

MONIKA CZERWONKA

Katedra Finansów

Szkoła Główna Handlowa

monika.czerwonka@sgh.waw.pl

1

Etyczne przesłanki inwestowania polskich inwestorów indywidualnych

Ethical aspects of investing among polish individual investors

Abstract

This article presents the idea of ethical investing known also as Socially Responsible Investing (SRI). The research conducted by the author aimed to study the popularity of ethical investing among individual investors in Poland. The results of this research indicate a relatively high awareness of the SRI concept among investors, but a low level of applying the SRI idea in investment practice. Further analysis shows that some demographic factors, like religiosity or gender, influence the investors' attitude towards SRI.

Key words: *Socially Responsible Investing (SRI), ethical investing, business ethics, sub-prime crisis*

Streszczenie

Artykuł wprowadza w problematykę inwestowania etycznego zwanego również inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym - SRI (*Socially Responsible Investing*). Głównym celem przeprowadzonych przez Autorkę badań było przeanalizowanie popularności inwestowania etycznego wśród polskich inwestorów indywidualnych w Polsce. Wyniki badań wskazują na stosunkowo wysoki stopień świadomości idei inwestowania społecznie odpowiedzialnego wśród respondentów przy jednoczesnym niewielkim jej wykorzystaniu w praktyce inwestycyjnej. Dokładne analizy wyników badań pokazują, że niektóre zmienne demograficzne, takie jak przekonania religijne inwestorów czy płeć mają wpływ na skłonność respondentów do inwestowania etycznego.

Słowa kluczowe: *inwestycje społecznie odpowiedzialne (SRI), inwestowanie etyczne, etyka biznesu, kryzys sub-prime*

1. Wprowadzenie

Sytuacja na rynkach finansowych świata po kryzysie sub-prime 2007-2009 skłania do refleksji na temat podstawowych wartości naszego systemu ekonomicznego. Okazuje się bowiem, że najczęściej wymienianą przyczyną kryzysu jest ludzka chciwość oraz egoizm zarządzających. Pojawiają się zatem pytania o moralność i miejsce etyki we współczesnej ekonomii i świecie finansów. Typowo instrumentalne podejście do konsumenta oraz ukierunkowanie działalności inwestorów jedynie na krótkoterminową maksymalizację zysków, skutkuje zanikaniem moralności i odpowiedzialności społecznej.

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne (*Socially Responsible Investment - SRI*) czy też inwestowanie etyczne (*ethical investing*) wydaje się pewną alternatywą w stosunku do tradycyjnych form inwestowania, szczególnie w czasie ostatnich zawirowań na rynkach finansowych. Wartość rynku SRI na świecie szacuje się na około 7,6 bilionów Euro¹. Rosnące zainteresowanie tą formą inwestycji może wskazywać, że coraz więcej inwestorów ma świadomość społecznej odpowiedzialności za współczesny obraz świata.

2. Inwestycje odpowiedzialne społecznie (SRI)

Inwestycje odpowiedzialne społecznie skupiają wokół siebie inwestorów zainteresowanych nie tylko długoterminową maksymalizacją zysków, lecz również szeroko pojętą odpowiedzialnością społeczną. Przejawia się ona w trosce zarówno o drugiego człowieka (sprzeciw wobec handlu

bronią czy pornografią, lobbowanie na rzecz zaprowadzenia dobrobytu w krajach Trzeciego Świata), jak i w trosce o środowisko naturalne (recycling, zarządzanie odpadami, energia odnawialna). Inwestycje odpowiedzialne społecznie to koncepcja, która nadal ewoluuje i trudno o jednoznaczny jej definicję. W zależności od charakteru inwestycji i rodzaju inwestora spotkać się można z takimi określeniami jak: zrównoważone- (*sustainable*), odpowiedzialne- (*responsible*), społeczne- (*impact*), etyczne- (*ethical*), zielone inwestowanie (*green investing*) czy inwestowanie z misją (*mission-related investing*). Według definicji organizacji Eurosif² odpowiedzialne inwestowanie powinno uwzględniać aspekty związane ze środowiskiem, społeczeństwem i ładem korporacyjnym³ (*czynniki ESG - Environment, Social, Governance*).

Inwestycje odpowiedzialne społecznie są ściśle skorelowane ze społeczną odpowiedzialnością firm (*Corporate Social Responsibility - CSR*). Inicjatywa społecznej odpowiedzialności firm dotyczy przedsiębiorstw, które dobrowolnie uwzględniają kwestie społeczne i ekologiczne w swojej działalności gospodarczej oraz w relacjach ze swoimi interesariuszami.

Inwestycje odpowiedzialne społecznie to ważny segment dla inwestorów indywidualnych, którzy chcą, aby ich pieniądze były lokowane odpowiedzialnie, zgodnie z ich światopoglądem

i normami etycznymi. Inwestorzy wybierają lub eliminują spółki z portfela ze względu na ich odpowiedzialność w kwestiach ochrony środowiska czy obrony praw człowieka. Z punktu widzenia inwestora indywidualnego SRI z reguły przyjmuje dwie formy. Pierwszą z nich jest ulokowanie swoich środków w fundusze społecznie odpowiedzialne. Druga forma to zarządzanie swoim portfelem w oparciu o indeksy giełdowe SRI. Najbardziej popularną metodą wyboru spółek do funduszu lub indeksu jest *screening*⁴.

Inwestycje odpowiedzialne społecznie zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych, zaczęły zyskiwać na coraz większej popularności począwszy od lat 90-tych XX wieku (Czerwonka, 2011). Aktywa zarządzane zgodnie z normami społeczno-etycznymi w Stanach Zjednoczonych zajmują około 12% wszystkich środków zarządzanych profesjonalnie w tym kraju (*Social Investment Forum, 2010*). W Europie wielkość rynku SRI stanowiła w 2008 roku 17,6% wszystkich zarządzanych aktywów, natomiast w 2010 roku udział ten wzrósł do zaskakującej wartości ponad 40% całości zarządzanych aktywów w Europie (Eurosif, 2010; Asset Management in Europe, 2010).

