

Inwestycje społecznie odpowiedzialne. Typologia krajów europejskich

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wstęp

Inwestycje społecznie odpowiedzialne (*Socially Responsible Investments*, SRI) są skierowane do określonej grupy inwestorów, którzy cenią świadomość społecznej odpowiedzialności bardziej niż krótkoterminowe zyski. Inwestorzy tacy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych kierują się kryteriami finansowymi oraz pozafinansowymi o charakterze etycznym i społecznym, z nastawieniem na długi horyzont inwestycyjny. Taki sposób podejścia tworzy nowe wartości, buduje silne więzi międzypokoleniowe, kształtuje nowe postawy społeczne.

Wśród grupy specjalistów zajmujących się inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi panuje przekonanie, że paradygmat oparty na maksymalizacji dochodu przestał spełniać swoje funkcje i – jak ocenia to Tomas Kuhn w monografii pt. *Struktura rewolucji naukowych* – takie poczucie staje się zazwyczaj źródłem rewolucji naukowych i zmian dotychczasowych paradygmatów [Kuhn, 2009].

Od strony poznawczej inwestycje społecznie odpowiedzialne są interesujące ze względu na możliwość prowadzenia rozważań na temat ewolucji lub zmian aksjomatu maksymalizacji dochodu z inwestycji ku optymalizacji wielokryterialnej z uwzględnieniem dochodu i troski o wartości społeczne czy ekologiczne. Ideą przyświecającą powstaniu monografii było pokazanie relatywnie nowego podejścia do inwestycji na rynku finansowym oraz wskazanie na występujące zróżnicowanie w rozwoju tej koncepcji w Europie.

Pomimo, że nurt ten w finansach pojawił się stosunkowo niedawno (pierwsze badania zostały podjęte w latach siedemdziesiątych XX w.), to jest on na tyle udokumentowany badaniami, że może stanowić dobrą perspektywę dla

podjętego przez autorkę tematu. Znaczący rozwój badań nad społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem nastąpił w latach dziewięćdziesiątych XX w. W początkowym okresie badania te ograniczały się tylko do rynków Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Po roku 2000 zakres badań obejmował już większość rynków europejskich i azjatyckich. W Europie rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych rozwijał się w różnym tempie. Przyczyn należy upatrywać między innymi w uwarunkowaniach historycznych i gospodarczych, różnicujących Europę na Zachodnią i Środkowo-Wschodnią. Po transformacji społeczno-gospodarczej i ustrojowej w końcu XX w. potrzeby gospodarcze i ekonomiczne krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej były bardziej skoncentrowane na rozwoju ekonomicznym, a rynek kapitałowy był w początkowej fazie rozwoju. Rynek ten ukształtował się zatem na podstawie wcześniejszych przemian społeczno-gospodarczych oraz ustrojowych i ciągle się kształtuje w powiązaniu z zastanymi mechanizmami życia społecznego.

Dotychczasowe rozważania nad koncepcją inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku finansowym były i są prowadzone przez wielu badaczy. Pionierami, szczególnie w aspekcie dochodowym, są: Sally Hamilton, Hoje Jo, Meir Statman, Christopher Geczy, Robert Stambaugh, David Levin, Rob Bauer, Kees Koedijk, Roger Otten, Luc Renneboog, Jenke Ter Horst i Chendi Zhang. Właściwie tylko kilka prac traktuje się jako klasykę tego tematu i są to: [Hamilton, Jo, Statman, 1993; Statman, 2000; Bauer, Koedijk, Otten, 2005; Renneboog, Ter Horst, Zhang, 2008a; 2008b].

Badania w regionie krajów Europy Środkowo-Wschodniej rozpoczęły się na początku XXI w. Warto podkreślić, że pierwsze badania dotyczyły etycznych finansów jako całości, a później były poruszane zagadnienia dotyczące inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Na gruncie literatury polskojęzycznej rozważania związane z koncepcją etycznych finansów są prowadzone przez: Leszka Dziawgo, Danutę Dziawgo, Grażynę Borys, Tadeusza Borysa, Teresę Czerwińską. Z koncepcją społecznie odpowiedzialnego inwestowania zmierzyła się Monika Czerwonka [2013]. Ciekawy nurt badań, jednakże dotyczący islamskich finansów, jest poruszany przez Jacka Adamka [2008; 2016]. Natomiast pierwszym na polskim rynku wydawniczym całościowym i interesującym ujęciem problematyki finansów zrównoważonych jest monografia autorstwa Magdaleny Zioło [2020].

Zdając sobie sprawę z ograniczeń wiedzy na temat etycznych finansów, autorka zajęła się problemem badawczym polegającym na zbadaniu czynników zróżnicowania inwestycji społecznie odpowiedzialnych na europejskim rynku

finansowym. Kierowała się przy tym głównie względem dużej wagi społecznej, jakim są finanse etyczne, mając na uwadze implikacje socjotechniczne.

Celem podjętych badań jest opracowanie typologii wybranych krajów europejskich według wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych (mierzonych wartością SRI *per capita*), z uwzględnieniem czynników społeczno-gospodarczych, środowiskowych i kulturowych.

