

Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie narzędziem koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu

Agata Lulewicz-Sas

Politechnika Białostocka, Wydział Zarządzania, Katedra Zarządzania Produkcją
e-mail: a.lulewicz@pb.edu.pl

DOI: 10.12846/j.em.2014.01.08

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie teoretycznej analizy koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Na bazie literatury przedmiotu omówiono istotę, genezę tej koncepcji, jak również w syntetyczny sposób zaprezentowano polski rynek SRI. Podjęto również próbę określenia efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych na przykładzie polskiego Index-u Respect. Polska znajduje się w początkowej fazie rozwoju inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Powodem niskiego popytu na tego typu inwestycje może być niedostateczna wiedza inwestorów. Potrzebna jest zatem szeroko zakrojona kampania informacyjna na temat SRI wśród inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Z przeprowadzonej analizy literatury nie można wyciągnąć jednoznacznych wniosków na temat efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Powodem rozbieżności wyników może być na przykład różny horyzont czasowy inwestycji, atmosfera panująca na rynku w danym okresie, czy różnorodność badanych sektorów. W artykule została przeprowadzona analiza porównawcza Respect Index-u oraz indeksu WIG 20. Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzić można, że w ciągu ostatnich pięciu lat stopy zwrotu indeksu, w skład którego wchodzi spółki społecznie odpowiedzialne, są wyższe niż indeksu WIG 20.

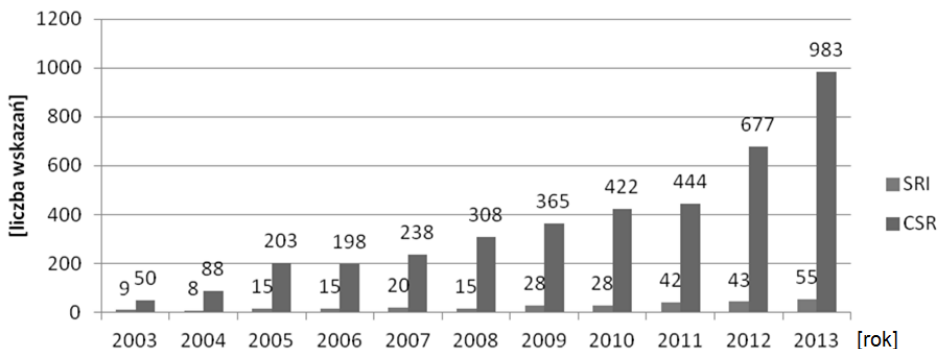
Słowa kluczowe

społeczna odpowiedzialność biznesu, społecznie odpowiedzialne inwestowanie, efektywność, Respect Index, WIG 20

Wstęp

Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie (ang. *socially responsible investment*, SRI) jest częścią szerszej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (ang. *corporate social responsibility*, CSR). Przedsiębiorstwa realizujące koncepcję CSR przy podejmowaniu wszelkich działań biorą pod uwagę nie tylko kryteria *stricto* ekonomiczne, ale także aspekty środowiskowe, społeczne oraz dotyczące ładu korporacyjnego (tak zwane czynniki ESG – *Environment, Social, Governance*). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie z kolei to koncepcja dotycząca wszelkich procesów inwestycyjnych. Inwestowanie zgodne z tą koncepcją to dążenie do maksymalizacji zysków z jednoczesnym uwzględnieniem czynników ESG.

O ile koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu jest powszechnie znana przez przedsiębiorców i często stanowi przedmiot analizy naukowej, o tyle społecznie odpowiedzialne inwestowanie jest jeszcze koncepcją słabo rozpoznaną i przeanalizowaną. Świadczą o tym chociażby wyniki przeszukiwania bazy Elsevier z wykorzystaniem terminów *corporate social responsibility* i *socially responsible investment* (rys. 1).



Rys. 1. Wyniki przeszukiwania bazy Elsevier z wykorzystaniem terminu *corporate social responsibility* i *socially responsible investment*

Źródło: opracowanie własne.

Popularność tematyki CSR i SRI na gruncie naukowym ma tendencję wzrostową. Biorąc pod uwagę ogólną sytuację na rynkach finansowych, a także uwzględniając prognozy SRI przypuszczać można, że rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych będzie sukcesywnie wzrastał.

Celem artykułu jest przedstawienie teoretycznej analizy koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Na bazie literatury przedmiotu omówiono istotę, genezę tej koncepcji, jak również w syntetyczny sposób zaprezentowano polski rynek SRI. Podjęto również próbę określenia efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych na przykładzie polskiego Index-u Respect.