Dynamiczny rozwój rynku SRI nie został wyhamowany nawet w okresie kryzysu finansowego 2007-2009⁵. Z przeprowadzonych badań

wśród uczestników rynku SRI w Europie wynika, że globalny kryzys finansowy uświadomił inwestorom potrzebę uwzględnienia czynników środowiskowych czy społecznych w ocenie ryzyka inwestycyjnego oraz potrzebę większej transparentności nabywanych produktów. Z badań przeprowadzonych z kolei wśród amerykańskich menadżerów wynika, że głównym powodem wprowadzania przez nich czynników ESG do analiz finansowych jest rosnące zapotrzebowanie ze strony klientów na tego rodzaju informacje.

3. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w Polsce

Koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce jest jeszcze bardzo mało znana i w niewielkim stopniu propagowana. Wyróżnić można nieliczne publikacje polskich autorów w tym zakresie (por. Ali, Szyszka, 2005; Ali, Szyszka, 2006; Szyszka, 2009). Wynika to między innymi z faktu, że nasz rynek kapitałowy jest jeszcze stosunkowo młody, a inwestorzy postrzegają giełdę jedynie w kategoriach osiąganych zysków. Mimo wszystko rynek SRI w Polsce powoli się rozwija, o czym świadczy uwzględnienie naszego kraju po raz pierwszy w europejskim raporcie – *European SRI Study 2010*. Warto wspomnieć, że to właśnie w Polsce w 2009 roku powstał pierwszy w Europie Środkowo-Wschodniej giełdowy indeks spółek odpowiedzialnych społecznie – *RESPECT Index*.

1 Na podstawie raportu dotyczącego rynku SRI w Europie: „European SRI Study 2010” oraz badań dotyczących rynku SRI w Stanach Zjednoczonych: „Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States”, 2010.

2 Eurosif (*European Sustainable Investment Forum*) to paneuropejska grupa propagująca zasady zrównoważonego rozwoju na europejskich rynkach finansowych. Jest to organizacja typu non-profit zrzeszająca fundusze emerytalne, dostawców usług finansowych, ośrodki akademickie, instytucje badawcze i organizacje pozarządowe dysponujące bądź zarządzające aktywami o wartości przekraczającej 1 bilion Euro. W Stanach Zjednoczonych funkcjonuje paralelna instytucja - *Social Investment Forum*, czyli SIF.

3 Koncepcja ładu korporacyjnego polega na kontroli wewnętrznej przedsiębiorstw oraz zwiększeniu transparentności informacyjnej spółek.

4 Wyróżniamy pozytywną i negatywną selekcję (*screening*). Pozytywna selekcja polega na wyróżnieniu spółek spełniających określone kryteria, np. dbające o rozwój pracowników, ochronę środowiska czy implementujące politykę prorodzinną firm. Selekcja negatywna polega na eliminacji spółek, których działalność jest wątpliwa pod względem etycznym czy społecznym. Niektóre z negatywnych kryteriów to np: nieinwestowanie w przemysł pornograficzny czy hazardowy, brak poparcia dla działań zbrojnych i zbrodniczych reżimów, eliminacja spółek produkujących tytoń i alkohol.

5 Warto zaznaczyć, że inwestowanie oparte o zasady etyczne czy społeczne nie musi być połączone z utratą potencjalnych zysków. Nie powinno się nam ono kojarzyć z pewnego rodzaju filantropią. Fundusze etyczne

są jak najbardziej nastawione na przynoszenie zysków, ale przede wszystkim w perspektywie długofalowej. Odczuwa się więc zatem od idei osiągania jak największych zysków w jak najkrótszym czasie, jak to miało miejsce w okresie przed kryzysem sub-prime. Jak podaje *Social Investment Forum* z przeprowadzonych badań na 160 funduszach etycznych funkcjonujących w USA około 65% pobilo swój benchmark w 2009 roku. Większość z nich pobilo również rynek w perspektywie 3 i 10-letniej (*Social Investment Forum, 2010*).

Od 2009 roku stopa zwrotu indeksu RESPECT wyniosła 125%. Tylko w roku 2010 indeks wzrósł o 37% przy 14-procentowym wzroście WIG-u 20. Od początku istnienia indeksu można było uzyskać około 30% wzrost kapitału przy negatywnych wynikach WIG-u 20 w danym okresie czasu⁶. Oznacza to, że inwestowanie w spółki odpowiedzialne społecznie na warszawskiej giełdzie nie musi kojarzyć się inwestorom z utratą potencjalnych zysków.

Rynek inwestycji odpowiedzialnych społecznie w Polsce szacuje się na ok. 1 miliard Euro, co stanowi około 0,3% zarządzanych aktywów w kraju⁷.

Społeczna odpowiedzialność biznesu oraz inwestowanie zgodnie z ideą SRI to zagadnienia bardzo popularne w Stanach Zjednoczonych i w wielu krajach europejskich. Problem polega jednak na niedostatecznej popularyzacji idei SRI wśród inwestorów z tzw. rynków wschodzących (*emerging markets*)⁸. A to właśnie kraje rozwijające się mogłyby skorzystać najwięcej na SRI (Arosio, 2011). Jednak największym wyzwaniem dla inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynkach wschodzących jest popularyzacja idei SRI oraz możliwości wprowadzenia czynników ESG do analiz finansowych (*Building an SRI business... 2009*).

Przeprowadzone przez firmę Deloitte w 2011 roku badania rynku SRI w Polsce na niewielkiej

grupie inwestorów instytucjonalnych⁹ pokazują generalnie wysoki poziom świadomości funkcjonowania niektórych form SRI, jak np. indeks giełdowy RESPECT (82%). Niestety już tylko jedynie 23% ankietowanych wiedziało o funkcjonowaniu na rynku polskim funduszy etycznych, które inwestują w spółki szczytujące się zrównoważonym i społecznie odpowiedzialnym podejściem do prowadzonej działalności¹⁰.