Na realizację celu głównego składa się pięć celów poznawczych i cel aplikacyjny. Celami poznawczymi są:

- ▶ przeanalizowanie SRI na tle zróżnicowania społeczno-gospodarczego, w podejściu do ochrony środowiska i różnorodności kulturowej w wybranych krajach europejskich,

- ▶ zbadanie rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich,

- ▶ sprawdzenie dochodu i ryzyka społecznie odpowiedzialnych produktów inwestycyjnych (indeksów giełdowych), notowanych na giełdach europejskich,

- ▶ opracowanie procedury wyboru potencjalnych zmiennych (cech diagnostycznych) określających poziom rozwoju społeczno-gospodarczego, różnorodność kulturową, podejście do ochrony środowiska naturalnego,

- ▶ ustalenie typologii krajów europejskich, w których cechy diagnostyczne grupują się wokół różnych wartości SRI *per capita*.

Cel aplikacyjny polega na sformułowaniu zaleceń, postulatów, rekomendacji i wskazówek praktycznych dotyczących strategicznych kierunków myślenia i działań zmierzających do realizacji uznawanych na gruncie koncepcji etycznych finansów wartości.

Podjęcie badań nad związkiem wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku finansowym z poziomem rozwoju społeczno-gospodarczego i ekologicznego kraju, z uwzględnieniem wzorców kulturowych, jest motywowane głównie istniejącą luką badawczą, a interesujące poznawczo jest zbadanie przyczyn zróżnicowania społecznie odpowiedzialnych inwestycji w odniesieniu do krajów europejskich jako relatywnie silnie zintegrowanego obszaru społeczno-gospodarczego.

Prowadzone badanie ma charakter interdyscyplinarny. Pozwala na poznanie wielopłaszczyznowych związków pomiędzy zjawiskami z obszaru finansów i ekonomii a zjawiskami z zakresu ekologii, życia społecznego oraz szeroko rozumianej kultury i na tej podstawie identyfikację krajów o podobnych cechach.

Praca powstała w następstwie ewolucyjnego podejścia do eksploracji etyki w finansach, zapoczątkowanego przez autorkę przed dziesięciu laty na gruncie

finansów, z uwzględnieniem metod parametrycznych i nieparametrycznych, w większości w oparciu o literaturę zagraniczną.

Studia nad problemem badawczym pozwalają sformułować główną hipotezę badawczą, która zakłada, że:

HG: *Pomimo relatywnie silnie zintegrowanego obszaru europejskiego, wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych w badanych krajach europejskich jest silnie zróżnicowana, co wynika z poziomu i struktury rozwoju tych krajów, istniejących wzorców kulturowych oraz poziomu społecznej dojrzałości ekologicznej.*

Sformułowanie hipotezy głównej (**HG**) wynika z założenia, że pomimo wspólnych i głęboko zakorzenionych tradycji, dzisiejsza Europa jest zróżnicowana pod względem społeczno-gospodarczym, kulturowym, a także w podejściu do ochrony środowiska. Różnorodność społeczno-gospodarcza Europy to efekt podziału na Europę Zachodnią i Europę Środowo-Wschodnią [Judt, 2020]. Podział ten ma korzenie historyczne – nastąpił w połowie XX wieku, a jego następstwem było zróżnicowanie w strukturze rozwoju krajów europejskich na te, których rozwój był stymulowany przez gospodarkę wolnorynkową, i te z modelem gospodarki centralnie planowanej. Pierwszy z wymienionych modeli wpłynął korzystnie na rozwój gospodarczy krajów, które w nim funkcjonowały. Stały się one po II wojnie światowej największymi beneficjentami rozwoju gospodarki światowej. Kraje funkcjonujące w modelu gospodarki centralnie planowanej nie uczestniczyły w takim stopniu w światowej wymianie handlowej, co przełożyło się na ich gorszą pozycję gospodarczą. Okres ponad trzydziestu lat po transformacji społeczno-gospodarczej oraz członkostwo w UE pozwalają na ocenę społecznie odpowiedzialnych działań krajów europejskich na tle dystansu społeczno-gospodarczego.

Pomimo wspólnego dziedzictwa duchowo-religijnego i moralnego Europy, jej regiony charakteryzuje zróżnicowane kulturowe [Sokolewicz, 2005; Kaczmarczyk, 2011]. W odniesieniu do etycznych finansów Marco Gallicani [2012] sformułował paradygmaty kulturowe, wskazujące na zróżnicowanie pomiędzy grupami krajów europejskich. Różnorodność kulturowa, która miała wpływ na rozwój etycznych finansów, według autora wynika między innymi, ze stosunku do wiary i praktyk religijnych, zakorzenienia się spółdzielczości jako przejawu ruchu obywatelskiego, wspólnych systemów polityczno-gospodarczych.