1. Rozwój koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego

Koncepcja inwestowania społecznie odpowiedzialnego (ang. *socially responsible investment*, SRI) ma już długą tradycję, choć sama nazwa funkcjonuje stosunkowo od niedawna. Korzeni odpowiedzialnego inwestowania doszukać się można w czasach starożytnych. Pierwsze działania związane z nurtem, dziś nazywanym jako SRI, wiązać należy z nakazami religijnymi występującymi w judaizmie, chrześcijaństwie czy islamie dotyczącymi wykorzystywania pieniędzy (Renneboog i in., 2008), (na przykład judaizm nakazuje korzystać z pieniędzy w sposób etyczny, w Kościele katolickim natomiast w 1139 roku podczas II Soboru Laterańskiego wprowadzono zakaz lichwy¹). Niemalże znaczenie w zakresie krzewienia SRI odegrało protestanckie Religijne Towarzystwo Przyjaciół² wprowadzające zakaz handlu niewolnikami. Niektórzy autorzy wiążą zmianę podejścia do inwestowania na rzecz odpowiedzialnego inwestowania zmianą moralności wywołaną konsekwencjami pierwszej wojny światowej. Perry stwierdził, że wydarzenia wojenne spowodowały powrót do religii jako podstawowego źródła moralnych wytycznych (Perry, 1993). Zdaniem Martina, za początek rozwoju SRI przyjęć należy rok 1940, kiedy to nastąpił odwrót agencji rządowych od firm prowadzących nieuczciwe praktyki w pracy (Martin, 1986).

Inicjatorem powstania pierwszych funduszy SRI był Kościół. W Anglii na początku XX wieku Kościół Metodystów założył fundusz inwestycyjny, którego polityka zabraniała angażowania środków w specyficzne branże, a w 1984 roku firma ubezpieczeniowa *Friends Provident* pod patronatem Towarzystwa Kwaków założyła jeden z pierwszych i najbardziej prestiżowych funduszy etycznych w Wielkiej Brytanii – *Stewardship Fund*. Kościół w Szwecji założył w 1965 roku fundusz inwestycyjny SRI *Aktie-Ansvar Svergie*, a w Finlandii Kościół był zaangażowany w powstanie dwóch funduszy etycznych w tym kraju. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku w Niemczech lokalne Kościoły także zakładały pierwsze fundusze

¹ Podczas II Soboru Laterańskiego lichwiarzom odebrano prawo do chrześcijańskiego pochówku, zaś III Sobór Laterański, który odbył się w 1179 wprowadził zakaz przyjmowania przez duchownych od lichwiarzy ofiary i udzielania komunii.

² Członkowie tego Towarzystwa określane są jako kwakrzy (ang. *quakers*).

etyczne. We Francji pierwszy fundusz SRI *Nouvelle Strategie Fund* był założony w 1983 roku w Paryżu przez siostrę zakonną Kościoła katolickiego, Nicole Reille (Czerwonka, 2011).

Jednym z pionierów zajmujących się odpowiedzialnym inwestowaniem był założony przez Philipa 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...*, 2012). W USA pierwszy fundusz SRI – *Pax World Fund* powstał w sierpniu 1971 roku na fali protestów przeciwko wojnie w Wietnamie i apartheidowi w RPA (Sparkes, 2002).

Wartość rynku SRI na świecie pod koniec 2011 roku szacuje się na około 10 bln euro. Największy udział w globalnym rynku SRI ma rynek europejski z 6,7 bln euro. Drugi pod względem wielkości jest rynek amerykański z około 2,9 bln euro. Pozostała część inwestycji SRI znajduje się w Kanadzie (417 mld euro), Japonii (3 mld euro) i Austrii (1,56 mld euro), (Czerwonka, 2013). W Niemczech w 2011 roku, według danych *Sustainable Investment Forum*, w inwestycje społecznie odpowiedzialne zaangażowanych było ponad 20 mld euro (Kleine i in., 2013). Kraje europejskie o największym rynku SRI to Holandia (91%), Hiszpania (83%), Francja (74%), (*European SRI...*, 2010). Według prognoz holenderskiej firm inwestycyjnej Robeco do 2015 roku rynek SRI przestanie być kojarzony z niszą. Europejski rynek SRI ma wzrosnąć do 14,2 bilionów dolarów, w USA ma sięgnąć 9,5 bilionów dolarów, a w Azji prawie 3 biliony dolarów (*Czym jest Socially...*).

2. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie

W literaturze występuje niejednorodność terminologiczna dotycząca odpowiedzialnego inwestowania. Najczęściej używanym terminem do określenia inwestycji, które integrują ład społeczny, etyczny, środowiskowy i korporacyjny w procesie inwestycyjnym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (Sandberg i in., 2009). W zależności od charakteru inwestycji i rodzaju inwestora spotkać się można także z takimi określeniami, jak: zrównoważone (*sustainable*), odpowiedzialne (*responsible*), społeczne (*socially*), etyczne (*ethical*), zielone inwestowanie (*green investing*) czy inwestowanie z misją (*mission-related investing*), (Czerwonka, 2013).