Badano również skalę zainteresowania tą częścią rynku SRI, która dotyczy aspektów ekologicznych na rynku finansowym w Polsce (Dziawgo, 2011). Zauważono, że postrzeganie CSR i ochrony środowiska na polskim rynku finansowym przez opinię publiczną nie jest satysfakcjonujące. Aż 61% badanych z grupy reprezentatywnej nie słyszało o koncepcji CSR. 77% badanych respondentów nie było również w stanie wskazać żadnej konkretnej instytucji finansowej zaangażowanej w ochronę środowiska naturalnego. Warto zaznaczyć, że wspomniane wyniki badań dotyczyły osób niezwiązanych z rynkiem kapitałowym.

Autorka postanowiła sprawdzić skalę zainteresowania oraz świadomość idei inwestycji społecznie odpowiedzialnych na grupie inwestorów indywidualnych w Polsce. Przyjęto założenie, że popyt ze strony klientów indywidualnych jest warunkiem wzrostu popytu ze strony inwestorów instytucjonalnych. W przypadku rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie wzrost świadomości idei SRI wśród indywidualnych inwestorów powinien wpłynąć pozytywnie na rozwój całego rynku SRI w Polsce.

6 Na podstawie informacji z www.odpowiedzialni.gpw.pl z dnia 20.01.2012.

7 W Polsce funkcjonuje kilka funduszy SRI, m.in.: PZU Energia Medycyna Ekologia, SKOK Etyczny 1 SFIO, SKOK Etyczny 2 FIO, PKO Biotechnologii i Innowacji Globalny. Z kolei wśród funduszy emerytalnych można wymienić fundusz SRI- OFE Pocztylion.

8 Według klasyfikacji FTSE Group Polska należy do zaawansowanych rynków wschodzących tzw. Advanced Emerging Markets (FTSE Global Equity Index Series, Country Classification 2010).

9 Rozesłano 120 ankiet i uzyskano zwrot odpowiedzi na poziomie 33%.

10 Raport Deloitte jest dostępny na stronie: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Poland/Local%20Assets/Documents/Raporty,%20badania,%20rankingi/pl_Decyzje_inwestycyjne_a_CSR_2011.pdf z dnia 10.09.2011.

4. Wpływ wybranych czynników demograficznych na skłonność do inwestowania zgodnie z ideą SRI

Jedną z ważniejszych podmiotowych determinant decyzji etycznych jest płeć. Jak pokazują niektóre badania, kobiety rzeczywiście częściej niż mężczyźni są skłonne działać z pewnymi zasadami etycznymi (Betz, O'Connell, Shepard, 1989; McCabe, Dukerich, Dutton, 1991; Arlow, 1991). Z badań Rueggera i Kinga (1992) wynika, że kobiety są również bardziej świadome w zakresie etycznej i społecznej odpowiedzialności.

Istnieją jednak inne badania, które dowodzą, że mniejsze znaczenie w kontekście społecznie odpowiedzialnych inwestycji odgrywają czynniki demograficzne inwestorów, większe natomiast ich ogólne podejście do społecznej odpowiedzialności (Williams, 2005). Podobne wnioski wysuwają McLahan i Gardner (2004), którzy twierdzą, że różnice między typami inwestorów są bardziej spowodowane przez różnice w poznawczych, osobowościowych i środowiskowych wymiarach.

Postanowiono zatem zbadać skłonność do inwestycji w fundusze etyczne oraz wykorzystanie narzędzi SRI w praktyce wśród Polek inwestujących na GPW w Warszawie.

Przeprowadzono również szereg badań na temat wpływu przekonań religijnych na zachowania inwestycyjne. Analizy zachowań studentów wykazują słabą zależność pomiędzy przekonaniami religijnymi i wiarą chrześcijańską a społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw - CSR (Agle, Van-Buren, 1999). Inne badania przeprowadzone wśród holenderskiej wyższej kadry menadżerskiej potwierdzają wpływ przekonań religijnych na większą skłonność w kierunku społecznie odpowiedzialnego biznesu (Graafland, Van der Duijn, Schouten, 2007). Również badania We-

avera i Agle (2002) dowodzą, że religijność ma wpływ na zachowania etyczne.

Osoba utożsamiająca się z chrześcijańską wizją świata nie może być obojętna wobec produktów czy usług zagrażających życiu konsumentów czy pracowników. Podobnie, wierząc, że człowiek jest odpowiedzialny za obraz ziemi, nie można nie zwracać uwagi na zanieczyszczenia i degradację środowiska naturalnego (Kim, Fisher, McCalman, 2009).

Sam papież Benedykt XVI w swojej encyklice *Caritas in veritate* wspiera ideę etycznych inwestycji¹¹. Stwierdza, że wyzwaniem, jakie pojawiło się w dobie kryzysu ekonomiczno-finansowego jest pokazanie, zarówno w zakresie myśli, jak i zachowań, że nie można zaniedbywać lub osłabiać tradycyjnych zasad etyki społecznej, takich jak przejrzystość, uczciwość czy odpowiedzialność. „Ekonomia bowiem potrzebuje etyki dla swego poprawnego funkcjonowania (...). Trzeba zabiegać (...), aby nie tylko powstawały sektory lub działy „etyczne” ekonomii lub finansów, lecz aby cała gospodarka i finanse były etyczne (Benedykt XVI, 2009). Ekonomia nie jest przecież nauką matematyczną, pomimo postępującej jej geometryzacji. Ekonomia nadal pozostaje nauką społeczną, której celem nie jest jedynie sucha, matematyczna kalkulacja zysku, ale dobro człowieka i społeczeństwa (Biedrzycki, 2008).

Ponadto aspekty religijne były historycznie pierwszymi czynnikami w ocenie inwestycji społecznie odpowiedzialnych i odgrywają nadal ważną rolę - szczególnie w Stanach Zjednoczonych (Peifer, 2010).