Natomiast rosnące zagrożenie, wynikające z degradacji środowiska, wykształciło we współczesnym społeczeństwie powszechną świadomość ekologiczną oraz praktyczne postawy proekologiczne. Europa także w tym aspekcie nie jest jednolita. Szczególnie obywatele krajów nordyckich wykazują się dużą

dojrzałością ekologiczną, która wyraża się w dążeniu do zapewnienia wysokich standardów w zakresie ochrony środowiska, mitygacji skutków zmian klimatu i adaptacji do zmian klimatu.

W toku prowadzonych badań zostały sformułowane następujące hipotezy cząstkowe (**HC**):

HC1: *Kraje Europy Środkowo-Wschodniej wykazują wspólne cechy w podejściu do etycznych finansów, co wynika z poziomu i struktury rozwoju tych krajów oraz istniejących wzorców kulturowych.*

HC2: *Kraje Europy Zachodniej wykazują wspólne cechy w podejściu do etycznych finansów, co wynika z poziomu i struktury rozwoju tych krajów oraz istniejących wzorców kulturowych.*

HC3: *Kraje nordyckie wykazują szczególne wspólne cechy w podejściu do etycznych finansów, co wynika z istniejących wzorców kulturowych oraz społecznej dojrzałości ekologicznej.*

Sformułowanie hipotez cząstkowych wynika z kilku przesłanek.

Przesłanka pierwsza odnosi się do zróżnicowania społeczno-gospodarczego w Europie, co zostało wyjaśnione przy hipotezie głównej. Niemniej należy dodać, że po transformacji społeczno-gospodarczej i ustrojowej w końcu XX w. potrzeby krajów postkomunistycznych były skoncentrowane na rozwoju ekonomicznym, kosztem rozwoju społecznego [Stiglitz, 1996]¹, a ekonomiczny dystans, aczkolwiek się zmniejsza, czyni etyczne finanse w krajach Europy Środkowo-Wschodniej raczej nurtem niszowym niż dominującym (**HC1**).

Przesłanka druga odnosi się do samej koncepcji społecznej odpowiedzialności. Kraje Europy Zachodniej charakteryzują się wyższym poziomem dobrobytu społeczno-gospodarczego, wysokim poziomem partycypacji społecznej z silnym społeczeństwem obywatelskim, co sprzyja rozwojowi koncepcji etyki biznesu. Jest to o tyle istotne, że koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Europie obecnie opiera się w znacznej mierze na etycznym podejściu do biznesu, a nie na nurcie religijnym (**HC2**).

Przesłanka trzecia odnosi się do istniejących wzorców kulturowych. Kraje europejskie wnoszą do wspólnej Europy swoje własne wzorce kulturowe, co także różnicuje je w podejściu do realizacji koncepcji etycznych finansów (**HC1**, **HC2**, **HC3**).

Przesłanka czwarta odnosi się do świadomości ekologicznej. Kraje nordyckie charakteryzują się wyjątkowym podejściem do dystrybucji dobrobytu spo-

¹ Autor wymienia wszystkie uchybienia w procesie reform, podkreśla także ich koszty społeczne.

łączonego. W krajach tych przyjmuje się, że społeczeństwo powinno opierać się na sprawiedliwej jego dystrybucji. Podkreśla się rolę edukacji i kultury oraz unikalny charakter skandynawskiej (nordyckiej) nowoczesności, opartej na dbałości o zasoby naturalne (HC3).