Europejskie Forum Inwestycji Społecznych (*European Social Investment Forum*) definiuje SRI jako proces łączący cele finansowe inwestorów z kwestiami środowiskowymi, społecznymi i ładem korporacyjnym (tak zwany czynniki ESG),

(<http://www.eurosif.org/sri-resources/sri-faq>). Munoz-Torres interpretuje społecznie odpowiedzialne inwestycje jako inwestycje łączące cele finansowe z wartościami społecznymi (Munoz-Torres i in., 2004). Inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie jest sprzeczne z istotą tradycyjnego inwestowania, nie stawia ważności kwestii etycznych ponad kwestie efektywnościowe (Rogowski i Ulianiuk, 2012).

Społecznie odpowiedzialne inwestowanie ująć można zatem jako selektywny dobór instrumentów do portfela inwestycyjnego, spełniających określone kryteria. Dobór instrumentów do portfela odbywa się w różny sposób. Jednym z częściej stosowanych narzędzi kształtowania portfela SRI jest *screening*. Wyróżnia się *screening* pozytywny i *screening* negatywny. *Screening* pozytywny to wybór akcji spółek, które najlepiej radzą sobie w kontekście aspektów pozafinansowych, a także fundusze tematyczne, które inwestują w sektory rozwiązujące część problemów ESG (na przykład sektor ochrony zdrowia, produkcji energii odnawialnej, nauki). *Screening* negatywny polega zaś na eliminacji spółek z danych branż lub ze względu na słabe wyniki w kontekście czynników społecznych, środowiskowych i nadzoru korporacyjnego lub niestosowanie się do zasad międzynarodowych standardów odpowiedzialnego inwestowania (między innymi UNPRI czy UN Global Compact), (Wolska i Czerwonka, 2013). Przykłady screeningu negatywnego i pozytywnego przedstawiono w tab. 1.

Tab. 1. Przykłady screeningu negatywnego i pozytywnego

Screening negatywny	Screening pozytywny
<p>W strukturze portfela funduszy SRI unika się:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przedsiębiorstw związanych z wyrobem produktów tytoniowych • przedsiębiorstw produkujących i sprzedających produkty alkoholowe • kasyn i firm świadczących usługi związane z hazardem • przedsiębiorstw produkujących broń • producentów reaktorów nuklearnych oraz firm obsługujących elektrownie jądrowe • przedsiębiorstw inwestujących w krajach z reżimami takimi, jak Birma lub Chiny lub wykorzystujących tanią siłę roboczą w krajach rozwijających się • przedsiębiorstw produkujących pornograficzne magazyny, studiów produkujących agresywne filmy • oferentów aborcji, producentów leków abortcyjnych 	<p>W strukturze portfela funduszy SRI występują:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przedsiębiorstwa, w których są poprawne relacje między pracownikami • przedsiębiorstwa, w których zapewnione są odpowiednie warunki pracy • przedsiębiorstwa stosujące recykling, nie produkujące toksycznych produktów, dbające o środowisko naturalne • przedsiębiorstwa realizujące zasady zrównoważonego rozwoju • przedsiębiorstwa zatrudniające osoby niepełnosprawne, mniejszości narodowe • przedsiębiorstwa działające z poszanowaniem praw człowieka • przedsiębiorstwa produkujące energię ze źródeł odnawialnych • przedsiębiorstwa wspierające zrównoważone rolnictwo, bioróżnorodność, przemysłowe zastosowanie biotechnologii

cd. Tab. 1.

<ul style="list-style-type: none"> • przedsiębiorstw, które wykonują badania na zwierzętach, a także produkujących sprzęt do chwytania, łapania, śledzenia zwierząt • przedsiębiorstw, które czerpią istotne zyski z zabijania zwierząt zgodnie z tradycją islamską (ubój rytualny) • przedsiębiorstw zajmujących się modyfikacją genową roślin 	<ul style="list-style-type: none"> • przedsiębiorstwa zaangażowane społecznie (prowadzące działalność charytatywną, sponsoring, programy edukacyjne)
--	---

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Radu i Funaru, 2011).

Poza *screeningiem* wyróżnić można takie metody budowy portfela SRI jak: wykluczenie etyczne (*ethical exclusions*), rangowanie aktywów inwestycyjnych (*best-in-class*), selekcja sektorowa (*pioneer screening/ thematic investment propositions*), selekcja normatywna (*norms-based screening*), przestrzeganie podstawowych wartości (*simple screens/simple exclusions*), zaangażowanie (*engagement*), integracja (*integration*). Wymienione strategie SRI w praktyce postrzegane są jako komplementarne względem siebie i adresowane do innych faz procesu inwestycyjnego, na przykład wykluczenia stosowane są na etapie tworzenia portfela inwestycyjnego przy doborze aktywów, natomiast strategia zaangażowania i integracji – podczas bieżącego zarządzania portfelem inwestycji (Czerwińska, 2009).

3. Rynek SRI w Polsce

Rynek inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Polsce w 2012 roku, według Eurosifu, szacuje się na około 1,2 mld euro, co stanowi około 0,3% zarządzanych aktywów w kraju. W porównaniu do raportu z 2010 roku, nastąpił wzrost rynku SRI w Polsce o 20% (*European SRI...*, 2010; Czerwonka, 2013). Choć koncepcja ta jest dla większości polskich inwestorów znana to niestety nie jest powszechnie stosowana. Świadczą o tym wyniki badań opublikowane w raporcie *Perspektywy rozwoju rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Polsce* (<http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl>).

Z przeprowadzonych badań wynika, że 59% ankietowanych polskich inwestorów indywidualnych zna koncepcję społecznie odpowiedzialnego inwestowania. W przeciwieństwie do stosunkowo wysokiej świadomości idei SRI, niewielkie jest wykorzystanie narzędzi tej koncepcji (tylko 33% inwestorów zadeklarowało wyko-

rzystanie różnych narzędzi SRI). Najczęściej wykorzystywanymi narzędziami są raporty dotyczące stosowania dobrych praktyk oraz wskaźniki indeksu giełdowego Respect Index.

Na pytanie, czy inwestorzy zainwestowaliby w fundusz, którego polityka inwestycyjna oprócz tradycyjnych kryteriów ekonomicznych opierałaby się o względy etyczne 39% ankietowanych odpowiedziało, że tak jeśli wyniki byłyby przynajmniej przeciętne. Z grupy badanych respondentów 11% zainwestowałoby w fundusz SRI nawet jeśli wyniki byłyby nieznacznie niższe od przeciętnych. Znalazła się również nieliczna grupa badanych (4% respondentów), która zainwestowałaby w fundusz SRI bez względu na jego wyniki inwestycyjne.

W ramach przeprowadzonych badań podjęto próbę określenia przyszłości rynku SRI w Polsce. Badani respondenci (41%) uważają, że mała świadomość idei SRI wśród inwestorów to główna przyczyna braku szansy rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego. Kolejną ważną przeszkodą w rozwoju rynku SRI w Polsce może być, zdaniem badanych, brak popytu ze strony klientów na tego typu usługi czy produkty (24% respondentów). Wśród respondentów były też grypy, które pozytywnie postrzegają przyszłość rynku SRI w Polsce. Respondenci uważają, że istnieje szansa rozwoju rynku SRI z racji na stosunkowo młody i chłonny rynek kapitałowy w Polsce (21% respondentów). Inni respondenci uważają natomiast, że wrażliwość Polaków na różne kwestie społeczne może mieć istotne znaczenie w rozwoju rynku SRI.

Badania na temat funkcjonowania rynku SRI w Polsce prowadzi także Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie we współpracy z firmą doradcą Deloitte (*Decyzje inwestycyjne...*, 2012). Na podstawie opublikowanego raportu stwierdzić można, że:

- zaledwie 26% respondentów wie o istnieniu w Polsce funduszy, które lokują swoje aktywa w zgodzie z koncepcją SRI;
- 94% ankietowanych respondentów słyszało o funkcjonowaniu na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych indeksu spółek odpowiedzialnych Respect Index;
- aż 81% ankietowanych nie analizuje składu indeksu; indeks nie stanowi punktu odniesienia w procesie podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych lub też formułowania rekomendacji w tym zakresie;
- nieco ponad połowa respondentów przewiduje wzrost zainteresowania odpowiedzialnym inwestowaniem, a także wzrost rzeczywistej skali angażowania się funduszy etycznych na rynku polskim, w związku z funkcjonowaniem Index-u Respect.

Na podstawie wyników badań stwierdzić można, że Polska znajduje się dopiero w początkowej fazie rozwoju społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Istnieje niewielka ilość inicjatyw, które mają na celu wypromowanie uwzględniania ESG w procesie inwestycyjnym. Jedną z nich jest utworzenie pierwszego w Europie Środkowo-Wschodniej indeksu giełdowego odpowiedzialności społecznej – Respect Index (Wolska i Czerwonka, 2013). Poza indeksem giełdowym odpowiedzialności społecznej, w Polsce dostępnych jest kilka zagranicznych funduszy SRI oraz polskich. Polskie fundusze SRI to: Inwestor Zmian Klimatycznych, PZU Energia Medycyna Ekologia, SKOK FIO Etyczny 1, SKOK FIO Etyczny 2, PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny. Z kolei wśród funduszy emerytalnych można wymienić tylko jeden fundusz SRI – OFE Pocztylion (Czerwonka, 2013).

