

Inwestowanie odpowiedzialne społecznie – nowy trend na rynku kapitałowym

Urszula Gieraltowska*

Streszczenie: *Cel* – zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie historii i koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Jest nim również próba znalezienia odpowiedzi na pytanie, czy spółki społecznie odpowiedzialne notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, działające na zasadach CSR, powinny być przedmiotem zainteresowania inwestorów giełdowych.

Metodologia badania – w ostatnich latach obserwuje się na świecie bardzo dynamiczny wzrost inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Coraz bardziej popularne staje się inwestowanie w przedsiębiorstwa stosujące zasady odpowiedzialności społecznej. W obecnych realiach gospodarczych odnotowujemy nową formułę, zgodnie z którą cele społeczne i ekonomiczne są nie tylko symbiozą, ale stają się elementem przewagi konkurencyjnej. Artykuł opisuje doświadczenia z rynku amerykańskiego i rynku europejskiego.

Wynik – w artykule przedstawiono analizę porównawczą wyników indeksów społecznie odpowiedzialnych: RESPECT, DJSI World, FTSE4GOOD, MSCI KLD 400 i wybranych polskich indeksów giełdowych (m.in. WIG, WIG20). Zaprezentowane dane pokazują, że efektywność indeksów jest zróżnicowana. Informacja o uczestnictwie spółki w indeksie nie stanowi gwarancji dla inwestora, że inwestycja w danej firmie przyniesie rozsądny zwrot, ale należy pamiętać, że tendencja do łączenia czynników ESG z analizą finansową będzie nieodwracalnym trendem w przyszłości.

Oryginalność/wartość – artykuł stanowi wkład w badania i debatę na temat wzrostu znaczenia społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce.

Słowa kluczowe: indeks RESPECT, społeczna odpowiedzialność biznesu, inwestowanie społecznie odpowiedzialne, fundusze etyczne

Wprowadzenie

W czasach, kiedy w gospodarce i biznesie coraz częściej uwypukla się potrzebę zrównoważonego rozwoju, również na rynku kapitałowym pojawia się potrzeba inwestowania odpowiedzialnego społecznie. Obecnie inwestorów interesuje nie tylko zysk, ale także dynamiczny i długotrwały wzrost wartości podmiotów, w które inwestują. Jest to dość nowy trend na rynku kapitałowym, który sprawia, że dla części inwestorów cena przestaje być podstawowym kryterium doboru spółek do portfela, a ważniejszym staje się jakość usług oraz poszanowanie zasobów naturalnych i ludzkich.

* dr Urszula Gieraltowska, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Finansów, Katedra Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych, 71-101 Szczecin, ul. Mickiewicza 64, e-mail: urszula.gieraltowska@wneiz.pl.

W 2009 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie zainicjowała projekt RESPECT Index, którego celem było promowanie wysokich standardów ESG (ESG – *environmental, social, governance*) wśród spółek giełdowych i inwestorów. W styczniu 2016 roku weszły w życie uaktualnione zasady ładu korporacyjnego – *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016* – które mają na celu poprawę jakości standardów ładu korporacyjnego firm działających na polskim rynku kapitałowym oraz tworzenie narzędzi wspierających efektywne i sprawne zarządzanie, skuteczny nadzór, poszanowanie praw akcjonariuszy oraz przejrzystą komunikację pomiędzy spółkami a rynkiem.

Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (SRI – *socially responsible investing*) to strategia inwestowania, w której podstawowym kryterium doboru spółek do portfela inwestycyjnego jest ocena, czy spółka działa odpowiedzialnie (etycznie), czy też nie. Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych na świecie rozwija się bardzo dynamicznie od około 20 lat i stanowi ważną część europejskiego krajobrazu finansowego. Niestety w Polsce pozostaje na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Jednym z powodów tej stagnacji jest niski popyt ze względu na niewystarczającą wiedzę na temat SRI, jego skuteczności i rentowności w porównaniu z klasycznym nurtem inwestycyjnym. Celem artykułu jest przybliżenie istoty inwestowania odpowiedzialnego społecznie oraz próba odpowiedzi na pytanie, czy w warunkach polskich spółki działające według zasad CSR (*corporate social responsibility*) powinny stanowić przedmiot zainteresowania inwestorów giełdowych.

1. Istota inwestowania społecznie odpowiedzialnego

W literaturze pojawia się szereg definicji SRI, które w zasadniczym stopniu różnią się podejściem do powiązania aspektów finansowych i społecznych. Początkowo inwestycje te określano mianem inwestycji etycznych, a następnie inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Oba pojęcia zyskały popularność pod koniec XX wieku (Pasewark, Riley, 2010). Samo określenie „inwestowanie odpowiedzialne (zaangażowane) społecznie” zostało użyte po raz pierwszy podczas spotkania zorganizowanego przez fundację Rockefellera w Bellagio we Włoszech w 2007 roku, jednak od tego czasu przeszło liczne przeobrażenia. W opracowaniach Europejskiego Forum Zrównoważonych i Odpowiedzialnych Inwestycji (Eurosif) (*SRI Study 2016*) termin SRI obejmuje etyczne, odpowiedzialne i zrównoważone inwestycje oraz wszelkie inne procesy inwestycyjne, które łączą cele finansowe inwestorów z ich troską o zagadnienia środowiskowe (ekologiczne), społeczne i z zakresu ładu korporacyjnego (obszar ekonomiczny)¹. Jednak inwestycja nie byłaby inwestycją, jeżeli zaprzeczałaby korzyściom ekonomicznym. Konieczne jest zatem wypracowanie kompromisu pomiędzy wysokością stopy zwrotu (wynikami ekonomicznymi) a aktywami, które uczestniczą w procesie jej generowania (kwestie społeczno-środowiskowe).

¹ Koncepcja harmonii między trzema obszarami – ekonomią, ekologią i etyką – często w literaturze określana jest jako 3E. Por. m.in. Brdulak, Gołębiowski (2005), s. 13.

Wybór portfela inwestycji etycznych jest uzależniony od zastosowanych kryteriów selekcji przedsiębiorstw, w które się inwestuje. Stosowana może być selekcja negatywna i selekcja pozytywna (Kiyamaz, 2012; Radu, Funaru, 2011). W przypadku selekcji negatywnej eliminuje się inwestycje ze względów moralnych, religijnych, społecznych czy ekologicznych. W większości przypadków są to przedsiębiorstwa związane z produkcją broni, alkoholu, tytoniu czy z hazardem. Jednak coraz częściej negatywna selekcja dotyczy również firm, które w poważny sposób naruszają prawa człowieka i w sposób drastyczny ograniczają prawa jednostek (praca przymusowa, wykorzystywanie dzieci, szeroko rozumiana dyskryminacja), działają niezgodnie z normami humanitarnymi, wytwarzają produkty modyfikowane genetycznie, stosują testy na zwierzętach, a przy tym ich działalność prowadzi do zniszczeń środowiska. Takie podejście do procesu inwestowania budzi wiele kontrowersji, ponieważ może prowadzić do obniżenia efektywności portfela inwestycyjnego². Zdarza się, że wiele instytucji finansowych, zwłaszcza funduszy hedgingowych, nie dokonuje definitywnego wyłączenia tego typu przedsięwzięć z uwagi na możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

W selekcji pozytywnej firmy są oceniane na bazie wskaźników zrównoważonego rozwoju i tylko najlepsze spółki z każdej gałęzi są uwzględniane przy tworzeniu portfela inwestycyjnego. Takie podejście promuje zarówno społeczne, jak i finansowe wartości. Wybierane są przede wszystkim przedsiębiorstwa (Duliniec, Tomaszewski, 2016, s. 104):

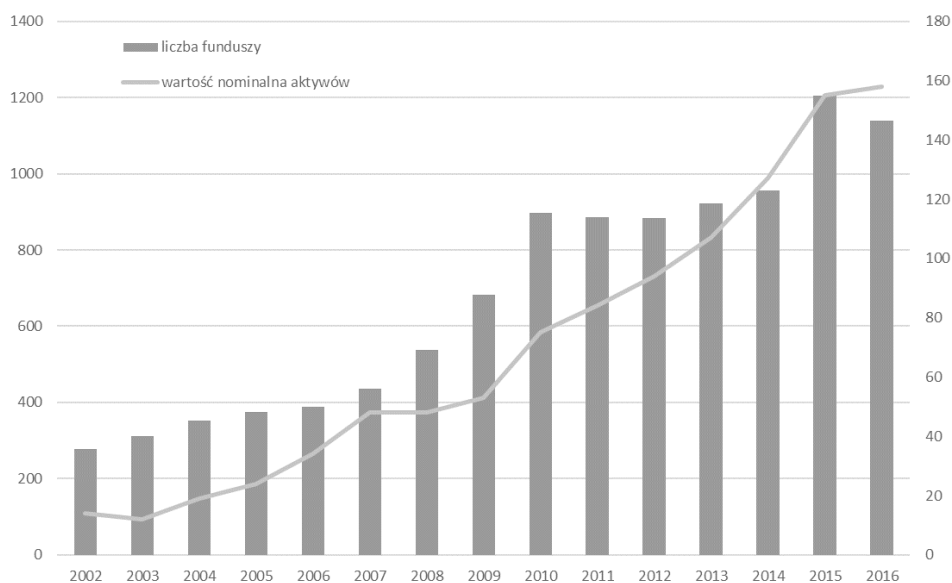
- a) prowadzące działalność zgodnie z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu, szanujące prawa pracowników, nabywców i partnerów biznesowych;
- b) zaangażowane w działalność chroniącą środowisko naturalne, wykorzystujące energię odnawialną, surowce wtórne, stosujące wysokie standardy ekologiczne;
- c) wytwarzające produkty wysokiej jakości, bezpieczne zarówno dla konsumentów, jak i środowiska;
- d) prowadzące badania na rzecz rozwiązań innowacyjnych oszczędzających energię, ograniczających zużycie zasobów naturalnych i emisję gazów cieplarnianych;
- e) realizujące politykę różnorodności i jednakowego traktowania pracowników bez względu na ich płeć, rasę, religię czy stopień sprawności;
- f) stosujące zasady ładu korporacyjnego, przejrzystego zarządzania zgodnego z kodeksem etycznym;
- g) prowadzące działalność na rzecz społeczności lokalnej.

Warunkiem przeprowadzenia klasyfikacji pozytywnej jest dostęp inwestorów do wysokiej jakości danych prezentowanych przez spółki w raportach społecznych.

² Z przeprowadzonych na świecie badań wynika, że stopy zwrotu z inwestycji nieetycznych są wyższe niż dla portfeli tradycyjnych czy portfeli inwestycji etycznych, zwłaszcza w okresach recesji i spowolnienia gospodarczego.

2. Odpowiedzialne inwestowanie w Europie i na świecie

Inwestycje SRI przyciągają uwagę inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, instytucji finansowych, profesjonalistów z zakresu inwestowania, filantropów, organizacji dobroczynnych, a także innych podmiotów. W ostatnich latach inwestycje te przestają być postrzegane jako inwestycje na rynku niszowym, stając się zyskującym na znaczeniu instrumentem globalnego rynku finansowego. Oczywiście inwestorzy mają zróżnicowaną motywację do uwzględniania w swoich decyzjach inwestycyjnych kwestii zrównoważonego rozwoju. Motywacja jest zagadnieniem bardzo złożonym, ponieważ łączy czynniki o charakterze finansowym, a więc przynoszące korzyści bezpośrednio inwestorowi (stopa zwrotu, ograniczenie ryzyka), z czynnikami natury pozafinansowej: społecznej, środowiskowej, etycznej itp.



Rysunek 1. Liczba funduszy SRI w Europie oraz wartość zarządzanych przez nie aktywów (mld euro) w latach 2002–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Green, Social...*

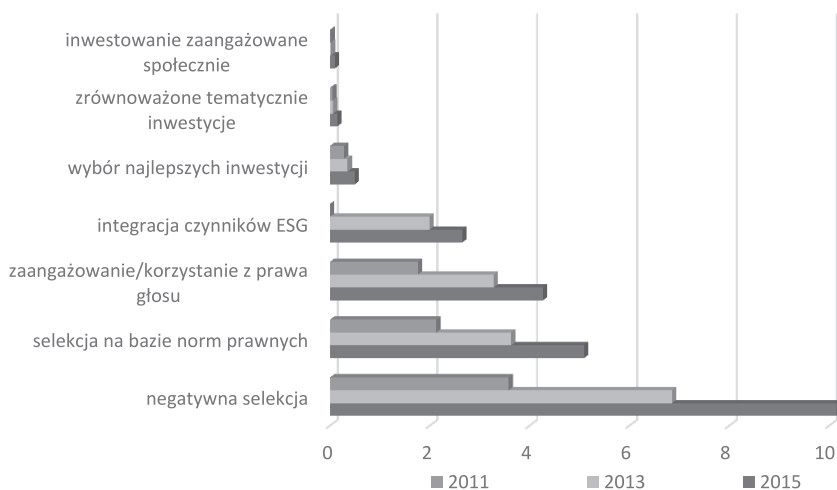
Pod koniec czerwca 2016 roku w Europie funkcjonowało 1138 funduszy SRI³ i choć w ciągu ostatniego roku ich liczba spadła o blisko 5,5%, to jednak od 2002 roku liczba

³ Raport *Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market 2016 Review* przyjmuje dość wąską i precyzyjną definicję funduszu SRI, uwzględniając wyłącznie fundusze spełniające łącznie trzy warunki: wykorzystanie kryteriów selekcji aktywów portfela opartych na ocenie czynników etycznych, społecznych lub środowiskowych, jednoznaczne promowanie funduszu jako podmiotu realizującego strategię inwestycji odpowiedzialnych społecznie oraz dostępność tytułów uczestnictwa funduszu dla inwestorów detalicznych.

funduszy wzrosła ponad 4-krotnie. W tym samym czasie wartość zarządzanych aktywów wzrosła ponad 11-krotnie i osiągnęła poziom 158 mld euro (rys. 1). Dominującą rolę na rynku europejskim odgrywają dwa państwa: Francja i Wielka Brytania, które skupiają połowę europejskich aktywów funduszy SRI.

Ze względu na różne podejście inwestorów do praktycznego stosowania koncepcji SRI w jej ramach można wyróżnić kilka strategii inwestycyjnych, które pojawiały się wraz z rozwojem tej koncepcji. Eurosif w ramach koncepcji SRI wyodrębnia strategię⁴ (rys. 2):

- negatywnej selekcji (*exclusions*),
- selekcji na bazie norm prawnych (*norms-based screening*),
- wyboru najlepszych inwestycji (*best in class investment selection*),
- zrównoważonych tematycznie inwestycji (*sustainability themed investment*),
- integracji czynników ESG (*integration of ESG*),
- zaangażowania i głosowania (*engagement and voting*),
- inwestowania zaangażowanego społecznie (*impact investing*).



Rysunek 2. Łączna wartość (w bln euro) inwestycji zrealizowanych na rynkach 13 krajów europejskich z wykorzystaniem różnych form odpowiedzialnego podejścia do inwestowania (dane z lat 2011, 2013 i 2015)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *European SRI...*

Na świecie SRI wchodzi w fazę dynamicznego rozwoju i ma szansę stać się strategią inwestowania głównego nurtu. Wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych wyraźnie wzrasta. Obecnie największy udział mają inwestycje w Europie oraz USA (tab. 1), jednak najwyższy wzrost inwestycji zanotowano w Azji, a w szczególności w Japonii.

⁴ Analogiczne strategie znaleźć można w wielu pracach naukowych, m.in. Czerwonka (2013), s. 52 i n.

Tabela 1

Wartość inwestycji (w mld USD) zrealizowanych na rynkach światowych z wykorzystaniem różnych form odpowiedzialnego podejścia do inwestowania (2014–2016)

Strategia	Europa		USA		Ogółem	
	2014	2016	2014	2016	2014	2016
Negatywna selekcja	7470,71	11 064,15	4441,00	3574,64	12 046,23	15023,26
Integracja czynników ESG	2071,04	2884,52	4739,00	5811,21	7527,46	10 369,01
Zaangażowanie/korzystanie z prawa głosu	3570,76	4654,35	1716,00	2558,20	5918,84	8365,29
Selekcja na bazie norm prawnych	3960,84	5545,67	–	–	4385,06	6210,32
Wybór najlepszych inwestycji	385,37	537,78	501,00	246,79	890,21	1030,29
Zrównoważone tematycznie inwestycje	64,27	158,32	30,00	73,27	137,47	330,56
Inwestowanie zaangażowane społecznie	22,09	107,18	69,00	123,40	100,88	247,96

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Global Sustainable...*

3. Indeksy społecznie odpowiedzialne

Pierwsze indeksy spółek odpowiedzialnych społecznie pojawiły się na świecie w latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Odgrywają one kluczową rolę w rozwoju odpowiedzialnego inwestowania oraz ładu korporacyjnego i informacyjnego, jednak ich nadrzędnym celem jest opisywanie koniunktury wśród spółek spełniających określone wymogi CSR. W sposób pośredni pozwalają kształtować społeczne spojrzenie na przedsiębiorstwa, które wchodzi w skład etycznych indeksów i są oceniane za konkretne aspekty zarządzania, między innymi przeciwdziałanie zmianom klimatycznym, zużycie energii, zarządzanie zasobami ludzkimi, jakość relacji z inwestorami.

Spółki, które znajdują się w indeksach spółek odpowiedzialnych społecznie, muszą spełnić szereg standardów CSR, ładu korporacyjnego i informacyjnego. Jednak zakwalifikowanie do tak prestiżowego grona spółek wiąże się również z szeregiem korzyści, na przykład poprawą wizerunku, wzrostem zainteresowania ze strony inwestorów i kontrahentów, a co za tym idzie – wzrostem konkurencyjności, budową dobrych relacji z pracownikami i społecznością lokalną, jak również może wspomagać realizację długofalowych celów biznesowych. Członkowie indeksów dzięki swojej długoterminowej polityce odpowiedzialnego zarządzania są w stanie zapewnić w długim okresie wysokie stopy zwrotu, działając przy tym w sposób transparentny. W krajach wysoko rozwiniętych prowadzenie działalności w myśl idei działalności społecznie odpowiedzialnej i zrównoważonego rozwoju stało się już standardem.

Indeksy spółek odpowiedzialnych społecznie różnią się metodologią oceny spółek w zależności od przyjętych kryteriów. Pierwszy indeks powstał na rynku amerykańskim

w 1990 roku – FTSE KLD400 (od 2010 r. MSCI KLD 400 Social Index). Jego skład stanowią w 90% spółki duże, w 9% spółki średnie i w 1% spółki małe. W składzie indeksu znajdują się przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokimi standardami w zakresie ładu gospodarczego, środowiska, administracji, relacji z inwestorami, jakości i bezpieczeństwa produktu (www.msci.com).

Najbardziej znanym indeksem jest utworzony w 1999 roku Dow Jones Sustainability Index (DJSI) (www.sustainability-index.com). Notuje on przedsiębiorstwa realizujące cele społeczne i ekologiczne. Indeks powstał dzięki współpracy Dow Jones Indexes, STOXX Limited i SAM Group. Przy jego konstrukcji bierze się pod uwagę szereg kryteriów z obszarów ekonomicznego, społecznego i środowiskowego, którym przyporządkowywane są odpowiednie wagi (na podstawie badań ankietowych około 4 tys. przedsiębiorstw z całego świata). Obecnie jest to rodzina indeksów, które działają globalnie, w poszczególnych regionach, krajach lub branżach.

Financial Time Stock Exchange 4 Good (FTSE4Good) (www.ftse.com) został wprowadzony w 2001 roku przez London Stock Exchange i Financial Times i jest uważany za pierwszy europejski indeks SRI. Obecnie indeksy obliczane są w ujęciu globalnym oraz dla wybranych rynków i regionów. W budowie portfela wykorzystywana jest selekcja mieszana. Spółki w tej rodzinie indeksów muszą spełniać kryteria związane z ochroną środowiska, przestrzeganiem praw człowieka, standardami pracy, przeciwdziałaniem się korupcji, natomiast wyeliminowane są spółki społecznie nieodpowiedzialne (producenci tytoniu, broni nuklearnej itp.).

Indeksy SRI tworzone na rynkach globalnych, ale również na rynkach krajowych, stanowią wiarygodne źródło informacji o kondycji spółek odpowiedzialnych społecznie. Należy także dodać, że skład tych indeksów jest często podstawą konstrukcji portfeli inwestycyjnych (np. ETF). Z kolei dla spółek giełdowych indeksy mogą być narzędziem do zarządzania ryzykiem, zmniejszenia kosztów, zwiększenia wiarygodności i zyskania zaufania inwestorów.

4. Charakterystyka indeksu RESPECT w Polsce

Unikatowym indeksem wprowadzonym jako pierwszy w Europie Środkowo-Wschodniej jest polski indeks RESPECT⁵. Jego pomysłodawcą był dom inwestycyjny Kulczyk Investment wraz z GPW, magazynem „Forbes” oraz firmą audytorską Deloitte. Zasadniczym celem projektu było stworzenie syntetycznego i rzetelnego narzędzia dostosowanego do polskich realiów inwestycyjnych, które pozwoliłoby na ocenę stopnia odpowiedzialności w zarządzaniu (Sroka, 2011). Indeks zadebiutował na GPW w Warszawie 19 listopada 2009 roku. W jego skład wchodzi około 20–25 spółek (liczba zmienna), a proces ich klasyfikowania przebiega trój etapowo. W dwóch pierwszych etapach wyłaniane są spółki o najwyższej płyn-

⁵ Nazwa indeksu jest akronimem słów: *responsibility, ecology, sustainability, participation, environment, community, transparency*.

ności i przestrzegające standardów *Corporate Governance*. W trzecim etapie na podstawie ankiet firma Deloitte ocenia poziom dojrzałości spółek w zakresie ekonomicznej, społecznej i środowiskowej odpowiedzialności. RESPECT Index jest indeksem dochodowym, to znaczy przy jego obliczaniu uwzględniane są dochody z tytułu dywidend i praw poboru.

Jak wynika z tabeli 2, rentowność indeksów jest zróżnicowana i w dużym stopniu uzależniona od sytuacji na globalnym rynku finansowym. Indeks RESPECT na tle swoich światowych odpowiedników wypada w miarę korzystnie, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie czasu. Oba europejskie indeksy zanotowały wyższe stopy zwrotu niż ich amerykańskie odpowiedniki.

Tabela 2

Stopy zwrotu (%) wybranych indeksów społecznie odpowiedzialnych w latach 2010–2016

Rok	Indeks			
	MSCI KLD 400	FTSE4Good	DJSI	RESPECT
2010	11,89	3,8	3,91	32,17
2011	1,60	-5,7	-10,29	-11,25
2012	13,24	19,5	12,30	29,23
2013	26,20	25,1	19,35	-1,23
2014	12,72	5,0	-1,05	4,49
2015	0,94	-0,5	-6,66	-15,15
2016	10,92	6,7	4,68	10,88
Stopy zwrotu według stanu na 31 sierpnia 2017 r.				
1 M	-0,15	-1,1	0,53	4,37
3 M	2,63	2,9	3,64	12,70
1 Y	14,85	17,5	18,79	42,45
3 Y	8,84	18,0	2,26	16,25
5 Y	14,49	66,6	7,58	44,18

Źródło: opracowanie własne.

Również na tle indeksów polskiego rynku kapitałowego indeks RESPECT notuje wysokie stopy zwrotu (rys. 3). Od pierwszej publikacji 19 listopada 2009 roku do sesji na koniec sierpnia 2017 roku stopa zwrotu indeksu wyniosła 99,5%. Bieżąca wartość indeksu to około 3250 pkt, a stopa zwrotu z tego indeksu tylko w 2016 roku wynosiła ponad 10%.

W latach 2010–2017 (stan na 31 sierpnia 2017 r.) indeks RESPECT charakteryzował się bardzo dużą dynamiką. Większość kluczowych indeksów GPW zanotowała w analizowanym okresie dużo gorsze wyniki. Na rysunku 3 przedstawiono sytuację na polskim rynku kapitałowym – łatwo można zauważyć, że do połowy 2015 roku indeks RESPECT notował najlepsze wyniki w porównaniu z innymi indeksami GPW. Dopiero w ostatnim okresie nieco lepsze wyniki zanotował mWIG40, co wynika z dobrych rezultatów kilku spółek wchodzących w skład tego indeksu (spółki płacące dywidendy, dobrze zarządzane, o dużej atrakcyjności inwestycyjnej i wysokiej płynności).



Rysunek 3. Wyniki indeksu RESPECT na tle pozostałych indeksów GPW w latach 2010–2017

Źródło: opracowanie własne.

Oczywiście struktura indeksu RESPECT ulega zmianie w czasie (tab. 3), jednak trzon indeksu stanowią spółki o najwyższej płynności: PKN Orlen, PZU, PGE, BZ WBK, KGHM oraz PGNiG (około 60-procentowy udział). Należy również zwrócić uwagę, że gorsze niż rynkowe stopy zwrotu osiągnięte przez spółki nie były powodem do wyeliminowania ich z grona spółek wchodzących w skład indeksu. Należy pamiętać, że CSR musi być integralną częścią długofalowej strategii spółki. Realizacja takiego podejścia pozwala na budowanie wartości przedsiębiorstwa i utrzymanie wysokich standardów w relacjach z klientami i kontrahentami oraz społecznością lokalną. Znajduje to odzwierciedlenie zwłaszcza w decyzjach inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych, ponieważ inwestorzy indywidualni wciąż jeszcze zorientowani są na maksymalizację użyteczności z danej inwestycji i decyzje inwestycyjne podejmują w kontekście realizacji stopy zwrotu i ryzyka, a nie społecznego wymiaru SRI.

5. Fundusze etyczne w Polsce

Jak już wcześniej podkreślano, sama idea SRI w Polsce jest dość dobrze znana, jednak w praktyce daleko nam do krajów wysoko rozwiniętych. Propozycją dla inwestorów odpowiedzialnych społecznie mogą być etyczne fundusze inwestycyjne. Mianem takich funduszy określane są fundusze inwestycyjne uwzględniające w założeniach polityki inwestycyjnej zasady SRI. Fundusze tego typu, lokując środki pieniężne uczestników, dążą nie tylko do

Tabela 3

Podstawowe parametry finansowe spółek wchodzących w skład indeksu RESPECT w latach 2014–2016 (stan na 31 grudnia)

Nazwa spółki	2014				2015				2016			
	Udział	St. zwrotu	P/E	P/BV	Udział	St. zwrotu	P/E	P/BV	Udział	St. zwrotu	P/E	P/BV
Spółki wchodzące w skład indeksu RESPECT (według stanu na 31 grudnia)												
PKN ORLEN	11,17	23,51	x	0,99	10,37	42,08	17,10	1,31	10,33	29,76	10,80	1,47
PZU	10,51	16,03	13,60	3,28	9,15	23,18	13,10	2,38	10,39	5,84	15,80	2,32
PGE	10,01	21,88	9,50	0,80	10,02	-28,52	x	0,61	8,22	-16,33	8,90	0,48
BZWBK	9,85	-0,46	17,50	2,30	10,94	-24,27	11,30	1,50	9,47	16,68	15,80	1,60
KGHM	9,07	-4,07	8,80	0,90	9,12	-39,74	6,70	0,49	9,80	48,61	x	0,90
PGNiG	7,52	-10,89	13,30	0,88	9,90	19,02	10,70	0,98	9,03	13,07	20,70	1,07
ORANGE PL	5,63	-10,84	27,10	0,88	5,39	-16,50	19,70	0,71	3,52	-11,95	x	0,61
TAURON PE	5,39	20,07	7,80	0,49	3,81	-40,78	4,20	0,27	2,94	-1,04	x	0,31
ENERGA	4,80	52,23	9,80	1,14	3,22	-41,81	6,00	0,60	1,80	-24,04	18,20	0,43
ING BSK	4,73	27,63	17,20	1,83	4,83	-13,92	13,20	0,48	5,18	42,64	17,40	1,91
HANDLOWY	3,58	8,59	15,60	1,84	2,98	-27,28	13,20	1,40	2,46	13,54	16,90	1,49
MILLENNIUM	3,52	18,21	15,80	1,78	4,27	-33,01	10,40	1,10	3,10	-6,65	10,10	0,92
BOGDANKA	3,36	-19,47	11,90	1,39	0,49	-63,70	4,80	0,45	0,79	109,27	x	1,07
GRUPA AZOTY	2,63	1,55	37,20	1,09	5,17	57,19	20,10	1,58	2,56	-36,28	13,90	0,94
LOTOS	1,64	-18,15	x	0,38	2,96	5,88	x	0,61	3,27	41,67	22,10	0,83
BUDIMEX	1,52	16,89	11,10	7,86	2,57	41,99	22,70	9,43	2,04	6,53	15,50	7,87
GPW	1,27	13,85	16,50	2,84	1,24	-17,28	12,60	2,18	1,07	19,04	13,00	2,32
APATOR	0,98	1,67	15,80	3,27	1,06	-10,14	15,10	2,69	0,75	-6,81	21,20	2,30
JSW	0,89	-68,47	x	0,25	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx
PELJON	0,63	-13,79	15,30	1,64	0,50	-35,03	13,50	0,99	0,33	-14,35	5,80	0,74
KOGENERA	0,46	12,84	51,40	0,70	0,62	13,79	11,00	0,75	0,67	46,43	10,30	1,00
BANK BPH	0,42	-10,09	26,00	0,75	0,38	-37,18	71,00	0,47	xx	xx	xx	xx
ELBUDOWA	0,35	-31,13	12,50	1,06	0,78	76,15	11,30	1,62	0,50	28,77	10,90	1,25
RAWLPLUG	0,09	-38,09	47,20	0,62	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx
BOS	xx	xx	xx	xx	0,22	-49,74	92,7	0,26	xx	xx	xx	xx
PEKAO	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	9,85	-6,96	14,90	1,45
FORTE	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	1,21	44,47	17,10	3,37
TRAKCJA	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	0,50	15,51	12,30	0,97
PCCROKITA	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	xx	0,21	51,15	9,90	2,21

x – brak danych, xx – spółki, które nie znalazły się w indeksie RESPECT w danym roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników giełdowych* (2015, 2016, 2017).

maksymalizacji osiąganego przez fundusz zysku, ale uwzględniają także założenia SRI. W warunkach polskich do funduszy tych zaliczono te, które spełniały jednocześnie dwa poniższe kryteria:

- a) posiadały w swojej polityce inwestycyjnej opis, że inwestują w przedsięwzięcia o charakterze: etycznym, ekologicznym, w spółki o wysokich standardach społecznej odpowiedzialności oraz inne projekty lub firmy, których działalność jest powszechnie uznawana za odpowiedzialną;
- b) w nazwach funduszy zawarte były elementy wskazanej powyżej polityki inwestycyjnej (tj. fundusze były oznaczane jako: zielone, etyczne, odpowiedzialne, SRI, ekologiczne, związane z medycyną).

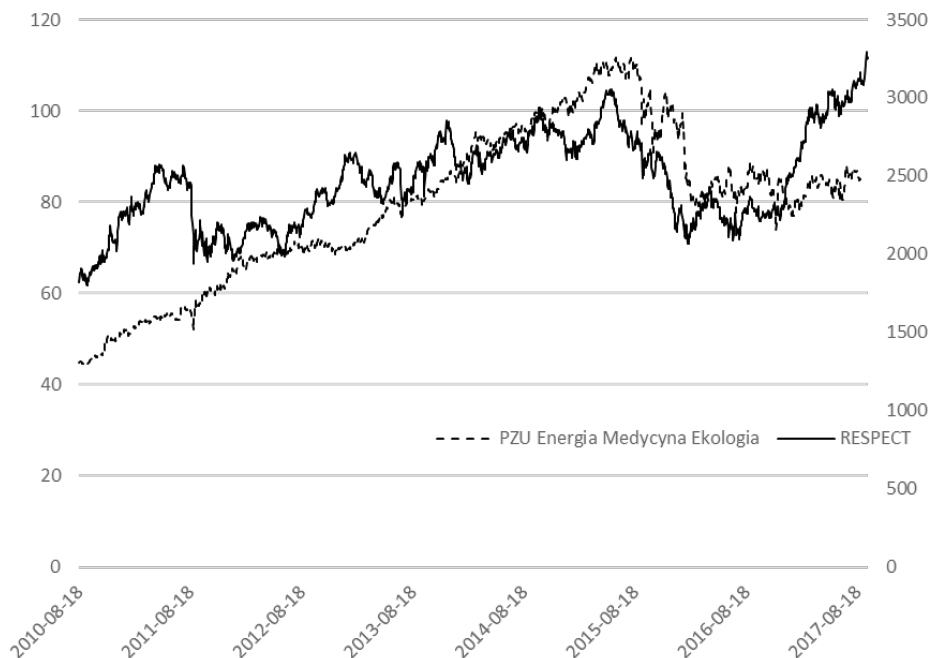
Niestety oferta na polskim rynku kapitałowym jest znikoma – obecnie funkcjonują tylko dwa polskie fundusze SRI: fundusz akcyjny SKOK Etyczny 2 i PZU Energia Medycyna Ekologia. Funkcjonujący do niedawna SKOK Etyczny 1 został przejęty na początku 2017 roku przez SKOK Obligacji, a Investor Zmian Klimatycznych – pod koniec 2015 roku przez Investor Agrobiznes.



Rysunek 4. Wyniki funduszu SKOK Etyczny 2 na tle indeksu RESPECT w latach 2010–2017

Źródło: opracowanie własne.

Fundusz SKOK Etyczny 2 inwestuje w akcje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz akcje będące przedmiotem oferty publicznej w Polsce lub innym kraju będącym członkiem Unii Europejskiej⁶. Mogą one stanowić od 60 do 100% aktywów funduszu. Aktywa funduszu nie są lokowane między innymi w papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty, których podstawową działalnością jest: produkcja broni i amunicji, produkcja wyrobów tytoniowych lub wysokoprocentowych napojów alkoholowych, prowadzenie kasyn gier lub salonów gier losowych, a także czerpanie korzyści z: uprawiania hazardu, prowadzenia kasyna, prania brudnych pieniędzy, pornografii oraz produkcji lub rozprzestrzeniania odpadów radioaktywnych. Jednak wyniki funduszu nie są zachęcające dla inwestorów. Od początku swojej działalności, to jest 18 sierpnia 2010 roku, do 31 sierpnia 2017 roku fundusz zarobił jedynie 19,76%. W tym samym okresie indeks RESPECT wzrósł o blisko 75%.



Rysunek 5. Wyniki funduszu PZU Energia Medycyna Ekologia na tle indeksu RESPECT w latach 2010–2017

Źródło: opracowanie własne.

⁶ Więcej informacji dostępnych na stronie www.altustfi.pl.

Fundusz PZU Energia Medycyna Ekologia⁷ lokuje środki przede wszystkim w akcje spółek, których działalność związana jest z branżą: energetyczną (producenci i dystrybutorzy energii elektrycznej, spółki zajmujące się budową elektrowni i infrastruktury energetycznej), ochrony zdrowia (spółki farmaceutyczne i biotechnologiczne, w tym producenci i dystrybutorzy leków innowacyjnych, generycznych i OTC, producenci sprzętu medycznego, spółki diagnostyczne i sprzętu medycznego, świadczeniodawcy usług medycznych, spółki zajmujące się finansowaniem sektora ochrony zdrowia), ochrony środowiska naturalnego (spółki produkujące energię ze źródeł odnawialnych, spółki zajmujące się recyklingiem). Wyniki osiągnięte przez fundusz są stosunkowo dobre, ponieważ od sierpnia 2010 roku zarobił on ponad 95% (dla porównania indeks RESPECT wzrósł o blisko 78%), aczkolwiek jak można zauważyć, w 2015 roku fundusz wyraźnie stracił na skutek spadków w amerykańskim sektorze medycznym.

Należy zwrócić uwagę, iż oba fundusze inwestują w aktywa emitowane głównie za granicą. Dotychczas nie powstał w Polsce fundusz etyczny inwestujący na polskim rynku finansowym. Podstawowym problemem w tworzeniu etycznych funduszy inwestycyjnych jest przede wszystkim niska dostępność aktywów spełniających kryteria SRI. Nie ma nadal dopracowanych procedur i standardów dotyczących raportowania działań w zakresie CSR. Problemem jest również świadomość inwestycyjna uczestników rynku kapitałowego i ograniczenia, które wynikają z kwestii zrównoważonego rozwoju.

Uwagi końcowe

Należy mieć nadzieję, że przestrzeganie przez spółki giełdowe zasad działania zgodnych z kryteriami CSR stanie się na polskim rynku kapitałowym standardem. Czynniki społeczne, etyczne czy ekologiczne nie mogą być już obojętne dla profesjonalnych uczestników rynku finansowego. Transformacja tradycyjnego podejścia biznesowego do kwestii inwestycyjnych powinna uwzględniać kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem. Jednak aby do niej doszło, konieczna jest edukacja uczestników rynku kapitałowego, która pozwoli dostrzec im nowe możliwości inwestycyjne. Oczywiście konieczne jest również opracowanie rozwiązań legislacyjnych w celu promowania i wspierania odpowiedzialnego inwestowania.

Literatura

- Brdulak, H., Gołębiowski, T. (2005). Idea zrównoważonego rozwoju. W: H. Brdulak, T. Gołębiowski (red.), *Zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa a relacje z interesariuszami* (s. 11–16). Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Czerwonka, M. (2013). *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*. Warszawa: Difin.
- Duliniec, A., Tomaszewski, J. (2016). Inwestowanie etyczne – zasady i efektywność. *Annales UMCS, 4*, 101–111.
- European SRI Study 2016*. Pobrane z: eurosif.org (7.2017).

⁷ Więcej informacji dostępnych na stronie www.pzu.pl.

- Global Sustainable Investment Review 2016*. Pobrane z: gsi-alliance.org.
- Green, Social and Ethical Funds in Europe – The Retail Market 2016 Review*. Pobrane z: ecodes.org.
- Kiyamaz, H. (2012). SRI Mutual Fund and Index Performance. W: H.K. Baker, J.R. Nofsinger (red.), *Socially Responsible Finance and Investing. Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists* (s. 425–442). Hoboken: John Wiley & Sons.
- Nartowski, A.S. (2017). *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016. Podręcznik*. Pobrane z: www.gpw.pl.
- Pasewark W.R., Riley M.E. (2010), *It's a Matter of Principle: The Role of Personal Values in Investment Decisions*, *Journal of Business Ethics*, 93 (2), s. 237–253.
- Radu I., Funaru M. (2011). *Socially responsible investments in mutual funds. Bulletin of the Transilvania University of Braşov. Series V: Economic Sciences*, 4 (1).
- Rocznik giełdowy 2015, 2016, 2017.
- Sroka, R. (red.) (2011). *Odpowiedzialne inwestycje kapitałowe*. Warszawa: Pracodawcy RP.
- stooq.com (30–31.08.2017).
- www.altustfi.pl (30–31.08.2017).
- www.ftse.com (30–31.08.2017).
- www.izfa.pl (30–31.08.2017).
- www.msci.com (30–31.08.2017).
- www.pzu.pl (30–31.08.2017).
- www.sustainability-index.com (30–31.08.2017).

SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING – NEW TREND ON THE CAPITAL MARKET

Abstract: *Purpose* – the main aim of this paper is to present the history and the concept of socially responsible investing. The purpose of this article is an attempt to find the answer to the following research question: whether socially responsible companies listed on the Warsaw Stock Exchange operating under the rules of CRS should be a particular subject of interest of stock market investor.

Design/methodology/approach – the dynamic growth of socially responsible investing has been observed on the world. Investing in companies applying principles of social responsibility becomes more and more popular. Today we observe a new formula, according to which the social and economic objectives are not only in symbiosis, but become part of competitive advantage. The article describes experience from American market and European market.

Findings – the article includes a comparative analysis of the results of indexes of socially responsible: RESPECT, DJSI World, FTSE4GOOD Global, MSCI KLD 400 Social and other polish indexes (WIG, WIG20). The data being presented show that their efficiency varies. Information about the participation of the company in the index is not a guarantee to the investor that the investment in the company in question will bring a reasonable return, but the tendency of connection of ESG factors with the financial analysis is an irreversible tendency in future.

Originality/value – the article constitutes a contribution to research and debate on the increase meaning of socially responsible investing in Poland.

Keywords: RESPECT Index, corporate social responsibility (CSR), socially responsible investing (SRI), ethical funds

Cytowanie

Gieraltowska, U. (2017). Inwestowanie odpowiedzialne społecznie – nowy trend na rynku kapitałowym. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 6 (90), s. 23–36. DOI: 10.18276/frfu.2017.90-02.