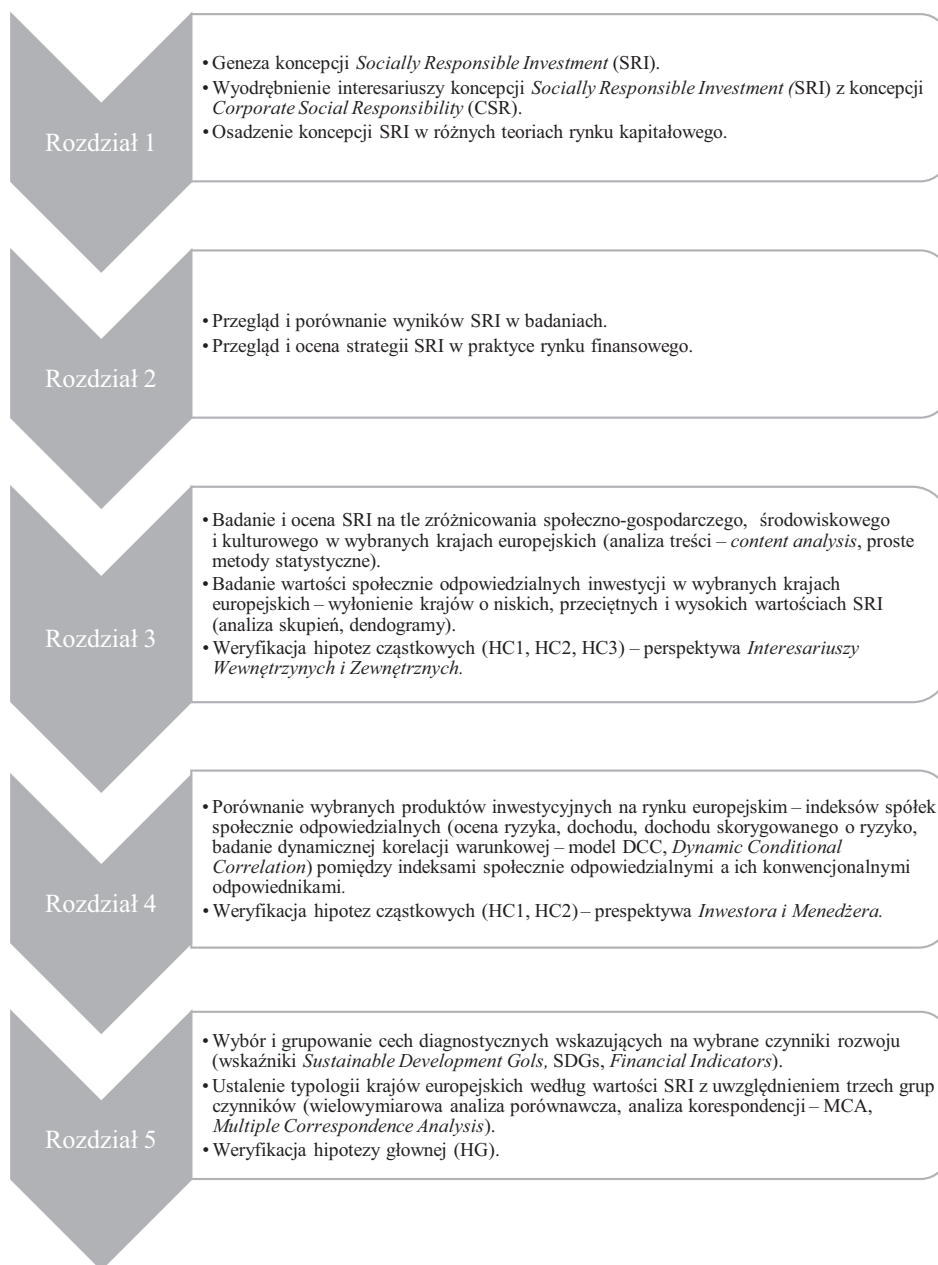
Przyjęty podział na kraje Europy Zachodniej i Środkowo-Wschodniej oraz kraje nordyckie jest wynikiem praktycznego podejścia do realizacji celu pracy. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej zostały zdefiniowane zgodnie ze słownikiem terminów używanych w statystykach Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (*Organization for Economic Cooperation and Development*, OECD) i są to: Albania, Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry oraz Estonia, Litwa, Łotwa, [<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=303>]. Określenie kraje Europy Zachodniej zostało w opracowaniu użyte w stosunku do wszystkich krajów tzw. starej Unii Europejskiej i są to: Austria, Belgia, Dania, Hiszpania, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Holandia (obecnie Niderlandy), Portugalia, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy oraz krajów członkowskich Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (*European Free Trade Association*, EFTA), do których należą: Islandia, Lichtenstein, Norwegia i Szwajcaria. Kraje nordyckie to część krajów Europy Północnej: Dania, Finlandia, Islandia, Norwegia, Szwecja.

Do realizacji celu badania została przyjęta procedura badawcza zaprezentowana na rysunku W1.

Zaprezentowana procedura badawcza jest oparta w większości o paradygmat pozytywistyczny, który zakłada, że rzeczywistość może być rozpoznana jedynie w przybliżeniu, ze względu na ograniczenie możliwości poznawcze badacza. Natomiast pionierski charakter badań spowodował, że autorka w wielu przypadkach stawała przed koniecznością zastosowania własnej koncepcji rozwiązania postawionych problemów.

Do realizacji celu badawczego i weryfikacji sformułowanych hipotez zostały wykorzystane głównie metody ilościowe:

- ▶ proste i zaawansowane metody statystyczne,
- ▶ metody statystyki matematycznej.



Rysunek W1. Przyjęta procedura badawcza

Źródło: opracowanie własne.

Proste metody statystyczne zastosowano w celu porównania wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych w badanych krajach, został przeprowadzony także proces grupowania krajów z wykorzystaniem analizy skupień. Metody statystyki matematycznej posłużyły do porównania produktów inwestycyjnych (indeksów giełdowych), natomiast zaawansowane metody statystyczne zostały zastosowane w celu ustalenia typologii krajów europejskich. Typologia została ustalona z wykorzystaniem wielowymiarowej analizy porównawczej – analizy korespondencji (*Multiple Correspondence Analysis*, MCA). MCA to eksploracyjna technika badawcza, dzięki której jednoczesne wystąpienia poszczególnych kategorii rozpatrywanych zmiennych nominalnych są przedstawiane graficznie [Greenacre, Hastie, 1987; Goodman, 1986]. Wybór wielowymiarowej analizy porównawczej był podyktowany wstępną oceną możliwości wyjaśnienia zjawiska, uwzględniającą ograniczenia związane z dostępem do danych. Podjęta została także próba wyznaczenia czynników warunkujących rozwój społecznie opowiedzianych inwestycji za pomocą modelu regresji wielorakiej, jednakże wyznaczenie modelu nie powiodło się. Wynika to zarówno z charakteru danych, jak i ograniczeń w dostępności do danych w ujęciu dynamicznym i przekrojowym.