4. Efektywność inwestycji odpowiedzialnych społecznie

Efektywność inwestycji odpowiedzialnych społecznie jest przedmiotem licznych badań naukowych. Najczęściej badana jest zależność między wynikami finansowymi inwestycji społecznie odpowiedzialnych a tradycyjnymi inwestycjami. Choć kwestia ta jest szeroko analizowana to nadal budzi kontrowersje wśród przedstawicieli nauki i praktyki. Przykłady badań pokazujących porównanie wyników SRI, z tradycyjnymi portfelami przedstawiono w tab. 2.

Tab. 2. Przegląd badań dotyczących efektywności SRI

Przegląd badań	Źródło
Spośród 36 przeprowadzonych analiz, w 20 badaniach (55,6%) wykazano pozytywny związek między czynnikami ESG i wynikami finansowymi, neutralną korelację zidentyfikowano w ośmiu badaniach, trzy badania wykazują negatywną zależność, w dwóch badaniach występuje korelacja neutralno-pozytywna, zaś w trzech badaniach korelacja negatywno-neutralna	(<i>Shedding light...</i> , 2009)
Badania przeprowadzone przez Statmana sugerują, że portfele SRI nie są ani lepsze ani gorsze niż tradycyjne portfele inwestycyjne	(Statman, 2000)
Badania przeprowadzone przez Rennebooga i zespół pokazują, że portfele SRI są zdecydowanie gorsze niż tradycyjne standardy	(Renneboog i in., 2008)
Derwall i Koedijk przedstawiają dowody na to, że efektywność SRI nie jest znacząco różna od inwestycji tradycyjnych	(Derwall i Koedijk, 2009)
Analiza 103 funduszy nie wykazała istotnych różnic między zyskownością portfeli etycznych z klasycznymi portfelami inwestycyjnymi	(Bauer i in., 2005)

Źródło: opracowanie własne.

Analizy przedstawione w tab. 2 nie dają jednoznacznych wniosków na temat efektywności SRI na tle portfeli tradycyjnych. Zdaniem Rogowskiego i Ulianiuk, takie czynniki, jak umiejętność zarządzania, sposób inwestowania oraz horyzont czasowy inwestycji mają kluczowy wpływ na to jak implementacja czynników ESG w analizie przekłada się na wyniki finansowe portfela. Ponadto, zdaniem autorów, wpływ czynników ESG na efektywność inwestowania różni się w zależności od badanego sektora (branży), dlatego też pomiar wpływu czynników ESG na poziomie globalnym może prowadzić do mylących wniosków (Rogowski i Ulianiuk, 2012).

5. Analiza efektywności inwestycji odpowiedzialnych społecznie na podstawie Respect Index

Index Respect obejmuje firmy odpowiedzialne społecznie notowane na Głównym Rynku GPW. Odpowiedzialność społeczna rozumiana jest jako strategia zarządzania i koncepcja podejścia do prowadzenia biznesu, zakładająca budowanie dobrych i trwałych relacji, opartych o wzajemne zrozumienie oczekiwań i szacunek z szeroko rozumianym otoczeniem biznesowym (czyli ze wszystkimi zainteresowanymi stronami: pracownikami, dostawcami, klientami, społecznością lokalną, akcjonariuszami oraz zakładająca dbałość o środowisko naturalne). Respect jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru (*Indeksy Giełdy...*, 2013).

W skład Respect Index wchodzi wyłącznie spółki giełdowe działające zgodnie z najlepszymi standardami zarządzania w zakresie ładu korporacyjnego (*corporate governance*), ładu informacyjnego i relacji z inwestorami, a także w obszarach czynników ekologicznych, społecznych i pracowniczych. Proces weryfikacji spółek giełdowych aplikujących do Respect Index-u odbywa się w trzech etapach:

- etap I – ma na celu wskazanie grupy spółek o najwyższej płynności, czyli tych, które znajdują się w portfelach indeksów WIG 20, mWIG 40, sWIG80;
- etap II – obejmuje ocenę praktyk spółek w zakresie ładu korporacyjnego (*corporate governance*), ładu informacyjnego i relacji z inwestorami, dokonywaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie we współpracy ze Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych na podstawie ogólnodostępnych raportów, publikowanych przez spółki oraz ich stron internetowych³;

³ Kryteria oceny: obciążenie sankcjami KNF i/lub GPW w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych (obecność kar dyskwalifikuje udział spółki w dalszym badaniu); nienaganne raportowanie

- etap III – to ocena poziomu i stopnia kompleksowości działań podejmowanych przez spółki i adresowanych do grona ich interesariuszy, które stanowią wyraz ich szeroko rozumianej odpowiedzialności społecznej. Ocena ta przeprowadzana jest w oparciu o ankiety wypełniane przez spółki oraz wyniki ich weryfikacji, realizowanej przez firmę Deloitte.