Dlatego też wydaje się, że idea inwestycji odpowiedzialnych społecznie powinna być chętniej akceptowana w środowisku osób wierzących

11 Więcej por. M.Czerwinka (2011), Etyczne inwestowanie jako nowy kierunek współczesnych finansów, w: *Finanse - nowe wyzwania teorii i praktyki*. Rynek finansowy, Red. K.Jajuga, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

w Polsce. Postanowiono zatem zweryfikować hipotezę, że stosunek do wiary ma wpływ na decyzje o zaangażowaniu w inwestycje społecznie odpowiedzialne.

5. Ogólnopolskie badanie „Inwestowanie etyczne 2011” - metodologia badań

Ogólnopolskie badanie „Inwestowanie Etyczne 2011” zostało przeprowadzone we współpracy ze Stowarzyszeniem Inwestorów Indywidualnych w Polsce (SII). Badanie zostało zrealizowane na 361-osobowej próbie respondentów. Narzędziem badawczym była zestandaryzowana ankieta, która była umieszczona na stronie internetowej SII w okresie pomiędzy styczniem a kwietniem 2011 r. Ankieta zawierała pytania zamknięte i półotwarte oraz część metryczkową. Badaną grupę inwestorów¹² stanowili w większości ludzie młodzi w wieku do 40 lat (77% respondentów). Mężczyźni stanowili 83% badanych. Wielkość portfela inwestycyjnego ulokowanego na GPW w Warszawie wynosiła przeważnie od 10 tys. do 50 tys. zł. 40% badanych zadeklarowało się jako osoby wierzące, 34% jako osoby wierzące i praktykujące oraz 24% jako agnostycy lub ateści.

Głównym celem badań było dostarczenie informacji na temat popularności idei etycznego inwestowania w Polsce. Postawiono szereg pytań badawczych odnośnie:

- świadomości idei inwestowania społecznie odpowiedzialnego wśród polskich inwestorów indywidualnych,
- sposobów inwestowania zgodnie z ideą SRI w Polsce,
- skali zainteresowania SRI w Polsce.

W badaniu analizowano również potencjalną wielkość inwestycji w fundusz SRI, pozytywne oraz negatywne kryteria wyboru spółek społecznie odpowiedzialnych przez polskich inwestorów indywidualnych oraz prognozy respondentów odnośnie przyszłości rynku SRI w Polsce i na świecie. Ze względu na przyjęte w opracowaniu ograniczenia dotyczące objętości tekstu zaprezentowano jedynie wybraną część badań¹³.

Podjęto również próbę zbadania korelacji pomiędzy takimi zmiennymi demograficznymi jak płeć, przekonania religijne, wiek, stan cywilny respondentów, wielkość portfela ulokowanego na GPW w Warszawie oraz aktywność inwestycyjna a skłonność do inwestycji w fundusze typu SRI oraz wykorzystanie narzędzi SRI w praktyce.

Postawiono hipotezy badawcze zakładające zależność pomiędzy religijnością a skłonnością inwestorów do inwestycji typu SRI. Postawiono dodatkowe hipotezy badawcze odnośnie wpływu płci na skłonność inwestorów do inwestycji typu SRI oraz wykorzystania idei SRI w praktyce inwestycyjnej.

Ustalono następujące zmienne zależne: skłonność do inwestycji w fundusze SRI oraz wykorzystanie narzędzi SRI w praktyce inwestycyjnej. Zmiennymi niezależnymi uwzględnionymi w przeprowadzonym badaniu były: płeć, przekonania religijne, wiek, stan cywilny respondentów, wielkość portfela ulokowanego na GPW w Warszawie oraz aktywność inwestycyjna.

13 Więcej por. M.Czerwonka „Raport z badania: Perspektywy rozwoju rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Polsce”, <http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php/sri/przegląd/artykuly/466-raport-z-badania-perspektywy-rozwoju-rynku-inwestycji-odpowiedzialnych-spoecznie-sri-w-polsce.html> z dnia 09.01.2012.

12 96% badanych inwestowało aktywnie na GPW w Warszawie.

6. Wyniki badań

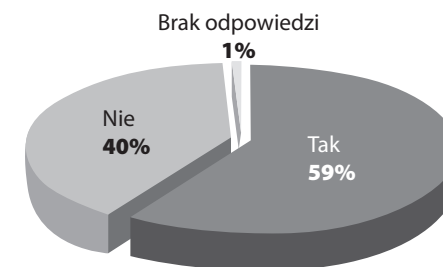
6.1. Świadomość idei SRI wśród inwestorów

Pierwsze z pytań w ramach ankietowego badania „Inwestowanie Etyczne 2011” dotyczyło zainteresowania inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym (możliwa więcej niż jedna odpowiedź). Z badań wynika, że 43% inwestorów nie interesowało się etycznym wymiarem swoich inwestycji (por.rys.1). Jakkolwiek pozostała część ankietowanych zaznaczyła odpowiedzi pozytywne. Najbardziej popularnym źródłem informacji na temat etycznego inwestowania, z jakiego korzystali inwestorzy, były media tj. internet, prasa, telewizja (43% wybranych odpowiedzi). Kolejnymi ważnymi źródłami informacji dotyczącymi etycznego wymiaru inwestowania były rozmowy ze znajomymi (21%) oraz informacje dostarczane przez banki czy fundusze inwestycyjne (6%). Pozostałymi źródłami informacji na temat etycznego inwestowania były: analiza religijnych i filozoficznych aspektów inwestowania, edukacja akademicka czy konferencje CSR.

Z przeprowadzonych badań wynika również, że polscy inwestorzy indywidualni w większości słyszeli o idei SRI. Na pytanie

odnośnie znajomości pojęcia inwestycji odpowiedzialnych społecznie czy też odpowiedzialności społecznej firm aż 59 % ankietowanych odpowiedziało twierdząco.