Typologia krajów europejskich została przeprowadzona na podstawie założeń metodologicznych zawartych w pracy Stefana Nowaka pt. *Metodologia badań społecznych* [1985, s. 163]. Autor w swojej pracy, odnosząc się do typologii, wskazuje na charakter typów skrajnych, które wyznaczają pewne granice, bieguny, i ocenia, że większość przypadków znajduje się pomiędzy nimi, a tylko nieliczne znajdują się na jednym z biegunów. Niemniej jednak autorka, mając na uwadze ograniczenia wynikające chociażby z nielicznej grupy krajów raportujących wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych, w pierwszej kolejności skoncentrowała się na typach skrajnych. Powiązane są one na jednym biegunie z dużymi wartościami SRI *per capita* i silnymi wartościami cech diagnostycznych, a na drugim – z małymi wartościami SRI *per capita* i słabymi cech diagnostycznych. Typy skrajne wyznaczają zatem granice, ale i wskazują na dwa istotne, z punktu widzenia celu prowadzonego badania, typy krajów.

Chcąc uniknąć deformacji poznawczej, przy realizacji celu pracy autorka, różnicując kraje, odnosi się do celów zrównoważonego rozwoju określających pięć ładów: społeczny, gospodarczy, instytucjonalno-polityczny, środowiskowy oraz w zakresie etyki i moralności. Posługuje się wskaźnikami zrównoważonego rozwoju (*Sustainable Development Gols*, SDGs) oraz innymi wskaźnikami i zmiennymi (cechami diagnostycznymi) zgodnymi z wymiarami zrównowa-

zonego rozwoju (ekonomicznym, społecznym i środowiskowym). Do badania zostały wybrane te, które mają, według oceny autorki, bezpośredni wpływ na wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Autorka przeprowadziła szereg prób ustalenia typologii na podstawie różnych zestawów cech diagnostycznych. Procedura wyboru cech zaprezentowana w rozdziale 5 okazała się jedyną, która jednocześnie spełniła merytoryczne i statystyczne kryteria doboru.

Kluczowe dla uporządkowania całego procesu badawczego jest wskazanie interesariuszy nowoczesnej koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych, których jest wielu ze względu na złożoność zjawiska. Aby tego dokonać, za bazę merytoryczną posłużyła koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (*Corporate Social Responsibility*, CSR). W pierwszym etapie został przeprowadzony przegląd dotychczas wypracowanych koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i porównane ich z koncepcją inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI). W drugim etapie poprzez kompilację koncepcji CSR z SRI zostały wyodrębnione trzy perspektywy (ujęcia): *Inwestora*, *Menedżera*, *Interesariuszy Wewnętrznych i Zewnętrznych*. *Inwestorzy i Menedżerowie* są zainteresowani efektami finansowymi swoich decyzji, a *Interesariusze Wewnętrzni i Zewnętrzni* są zainteresowani społecznym wpływem lokowania środków przez inwestora. W dalszej części proces badawczy był prowadzony w odniesieniu do tych trzech perspektyw, za każdym razem wskazując tę, dla której wyniki prowadzonych badań mają największą wartość badawczą. W końcowej części koncepcja SRI została osadzona w teoriach ekonomicznych, w tym w teoriach rynku kapitałowego.

Istotna dla prowadzonego badania jest prezentacja dotychczasowych wyników badań i stosowanych praktyk w zakresie SRI. Dlatego też w początkowej części pracy zostały zaprezentowane studia literatury w kierunku oceny efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych w pojedyncze aktywa (rozważanych z perspektywy *Menedżera*) i w portfele aktywów (rozważanych z perspektywy *Inwestora*). Przedstawiona została także charakterystyka strategii inwestycyjnych i ich podział według różnych kryteriów klasyfikacyjnych, rozważanych z perspektywy *Inwestora* oraz *Interesariuszy Wewnętrznych i Zewnętrznych*.

Cały proces badawczy został przedstawiony w pięciu rozdziałach. Rozwinięcie podstaw teoretycznych rozprawy jest zaprezentowany w **rozdziale 1** zatytułowanym *Inwestycje społecznie odpowiedzialne w wybranych teoriach ekonomicznych*. Rozdział ten rozpoczynają rozważania nad etyką *sensu largo* i etyką w finansach. Z problemem etyki w finansach zmierzili się m.in. Sirkku Hellsten

i Chris Mallin [2006] czy Robert Shiller [2012] oraz Michael Sandel [2012], formułując rekomendacje i wskazując na wagę rozwoju tego nurtu w finansach. Kumulatywny charakter rozwoju tego nurtu doprowadził do powstania spójnej koncepcji zwanej etyką biznesu i jej praktycznego ujęcia, jakim jest koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – CSR. Podjęte rozważania mają na celu pokazanie zakorzenienia koncepcji etycznych finansów w ogóle norm moralnych.