Podstawowe kryteria, które wykorzystywane są w procesie oceny to:

- *environmental* (czynniki środowiskowe):
 - zarządzanie środowiskowe,
 - ograniczanie oddziaływania środowiskowego,
 - bioróżnorodność,
 - aspekty środowiskowe produktów/usług,
- *social* (czynniki społeczne):
 - bezpieczeństwo i higiena pracy,
 - zarządzanie zasobami ludzkimi,
 - relacje z dostawcami,
 - dialog z interesariuszami,
 - raportowanie społeczne,
- *governance* (czynniki ekonomiczne):
 - zarządzanie strategiczne,
 - kodeks postępowania,
 - zarządzanie ryzykiem,
 - zarządzanie ryzykiem nadużyć,
 - audyt wewnętrzny i system kontroli,
 - relacje z klientami (<http://www.odpowiedzialni.gpw.pl>).

Portfel Respect Index przedstawiono w tab. 3.

Tab. 3. Portfel Respect Index

Lp.	Instrument	Udział w portfelu [%]	Lp.	Instrument	Udział w portfelu [%]
1.	KGHM	10,882	13.	JSW	3,126
2.	PZU	10,429	14.	LOTOS	2,411
3.	BZWBK	10,260	15.	NETIA	1,861
4.	PKN ORLEN	9,680	16.	BUDIMEX	1,579
5.	PGE	9,413	17.	GPW	1,225
6.	PGNIG	9,249	18.	APATOR	1,043

w zakresie *corporate governance* oraz ładu informacyjnego (jakość raportów bieżących, fakt korygowania wcześniej opublikowanych raportów, ilość korekt i ich waga); prowadzenie strony internetowej według modelu wprowadzonego przez GPW - ocena stron internetowych spółek pod kątem jakości komunikacji z inwestorami, jej szybkości i skuteczności.

cd. Tab. 3.

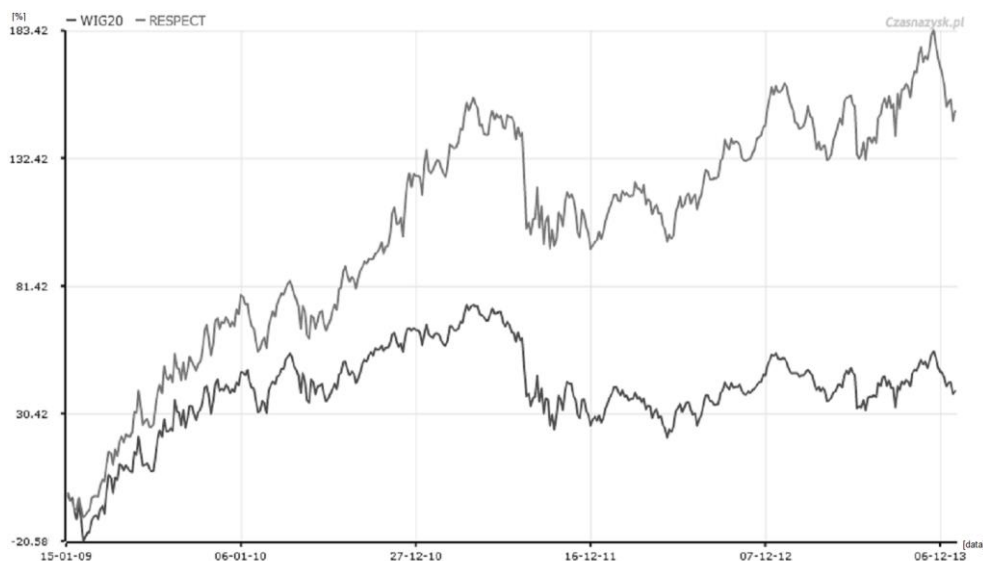
7.	TPSA	6,992	19.	PELION	0,793
8.	TAURONPE	4,999	20.	ELBUDOWA	0,646
9.	INGBSK	4,106	21.	BANK BPH	0,503
10.	HANDLOWY	3,696	22.	KOGENERA	0,454
11.	MILLENIUM	3,287	23.	RAFAKO	0,189
12.	GRUPA AZOTY	3,177		Razem	100,00

Przedstawiony w tabeli skład indeksu obowiązuje od 23 grudnia 2013 roku

Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl> [07.01.2014].

Od 2014 roku zmianie uległa formuła kwalifikacji spółek do indeksu oraz częstotliwość badań. Nowością jest między innymi uwzględnienie specyfiki sektorowej danej firmy, możliwość zgłaszania spółek zagranicznych (notowanych na GPW) oraz ocena praktyk i działań firmy w podziale na grupy czynników ESG (*Environmental, Social, Governance*), (<http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl>).

Analizę porównawczą Respect Index-u przeprowadzono opierając się na wynikach indeksu WIG 20 (rys. 2).



Rys. 2. Porównanie stóp zwrotu indeksu WIG 20 i Respect Indexu w okresie styczeń 2009 roku – grudzień 2013 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Giełda Papierów...).

Wartość Respect Index, licząc od stycznia 2009 roku do stycznia 2014 roku wzrosła o około 150 punktów procentowych. W tym samym czasie WIG 20, mierzący koniunkturę na całym rynku, zyskał około 35%. Respect Index w badanym okresie okazał się lepszy niż warszawski index WIG 20.

Dla indeksów Respect i WIG 20 przeprowadzono analizę zyskowności (uwzględniającą rynkowe stopy zwrotu) oraz ryzyka inwestycji.⁴ Jako miarę dochodu osiągniętego z tytułu posiadania każdego z analizowanych portfeli (osiągniętego wyłącznie na skutek zmian rynkowych cen walorów) przyjęto średnią dzienną logarytmiczną stopę zwrotu (Marcinkiewicz i Kilon, 2013) wyrażoną poniższym wzorem:

$$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}} = \ln P_t - \ln P_{t-1} \quad (1)$$

gdzie:

- r_t - logarytmiczna stopa zwrotu z inwestycji w portfel akcji,
- P_t - wartość portfela akcji w bieżącym okresie,
- P_{t-1} - wartość portfela akcji w okresie bazowym.

Do opisu ryzyka zastosowano odchylenie standardowe stóp zwrotu, określone za pomocą wzoru:

$$V = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N (r_t - \bar{r})^2; \quad s = \sqrt{V} \quad (2)$$

gdzie:

- V - wariancja stopy zwrotu z inwestycji w portfel akcji na N sesjach,
- r_t - logarytmiczna stopa zwrotu z inwestycji w portfel akcji,
- \bar{r} - N -okresowa średnia logarytmiczna stopa zwrotu z inwestycji.

W celu uzyskania porównywalności wyników wykorzystano wskaźnik Sharpe'a, umożliwiający łączną analizę stopy zwrotu z inwestycji i towarzyszącego jej ryzyka (premii za ryzyko). Wskaźnik Sharpe'a określić można za pomocą wzoru:

$$SR = \frac{\bar{r} - r_f}{s} \quad (3)$$

gdzie:

- r_f - stopa zwrotu wolna od ryzyka,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

⁴ Analizę wykonano przy współpracy z J. Kilonem.

Wartości podstawowych charakterystyk rynkowych inwestycji w badane portfele akcji zaprezentowano w tab. 4.

Tab. 4. Podstawowe charakterystyki rynkowe inwestycji w portfel akcji indeksu RESPECT oraz WIG20 w latach 2009-2013

Rok	Dzienna stopa zwrotu (%)		Ryzyko (%)		Wskaźnik Sharpe'a	
	RESPECT	WIG20	RESPECT	WIG20	RESPECT	WIG20
2009	0,213	0,115	1,954	2,212	0,109	0,052
2010	0,110	0,055	1,297	1,270	0,085	0,043
2011	-0,048	-0,098	1,524	1,562	-0,031	-0,063
2012	0,103	0,075	0,877	1,064	0,117	0,070
2013	-0,005	-0,030	1,152	1,116	-0,004	-0,027

Źródło: obliczenia własne na podstawie (Giełda Papierów...).

Analiza uzyskanych rezultatów pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków:

- w badanym okresie (2009-2013) średnia stopa zwrotu z inwestycji w portfel akcji indeksu Respect była wyższa od analogicznej stopy zwrotu dla portfela akcji WIG20;
- oba analizowane portfele charakteryzowały się porównywalnym poziomem ryzyka, zarówno w okresach lepszej, jak i gorszej koniunktury rynkowej;
- portfel akcji wchodzących w skład indeksu Respect, we wszystkich latach objętych badaniem, gwarantował inwestorom wyższą premię za ryzyko. Sytuacja ta miała miejsce niezależnie od ogólnej koniunktury rynkowej. Portfel akcji spółek wchodzących w skład indeksu Respect w okresach rynkowych wzrostów charakteryzował się blisko dwukrotnie wyższą premią za ryzyko w stosunku do portfela odpowiadającego WIG 20. W okresach rynkowych spadków akcje spółek stosujących praktyki CSR charakteryzowały się natomiast znacznie mniejszymi rynkowymi korektami wartości cen akcji lub przynosiły zbliżony do neutralnego wynik finansowy.

Podsumowanie

Polska znajduje się w początkowej fazie rozwoju inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Powodem niskiego popytu na tego typu inwestycje może być niedostateczna wiedza inwestorów na ten temat. Potrzebna jest zatem szeroko zakrojona kampania informacyjna na temat SRI wśród inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych.

Z przeprowadzonej w artykule analizy literatury nie można wyciągnąć jednoznacznych wniosków na temat efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Powodem rozbieżności wyników może być na przykład różny horyzont czasowy inwestycji, atmosfera panująca na rynku w danym okresie, czy różnorodność badanych sektorów.

Analiza porównawcza Respect Index-u oraz indeksu WIG 20 w ciągu ostatnich pięciu lat pokazuje, że stopy zwrotu indeksu, w skład którego wchodzi spółki społecznie odpowiedzialne są wyższe niż indeksu WIG 20. Z inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi związane jest mniejsze ryzyko inwestowania, co w aktualnej sytuacji na rynku finansowym nie jest bez znaczenia⁵.

Literatura

1. Czerwińska T. (2009), *Spoleczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, Wiadomości Ubezpieczeniowe 3
2. Czerwonka M. (2011), *Inwestycje odpowiedzialne społecznie (SRI) – inwestowanie alternatywne*, Finanse 1 (4)
3. Czerwonka M. (2013), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa
4. *Czym jest Socially Responsible Investing (SRI), czyli inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, <http://www.forbes.pl> [14.12.2013]
5. *Decyzje inwestycyjne a odpowiedzialny biznes. Raport z badania* (2012), Deloitte, GPW w Warszawie, Warszawa
6. *European Social Investment Forum*, <http://www.eurosif.org/sri-resources/sri-faq> [15.12.2013]
7. *European SRI Study 2010* (2010), Eurosif
8. *European SRI Study 2012* (2012), Eurosif
9. Forum Odpowiedzialnego Biznesu, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl> [20.12.2013]
10. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl> [07.01.2014]
11. *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie* (2013), Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
12. Kleine J., Kratbauer M., Weller T. (2013), *Socially responsible investing from an academic perspective: value proposition and reality. Research Center for Financial Service Steinbeis University Berlin*, Union Investment Institutional GmbH, Munich
13. Lulewicz-Sas A. (2012), *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w świetle badań*, Handel Wewnętrzny 1

⁵ Artykuł został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS4/05665.

14. Lulewicz-Sas A. (2013), *Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w ekonomii instytucjonalnej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego 907, Kraków
15. Marcinkiewicz J., Kilon J. (2013), *Rozważania na temat konkurencyjności inwestycji w podstawowe walory notowane na GPW w Warszawie*, w: Grynja A. (red.), *Wpływ globalizacji i integracji na konkurencyjność nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej*, Wyd. Wydziału Ekonomiczno-Informatycznego w Wilnie, Wilno
16. Martin J. (1986), *Happy Returns for Do-gooders*, Financial World 18
17. 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
18. Perry M. (1993), *Western civilisation – a brief history*, 2nd Edition, Houghton Mifflin, Boston
19. Radu I., Funaru M. (2011), *Socially responsible investments in mutual funds*, Bulletin of the Transilvania University of Braşov, Series V: Economic Sciences 4 (1)
20. Raport z badania *Perspektywy rozwoju rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Polsce*, <http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl> [04.01.2014]
21. Renneboog L., Horst J. T., Zhang C. (2008), *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior*, Journal of Banking and Finance 32
22. Rogowski W., Ulianiuk A. (2012), *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część III: Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów. Zeszyt Naukowy 114, SGH, Warszawa
23. Sandberg J., Juravle C., Hedesstrom T. M., Hamilton I. (2009), *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, Journal of Business Ethics 87
24. Sparkes R. (2002), *Socially responsible investment: a global revolution*, Wiley Publication
25. Wolska M., Czerwonka M. (2013), *Spółecznie odpowiedzialne inwestowani – analiza rentowności funduszy SRI w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 126, SGH, Warszawa

Socially responsible investing as a tool of the socially responsible business concept

Abstract

The purpose of this article is a theoretical analysis of the concept of socially responsible investing. The essence and the genesis of this concept has been presented. The Polish SRI market has also been described in a synthetic way. The paper attempts to determine the effectiveness of socially responsible investment on the example of the Polish Respect Index. On the basis of the literature review it can be said that Poland is in the initial phase of development of socially responsible investment. The reason for the low demand for this type of investment may be the insufficient awareness of SRI among investors. What is needed then is a broad-based information campaign on SRI among individual and institutional investors. The author of the article states that clear conclusions about the effectiveness of socially responsible investment cannot be drawn. The reason for the divergence of the results may be, for example, different investment time horizon, the atmosphere prevailing in the market during the analysed period, or a variety of sectors taken into consideration. A comparative analysis of the Respect Index and WIG 20 has been conducted. That analysis has shown that in the last five years the rate of return from the stock included in the Respect Index was higher than the rate of return from the stock of the WIG 20 companies.

Keywords

socially responsible investment, corporate social responsibility, efficiency, Respect Index

Author information

Agata Lulewicz-Sas

Białystok University of Technology
Wiejska 45a, 15-351 Białystok, Poland
e-mail: a.lulewicz@pb.edu.pl