzaje inwestycji biorących pod uwagę czynniki społeczne, etyczne czy religijne były znane już dawno. Ewolucja tego pojęcia i stosowanych określeń jest bardzo ściśle związana ze zmianą znaczenia różnych kryteriów selekcji aktywów (głównie chodzi wybór przedsiębiorstw/spółek, w które się inwestuje). Stosowana jest zarówno selekcja negatywna, jak i selekcja pozytywna [Kiymaz 2013, s. 429–430; Renneboog, Ter Horst i Zhang 2008].

Początkowo (tj. już od kilku wieków) stosowano głównie selekcję negatywną, czyli z uwagi na czynniki moralno-etyczne, społeczne czy religijne eliminowano inwestycje, np. w przedsiębiorstwa wykorzystujące niewolników, zatrudniające dzieci, zatruwające środowisko czy trudniące się lichwą lub hazardem.

Selekcję negatywną przy doborze portfela inwestycyjnego stosuje się nadal i polega ona głównie na:

– unikaniu inwestowania w tzw. „grzeszne" branże (*sin industries*) takie, jak przemysł zbrojeniowy, alkoholowy (spirytusowy), tytoniowy, hazardowy, pornograficzny,

– eliminowaniu przedsiębiorstw związanych z energetyką nuklearną, wytwarzających produkty modyfikowane genetycznie, stosujących testy na zwierzętach, związanych z usługami aborcyjnymi, a także firm dyskryminujących pracowników według rasy, płci lub orientacji seksualnej oraz osoby niepełnosprawne.

Warto wspomnieć, że kryteria selekcji negatywnej w ramach inwestowania odpowiedzialnego społecznie mogą służyć także (choć wykorzystane w odmienny sposób) do budowy portfela inwestycyjnego funduszy „nieodpowiedzialnych" (*irresponsible funds*, *vice funds*). Przy takiej strategii inwestycyjnej fundusze wybierają „grzeszne", nieetyczne branże, głównie związane z hazardem, produkcją alkoholu, tytoniu oraz uzbrojenia. Na podstawie analizy wyników nieetycznych funduszy inwestycyjnych można zauważyć, że strategia społecznie nieodpowiedzialna pozwala osiągnąć znacznie lepsze wyniki inwestycyjne w porównaniu z wynikami podstawowych indeksów giełdowych, np. S&P 500 [*Private Asset…* 2009, s. 176–181]. Można więc stwierdzić, że inwestowanie

nieetyczne, choć niewątpliwie naganne moralnie, przynosi inwestorom wymierne korzyści.

Od kilku dekad dominujące znaczenie w doborze inwestycji odpowiedzialnych społecznie zyskuje tzw. selekcja pozytywna. Kryteria wyboru nawiązują bezpośrednio do koncepcji „zrównoważonego rozwoju" (*sustainable development*), społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa/spółki (CSR – *Corporate Social Responsibility*) oraz zasad „ładu korporacyjnego" (*corporate governance*). Wyznaczają one ramy odpowiedzialnej działalności pod względem środowiskowym, społecznym i ekonomiczno-zarządczym (ESG).

Pojęcie „zrównoważony" (*sustainable*) rozwój lub wzrost bywa używane bardzo często i w bardzo różnym kontekście. Jest to określenie, które jest zazwyczaj stosowane do podkreślenia pozytywnego charakteru opisywanego rozwoju lub wzrostu, a czytelnik powinien się sam domyśleć, co się pod tym pojęciem dokładnie kryje. Charakteryzując zrównoważone (odpowiedzialne) inwestycje, warto więc precyzyjniej zdefiniować rozwój zrównoważony. W raporcie Światowej Komisji ds. Środowiska i Rozwoju pracującej pod auspicjami ONZ sprecyzowano pożądane kierunki rozwoju gospodarczego w skali globalnej, tak aby pogodzić zaspokajanie podstawowych potrzeb wszystkich ludzi obecnie i w przyszłości z ograniczonymi możliwościami ekosystemu. „Zrównoważony rozwój umożliwia zaspokajanie teraźniejszych potrzeb, nie ograniczając przyszłym pokoleniom możliwości zaspokajania swoich potrzeb"[1]. Jest to definicja zawarta w tzw. Raporcie Brundtland z 1987 r., w którym m.in. został opisany model gospodarki pozwalający na utrzymanie takich relacji pomiędzy wzrostem gospodarczym, dbałością o środowisko oraz jakością życia i sprawiedliwością społeczną, które umożliwią zaspokajanie potrzeb obecnych i przyszłych pokoleń przy zachowaniu integralności ekosystemu Ziemi. Koncepcja zrównoważonego rozwoju jednoznacznie wskazuje, że inwestycje w działalność chroniącą środowisko naturalne i wykorzystującą zasoby odnawialne oraz promującą interes społeczny są uznawane jako inwestycje odpowiedzialne społecznie czy inwestycje zrównoważone.

Z kolei „CSR i SRI to dwie strony tego samego medalu"[2]. W tym stwierdzeniu chodzi o pokazanie, że aktywność gospodarcza odpowiedzialna społecznie może być rozpatrywana z jednej strony z punktu widzenia przedsiębiorstw oraz ich zarządów, a z drugiej strony – z punktu widzenia inwestorów na rynku kapitałowym. Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (SRI) to inwestowanie w spółki prowadzące działalność odpowiedzialną społecznie (CSR). Koncepcja społecznej

[1] *Sustainable development meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs* [*Our Common Future* 1987, s. 15].

[2] *CSR and SRI are two sides of the same coin* [Sparkes 2002].

odpowiedzialności biznesu zakłada, że działalność gospodarcza prowadzona przez dany podmiot (przedsiębiorstwo, spółkę, korporację) powinna przynosić korzyści wszystkim grupom interesariuszy, a więc nie tylko właścicielom i zarządzającym, ale także pracownikom, odbiorcom, dostawcom i społeczności lokalnej. CSR to proces podejmowania i realizacji decyzji, który jest ukierunkowany na ochronę i promowanie praw człowieka, praw pracowniczych i standardów ochrony środowiska, w zgodzie z obowiązującymi regulacjami prawnymi [Carrol 1999]. W spółkach notowanych w obrocie regulowanym odpowiedzialne prowadzenie działalności jest dodatkowo wzmocnione zasadami ładu (nadzoru) korporacyjnego.

Ład korporacyjny wiąże się z istnieniem sieci relacji pomiędzy kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządczo-nadzorczymi, wspólnikami (akcjonariuszami) i pozostałymi interesariuszami (podmiotami zainteresowanymi działaniem spółek). Nadzór korporacyjny określa strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele działania spółki i środki umożliwiające realizacji tych celów, a także narzędzia monitorowania wyników działania spółek [*Zasady nadzoru…* 2004]. Skuteczny system nadzoru korporacyjnego przyczynia się do efektywnego wykorzystania zasobów przez podmioty gospodarcze oraz wzmacnia zaufanie inwestorów i pozostałych interesariuszy do tych podmiotów.

Pozytywna selekcja spółek do portfela inwestycji odpowiedzialnych jest więc ukierunkowana na wybór spółek, które przestrzegają „dobrych praktyk" ładu korporacyjnego i których działalność sprzyja interesom społecznym i środowiskowym (ESG). Wybierane są przede wszystkim spółki:

– zaangażowane w działalność chroniącą środowisko (wysokie standardy ekologiczne, recykling, energia odnawialna, ograniczanie odpadów),

– wytwarzające produkty wysokiej jakości i bezpieczne dla konsumentów,

– prowadzące badania na rzecz rozwiązań innowacyjnych oszczędzających energię i zużycie zasobów naturalnych oraz bezpiecznych dla środowiska,

– realizujące politykę różnorodności i jednakowego traktowania pracowników bez względu na ich płeć, rasę, religię czy stopień sprawności,

– wzmacniające prawa pracowników (dobre relacje zarządu ze związkami zawodowymi, plany emerytalne i opieka zdrowotna dla pracowników, udział pracowników w podziale wypracowanego zysku),

– prowadzące działalność na rzecz społeczności lokalnej (np. wspieranie edukacji, akcje charytatywne),

– stosujące zasady ładu korporacyjnego, przejrzystego zarządzania zgodnego z kodeksem etycznym; są to spółki, w których funkcjonuje system zarządzania ryzykiem i system kontroli wewnętrznej, a relacje z klientami traktowane są priorytetowo.

3. Indeksy społecznie odpowiedzialne (SRI)

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne staje się w ostatnich latach coraz szerzej stosowaną praktyką, zwłaszcza jeżeli chodzi o inwestorów instytucjonalnych, zarządzających funduszami inwestycyjnymi: otwartymi, zamkniętymi, hedgingowymi, czy tzw. indeksowymi funduszami typu EFT (*Exchange-Traded Fund*)[3]. Również inwestorzy indywidualni często wybierają do swoich portfeli akcje lub obligacje emitowane przez podmioty prowadzące działalność w sposób odpowiedzialny. Selekcja inwestycji odpowiedzialnych, a w szczególności ocena rentowności takich inwestycji jest znacznie łatwiejsza, gdy na rynku kapitałowym funkcjonuje punkt odniesienia (*benchmark*) dostarczający informacji o kondycji finansowej spółek odpowiedzialnych społecznie. Rolę takiego *benchmarku* pełnią indeksy CSR lub indeksy SRI funkcjonujące na wielu giełdach papierów wartościowych na świecie. Selekcja spółek do tego typu indeksów odbywa się najczęściej przy wykorzystaniu selekcji pozytywnej opartej na kryteriach środowiskowych, społecznych i ekonomiczno-zarządczych (ESG). Wybierane są spółki najlepsze w danej grupie (*best in class*).

Pierwszy indeks społecznie odpowiedzialny powstał na rynku amerykańskim w 1999 r. Jest to indeks (a w zasadzie zestaw indeksów) Dow Jones Sustainability Index (DJSI series) składający się z akcji spółek odpowiedzialnych – globalnych lub działających w poszczególnych regionach czy krajach.

W Europie pierwszy indeks SRI został utworzony przez Londyńską Giełdę Papierów Wartościowych i Financial Times w 2001 r. Jest to z zestaw indeksów FTSE4GOOD series – dla całego świata, wybranych rynków lub krajów. Dobór spółek wchodzących w skład tych indeksów dokonywany jest zarówno przy wykorzystaniu selekcji negatywnej (wykluczane są spółki zajmujące się produkcją broni, używek i nieprzestrzegające zasad równości społecznej), jak i selekcji pozytywnej (działanie na rzecz ochrony środowiska, rozwijanie pozytywnych relacji z otoczeniem, utrzymanie i rozwój praw człowieka, walka z korupcją)[4].

Pierwszy indeks spółek odpowiedzialnych społecznie w regionie Europy Środkowej i Wschodniej powstał na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w 2009 r. Jest to indeks RESPECT (akronim od: *Responsibility*, *Ecology*, *Sustainability*, *Participation*, *Environment*, *Community*, *Transparency*). Wybór spółek[5] do tego indeksu jest oparty na selekcji pozytywnej, wybierane są spółki

[3] Są to fundusze inwestycyjne, często o charakterze indeksowym, notowane na rynku regulowanym, których portfel inwestycyjny odwzorowuje np. skład wybranego indeksu giełdowego.

[4] Por. Indeksy CSR na świecie na stronie: http://www.odpowiedzialni.gpw.pl (dostęp: 17.03.2014).

[5] Skład indeksu jest ustalany co roku, obecnie tworzą go 23 spółki (ostatnia weryfikacja została dokonana w grudniu 2013 r.).

„najlepsze z najlepszych". Selekcja jest kilkuetapowa. Najpierw wybierane są spółki z indeksów WIG 20, mWIG40 i sWIG80 spełniające kryteria z zakresu raportowania i dobrych praktyk. Wyselekcjonowane spółki są następnie proszone o wypełnienie ankiety obejmującej zagadnienia z zakresu czynników środowiskowych, społecznych i ekonomicznych (ESG). Wypełnienie ankiety i, co się z tym wiąże, ewentualny udział w indeksie Respekt nie jest obowiązkowe. Informacje zawarte w wypełnionej ankiecie, po weryfikacji przez niezależnego audytora są podstawą punktowej oceny spółek (ratingu) i sporządzenia odpowiedniego rankingu. Pierwsze 20–25 spółek z takiego rankingu, które uzyskały odpowiednio najwyższe oceny ratingowe, wchodzi do indeksu spółek odpowiedzialnych. Od początku istnienia wartość indeksu wzrosła o ponad 160% (z bazowych 1000 pkt z 31 grudnia 2008 r. do 2631 pkt na 8 kwietnia 2014 r.). Stopa zwrotu indeksu Respect od listopada 2009 r. do maja 2013 r. wyniosła ok. 50% (www.odpowiedzialni.gpw.pl, dostęp: 17.03.2014).

Indeksy SRI tworzone na wielu rynkach giełdowych na świecie stanowią wiarygodne źródło informacji o kondycji spółek danego segmentu (spółek etycznych, spółek odpowiedzialnych społecznie). Skład tych indeksów staje się coraz częściej podstawą konstrukcji portfeli inwestycyjnych (np. typu ETF).

Indeksy SRI spełniają też inną bardzo ważną rolę; są narzędziem promowania idei działalności społecznie odpowiedzialnej i zrównoważonego rozwoju. Tworzenie tych indeksów zwiększa zainteresowanie nie tylko samymi spółkami, które wchodzą w skład indeksów SRI, ale przede wszystkim kryteriami oceny ich działalności pod kątem jakości zarządzania czy wpływu na otoczenie. Prowadzenie działalności gospodarczej w sposób odpowiedzialny – uczciwy, przejrzysty, biorący pod uwagę czynniki społeczne, środowiskowe – staje się pomału standardem, w szczególności w krajach wysoko rozwiniętych.

Udział w indeksie SRI może przynosić też wymierne korzyści samym spółkom. Spełnienie kryteriów ESG – konieczne z punktu widzenia selekcji na potrzeby tworzenia indeksu – jest w wielu przypadkach motywem istotnych zmian w systemie zarządzania w spółkach giełdowych. Poprawia to reputację tych spółek, zwiększa zaufanie inwestorów, a co za tym idzie ułatwia dostęp spółek do kapitału. Pozytywne zmiany w sposobie zarządzania spółką znajdują zazwyczaj swoje odzwierciedlenie w wynikach działalności tych podmiotów, tj. wzroście efektywności i ograniczaniu ryzyka. Spółki w większym stopniu biorą pod uwagę korzyści, jakie z ich działalności mogą odnieść różne grup interesariuszy (*stakeholders*), nie tylko właściciele (*shareholders*) i sam zarząd.

4. Rentowność inwestycji odpowiedzialnych społecznie

Kluczowym czynnikiem, który będzie miał wpływ na dalszy rozwój inwestycji odpowiedzialnych społecznie, jest ocena rentowności dotychczas dokonywanych inwestycji odpowiedzialnych w porównaniu z rentownością typowych inwestycji portfelowych prowadzonych na rynkach kapitałowych (np. polegających na szukaniu na podstawie analizy czynników finansowych portfela efektywnego, który przy danym poziomie ryzyka może przynieść jak najwyższą stopę zwrotu). W wielu badaniach prowadzonych w ostatnich piętnastu latach na świecie porównywane są wyniki funduszy etycznych, odpowiedzialnych społecznie, z wynikami funduszy tradycyjnych, konwencjonalnych.

Wnioski wynikające z tych badań nie są jednoznaczne, tak jak nie do końca jednoznaczna jest definicja funduszy odpowiedzialnych społecznie (różne sposoby selekcji, różne kryteria wyboru). Zarządzający tymi funduszami argumentują, że inwestowanie w spółki etyczne przynosi w dłuższym okresie wyższe stopy zwrotu, inni z kolei uczestnicy rynków kapitałowych są przekonani, że portfele składające się ze spółek etycznych osiągają niższe, a nie wyższe stopy zwrotu [Damodaran 2012, s. 546–547]. Badania wyników około stu funduszy etycznych działających w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Niemczech w latach 1990–2001 nie wskazały wyraźnych różnic w przeciętnych stopach zwrotu wypracowanych przez te fundusze w porównaniu z funduszami konwencjonalnymi [Bauer, Koedijk i Otten 2005].

Są też dostępne bardziej szczegółowe wyniki badań stóp zwrotu realizowanych przez odpowiedzialne fundusze inwestycyjne w zależności od wagi różnych kryteriów pozytywnej selekcji przy budowie portfeli, np. ekonomiczno-zarządczych (G) czy środowiskowo-społecznych (ES) [Guenster 2012, s. 452–453]. Badania takie zdecydowanie potwierdzają, że inwestowanie w spółki dobrze zarządzane (*well-governed*) przynosi nadzwyczajne, wysokie stopy zwrotu, natomiast inwestowanie w spółki ze względów środowiskowych i społecznych umożliwia jedynie wypracowanie pozytywnych stóp zwrotu, ale nie są one nadzwyczajnie wysokie. W związku z tym inwestorzy instytucjonalni kierujący się strategią ESG, są w stanie zapewnić uczestnikom odpowiedzialnych funduszy, których aktywami zarządzają, całkiem dobre wyniki inwestycyjne, nie odbiegają one jednak znacznie od wyników wypracowywanych przez fundusze tradycyjne. Z kolei uczestnicy funduszy odpowiedzialnych, które wykluczają inwestowanie w „grzeszne" spółki, wyraźnie płacą cenę za bycie etycznymi. Fundusze oparte bowiem na selekcji negatywnej mają wyniki zdecydowanie gorsze, jeżeli chodzi o wypracowywane stopy zwrotu niż tzw. fundusze nieetyczne.

Prowadzone są także badania bardziej ogólnej natury. Czy inwestorzy częściej kierują się w swoich decyzjach zasadami etyki niż oczekiwaną stopą zwrotu?

Badania empiryczne wskazują, że w okresie niskiego ryzyka rynkowego inwestorzy pozostają etyczni, zaś w okresie, kiedy ryzyko rynkowe jest wysokie, poszukują przede wszystkim możliwości wypracowania jak najwyższych dochodów, czyli kierują się głównie finansowymi, a nie etycznymi kryteriami inwestycyjnymi [Ali i Szyszka 2006]. Na tej podstawie można wysunąć wniosek, że znaczenie czynników etyczno-moralnych w decyzjach inwestycyjnych zależy w dużej mierze od koniunktury gospodarczej i sytuacji na rynku kapitałowym.

5. Podsumowanie

Wyniki badania rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie, które bardzo dynamicznie rozwijały się w ostatnich latach, szczególnie na rozwiniętych rynkach kapitałowych w krajach Europy Zachodniej i Stanach Zjednoczonych nie dostarczają jednak jednoznacznych argumentów pozwalających przewidzieć dalszy rozwój tego typu inwestycji.

Jeżeli przestrzeganie przez spółki giełdowe zasad działania zgodnie z kryteriami ESG i CSR stanie się powszechnie obowiązującym standardem (a nie czynnikiem wyróżniającym jedynie niektóre z nich) inwestorzy najprawdopodobniej powrócą w swoich decyzjach do analizy przede wszystkim relacji podejmowanego ryzyka inwestycyjnego i oczekiwanej stopy zwrotu charakteryzujących inwestycje w spółki funkcjonujące w różnych branżach i na różnych rynkach. Jak się wydaje, znaczenie selekcji pozytywnej opartej na czynnikach ESG w wyborze portfela inwestycyjnego znacznie się w związku z tym zmniejszy.

Kryteria czysto etyczne, religijne (eliminowanie „grzesznych" branż) pozostaną niewątpliwie istotne dla niektórych grup inwestorów, tak jak to jest obserwowane na rynkach kapitałowych od dziesięcioleci. Znaczenie tego typu inwestycji nie będzie jednak, jak można przewidywać, zdecydowanie rosło.

Obserwowany po 2008 r., wzrost zainteresowania inwestorów czynnikami etycznymi był, jak się wydaje, spowodowany głównie globalnym kryzysem finansowym, który unaocznił, jak groźne dla gospodarki światowej mogą być konsekwencje zachowań nieetycznych, chciwości i egoizmu w pogoni za realizacją jak najwyższych krótkoterminowych dochodów przez podmioty zarządzające instytucjami finansowymi. Wyzwoliło to powszechne społeczne dążenie do przywrócenia zachowań etycznych i altruistycznych w gospodarce. Stało się to niewątpliwie przyczyną wzmożonego zainteresowania działalnością odpowiedzialną społecznie (w tym SRI). Czy będzie to trwały i zyskujący nadal znaczenie czynnik w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, czy też inwestorzy po okresie wzmożonej fascynacji czynnikami społeczno-etycznymi powrócą w swych decyzjach do czynników czysto finansowych, w których

dominujące jest maksymalizowanie indywidualnych korzyści inwestora? Trudno dzisiaj udzielić na te pytania jednoznacznej odpowiedzi.

Literatura

Ali A.Z., Szyszka A. [2006], *Ethical Factors in Capital Market. Socially Responsible versus Unscrupulous Investment*, „Argumenta Oeconomica", vol. 18, nr 1–2.

Bauer R., Koedijk K., Otten R. [2005], *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, „Journal of Banking and Finance", vol. 29, nr 7, http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035.

Carroll A.B. [1999], *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, „Business & Society", vol. 38, nr 3, http://dx.doi.org/10.1177/000765039903800303.

Damodaran A. [2012], *Investment Philosophies, Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work*, 2nd ed, John Wiley & Sons, Hoboken.

European SRI Study 2012, EuroSIF, www.eurosif.org (dostęp: 21.03.2014).

Guenster N. [2012], *Performance Implications of SR Investing: Past versus Future* [w:] *Socially Responsible Finance and Investing. Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists*, red. H.K. Baker, J.R. Nofsinger, John Wiley & Sons, Hoboken.

Kiymaz H. [2012], *SRI Mutual Fund and Index Performance* [w:] *Socially Responsible Finance and Investing. Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists*, red. H.K. Baker, J.R. Nofsinger, John Wiley & Sons, Hoboken.

Markowitz H.M. [1952], *Portfolio Selection*, „Journal of Finance", vol. 7, nr 1.

Our Common Future [1987], Report of the World Commission on Environment and Development (Raport Brundtland), www.un-documents.net (dostęp: 29.03.2014).

Private Asset & Wealth Management. Nowe instrumenty i usługi finansowe [2009], red. K. Gabryelczyk, C.H. Beck, Warszawa.

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang Ch. [2008], *The Price of Ethics and Stakeholder Governance: the Performance of Socially Responsible Mutual Funds*, „Journal of Corporate Finance", vol. 14, nr 3, http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009.

Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States 2012 [2012], US SIF, www.ussif.org (dostęp: 21.03.2014).

Sparkes R. [2002], *Socially Responsible Investment: The Global Revolution*, John Wiley & Sons, Chichester.

Zasady nadzoru korporacyjnego OECD [2004], Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju OECD, www.oecd.org (dostęp: 29.03.2014).

Socially Responsible Investing – Passing Vogue or Long-term Trend?

The dynamic growth of socially responsible investing has been observed globally in the last decade. The determinants of such investment decisions are described in the paper. A variety of criteria – both negative and positive – can be used in putting together a portfolio. The positive screening of companies to be included in a socially responsi-

ble portfolio is based mainly on environmental, social and governance (ESG) issues. However, because there is no explicit evidence that ethical (responsible) funds generate higher returns than conventional funds, it is worth considering the future of socially responsible investments. Will they continue to grow or, after a period of increased interest in social and ethical factors (undoubtedly as the result of the global financial crisis), will they lose their appeal? The paper discusses that issue.

Keywords: socially responsible investing (SRI), sustainable investments, ethical funds, corporate social responsibility (CSR), corporate governance.