Rozważania podjęte w tym rozdziale dały podwaliny pod cały proces wyodrębniania interesariuszy inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Proces wyodrębniania interesariuszy jest prowadzony przez autorkę w oparciu o klasyfikację *Corporate Social Responsibility*, zaproponowaną przez Elisabet Garrigé i Domèneca Melego [2004]. Wyodrębnienie przez autorkę interesariuszy SRI pozwala na usystematyzowanie dalszych badań i ujęcie ich w ramy poznawcze.

W dalszej części rozdziału są przedstawione podstawowe założenia koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Koncepcja ta została osadzona także w teoriach rynku kapitałowego, takich jak: teoria portfelowa, model wyceny dóbr kapitałowych i hipoteza o efektywności rynku kapitałowego. W rozdziale tym zostały skonfrontowane główne nurty teorii rynku kapitałowego z relatywnie młodym konceptem, jakim są inwestycje społecznie odpowiedzialne. W rozważaniach teoretycznych dotyczących inwestycji portfelowych autorka dzieli się refleksją nad zależnością pomiędzy stopą zwrotu, ryzykiem i społeczną odpowiedzialnością w inwestowaniu w układzie trójprzestrzennym, zaprezentowaną przez Jeda Emersona [2012], który jako jedyny dotychczas przedstawił taką wielowymiarową zależność. Na chwilę obecną rozważania te dotyczą inwestycji społecznie odpowiedzialnych tylko w ramach jednej strategii inwestycyjnej, tj. inwestycji z wpływem (*impact investing*).

W rozdziale pierwszym prezentowana jest także refleksja nad aspektami społeczno-kulturowymi i ekonomicznymi inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Koncepcja SRI jest silnie motywowana przez wartości religijne [Kinder, Lydenberg, Domini, 1994; Kinder, Domini, 1997; Kreander, Molyneaux, McPhail, 2003; Sparkes, 1995], koresponduje z teorią ekonomii zrównoważonego rozwoju. Mając powyższe na uwadze, ważne jest wskazanie zróżnicowania społeczno-kulturowego, będącego źródłem heterogeniczności w rozwoju tej koncepcji w Europie. Istotne znaczenie na tym etapie pracy mają badania Gerta Hofstedeego, w których autor pokazuje zależności pomiędzy kulturą organizacji a kulturą narodową. Duży wkład do oceny rozwoju koncepcji etycznych finansów w Europie wniósł Marco Gallicani [2012], publikując część swojego

badania w *Introduction to Ethical Finance and Responsible Investments* [2014]. Autor badania podzielił kraje europejskie na sześć grup o odmiennym podejściu do koncepcji etyki w finansach, tworząc tym samym paradygmaty kulturowe leżące u podstaw etycznych finansów. Natomiast na zasięg ekonomiczny zrównoważonego rozwoju duży wpływ miała ekonomia ekologiczna. Zagadnienia związane z ekonomią ekologiczną oraz jej bardziej wieloaspektowym ujęciem, tj. ekonomią zrównoważonego rozwoju, kończą rozważania rozdziału pierwszego.

W **rozdziale 2**, zatytułowanym *Inwestycje społecznie odpowiedzialne w praktyce rynku finansowego*, jest prowadzone badanie literatury przedmiotu w kontekście efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Zaprezentowane są także społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne stosowane w praktyce rynku finansowego.

W pierwszej części rozdziału, na gruncie literatury przedmiotu, porównane są dotychczasowe wyniki badań inwestycji społecznie odpowiedzialnych w pojedyncze aktywa i w portfele aktywów. Badanie jest prezentowane w dwóch ujęciach: chronologicznym i dochodowym.

Jako pierwsze są przedstawione wyniki dwudziestu sześciu studiów badawczych, prowadzonych na przełomie wieków XX i XXI. Rozważania są prowadzone w kontekście wpływu CSR na wartość spółki. Interesująca wydaje się interpretacja uzyskanych wyników przedstawiona przez Michaela Barnetta i Roberta Salomona [2006] czy Miriam Von Wallis i Christiana Kleina [2015], gdzie badacze wskazują inne powody dla przewartościowania lub niedowartościowania inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Dodatkowo Greig Mill [2006] ocenia, że można znaleźć dowody na pozytywny wpływ CSR na wartość pojedynczych spółek, natomiast brak dowodów, że portfele składające się z wielu spółek będą zachowywały się podobnie.

W dalszej części tego rozdziału badanie jest ograniczone tylko do inwestycji portfelowych. Celem bowiem jest prezentacja perspektywy inwestora, a nie ocena działań menedżerów i ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Prezentowane są wyniki trzydziestu jeden badań, także prowadzonych na przełomie XX i XXI w. Badania dokumentują wpływ społecznej odpowiedzialności na wartość portfeli inwestycyjnych. Jako pierwsze jest przedstawione chronologiczne ujęcie prowadzonych badań, oceniana jest ich dochodowość wraz z prezentacją ewolucji stosowanych metod badawczych. Oceniana jest również dochodowość portfeli inwestycyjnych **w ujęciu ogólnym** (tj. bez uwzględniania poszczególnych kryteriów, czyli społecznego, ekologicznego czy ekonomicznego) i **w uję-**

ciu przekrojowym, gdzie są prezentowane badania pokazujące wpływ wybranych kryteriów odpowiedzialności społecznej na wartość portfeli. Odrębnie są przedstawione badania dotyczące różnic w efektywności pomiędzy portfelami społecznie odpowiedzialnymi a portfelami konwencjonalnymi. Podsumowanie stanowią badania przekrojowe, systematyzujące dotychczasową wiedzę w tym zakresie. W tej części rozważań dużą rolę mają przytaczane wyniki badań empirycznych, w których autorzy badają dochodowość i ryzyko inwestycji społecznie odpowiedzialnych, porównując je do innych wybranych inwestycji.

