

Tomasz Jedynak

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach coraz większe zainteresowanie wśród inwestorów wzbudza koncepcja inwestowania społecznie odpowiedzialnego (*socially responsible investing* – SRI). W USA w ciągu ostatnich 15 lat liczba funduszy inwestycyjnych deklarujących stosowanie SRI wzrosła dziewięciokrotnie – z 55 funduszy w 1995 r. do 493 funduszy w 2010 r.¹ W tym czasie aktywa zarządzane przez te fundusze wzrosły niemal pięciokrotnie, osiągając w 2010 r. wartość 3 mld dolarów². W Polsce koncepcja ta na razie nie cieszy się aż tak dużą popularnością, pojawiają się jednak na rynku pierwsze instytucje i inwestorzy wykorzystujący SRI w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych³.

Wraz z rosnącą popularnością koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych coraz częściej w środowisku naukowym oraz wśród praktyków pojawiają się pytania dotyczące rentowności oraz ryzyka związanych z inwestycjami dokonywanymi zgodnie z tymi zasadami. Najczęściej poddawany dyskusji zagadnieniem jest kwestia porównania efektywności inwestycji dokonywanych na podstawie tradycyjnych metod selekcji walorów z inwestycjami, w których pod uwagę brane są aspekty SRI. Co zrozumiałe, część naukowców uznających, że

¹ 2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in United States, Social Investment Forum Foundation 2010.

² *Ibidem*.

³ Por. np. *European SRI Study 2010*, Eurosif, www.eurosif.eu oraz T. Jedynak, *Rozwój koncepcji SRI w Polsce i na świecie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011 (w druku).

rynek kapitałowy jest efektywny, uważa, iż portfel stworzony w oparciu o SRI musi charakteryzować się niższą efektywnością od portfela rynkowego, a więc finansowe pobudki stosowania SRI są pozbawione naukowych podstaw. Z drugiej strony, badania empiryczne przeprowadzone dla rynków finansowych wielu państw zdają się potwierdzać hipotezę przeciwną, wykazując, że portfele konstruowane zgodnie z koncepcją SRI wykazują statystycznie wyższe stopy zwrotu lub niższy poziom ryzyka w stosunku do konwencjonalnych inwestycji.

W artykule, oprócz krótkiej charakterystyki koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych, szczegółowo przedstawiono dwa odmienne punkty widzenia na efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz zaprezentowano zestawienie wybranych, dotychczasowych badań w zakresie ich efektywności.

2. Koncepcja inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie jest koncepcją nową. Pierwsze inwestycje, które można uznać za dokonywane w duchu społecznej odpowiedzialności, były podejmowane już w XVIII w. przez protestancką organizację Kwarłów (*Quakers*) – ze względu na swoje przekonania odmawiali oni jakiegokolwiek partycypacji w przedsięwzięciach mających związek z handlem niewolnikami. Współczesne SRI narodziło się, głównie na skutek przemian społeczno-gospodarczych, w państwach zachodnich w latach 70. XX w., kiedy to powołano do życia pierwszy fundusz inwestycyjny deklarujący stosowanie SRI – PAX World Fund⁴. Rozkwit inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz włączenie tej koncepcji do głównego nurtu badań nad rynkiem kapitałowym przypada na lata 90. XX w. w USA oraz pierwszą dekadę XXI w. w Europie.

Próby kompleksowego i wyczerpującego zdefiniowania pojęcia inwestycji społecznie odpowiedzialnych przysparzają wiele trudności. Problem stanowi już nawet samo rozwinięcie angielskiego akronimu określającego tę koncepcję – SRI. Europejska Organizacja ds. Zrównoważonego Inwestowania (Eurosif) rozwija go jako *sustainable and responsible investing*⁵, podczas gdy inni ekonomiści oraz część środowiska akademickiego przyjmuje rozwinięcie *socially responsible investing*⁶. Autor pionierskich badań związanych z SRI, P. Kinder, uważa, że

⁴ Podstawową zasadą polityki inwestycyjnej tego funduszu było nieinwestowanie środków w walory spółek czerpiących korzyści z wojny w Wietnamie. Więcej na ten temat na: www.paxworld.com.

⁵ *European SRI Study 2006*, Eurosif, www.eurosif.eu.

⁶ Na przykład M. Statman, *The Religions of Social Responsibility*, „Journal of Investing” 2005, vol 14, nr 3, s. 14–21; Z. Bello, *Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification*, „Journal of Financial Research” 2005, vol. XXVIII, nr 1, s. 41–57; M. Schroder, *Is There a Dif-*

inwestycje społecznie odpowiedzialne „dotyczą wcielania kryteriów społecznych lub etycznych w proces podejmowania decyzji inwestycyjnych”⁷. Z kolei autorzy raportu Światowego Forum Ekonomicznego, które odbyło się w 2005 r. w Genewie, określają inwestycje społecznie odpowiedzialne jako „inwestowanie w sposób biorący pod uwagę wpływ inwestycji na szeroko rozumiane społeczeństwo oraz środowisko naturalne, zarówno dzisiaj jak i w przyszłości”⁸. Jeszcze inaczej SRI definiuje Europejska Organizacja ds. Zrównoważonego Inwestowania: „SRI jest ogólnym terminem obejmującym etyczne inwestycje, odpowiedzialne inwestycje, inwestycje zrównoważone oraz wszelkie inne procesy inwestycyjne, które łączą cele finansowe inwestorów z ich troską o zagadnienia środowiskowe, społeczne i zarządzania”⁹.

Uogólniając przytoczone definicje inwestycji społecznie odpowiedzialnych można stwierdzić, że celem stosowania strategii SRI jest z jednej strony maksymalizowanie zysku przy najmniejszym możliwym ryzyku, z drugiej zaś wkomponowanie w proces inwestycyjny aspektów o charakterze społeczno-etycznym, ekologicznym i środowiskowym¹⁰. Jest to podstawowa, podkreślana przez większość autorów zajmujących się tą tematyką, cecha wyróżniająca SRI spośród innych strategii inwestycyjnych. Zatem inwestorzy wykorzystujący strategię SRI faworyzują akcje przedsiębiorstw, które promują takie wartości, jak: prawa człowieka, ochrona środowiska naturalnego, ochrona konsumenta, poszanowanie praw pracowników, etyka prowadzenia działalności gospodarczej, wartości kulturowe i religijne.

Inwestycje społecznie odpowiedzialne nie bez powodu nazywana są strategią inwestycyjną. Użycie tego określenia sygnalizuje, że w odniesieniu do SRI rozpatrywany jest wyłącznie długi horyzont czasowy. Badacze zajmujący się tematyką odpowiedzialnego inwestowania zgodnie twierdzą, że ewentualne pozytywne efekty stosowania SRI mogą się pojawić dopiero w perspektywie kilku, a nawet kilkunastu lat. Ze względu na długotrwały horyzont czasowy SRI często są odnośzone do inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne. Szczególnie interesująca jest dyskusja nad implementacją SRI do polityki inwestycyjnej publicznych funduszy emerytalnych. T. Czerwińska, poruszając ten temat zauważa, że „efekty realizacji polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych wpływają *explicite* lub *implicite* na poziom i jakość życia społeczeństwa, które w długim horyzoncie czasowym jest właści-

frence? The Performance Characteristic of SRI Equity Indices, „Journal of Business Finance and Accounting” 2007, vol. 34, nr 1, s. 331–348.

⁷ A. Domini, P. Kinder, *Ethical Investment*, Addison-Wesley, New York 1984.

⁸ *Mainstream Responsible Investing*, World Economic Forum, Geneva 2005.

⁹ *European SRI Study 2006...*

¹⁰ T. Jedynak, *op. cit.*

cielem (...) powierzono im kapitał¹¹, wykazując przy tym zasadność rozważań nad wykorzystaniem SRI przez otwarte fundusze emerytalne w Polsce¹².

Dobłą egzemplifikacją idei inwestycji społecznie odpowiedzialnych w skali makro jest lokowanie środków w walory emitowane przez koncerny tytoniowe. W perspektywie krótkoterminowej inwestycje w akcje spółek tej branży nie różnią się niczym od innych inwestycji, a po wnikliwej analizie może okazać się nawet, że oferują one inwestorom ponadprzeciętne stopy zwrotu¹³. Z kolei rozważając inwestycje w branżę tytoniową w długim horyzoncie czasowym, należy wziąć pod uwagę również koszty, jakie generuje ona dla społeczeństwa. Pomijając inne, mniej oczywiste i przez to bardziej dyskusyjne, do kosztów tych można zaliczyć zanieczyszczenie środowiska oraz negatywny wpływ papierosów na zdrowie człowieka. Z punktu widzenia inwestora (lub przyszłego emeryta) istotne jest, że koszty te mają swoje bezpośrednie odbicie w nakładach finansowych ponoszonych na likwidację skutków zanieczyszczenia środowiska oraz leczenie chorób przewlekłych wywołanych dymem papierosowym. Środki na finansowanie tych działań są wydawane na poziomie centralnym, a ich źródłem są wpływy z podatków, których ostatecznym płatnikiem jest zawsze obywatel. Z tego względu zasadne wydaje się rozważanie tych wydatków w kategorii kosztów alternatywnych. Takie podejście do problemu sprowadza się do pytania, w jaki sposób można by je spożytkować, w przypadku gdy nie trzeba ich wydawać na wspomniane wyżej cele. Dla przeciętnego obywatela bardziej korzystne może okazać się bowiem zaakceptowanie nieznacznie mniejszej stopy zwrotu z inwestycji w zamian za większy zakres usług socjalnych świadczonych przez państwo, szerszy dostęp do usług medycznych czy mniejsze obciążenia podatkowe.

Inwestycje społecznie odpowiedzialne można również rozpatrywać z punktu widzenia mikroekonomii, czyli wpływu społecznej odpowiedzialności biznesu (*corporate social responsibility* – CSR) na wyniki działalności przedsiębiorstwa. Jeżeli prawdą jest, że stosowanie CSR przynosi pozytywne efekty dla spółki, która dzięki temu osiąga lepsze wyniki z prowadzonej działalności, to nabywanie walorów emitowanych przez taką spółkę (czyli stosowanie SRI) spowoduje uzyskiwanie wyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Również ryzyko lokowania środków w akcje spółek deklarujących stosowanie CSR może okazać się niższe niż w przypadku innych spółek, ponieważ wśród postulatów społecz-

¹¹ T. Czerwińska, *Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3, s. 11–27.

¹² *Ibidem*.

¹³ Por. J. Chong, M. Her, G.M. Philips, *To Sin or Not to Sin? Now That's the Question*, „Journal of Asset Management” 2006, vol. 6, s. 406–417; T.M. Shank, D.K. Manullang, R.P. Hill, *Is It Better to Be Naughty or Nice?*, „Journal of Investing” 2005, vol. 14, nr 3, s. 82–87.

nej odpowiedzialności biznesu są m.in. transparentność polityki informacyjnej, dialog z interesariuszami, troska o społeczności lokalne i środowisko, a więc potencjalnie ryzykogenne obszary działalności każdego przedsiębiorstwa.

3. Popularność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na świecie

Inwestycje społecznie odpowiedzialne są koncepcją, która nieustannie ewoluuje oraz pozyskuje nowych zwolenników. Coraz powszechniejsze przekonanie inwestorów indywidualnych w słuszność inwestowania społecznie odpowiedzialnego powoduje, że inwestorzy instytucjonalni, chcąc dopasować swoją ofertę produktową do potrzeb zmieniającego się rynku, decydują się na stosowanie zasad SRI w swojej polityce inwestycyjnej. Sytuacja taka przyczyniła się do niezwykle dynamicznego wzrostu aktywów inwestowanych zgodnie z ideą SRI w przeciągu minionej dekady.

Z punktu widzenia analizy rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych kwestią zasadniczą są ograniczenia możliwości penetracji rynku finansowego pod kątem stosowania tej strategii przez inwestorów. Jest bowiem rzeczą niemożliwą przeprowadzenie precyzyjnych i wiarygodnych badań w zakresie stosowania zasad odpowiedzialnego inwestowania przez wszystkich uczestników obrotu rynkowego. O ile analiza polityki inwestycyjnej inwestorów instytucjonalnych, takich jak banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne czy zakłady ubezpieczeń nie przysparza większych problemów metodologicznych, a wymaga jedynie sporych nakładów pracy, o tyle wszelkie próby badania zasad inwestycyjnych, jakimi kierują się inwestorzy indywidualni, są niesłychanie trudne lub wręcz niemożliwe do przeprowadzenia. Na sytuację taką wpływa z jednej strony olbrzymia mnogość drobnych inwestorów, z drugiej zaś brak jakichkolwiek obowiązków sprawozdawczych tej grupy inwestorów¹⁴. Z tego względu większość opracowań dotyczących wielkości i rozwoju rynku SRI skupia się na analizie profesjonalnie zarządzanych aktywów (*assets under management*), pomijając lub tylko wzmiankując szacunkowe wartości dla pozostałych aktywów lokowanych na rynku bezpośrednio przez inwestorów indywidualnych. Stąd też w przytoczonych poniżej danych uwzględniono wyłącznie wielkość rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w odniesieniu do aktywów, które są zarządzane przez instytucje finansowe.

¹⁴ Wyjątek stanowią roczne zeznania podatkowe, nie dają one jednak żadnych informacji o profilu dokonywanych inwestycji.

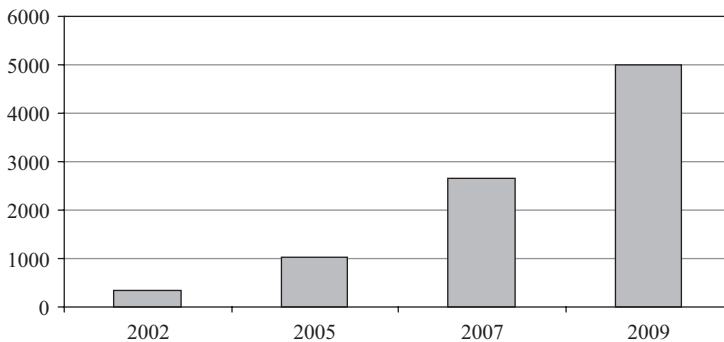
Z badań przeprowadzonych przez fundację Social Investment Forum (SIF) wynika, że wielkość amerykańskiego rynku SRI na początku 2010 r. wynosiła ponad 3 bln dolarów, co oznacza wzrost w stosunku do 1995 r.¹⁵ o 380%. Przy czym istotne jest, że w tym samym czasie wielkość konwencjonalnego rynku profesjonalnego zarządzania aktywami wzrosła z 7 do 25,2 bln dolarów, czyli jedynie o 260%. Dane zbiorcze z raportów SIF zostały przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Wielkość rynku SRI w USA w latach 1995–2010

Wyszczególnienie	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
Aktywa zarządzane zgodnie z SRI (w mln dolarów)	639	1185	2159	2323	2164	2290	2711	3069
Liczba funduszy inwestycyjnych deklarujących stosowanie SRI	55	144	168	181	200	201	260	493

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *2010 Report...*

W Europie badaniami rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych zajmuje się Europejska Organizacja ds. Zrównoważonego Inwestowania (Eurosif). Co dwa lata analizuje ona rynek SRI w większości państw Unii Europejskiej oraz Szwajcarii. Ostatnie takie badanie zostało przeprowadzone w 2010 r. i obejmuje dane do 2009 r. Rysunek 1 przedstawia podsumowanie danych publikowanych przez Eurosif.



Rys. 1. Aktywa zarządzane zgodnie z SRI w Europie w latach 2002–2009 (w mln euro)

Źródło: *European SRI Study 2010...*, s. 11.

Z opublikowanych danych wynika, że europejski rynek SRI intensywnie się rozwija, odnotowując niemal piętnastokrotny wzrost wartości aktywów inwesto-

¹⁵ Wówczas przeprowadzono pierwsze badanie dotyczące amerykańskiego rynku SR.

wanych zgodnie z tą koncepcją w latach 2002–2009. Warto jednak zauważyć, że wyniki te traktować należy w dużej mierze jako przybliżenie rynku europejskiego, gdyż z roku na rok wzrasta liczba państw objętych badaniami Eurosifu. Pierwsza analiza dotyczyła jedynie ośmiu państw, w których rynki finansowe były najbardziej rozwinięte i gdzie koncepcja SRI rozwinęła się najszybciej. Kolejny raport obejmował dziewięć państw, w 2007 r. uwzględniono ich już 13, podczas gdy w 2009 r. analizowano rynki sześciu państw, które nie były objęte raportem za 2007 r.¹⁶ Z ostatniego raportu wynika, że na początek 2010 r. wielkość europejskiego rynku¹⁷ inwestycji społecznie odpowiedzialnych wynosi ok. 5 bln euro. Porównując wielkość aktywów zarządzanych zgodnie z SRI we wszystkich 13 państwach objętych raportem, zarówno w 2008 r. jak i 2010 r. uzyskuje się wzrost o ponad 87%, co daje średnią roczną stopę zwrotu (*CAGR*) równą 37%¹⁸.

O rosnącej popularności inwestowania społecznie odpowiedzialnego świadczy również wzrost liczby indeksów giełdowych opartych na notowaniach akcji spółek uznawanych za odpowiedzialne społecznie. Najstarszym tego typu indeksem jest Domini 400 Social Index, którego pierwsze notowanie miało miejsce w 1990 r. Obecnie na świecie obliczanych jest kilkadziesiąt różnego rodzaju indeksów SRI, spośród których do najpopularniejszych, oprócz wspomnianego już Domini 400, należą: Calvert Social Index, FTSE4Good oraz Dow Jones Sustainability Index (DJSI).

Inwestycje społecznie odpowiedzialne stopniowo rozwijają się również na polskim rynku finansowym. Początki zakrojonej na szeroką skalę implementacji koncepcji SRI na rodzimy rynek miały miejsce w 2009 r., kiedy to podjęto szereg inicjatyw mających popularyzować SRI. Jednym z takich działań było stworzenie nowego indeksu warszawskiej giełdy – RESPECT Index, inny przykład to powołanie przez Prezesa Rady Ministrów Zespołu do spraw Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw, w ramach którego działa grupa robocza ds. odpowiedzialnych inwestycji. Dotychczas inwestorzy instytucjonalni nie stworzyli na polskim rynku bogatej oferty produktów opartych na koncepcji odpowiedzialnego inwestowania: dla potencjalnych klientów dostępne są dwa fundusze inwestycyjne,

¹⁶ W raporcie z 2010 r. badano rynki finansowe w: Austrii, Belgii, Cyprze, Danii, Finlandii, Estonii, Francji, Grecji, na Litwie, Łotwie, w Niemczech, Polsce, we Włoszech, w Holandii, Norwegii, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii.

¹⁷ Mimo że raport nie obejmuje wszystkich krajów europejskich, można uznać, że w przybliżeniu odzwierciedla on charakterystykę tego rynku, ponieważ rynki finansowe pozostałych państw są z jednej strony słabo rozwinięte, z drugiej zaś koncepcja inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest tam w fazie początkowej.

¹⁸ *European SRI Study 2010...*

które w swojej polityce inwestycyjnej stosują zasady SRI, a w przypadku funduszy emerytalnych tylko jeden (OFE Pocztylion) deklaruje stosowanie SRI.

4. Wpływ strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych na efektywność portfela

Jedną z podstaw współczesnej teorii inwestowania jest doktryna utylitarnej charakteru inwestycji oznaczająca, że inwestorzy lokując środki na rynku finansowym, dążą do maksymalizowania użyteczności swoich inwestycji. Na użyteczność inwestycji wpływ mają przede wszystkim oczekiwana stopa zwrotu oraz poziom ponoszonego ryzyka. Rozważając jakąkolwiek strategię inwestycyjną, która ma wzbudzać szersze zainteresowanie, należy rozpatrywać ją przez pryzmat wspomnianych składowych funkcji użyteczności¹⁹. Jeżeli bowiem dana strategia nie przyczynia się do maksymalizowania użyteczności, to z punktu widzenia racjonalnego inwestora nie ma ona podstaw do zastosowania. Wychodząc z podobnych założeń, M. Statman i D. Glushov wyróżniają trzy alternatywne hipotezy dotyczące relacji stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek odpowiedzialnych społecznie (SRI) do konwencjonalnych inwestycji dokonywanych wyłącznie na podstawie kryteriów finansowych²⁰.

Pierwszą z nich określają mianem *doing good but not well*; zakłada ona, że oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek odpowiedzialnych społecznie jest niższa niż oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w konwencjonalne akcje. Hipoteza ta jest słuszna, jeżeli uznaje się, że w wyniku społecznie odpowiedzialnego działania przedsiębiorstwa spadną jego zyski. Taka sytuacja może mieć miejsce np. w przypadku podniesienia wynagrodzeń pracowników, które nie przekłada się na wzrost efektywności pracy lub dobrowolnego stosowania droższych, alternatywnych materiałów produkcyjnych, które nie są tak szkodliwe dla środowiska jak ich tańsze substytuty.

W drugiej hipotezie – *doing good while doing well* – punktem wyjścia jest stwierdzenie, że oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek odpowiedzialnych społecznie są statystycznie wyższe niż stopy zwrotu osiągnięte z tradycyjnych inwestycji. Sytuacja taka jest możliwa wówczas, gdy zarówno zarządza-

¹⁹ Aczkolwiek możliwe jest istnienie grupy inwestorów, dla których najistotniejszymi zmiennymi w funkcji użyteczności nie będzie zysk i ryzyko, a którzy swoje preferencje inwestycyjne opierają w głównej mierze na innych kategoriach, np. inwestowanie wyłącznie w spółki z krajowym kapitałem, opieranie inwestycji wyłącznie na kryteriach etycznych, przekonaniach religijnych itp.

²⁰ M. Statman, D. Glushkov, *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, nr 4, s. 33–46.

jący przedsiębiorstwem, jak i inwestorzy konsekwentnie nie doceniają korzyści wynikających z bycia społecznie odpowiedzialnym lub przeszacowują koszty takiego zachowania²¹. Przy czym pożytki z bycia społecznie odpowiedzialnym mogą wynikać z działań w zakresie badania i rozwoju (R&D), które w stosunkowo krótkim czasie mogą przynieść nieoczekiwane, wysokie zyski, jak również z polityki zatrudnienia, która przekłada się na wydajność pracy (np. niezadowolenie pracowników może prowadzić do strajku, który powoduje przestój w produkcji, a w konsekwencji spadek sprzedaży i zysków)²².

Trzecia z proponowanych hipotez – *no effect* – sprowadza się do konstatacji, że oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych i w akcje konwencjonalne są statystycznie równe. Hipoteza ta może być prawdziwa, gdy spełniony jest jeden z dwóch alternatywnych warunków. W pierwszym z nich przyjmowane jest mało realistyczne założenie, że działania przedsiębiorstw w zakresie społecznej odpowiedzialności nie generują żadnych dodatkowych kosztów. Drugi warunek stanowi syntezę obu omówionych uprzednio hipotez, a więc zakłada się, że koszty związane z społeczną odpowiedzialnością są rekompensowane przez korzyści z niej osiągnięte.

Zaproponowana przez M. Statmana i D. Glushkova klasyfikacja hipotez dotyczących efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych nie może być jednak uznana za wyczerpującą. Uwzględnia ona bowiem jedynie relację stóp zwrotu z inwestycji konwencjonalnych do inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych. Współczesna teoria finansów wyróżnia natomiast dwa podstawowe parametry każdej inwestycji – zysk, wyrażany w postaci oczekiwanej stopy zwrotu, oraz ryzyko, jakie się wiąże z daną inwestycją²³. Stosowne byłoby zatem zestawienie tych dwóch parametrów oraz wyróżnienie dziewięciu alternatywnych hipotez dotyczących efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Hipotezy te zostały przedstawione w tabeli 2.

Dotychczas w literaturze przedmiotu nie ma niezbitych dowodów, które pozwalają przyjąć lub stanowczo odrzucić którąkolwiek z tak postawionych hipotez, a w środowisku naukowym toczy się na ten temat burzliwa dyskusja, w której jak dotychczas żadnej ze stron nie udało się jednoznacznie obalić argumentów oponentów. Przeciwnicy teorii SRI opierają swoje argumenty na klasycznej teorii portfelowej (*modern portfolio theory* – MPT), zgodnie z którą ograniczenie spektrum inwestycyjnego musi prowadzić do obniżenia efektywności portfela

²¹ *Ibidem*, s. 39.

²² Interesujące badania w tym zakresie przeprowadził A. Edmans w: A. Edmans, *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*, „Journal of Financial Economics” 2011, vol. 101, nr 3. Wykazuje on zależność pomiędzy ponadprzeciętnymi stopami zwrotu z akcji spółek a wysoką satysfakcją zatrudnionych w nich pracowników.

²³ R.A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa 1996.

Tabela 2. Hipotezy dotyczące efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Hipoteza	Zysk	Ryzyko
I	SRI > CI	SRI > CI
II	SRI > CI	SRI = CI
III	SRI > CI	SRI < CI
IV	SRI < CI	SRI > CI
V	SRI < CI	SRI = CI
VI	SRI < CI	SRI < CI
VII	SRI = CI	SRI > CI
VIII	SRI = CI	SRI = CI
IX	SRI = CI	SRI < CI

Uwaga: SRI – inwestycje społecznie odpowiedzialne, CI (*conventional investing*) – inwestycje konwencjonalne.

Źródło: opracowanie własne.

poprzez zmniejszenie osiągniętego zysku lub zwiększenie ponoszonego ryzyka. Dzieje się tak, ponieważ zgodnie z ujęciem zaproponowanym przez H. Markowitza, żaden portfel nie jest bardziej efektywny od portfela rynkowego²⁴. Stosowanie SRI może oddziaływać również na wzrost ryzyka specyficznego portfela – spełnianie założeń SRI oznacza z jednej strony niedoważanie niektórych sektorów gospodarki, z drugiej zaś przeważanie innych sektorów, a to z kolei wiąże się z ograniczeniem możliwości optymalnej jego dywersyfikacji. Potwierdzeniem tego poglądu mogą być wyniki badań zaprezentowane w 2003 r. przez grupę amerykańskich naukowców z University of Pennsylvania. Dowiedli oni, że dla inwestorów wierzących w słusność modelu CAPM, implementacja SRI oznacza stratę, rozumianą jako spadek wskaźnika Sharpa (*Sharpe ratio*), w wysokości kilku punktów bazowych miesięcznie²⁵.

Jakkolwiek zwolennicy strategii inwestycji społecznie odpowiedzialnych swoje uzasadnienie słusności jej stosowania koncentrują na założeniu braku efektywności rynku kapitałowego, ich najmocniejszym argumentem są empiryczne wyniki indeksów spółek odpowiedzialnych społecznie i funduszy deklarujących stosowanie SRI w długim okresie (por. tabela 3). Co więcej, w świetle najnowszych badań wiadomo już, że model CAPM nie jest jedynym słusnym modelem opisującym zachowanie rynku kapitałowego.

²⁴ Sytuacja taka ma miejsce w przypadku, gdy uznajemy, że rynek kapitałowy jest efektywny. Im bardziej efektywny jest rynek kapitałowy, tym większa jest różnica pomiędzy efektywnością portfela rynkowego a efektywnością portfela zbudowanego na podstawie mniejszej liczby aktywów.

²⁵ C. Geczy, R. Stambaugh, D. Levin, *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, Working Paper 2003, University of Pennsylvania, <http://ssrn.com/abstract=416380>.

Tabela 3. Zestawienie wyników wybranych badań dotyczących efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Badania	Rok	Kraj	Dane	Okres badania	Spostrzeżenia
L. Abramson, D. Chung	2000	USA	Indeksy DSI, S&P 500, Russel Value, S&P Barra Wilshire Large Value	1999–2000	Czynniki ESG przynoszą pozytywne rezultaty. Jednak ze względu na okres badania (boom technologiczny lat 90.) nie są one wiarygodne
P. Asmundson, S. Foster	2001	Kanada	2 fundusze stosujące SRI porównano z indeksem TSE 300	1990–1999	Wskazano dowody zarówno na wyższe, jak i niższe stopy zwrotu generowane przez fundusze SRI, przy czym uznano, że charakteryzują się one niższym ryzykiem
M. Barnett, R. Salomon	2006	Badania globalne	61 funduszy inwestycyjnych	1972–2000	Stosowanie czynników ESG w procesie inwestycyjnym przynosi pozytywne lub neutralne rezultaty
R. Bauer, K. Koedijk, R. Otten	2002	Niemcy, USA, Wielka Brytania	103 fundusze SRI, 4384 fundusze tradycyjne	1990–2001	Wskazano dowody zarówno na wyższe, jak i niższe stopy zwrotu generowane przez fundusze SRI. Różnice uznano za statystycznie nieistotne
R. Bauer, J. Derwall, R. Otten	2007	Kanada	8 funduszy „etycznych” oraz 267 funduszy tradycyjnych	1994–2003	Nie dostrzeżono istotnych różnic pomiędzy osiągnięciami badanych funduszy
R. Bauer, R. Otten, A. Rad	2006	Australia	77 funduszy typu SRI, 201 funduszy tradycyjnych	1992–2003	Wynik inwestycyjne osiągane przez fundusze są neutralne względem czynników ESG
Z. Bello	2005	USA	42 fundusze SRI, 84 fundusze tradycyjne	1994–2001	Stopy zwrotu skorygowane o ryzyko (<i>risk adjusted</i>) z funduszy SRI nieróżnił się względem analogicznych stóp zwrotu z funduszy tradycyjnych
K.L. Benson, T.J. Brailsford, J.E. Humphrey	2006	USA	185 funduszy typu SRI	1994–2003 (1999–2003)	Wyniki inwestycyjne funduszy typu SRI są nieodróżnialne od wyników funduszy tradycyjnych
S. Brammer, C. Brooks, S. Pavelin	2006	Wielka Brytania	451 akcji notowanych na giełdzie w Londynie	1997–2002	Badanie pokazało, że akcje spółek traktowanych jako odpowiedzialne społecznie mają niższe stopy zwrotu niż indeksu FTSE All Shares

cd. tabeli 3

Badania	Rok	Kraj	Dane	Okres badania	Spostrzeżenia
J. Chong, M. Her, G.M. Philips,	2006	USA	1 fundusz SRI, 1 „grzeszny” fundusz	2002–2005	Fundusz „grzeszny” osiągnął lepsze wyniki od funduszu SRI – negatywny wpływ strategii SRI na efektywność portfela
J. Core, W. Guay, T. Rusticus	2006	USA	732 spółki, 24 wytyczne CSR	1990–1999	Czynniki ESG neutralne względem cen akcji
J. Derwall, K. Koedijk	2005	USA	8 funduszy obligacji stosujących SRI	1987–2003	Fundusze obligacji stosujące SRI przynoszą podobne lub wyższe stopy zwrotu co fundusze tradycyjne. Ponadto zauważono, że w okresie recesji fundusze stosujące SRI osiągają lepsze wyniki od funduszy tradycyjnych
C. Geczy, R. Stambaugh, D. Levin	2005	USA	35 funduszy SRI (typu no-load), 859 funduszy tradycyjnych (no-load)	1963–2001	Niższe stopy zwrotu z funduszy stosujących SRI. Pod pewnymi warunkami różnice są znaczące
E. Girard, B. Stone, H. Rahman	2007	USA	117 funduszy inwestycyjnych	1984–2003	Fundusze SRI są gorzej zdylwersyfikowane. Zarządzający funduszami SRI dokonują gorszej selekcji aktywów i cechują się gorszym wycuciem rynku (<i>market timing</i>)
P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick	2003	USA	1500 spółek, 24 wytyczne CSR	1990–1999	Wysokie <i>corporate governance</i> jest skorelowane ze stopami zwrotu. Stosowanie się do wytycznych ma przelozenie na osiągnięte stopy zwrotu
A. Gregory, J. Matak, R. Luther	1997	Wielka Brytania	18 funduszy SRI, 18 funduszy tradycyjnych	1986–1994	Niższe stopy zwrotu z funduszy SRI. Różnica nie jest statystycznie istotna
S. Hamilton, H. Jo, M. Statman	1993	USA	32 fundusze SRI, 170 funduszy tradycyjnych	1981–1990	W osiągnięciach funduszy nie ma statystycznie istotnej różnicy
R. Haveman, P. Webster	1999	Wielka Brytania	15 funduszy SRI	1993–1998	Fundusze SRI osiągają niższe stopy zwrotu przy niższym ryzyku

Badania	Rok	Kraj	Dane	Okres badania	Spostrzeżenia
A. Plattinga, B. Scholtens	2001	Francja, Belgia, Niemcy	784 fundusze inwestycyjne w różnym stopniu stosujące SRI	1994–1999	Fundusze w większym stopniu stosujące SRI osiągały nieznacznie wyższe stopy zwrotu. Różnice statystycznie nieistotne
B. Scholtens	2005	Holandia	12 funduszy SRI porównano ze standardowymi indeksami oraz indeksami typu SRI	2001–2003	Nieznacznie lepsze wyniki funduszy SRI względem indeksów SRI, nieznacznie gorsze wyniki funduszy SRI względem indeksów tradycyjnych. Obie różnice statystycznie nieistotne
M. Schroeder	2004	Niemcy, USA, Szwajcaria	30 funduszy amerykańskich, 16 szwajcarskich, 10 funduszy SRI	Różne okresy przed 2002	Nie dostrzeżono istotnych różnic pomiędzy osiągnięciami badanych funduszy. Niektóre fundusze SRI osiągnęły statystycznie nieistotnie wyższe stopy zwrotu
M. Statman	2000	USA	31 funduszy SRI, 62 fundusze tradycyjne	Różne okresy przed 1998	Wyższe stopy zwrotu, niższe ryzyko. Różnice uznane za statystycznie nieistotne
M. Statman	2006	USA	Indeksy DSI, Calvert Social Index, Citizens Index, DJSI, S&P 500	1990–2004	Stopy zwrotu z funduszy SRI są generalnie wyższe od stóp zwrotu indeksu S&P 500

Źródło: opracowanie własne na podstawie wybranych wyników badań oraz *Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns?*, Philips, Hager & North, Vancouver 2007, www.phn.com; *Demystifying Responsible Investment Performance*, Joint Report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Program Finance Initiative and Mercer, October 2007, www.unepfi.org.

Obecnie efektywność inwestycji może być rozpatrywana również z punktu widzenia modelu zaproponowanego przez E. Fama i K. Frencha, teorii arbitrażu cenowego (*arbitrage pricing theory* – APT) czy też, cieszących się coraz większym uznaniem, finansów behawioralnych.

W badaniach nad efektywnością SRI, poza rozważaniami na poziomie czysto teoretycznym, wykorzystywanych jest kilkanaście różnych ilościowych metod szacowania skutków stosowania strategii inwestycji społecznych odpowiedzialnych. Próba ich ujednoczenia i klasyfikacji prowadzi do wyróżnienia czterech grup metod mogących służyć temu celowi:

- porównywanie i analiza stóp zwrotu generowanych przez tradycyjne indeksy giełdowe ze stopami zwrotu z indeksów typu SRI. W analizie wykorzystane mogą być miary efektywności inwestycji na rynku kapitałowym oparte na stopie zwrotu i ryzyku inwestycyjnym. Do porównania stóp zwrotu mogą również służyć metody, w których stosuje się wnioskowanie statystyczne;

- metody oparte na porównywaniu dotychczasowych osiągnięć funduszy inwestycyjnych deklarujących stosowanie inwestycji społecznie odpowiedzialnych z osiągnięciami tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Narzędzia mające tutaj zastosowanie to przede wszystkim miary efektywności inwestycji portfelowych, takie jak np. wskaźnik Sharpe’a, wskaźnik Treynora, alfa Sharpa, wskaźnik Jansena;

- różnego rodzaju metody symulacyjne wykorzystywane w celu stworzenia losowych, hipotetycznych portfeli akcji spółek uznawanych za społecznie odpowiedzialne, a następnie porównanie ich efektywności z portfelami składającymi się z akcji dowolnych spółek;

- modele charakteryzujące rynki kapitałowe (np. 3-wskaźnikowy model Famy-Frencha, 4-wskaźnikowy model Carharta, CAPM) wykorzystywane do analizy stóp zwrotu generowanych przez portfele spółek odpowiedzialnych społecznie.

Z pewnością najwłaściwszym rozwiązaniem byłoby równoległe stosowanie wszystkich wskazanych metod z wykorzystaniem takich samych zbiorów danych. Konfrontacja rezultatów uzyskanych za pomocą różnych metod badawczych ma pozytywny wpływ na trafność i rzetelność wyciągniętych wniosków, a w przypadku SRI być może pozwoliłaby na prawidłową i ostateczną weryfikację przedstawionych hipotez. Dotychczas nie przeprowadzono jednak na świecie badań zakrojonych na tak szeroką skalę, dlatego też nie ma jeszcze ostatecznej odpowiedzi na temat wpływu SRI na efektywności portfela.

5. Podsumowanie

Podstawowymi parametrami decydującymi o efektywności inwestycji są oczekiwana stopa zwrotu oraz poziom ponoszonego ryzyka, które są uwzględniane w tradycyjnym, opartym na teorii portfelowej procesie doboru spółek. Rosnąca liczba zwolenników dynamicznie rozwijającej się koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych postuluje włączenie do klasycznego procesu inwestycyjnego również kryteriów pozafinansowych o charakterze etycznym, społecznym i środowiskowym. Mimo że dotychczas nie zaproponowano ostatecznego rozwiązania kwestii efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych w relacji do tradycyjnych inwestycji, wyniki zaprezentowanych badań empirycznych zdają się potwierdzać, że są one co najmniej tak samo efektywne.

Globalny kryzys finansowy bezsprzecznie wpłynął na spadek zaufania do rynków finansowych oraz przyczynił się do wzrostu świadomości inwestorów co do potrzeby minimalizowania ryzyka, nawet jeżeli ma się to odbywać kosztem niższej rentowności inwestycji. Problemy finansowe i bankructwa licznych instytucji finansowych ukazały skutki bezkrytycznego materializmu oraz braku ograniczeń etycznych zarządzających i inwestorów. Sytuacja taka tworzy obecnie podatny grunt dla koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Stąd też, zdaniem autora, w przyszłości należy spodziewać się dalszego wzrostu zainteresowania omawianą koncepcją inwestycyjną, a co za tym idzie, dalszych pogłębionych badań w tym zakresie.

Literatura

- 2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in United States*, Social Investment Forum Foundation 2010.
- Bello Z., *Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification*, „Journal of Financial Research” 2005, vol. XXVIII, nr 1.
- Chong J., Her M., Philips G. M., *To Sin or Not to Sin? Now That's the Question*, „Journal of Asset Management” 2006, vol. 6.
- Czerwińska T., *Spółeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.
- Demystifying Responsible Investment Performance* [2007], Joint Report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Program Finance Initiative and Mercer, www.unepfi.org.
- Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns*, Philips, Hager & North, Vancouver 2007, www.phn.com.
- Domini A., Kinder P., *Ethical Investment*, Addison-Wesley, New York 1984.

- Edmans A., *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*, „Journal of Financial Economics” 2011, vol. 101, nr 3.
- European SRI Study 2006*, Eurosif, www.eurosif.eu.
- European SRI Study 2008*, Eurosif, www.eurosif.eu.
- European SRI Study 2010*, Eurosif, www.eurosif.eu.
- Geczy C., Stambaugh R., Levin D., *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, Working Paper 2003, University of Pennsylvania.
- Haugen R.A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa 1996.
- Jedynak T., *Rozwój koncepcji SRI w Polsce i na świecie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2011 (w druku).
- Mainstream Responsible Investing*, World Economic Forum, Geneva 2005.
- Schroder M., *Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2007, vol. 34, nr 1.
- Shank T.M., Manullang D.K., Hill R.P., *Is It Better to Be Naughty or Nice?*, „Journal of Investing” 2005, vol. 14, nr 3.
- Statman M., *The Religions of Social Responsibility*, „Journal of Investing” 2005, vol. 14, nr 3.
- Statman M., Glushkov D., *The Wages of Social Responsibility*, „Financial Analysts Journal” 2009, vol. 64, nr 4.

The Controversy over Socially Responsible Investment

The increasing significance and popularity of the concept of socially responsible investment over the last two decades is coupled with frequent questions posed by scientists and practitioners regarding the effectiveness of such projects. The major thesis of the paper is the statement that the effectiveness of socially responsible investment understood as the relation between the rate of return and risk is not lower than in the case of applying the classical criteria for developing an investment portfolio; therefore, from the point of view of investors, this strategy is equally attractive as other similar projects. Another argument in support of this statement is the fact that the decreasing confidence in financial markets caused by the financial crisis has made investors aware of the need for minimising investment risk, leading to the development of the concept of socially responsible investing in Poland and worldwide. Therefore, the author believes that the investment of domestic and global assets based on the concept of socially responsible investing is likely to increase in the years to come.

Tomasz Jedynak – magister, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Ubezpieczeń.

Zainteresowania naukowo-badawcze: polityka inwestycyjna funduszy emerytalnych, alternatywne metody zabezpieczenia emerytalnego, inwestycje społecznie odpowiedzialne, zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach, metody identyfikacji i oceny ryzyka, ubezpieczenia finansowe.

e-mail: tomasz.jedynak@uek.krakow.pl