Rys.2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy słyszał Pan(i) o inwestycjach odpowiedzialnych społecznie/ inwestowaniu etycznym (socially responsible investing - SRI), czy też odpowiedzialności społecznej firm (corporate social responsibility - CSR)?



Źródło: Opracowanie własne

Wyniki te pokrywają się z wcześniejszymi danymi odnośnie zainteresowania etycznym wymiarem inwestycji. Można zatem stwierdzić, że większość polskich inwestorów indywidualnych zarówno interesowała się już wcześniej

Rys.1. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy interesował się Pan(i) etycznym/społecznym wymiarem swoich inwestycji?



Źródło: Opracowanie własne

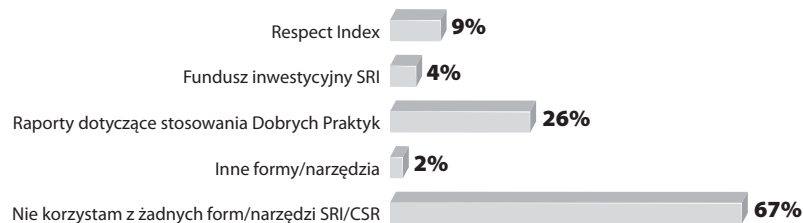
etycznym wymiarem swoich inwestycji, jak i słyszała o koncepcji SRI. Jest to ważna informacja, która pokazuje stosunkowo wysoki poziom świadomości etycznej polskich inwestorów indywidualnych.

6.2. Wykorzystanie narzędzi SRI w Polsce

Niestety w przeciwieństwie do stosunkowo wysokiej świadomości idei SRI inwestorzy już tylko w niewielkim stopniu wykorzystują różne formy czy narzędzia SRI. 67% badanych nie korzysta z żadnych form czy narzędzi SRI i CSR w praktyce inwestycyjnej. Około 26% ankietowanych czyta Raporty dotyczące stosowania Dobrych Praktyk. Jedynie 9% respondentów korzysta z indeksu giełdowego Respect Index. Tylko 4% badanych inwestuje w fundusze inwestycyjne typu SRI (możliwa więcej niż jedna odpowiedź, por.rys.3).

Pozostałymi sposobami wykorzystania przez badanych idei SRI w praktyce było czytanie raportów SRI czy CSR, wykorzystanie indeksu etycznego FTSE4Good, poszukiwanie opinii o spółkach w internecie, porównywanie wypowiedzi przedstawicieli spółek z raportami obowiązkowymi czy poszukiwanie informacji o pozabiznesowych działaniach emitenta.

Rys.3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Z jakich form inwestowania etycznego (SRI) lub narzędzi CSR Pan(i) korzysta?



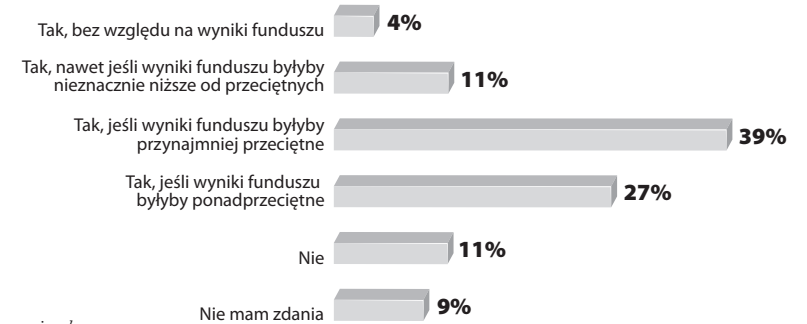
Źródło: Opracowanie własne

6.3. Skala zainteresowania SRI w Polsce

Głównym celem badań było przeanalizowanie skali zainteresowania inwestorów indywidualnych ideą SRI. Na pytanie czy zainwestowałoby Państwo w fundusz, którego polityka inwestycyjna oprócz tradycyjnych kryteriów ekonomicznych opierałaby się o względy etyczne, najwięcej ankietowanych (39%) odpowiedziało, że tak, jeśli wyniki byłyby przynajmniej przeciętne. 11% badanych zainwestowałoby w przykładowy fundusz SRI nawet jeśli wyniki byłyby nieznacznie niższe od przeciętnych. Znalazła się również nieliczna grupa badanych (4% respondentów), którą tak przekonała idea SRI, że zainwestowałaby w przykładowy fundusz bez względu na jego wyniki inwestycyjne.

Inwestorzy, którzy zainwestowałoby w przykładowy fundusz etyczny bez względu na jego wyniki finansowe, w przypadku gdyby te wyniki były nieznacznie niższe od przeciętnych oraz w przypadku gdyby jego wyniki były przynajmniej przeciętne, stanowili ponad połowę badanych osób. Można przyjąć założenie, że jest to grupa inwestorów, która wykazała zdecydowane zainteresowanie ideą SRI oraz może ona stanowić potencjalną grupę docelową dla funduszy etycznych w Polsce. Warto

Rys.4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: Czy zainwestowałby Pan(i) w fundusz, którego polityka inwestycyjna oprócz tradycyjnych kryteriów ekonomicznych opierałaby się o względy etyczne?



Źródło: Opracowanie własne

podkreślić, że w tej grupie znalazło się w sumie 54% badanych.

Zbadano również kwestię tzw. premii etycznej. 11% inwestorów zainwestowałoby w przykładowy fundusz SRI, nawet jeśli miałby on wyniki niższe od przeciętnych. Badani mogli podać maksymalne dopuszczalne przez nich odchylenie od benchmarku w procentach. Średni poziom premii etycznej wyniósł około 3,6%. Oznacza to, że dana grupa inwestorów byłaby skłonna zainwestować w przykładowy fundusz SRI nawet jeśli jego wyniki byłyby niższe od średniej rynkowej o około 3,6 pkt procentowych.

Przeprowadzono podobne badania dotyczące skłonności do inwestowania w fundusze etyczne w Wielkiej Brytanii. Analiza przeprowadzona przez Lewisa i MacKenziego (2000) pokazała, że inwestorzy byłoby skłonni inwestować w spółki zgodne z ich zasadami etycznymi, nawet jeśli miałyby one przynieść mniejsze zyski niż inwestycje w inne akcje. Autorzy podkreślili jednak, że wyniki ich badań mogą nie być reprezentatywne, ponieważ grupa badanych obejmowała wyłącznie inwestorów aktywnie zaangażowanych na polu inwestycji odpowiedzialnych społecznie.

Uzyskane wyniki świadczą o zainteresowaniu dużej większości inwestorów w Polsce ideą inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Takie

zainteresowanie inwestorów może być impulsem do powstania kolejnych funduszy etycznych oraz rozwoju rynku SRI w Polsce.

6.4. Skala zainteresowania ideą SRI w Polsce w zależności od zmiennych demograficznych

Zbadano korelację pomiędzy skłonnością inwestorów do inwestycji w fundusze typu SRI a przekonania religijnymi.

Wykorzystano dokładny test Fishera (*Fisher's exact test*) do testowania hipotezy mówiącej, że osoby wierzące są bardziej skłonne zainwestować w fundusze etyczne niż agnostycy¹⁴. Analizowano odpowiedzi na pytanie dotyczące skłonności inwestorów do ulokowania swoich środków w fundusz etyczny (pytanie nr 5: *Czy*

14 Test dokładny Fishera - Fisher's exact test (R. A. Fisher, 1935) określa dokładne prawdopodobieństwo wystąpienia konkretnego rozkładu liczb w tabeli przy znanym n i ustalonych licznosciach brzegowych. Wyznaczoną wartość p porównujemy z poziomem istotności α . Prawdopodobieństwo związane z dokładnym testem Fishera wykazuje tendencję do przyjmowania wyższych wartości, niż asymptotyczny test χ^2 , ponieważ jest testem bardziej konserwatywnym.

Tabela 1. Religijność inwestorów a ich skłonność do inwestycji w fundusze etyczne

Stosunek do wiary N=361	Liczba osób skłonnych zainwestować w fundusz etyczny	Liczba osób niezainteresowanych inwestowaniem etycznym	Wartość p testu dokładnego Fishera (Fisher's exact test)
Agnostycy/ateiści	39	41	0,2599
osoby wierzące	75	57	
Agnostycy/ateiści	39	41	0,0172
osoby wierzące i praktykujące	73	37	

Źródło: Opracowanie własne

zainwestowałby Pan(i) w fundusz, którego polityka inwestycyjna oprócz tradycyjnych kryteriów ekonomicznych opierałaby się o względy etyczne?). Odpowiedzi zostały przyporządkowane do dwóch grup (por.rys.4). Pierwszą grupę stanowiła suma pierwszych trzech odpowiedzi (-Tak, bez względu na wyniki funduszu; -Tak, nawet jeśli wyniki funduszu byłyby nieznacznie niższe od przeciętnych; -Tak, jeśli wyniki funduszu byłyby przynajmniej przeciętne). Drugą grupę stanowiła suma pozostałych dwóch odpowiedzi (-Tak, jeśli wyniki funduszu byłyby ponadprzeciętne; -Nie).

Przyjęto założenie, że odpowiedzi z pierwszej grupy oznaczają zaangażowanie i wyrażają skłonność inwestorów do lokowania swoich środków w fundusze typu SRI. Natomiast odpowiedzi z drugiej grupy oznaczają brak zainteresowania ideą etycznego inwestowania¹⁵.

Hipoteza zerowa zakładała, że nie istnieje zależność pomiędzy religijnością a skłonnością inwestorów do inwestycji typu SRI. Hipoteza alternatywna zakładała, że taka zależność istnieje.

15 Osoby, które byłyby skłonne zainwestować w fundusz etyczny jeśli jego wyniki byłyby ponadprzeciętne wyżej niż społeczną odpowiedzialność cenią maksymalizację własnego zysku. Uznano zatem, że ta grupa osób nie jest zainteresowana ideą SRI.

Inwestorzy mogli określić swój stosunek do wiary i zadeklarować się jako osoby wierzące, osoby wierzące i praktykujące oraz agnostycy/ateiści.

Nie stwierdzono istotnych statystycznie różnic w zainteresowaniu ideą SRI pomiędzy agnostykami a grupą osób deklarujących się jako wierzące. Dokonując dalszych analiz zauważono jednak, że istnieją statystycznie istotne różnice w skłonności do inwestycji typu SRI pomiędzy agnostykami a grupą osób deklarujących się jako osoby wierzące i praktykujące.

Wartość p dokładnego testu Fishera wyniosła 0,0172. Zatem na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ można odrzucić hipotezę zerową i przyjąć hipotezę alternatywną, mówiącą o występowaniu zależności pomiędzy religijnością a skłonnością inwestorów do inwestycji typu SRI. Istotnie osoby wierzące i praktykujące są bardziej otwarte na ideę inwestycji typu SRI niż osoby niewierzące. Wynika to być może z faktu, że świadomość ulokowania kapitału zgodnie z własnymi przekonaniem czy sumieniem jest ważna w przypadku danej grupy badanych. Osoby deklarujące się jako wierzące i praktykujące wydają się rzeczywiście inkorporować swoje przekonania religijne w praktykę inwestycyjną.

W dalszej kolejności badano zależność pomiędzy zmienną demograficzną, jaką jest płeć a skłonnością do inwestycji typu SRI.

Tabela 2. Płeć a skłonność inwestorów do inwestycji w fundusze etyczne

Płeć N=361	Liczba osób skłonnych zainwestować w fundusz etyczny	Liczba osób niezainteresowanych inwestowaniem etycznym	Wartość p testu dokładnego Fishera (Fisher's exact test)
Mężczyźni	148	124	0,0026
Kobiety	42	13	

Źródło: Opracowanie własne

Okazało się, że istnieją istotne statystycznie różnice między kobietami i mężczyznami w zainteresowaniu inwestowaniem etycznym. Wartość p dokładnego testu Fishera wyniosła 0,0026. Na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ można zatem przyjąć, że kobiety w porównaniu do mężczyzn są bardziej skłonne ulokować swój kapitał w przykładowy fundusz etyczny.

Nie stwierdzono żadnych istotnych zależności pomiędzy skłonnością do inwestycji SRI a pozostałymi zmiennymi demograficznymi, takimi jak wiek, stan cywilny respondentów, wielkość portfela ulokowanego na GPW w Warszawie oraz aktywność inwestycyjna.

6.5. Skala wykorzystania narzędzi SRI w Polsce w zależności od zmiennych demograficznych, tj.: płeć oraz przekonania religijne

W dalszej kolejności postanowiono zbadać czy przekonania religijne mają również wpływ na wykorzystanie idei SRI w praktyce inwestycyjnej. Jak pokazują wcześniejsze analizy, polscy inwestorzy indywidualni są w większości zainteresowani ideą inwestycji SRI, lecz w niewielkim stopniu korzystają z różnych form inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Postanowiono zatem sprawdzić czy osoby deklarujące się

jako wierzące rzeczywiście częściej inwestują zgodnie z ideą SRI.

Niestety nie zauważono żadnych istotnych statystycznie różnic pomiędzy grupami osób wierzących a agnostykami. Tym samym odrzucono hipotezę zakładającą większe wykorzystanie idei SRI w praktyce inwestycyjnej przez osoby wierzące.

Zbadano również czy kobiety częściej inwestują zgodnie z ideą SRI niż mężczyźni.

W tym przypadku okazuje się, że istnieją statystycznie istotne różnice pomiędzy kobietami i mężczyznami w zakresie inwestowania społecznie odpowiedzialnego (wartość p dokładnego testu Fishera wyniosła 0,0298). 40% kobiet korzystało z różnych form inwestowania etycznego (SRI) lub narzędzi CSR. W przypadku mężczyzn była to grupa około 25% badanych.

Nie stwierdzono żadnych istotnych zależności pomiędzy wykorzystaniem narzędzi SRI w praktyce inwestycyjnej a pozostałymi zmiennymi demograficznymi, takimi jak wiek, stan cywilny respondentów, wielkość portfela ulokowanego na GPW w Warszawie oraz aktywność inwestycyjna.

7. Podsumowanie

Podsumowując syntetycznie uzyskane wyniki, należy stwierdzić, że poziom świadomości idei

SRI wśród polskich inwestorów indywidualnych jest stosunkowo wysoki. Inwestorzy w większości interesowali się wcześniej etycznym wymiarem swoich inwestycji oraz słyszeli o koncepcji SRI. Ponadto ponad połowa respondentów zainwestowałaby swoje środki pieniężne w przykładowy fundusz etyczny, jeśli jego wyniki byłyby przynajmniej przeciętne lub nieznacznie niższe od przeciętnych. Pokazuje to, że istnieje potencjalny rynek odbiorców na produkty typu SRI w Polsce.

Pomimo stosunkowo wysokiej świadomości koncepcji SRI inwestorzy już tylko w małym stopniu korzystają z różnych form czy narzędzi SRI. Z jednej strony może to wynikać z rozbieżności między deklaracjami chęci a rzeczywistymi decyzjami inwestycyjnymi ankietowanych. Z drugiej strony powodem może być niski stopień rozwoju rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce oraz znikoma oferta narzędzi czy produktów SRI. Oznacza to mało skuteczne wykorzystanie przez instytucje finansowe popularnego wśród inwestorów tematu inwestowania etycznego. Zwiększenie liczby funduszy etycznych w Polsce, większa promocja indeksu RESPECT, czy wprowadzenie czynników ESG do analiz inwestycyjnych oraz strategii biznesowych to działania, które wpłynęłyby pozytywnie na rozwój rynku SRI w Polsce.

Badania pokazały również ciekawe zależności pomiędzy niektórymi czynnikami demograficznymi a skłonnością inwestorów do inwestowania etycznego. Stwierdzono istotną zależność między zmienną dotyczącą przekonań religijnych a zainteresowaniem ideą SRI. Osoby deklarujące się jako wierzące i praktykujące były bardziej otwarte na ideę inwestycji typu SRI niż agnostycy. Może to oznaczać, że ta szczególna grupa osób, które zadeklarowały się jako wierzące i praktykujące rzeczywiście stara się inkorporować swoje przekonania religijne w praktykę inwestycyjną.

Stwierdzono również istotną zależność między płcią a zainteresowaniem ideą SRI. Kobiety w porównaniu do mężczyzn chętniej podejmują decyzje o inwestycji w przykładowy fundusz etyczny. Dalsze badania dotyczące stopnia wykorzystania idei SRI w praktyce inwestycyjnej pokazują, że istotnie to kobiety częściej niż mężczyźni czytają Raporty dotyczące stosowania Dobrych Praktyk czy też inwestują w fundusze etyczne. Fakt ten może stanowić istotną informację dla etycznych funduszy inwestycyjnych w Polsce szukających potencjalnej grupy docelowej odbiorców.

Komentując uzyskane wyniki badań własnych należy zauważyć, że wiele poruszonych kwestii wymaga dalszych szczegółowych analiz. Inwestowanie etyczne w Polsce pozostaje nadal tematem nowym. Zdaniem Autorki ciekawe byłoby przeprowadzenie analiz mających na celu zbadanie świadomości koncepcji SRI wśród innych grup społecznych w Polsce, takich jak np. studenci czy instytucje religijne (por. Van Cranenburgh, Arenas, Louche, Vives, 2010).

Bibliografia

- Agle, B. R., Van-Buren H. J. (1999), *God and Mammon: the modern relationship*, Business Ethics Quarterly (BEQ), 9(4), s. 563 - 582.
- Ali, A.Z., Szyszka, A. (2006), *Ethical Factors in Capital Market. Socially Responsible Investment Versus Unscrupulous Investment*, Argumenta Oeconomica 2006 nr 1-2, Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, s. 63-87.
- Ali, A.Z., Szyszka, A. (2005), *Are Investors Ethical? Only When They Can Afford It*, (w:) Proceedings of 2005 Australasian Business and Behavioural Sciences Association Conference - Cairns: Australasian Business and Behavioural Sciences Association, 2005 [online]: <http://www.e-wydawnictwo.eu/Document/Document-Preview/123>
- Arlow, P. (1991), *Personal Characteristics on College Students' Evaluations of Business Ethics and Corporate Social Responsibility*, Journal of Business Ethics nr 10, s.63-69.
- Arosio, M. (2011), *Impact Investing in Emerging Markets. Responsible Research*, Signapore. Asset Management in Europe (2010), Facts and Figures. EFAMA'S Third Annual Review.
- Benedykt XVI (2009), *Encyklika Caritas in Veritate*, Kraków: Wydawnictwo M.
- Betz, M., O'Connell, L., Shepard, J. M. (1989), *Gender Differences in Proclivity for Unethical Behavior*, Journal of Business Ethics nr 8, s.321-324.
- Biedrzycki, T. (2008), *Etyka i Ekonomia*, Kwartalnik Znaki Nowych Czasów, nr 15.
- Building an SRI business case in Emerging Markets* (2009), HSBC Global Asset Management.
- Czerwonka, M. (2011), *Etyczne inwestowanie jako nowy kierunek współczesnych finansów*, (w:) K. Jajuga (red.), *Finanse-nowe wyzwania teorii i praktyki*. Rynek finansowy, Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- Czerwonka, M. (2012), *Raport z badania: Perspektywy rozwoju rynku inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI) w Polsce*, [online, dostęp: 09.01.2012]: <http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php/sri/przeglad/artykuly/466-raport-z-badania-per-spektywy-rozwoju-rynku-inwestycji-odpowiedzialnych-spoecznie-sri-w-polsce.html>
- Decyzje inwestycyjne a społeczna odpowiedzialność firm*, Raport z badania (2011), Deloitte [online]: http://www.deloitte.com/assets/DcomPoland/Local%20Assets/Documents/Raporty%20badania%20rankingi/pl_Decyzje_inwestycyjne_a_CSR_2011.pdf
- Dziawgo, L. (2011), *Aspekty ekologiczne na rynku finansowym. Pomiędzy naiwnością a koniecznością*, (w:) K.Jajuga (red.), *Finanse-nowe wyzwania teorii i praktyki*. Rynek finansowy, Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.
- European SRI Study 2010* (2010), Eurosif.
- Gasparski, W., Lewicka-Strzałecka, A., Bąk, D., Rok, B. (2008), *Biznes, Prawo, Etyka*, [online]: http://cebi.pl/text/CEBI_Referat_wspolny_2008.doc.
- Graafland, J., Van der Duijn Schouten, C.M. (2007), *The Heavenly Calculus and Socially Responsible Business Conduct: An Explorative Study Among Executives*, De Economist 155, s.161-181.
- Green, social and ethical funds in Europe*. 2010 Review (2010), VIGEO, Morningstar.
- Hong, H., Kacperczyk, M. (2009), *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, Journal of Financial Economics, s.15-36.
- Jo, H., Saha, T., Sharma, R., Wright, S. (2010), *Socially Responsible Investing vs. Vice Investing*, Working Paper, Santa Clara University.
- Kim, D., Fisher, D., McCalman, D. (2009), *Modernism, Christianity and Business Ethics: A Worldview Perspective*, Journal of Business Ethics 90, s.115-121.
- Lewis, A., Mackenzie, C. (2000) a, *Morals, money, ethical investing and economic psychology*, Human Relations, Volume 53, s.179-191.
- Lewis, A., Mackenzie, C. (2000) b, *Support for Investor Activism among U.K. Ethical Investors*, Journal of Business Ethics 24, s.215-222.
- Lobe, S., Roithmeier, S. (2008), *Vice vs Virtue Investing*, Working Paper, University of Regensburg.
- Louche, C., Lydenberg, S. (2006), *Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States*,

- Vlerick Leuven Gent Management School, Vlerick Leuven Gent Working Paper Series.
- McCabe, D. L., Dukerich, J.M., Dutton, J. E. (1991), *Context, Values and Moral Dilemmas: Comparing the Choice of Business and Law School Students*, Journal of Business Ethics, nr 10, s. 951-960.
- McLahan, J., Gardner, J. (2004), *A comparison of socially responsible and conventional investors*, Journal of Business Ethics 52(1), s.11–21.
- Performance of Social Investment Forum Member Mutual Funds*, Social Investment Forum, 2010.
- Peifer, J. L. (2010), *Morality in the financial market? A look at religiously affiliated mutual funds in the USA*, Socio-Economic Review, s.1-25.
- Report on Responsible Investing Trends in the U.S.*, Social Investment Forum, 2010.
- Ruegger, D., King E. W. (1992), *A Study of the Effect of Age and Gender upon Student Business Ethics*, Journal of Business Ethics, nr 11, s.179-186.
- Sullivan, R. (2010), *SRI funds popular in Europe*, Financial Times, 17.10.2010.
- Szyska, A. (2009), *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania*, Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Van Cranenburgh, K. C., Arenas, D., Louche, C., Vives, J. (2010), *From Faith to Faith Consistent Investing. Religious Institutions and their Investment Practices*, 3IG International Interfaith Investment Group.
- Weavera, G. R., Agle, B. R. (2002), *Religiosity and Ethical Behavior in Organizations: A Symbolic Interactionist Perspective*, Academy of Management Review, Vol. 27, No. 1, s. 77-97.
- Williams, G. (2005), *Are socially responsible investors different from conventional investors? A comparison across six countries*, Working paper, University of Bath.