Na gruncie poznawczym istotna jest prezentacja portfelowych strategii inwestycyjnych. Poprzez określony wybór strategii inwestorzy społecznie odpowiedzialni odzwierciedlają swoje podejście do heterogeniczności w inwestycjach. Uwaga autorki jest skoncentrowana zarówno na inwestycjach opartych na etyce biznesu, jak i tych motywowanych religijnie (opartych np. na finansach islamskich).

W rozdziale tym są omówione także różne rodzaje inwestycji portfelowych, stosowanych w praktyce rynku finansowego, ograniczone jednakże do indeksów giełdowych; pokazana jest heterogeniczność i złożoność inwestycji społecznie odpowiedzialnych, trudności w ich jednoznacznym zakwalifikowaniu i tym samym ocenie ich dochodu i ryzyka. Uporządkowanie wiedzy w tym zakresie jest podstawą do dalszego prowadzenia procesu badawczego. Kluczowe znaczenie w realizacji celu pracy mają jednak rozdziały 3, 4 i 5.

W **rozdziale 3**, zatytułowanym *Poziom zróżnicowanie inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Europie*, na początek są poruszane aktualne i ważne tematy dotyczące podejmowanych działań w zakresie społecznej odpowiedzialności na poziomie ponadnarodowym. W dalszej części są oceniane działania krajów europejskich w ujęciu makro- i mikroekonomicznym, w tym procesowym i produktowym, i jest pokazane zróżnicowanie krajów europejskich: społeczno-gospodarcze, kulturowe, w podejściu do ochrony środowiska i ze względu na wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Ocena ta opiera się na procedurze zaproponowanej przez Sebastiana Lobe'a i Christiana Walkshäusla [2014] w pracy pt. *Responsible Investment in Germany, Austria and Switzerland*, a syntetyczne wyniki w podziale na trzy sekcje prezentuje Załącznik 1.

W sekcji pierwszej (ujęcie makroekonomiczne) są prezentowane informacje ogólne, charakteryzujące wybrane kraje europejskie, w tym wielkość populacji, poziom bezrobocia, poziom długu publicznego, oczekiwana długość życia, wielkość giełdy, ustrój polityczny i grupy wyznaniowe.

W sekcji drugiej (ujęcie makro- i mikroekonomiczne) są prezentowane informacje dotyczące społecznie odpowiedzialnych inwestycji, w tym wartość in-

westyjii, rodzaje produktów inwestycyjnych, liczba sygnatariuszy *Principles for Responsible Investment* (PRI – zasady odpowiedzialnego inwestowania).

W sekcji trzeciej są prezentowane informacje dotyczące liczby i rodzaju dokumentów korporacyjnych, odnoszące się do działań CSR.

Prowadzone na tym etapie badanie umożliwia pokazanie dystansu pomiędzy krajami w Europie i na tym tle ocenę działań w zakresie inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Podjęty jest także wątek związany z ochroną środowiska, co pozwala na zrozumienie różnic w podejściu do wymiaru ekologicznego etycznych finansów, szczególnie w kontekście istniejących wzorców kulturowych i charakterystycznej dla krajów nordyckich społecznej dojrzałości ekologicznej.

Na zakończenie rozdziału jest pokazane zróżnicowanie w zakresie wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych, stosowanych strategii inwestycyjnych, struktury inwestorów i oferty produktowej oraz potencjału społeczno-gospodarczego generowanego przez wybrane kraje europejskie. Kraje oraz strategie inwestycyjne są pogrupowane w układzie dwuwymiarowym (kraje ze względu na wartość aktywów, kraje ze względu na rodzaje strategii) z zastosowaniem analizy skupień. Wyłonione są kraje, w których wartość inwestycji jest na wysokich, średnich i niskich poziomach. Ocenie są także poddane strategie inwestycyjne – wskazano te, które korespondują z wartością inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Badanie rynku europejskiego i potencjału generowanego przez wybrane kraje jest rozpatrywane z perspektywy *Interesariuszy Wewnętrznych i Zewnętrznych*. Celem badania prowadzonego w rozdziale trzecim jest próba weryfikacji hipotez częściowych **HC1**, **HC2**, **HC3**.

W **rozdziale 4**, zatytułowanym *Kształtowanie się kursów indeksów społecznie odpowiedzialnych*, są oceniane produkty inwestycyjne ograniczone do wybranych społecznie odpowiedzialnych indeksów giełdowych w kontekście oceny korzyści finansowych dla akcjonariuszy. Prowadzone badanie pozwala wnioskować na temat dochodu i ryzyka społecznie odpowiedzialnych spółek wchodzących w skład indeksów giełdowych z regionu Europy i kształtowanie się w ten sposób wartości dla akcjonariuszy. Pokazuje przyczyny zróżnicowania lub jego braku, odnosząc się także do okresu wysokiej zmienności wywołanego przez pandemię. Prowadzone badanie dynamicznej korelacji warunkowej za pomocą modelu DCC (*Dynamic Conditional Correlation*) pozwala na ocenę zależności w czasie i wnioskowanie na temat powiązania indeksów konwencjonalnych i ich rynkowych odpowiedników.

Celem badania prowadzonego w rozdziale czwartym jest próba weryfikacji, z perspektyw *Inwestora i Menedżera*, hipotez częściowych **HC1** i **HC2**.

Realizację celu pracy polegającego na opracowaniu typologii krajów europejskich według wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych (mierzonych wartością SRI *per capita*) z uwzględnieniem czynników: kulturowych, społeczno-gospodarczych i ekologicznych prezentuje **rozdział 5**. Rozdział ten jest zatytułowany *Typologia krajów europejskich ze względu na wartość inwestycji społecznie odpowiedzialnych i wybrane czynniki rozwoju*. W rozdziale jest prowadzone rozpoznanie zależności pomiędzy wartością inwestycji społecznie odpowiedzialnych a wybranymi wskaźnikami i wartościami (cechami diagnostycznymi). Celem jest ocena istotności powiązań wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych w wybranych krajach europejskich ze wskaźnikami i wartościami reprezentowanymi przez trzy grupy czynników: społeczno-gospodarczych, związanych z ochroną środowiska i kulturowych.

Wartości określające rozwój społecznie odpowiedzialnych inwestycji w Europie są wyłonione na podstawie badania zależności pomiędzy wybranymi cechami diagnostycznymi i SRI *per capita*. Ta część badania jest przygotowana na gruncie podejścia zaproponowanego przez Vladimira Cvijanovica, Sirin Elci, Hugo Hollandsa i Alasdaira Reida [2018] w raporcie dotyczącym pomiaru innowacyjności w Europie.

Cechy diagnostyczne przyjęte do badania są w większości tożsame ze wskaźnikami zrównoważonego rozwoju (*Sustainable Development Goals Indicators, SDG Indicators*). Jednocześnie obiektem badań są inwestycje na rynku finansowym w krajach europejskich, co oznacza potrzebę uwzględnienia wskaźników i zmiennych finansowych oraz makroekonomicznych. Mając na uwadze tło kulturowe, zaprezentowane są także dostępne informacje z tej grupy. Poprzez proces eliminacji zostały wybrane sto dwie cechy diagnostyczne, które następnie zostały poddane ocenie współzależności z wartością SRI *per capita* w wybranych krajach. Uwzględniając logiczną interpretację zależności oraz istotną korelację z SRI *per capita*, do dalszej części badania wybrane są te cechy diagnostyczne z poszczególnych grup, które następnie posłużyły do konstruowania wielowymiarowej zależności.

Na podstawie wybranych cech diagnostycznych i SRI *per capita* przeprowadzone jest badanie w ujęciu wielowymiarowym, z zastosowaniem wielowymiarowej analizy porównawczej (*Multiple Correspondence Analysis, MCA*) z wykorzystaniem modułu PS IMAGO (IBM SPSS Statistics). Celem tego badania jest wyłonienie krajów o podobnych cechach i ich typologia.

W podsumowaniu są zawarte wnioski z prowadzonych badań o charakterze diagnostycznym i prognostycznym, określające rozwój inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku finansowym z uwzględnieniem wszystkich zain-

teresowanych stron, tj. *Inwestorów, Menedżerów, Interesariuszy Wewnętrznych i Zewnętrznych*, jak również zalecenia, postulaty, rekomendacje, wskazówki dotyczące strategicznych kierunków myślenia i działań zmierzających do realizacji uznawanych na gruncie koncepcji etycznych finansów wartości.

Realizacja celu pracy polegającego na opracowaniu typologii wybranych krajów europejskich według wartości inwestycji społecznie odpowiedzialnych (mierzonych wartością SRI *per capita*) z uwzględnieniem czynników: społeczno-gospodarczych, środowiskowych i kulturowych, przyczyni się uzupełnienia luki badawczej w tym zakresie. Według wiedzy autorki brak jest w tej chwili badań wskazujących na to, jakie cechy posiadają kraje europejskie o różnych poziomach inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz jakie czynniki mogą się przyczynić do rozwoju takich inwestycji.

W tym miejscu chciałabym podziękować osobom, które przyczyniły się do powstania tej monografii. W pierwszej kolejności dziękuję całej mojej rodzinie, bez wsparcia której praca ta by pewnie nie powstała. Szczególne słowa podziękowania kieruję do pani prof. dr hab. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej za wsparcie merytoryczne. Dziękuję także za cenne uwagi pani recenzent prof. dr hab. Grażynie Borys.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl