

ZRÓWNOWAŻONY RYNEK KAPITAŁOWY

Justyna Kłobukowska

ZRÓWNOWAŻONY RYNEK KAPITAŁOWY

Aspekty teoretyczne i praktyczne



PAŃSTWOWA AKADEMIA
NAUK STOSOWANYCH
WE WROCŁAWKU

Wydawca

Państwowa Akademia Nauk Stosowanych we Włocławku

Recenzent

dr hab. Robert Kurek, prof. UEW
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Redakcja językowa

dr Edmund Oberlan

Skład i łamanie

Krzysztof Czarnecki

Projekt okładki

Krzysztof Galus

Ilustracja na okładce

Hans Eiskonen, unsplash.com/@eiskonen

© Copyright by Państwowa Akademia Nauk Stosowanych we Włocławku
Włocławek 2023

Wszelkie prawa zastrzeżone. Książka, którą nabyłeś jest dziełem twórcy i wydawcy. Żadna jej część nie może być reprodukowana jakimkolwiek sposobem – mechanicznie, elektronicznie, drogą fotokopii itp. – bez pisemnego zezwolenia wydawcy. Jeśli cytujesz fragmenty tej książki, nie zmieniaj ich treści oraz wskaż autora dzieła.

Publikacje Wydawnictwa PANS we Włocławku dostępne są w sprzedaży w Bibliotece PANS przy ul. Mechaników 3. Zamówienia można również przysyłać drogą e-mailową na adres: biblioteka@pans.wloclawek.pl

ISBN 978-83-967445-1-7

Wydawnictwo Państwowej Akademii Nauk Stosowanych we Włocławku
ul. Mechaników 3, 87-800 Włocławek
tel. 600-255-358
e-mail: wydawnictwo@pans.wloclawek.pl
<https://wyd.edu.pl/>

Druk i oprawa:

EXDRUK Spółka Cywilna Wojciech Żuchowski Adam Filipiak
ul. Rysia 6, 87-800 Włocławek
tel. 501-335-617, 507-832-458, e-mail: biuroexdruk@gmail.com

Spis treści

WSTĘP.....	7
------------	---

Część I

Rynek kapitałowy na tle dyskursu między etyką biznesu a zrównoważonym rozwojem rynku finansowego

ROZDZIAŁ 1 Rynek kapitałowy jako segment rynku finansowego	15
1.1. Istota, klasyfikacja i funkcje rynku kapitałowego w gospodarce	15
1.2. Uczestnicy i instrumenty rynku kapitałowego	23
1.3. Znaczenie relacji inwestorskich na rynku kapitałowym	29
1.4. Inwestowanie na rynku kapitałowym – strategię i ryzyko	32
ROZDZIAŁ 2 Czynniki pozaekonomiczne w decyzjach inwestycyjnych na rynku kapitałowym.....	37
2.1. Behawioralne aspekty podejmowania decyzji inwestycyjnych.....	37
2.2. Osobowość a decyzje inwestycyjne	44
2.3. Inne pozaekonomiczne motywy podejmowania decyzji przez inwestorów	49
ROZDZIAŁ 3 Podstawy etyki biznesu i koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym.....	53
3.1. Uwarunkowania etyczne w biznesie	53
3.2. Definiowanie społecznej odpowiedzialności biznesu.....	57
3.3. Idea zrównoważonego rozwoju a kreowanie wartości dla interesariuszy – implikacje dla rynku kapitałowego	64
ROZDZIAŁ 4 Społeczna odpowiedzialność biznesu jako determinanta budowy zrównoważonego rynku kapitałowego	75
4.1. Potrzeby wdrożenia społecznej odpowiedzialności biznesu na rynku finansowym – przykłady obszarów dysfunkcyjnych	75
4.2. Informowanie o społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – istota, funkcje i narzędzia	81
4.3. Przejawy społecznej odpowiedzialności biznesu na rynku kapitałowym	87

CZĘŚĆ II
Instrumenty finansowe i produkty inwestycyjne
zrównoważonego rynku kapitałowego

ROZDZIAŁ 5 Zrównoważone instrumenty finansowe	95
5.1. Akcje spółek społecznie odpowiedzialnych	95
5.2. Zrównoważone indeksy giełdowe	97
5.3. Obligacje zielone, społeczne i transformacyjne	107
5.4. Społecznie odpowiedzialne produkty strukturyzowane	113
ROZDZIAŁ 6 Społecznie odpowiedzialne produkty inwestycyjne	115
6.1. Tytuły uczestnictwa społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych	115
6.2. Tytuły uczestnictwa funduszy typu ETF na rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania	121
6.3. Tytuły uczestnictwa w społecznie odpowiedzialnych funduszach emerytalnych	123
6.4. Ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne	125
6.5. Udziały w społecznie odpowiedzialnych funduszach PE/VC	128
6.6. Tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych	132
ROZDZIAŁ 7 Inwestowanie na zrównoważonym rynku kapitałowym	137
7.1. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie oraz inwestycje ESG	137
7.2. Strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania	144
7.3. Standardy raportowania w procesie społecznie odpowiedzialnego inwestowania	149
7.4. Harmonizowanie działań w zakresie zrównoważonego rozwoju na rynku kapitałowym – regulacje i wytyczne Unii Europejskiej	155
ZAKOŃCZENIE	165
BIBLIOGRAFIA	171
Akty prawne	171
Literatura i inne opracowania	172
Pozostałe materiały internetowe	183
SPIS TABEL	187
SPIS SCHEMATÓW	189

Wstęp

Zainteresowanie uwzględnieniem w procesie inwestycyjnym czynników pozafinansowych rośnie z wielu powodów, a głównym motorem jest zwiększenie efektywności zaangażowania kapitału oraz generowanie dodatkowej wartości dla inwestorów w długim okresie czasu.

Inwestowanie w projekty związane z wysoką emisją zanieczyszczeń do środowiska, charakteryzującą się dużą szkodliwością dla lokalnych mieszkańców, przynosi straty w obszarze ekologicznym oraz społecznym. Z ekonomicznej perspektywy rodzi to ryzyko dodatkowych opłat administracyjnych, podatków, kar środowiskowych, a także utraty wartości środków trwałych. Spadek wartości aktywów w podmiotach gospodarczych w konsekwencji może wpływać na obniżenie stopy zwrotu. W przypadku projektów o dużej kapitałochłonności dodatkowo będzie rósł koszt kapitału zewnętrznego ze względu na wzrost ryzyka inwestycyjnego i zmniejszenie liczby potencjalnych dostawców kapitału. Z drugiej strony inwestowanie w projekty, których założeniem jest dokonanie zmian w kierunku zrównoważonego prowadzenia działalności gospodarczej umożliwia kreację dodatkowej wartości w porównaniu z inwestycjami, które nie biorą pod uwagę kryteriów ekologicznych czy społecznych.

Zmiany w funkcjonowaniu przedsiębiorstw otwierają nowe możliwości uczestnictwa na rynku kapitałowym. Regulacje prawne oraz chęć dostosowania do aktualnych trendów wpływają na charakterystykę instrumentów finansowych dostępnych na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych. Udział społecznie odpowiedzialnych inwestycji rośnie, co z kolei jest istotną informacją o integrowa-

niu przez inwestorów czynników pozaekonomicznych w procesach inwestycyjnych.

Coraz większa liczba pracowników naukowych wiodących uczelni wyższych w Polsce podejmuje się badań nad czynnikami społecznymi, ekologicznymi oraz kulturowymi oddziałującymi na rynek finansowy. Tylko w okresie 2020–2022 wydano co najmniej dziesięć publikacji o charakterze monograficznym poszerzających stan wiedzy na temat wpływu koncepcji zrównoważonego rozwoju na finanse¹. Jak wynika z dokonanego przeglądu literatury przedmiotu, nie poświęcono odrębnego opracowania przedstawieniu rynku kapitałowego w świetle uwarunkowań i kierunków jego zrównoważonego rozwoju. Tym samym uznaje się, że niniejsza pozycja stanowi uzupełnienie luki badawczej oraz wydawniczej w tym zakresie.

Celem głównym monografii jest scharakteryzowanie zrównoważonego rynku kapitałowego w ujęciu teoretycznym i praktycznym. Zgodnie z przyjętą optyką sformułowano cele cząstkowe.

Na płaszczyźnie teoriopoznawczej wyznaczono następujące cele szczegółowe:

- określenie teoretycznych podstaw oraz znaczenia etyki biznesu, zrównoważonego rozwoju, czynników pozaekonomicznych w tworzeniu i transformacji rynku kapitałowego;
- zdefiniowanie zrównoważonego rynku kapitałowego;
- scharakteryzowanie relacji inwestorskich w ujęciu idei zrównoważonego rozwoju;

¹ M. Ziolo, A. Spoz, E. Kulińska-Sadłocha, *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*, Warszawa 2021; B. Bek-Gaik, A. Surowiec, *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości organizacji*, Warszawa 2020; B. Janik, *Inwestycje społecznie odpowiedzialne. Typologia krajów europejskich*, Warszawa 2022; P. Niedziółka, *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości*, Warszawa 2021; D. Michalski, *Finanse zielonej transformacji*, Warszawa 2022; M. Ziolo, *Finanse zrównoważone. Rozwój, ryzyko, rynek*, Warszawa 2020; M. Kowalska, A. Misztal, *Wpływ bezpieczeństwa finansowego na zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa*, Łódź 2020; E. Różańska (red.), *Sprawozdawczość niefinansowa. Ujawnianie i atestacja informacji niefinansowych w świetle regulacji i standardów*, Poznań 2022, <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-127-9>, (dostęp: 10.01.2023); M. Remlein (red.), *Accounting challenges for sustainability and innovations*, Poznań 2021, <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-055-5>, (dostęp: 10.01.2023); M. Mazurowska, R. Płoska, *Sprawozdawcza i pozasprawozdawcza komunikacja zewnętrzna w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu*, Sopot 2022.

- przedstawienie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu jako jednej z kluczowych determinant budowy zrównoważonego rynku kapitałowego.

Na płaszczyźnie praktycznej sformułowano trzy cele dodatkowe:

- zidentyfikowanie oraz scharakteryzowanie instrumentów finansowych dostępnych na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych,
- studium przypadku społecznie odpowiedzialnych produktów inwestycyjnych,
- przegląd regulacji prawnych Unii Europejskiej oddziałujących na uczestników zrównoważonego rynku kapitałowego.

Podczas przygotowania monografii wykorzystano szereg metod badawczych, w tym krytyczną analizę literatury przedmiotu, ekonomiczną analizę prawa europejskiego, analizę źródeł internetowych oraz studium przypadku. Zastosowano metodę dedukcyjną, metodę syntezy logicznej oraz weryfikacji. W efekcie prac nad przygotowaniem monografii sformułowano wnioski poznawcze oraz aplikacyjne.

Monografia złożona jest ze wstępu, dwóch części z wyodrębnionymi rozdziałami oraz zakończenia.

Część pierwsza niniejszej monografii została poświęcona głównie wątkom teoretycznym, które stanowią punkt wyjścia do pogłębienia rozważań na temat znaczenia czynników pozaekonomicznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Pierwszy blok tematyczny publikacji tworzą cztery rozdziały.

W rozdziale pierwszym zdefiniowano rynek kapitałowy w ujęciu tradycyjnym. Opisano podstawowe klasyfikacje, funkcje rynku, jego uczestników oraz instrumenty. Istotnym fragmentem jest wprowadzenie do funkcjonowania rynków kapitałowych w zakresie relacji inwestorskich i strategii oraz ryzyka inwestycyjnego na rynku kapitałowym.

W rozdziale drugim przedstawiono rodzaje czynników pozaekonomicznych, w tym behawioralnych, osobowościowych wpływających na podejmowanie decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Analizując bodźce zewnętrzne, rozszerzono spojrzenie na znaczenie czynników kulturowych, religijnych oraz socjologicznych.

Rozdział trzeci wskazuje na istotność i integralność koncepcji etyki biznesu, społecznej odpowiedzialności biznesu oraz zrównoważonego rozwoju w rozważaniach ekonomicznych na gruncie nauki o finansach. Zmiana zachowania poszczególnych uczestników rynku finansowego oraz wzmożona aktywność przedsiębiorstw we wdrażanie i realizowanie strategii społecznej odpowiedzialności biznesu stanowią istotne determinanty budowy zrównoważonego rynku finansowego, a w perspektywie długookresowej rynku kapitałowego.

W rozdziale czwartym skupiono uwagę na przedsiębiorstwach społecznie odpowiedzialnych pozyskujących kapitał z rynku. Potrzeby informacyjne stają się istotnym uwarunkowaniem przyspieszającym rozwój zrównoważonego rynku kapitałowego. Nierozzerwalnie wiążą się one z zastosowaniem standardów raportowania działalności przez podmioty gospodarcze. W ujęciu teoretycznym wypracowano kilka kierunków zalecanych sposobów przedstawiania informacji. Z perspektywy praktycznej w odniesieniu do regulacji Unii Europejskiej trwają zintensyfikowane prace nad unifikacją standardów dotyczących ujawniania informacji niefinansowych oraz projektowania i nazewnictwa produktów finansowych w tym zakresie.

W ramach prac nad monografią zrównoważony rynek kapitałowy zdefiniowano jako miejsce zawierania transakcji średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi, w którym kryteria społeczne, środowiskowe oraz ładu korporacyjnego są ważne na równi z ekonomicznymi. Zaprezentowane ujęcie rozszerza tradycyjne definiowanie rynku kapitałowego i jednocześnie z nim koresponduje. Równocześnie propozycja wypełnia definicyjną lukę w literaturze przedmiotu oraz przyczynia się do popularyzacji tego zagadnienia w Polsce na gruncie akademickim oraz praktycznym.

W ramach teoretycznych rozważań, opierając się na wynikach wnikliwych studiów literaturowych, zaproponowano na bazie istniejącego i przywoływanego w niniejsze książce dorobku oryginalne ujęcie społecznie odpowiedzialnych relacji inwestorskich. Dotyczy ono zarówno modelu, jak i funkcji.

W drugiej części monografii przedstawiono instrumenty i produkty finansowe oraz inwestycyjne zrównoważonego rynku kapitałowego

wraz ze strategiami inwestycyjnymi. W poszczególnych rozdziałach znajdują się odniesienia do praktycznych przykładów. Obrazują one najnowsze funkcjonalności giełd w procesie wymiany kapitału. Równocześnie prezentowane są współczesne rozwiązania na rynku kapitałowym dostępne dla inwestorów. Część drugą publikacji tworzą trzy rozdziały.

Rozdział piąty poświęcony został podstawowym instrumentom rynku kapitałowego: akcjom oraz obligacjom w ujęciu finansów zrównoważonych. Istotną częścią poznawczą tego rozdziału zestawienia zrównoważonych indeksów giełdowych funkcjonujących na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych. Ponadto przedstawiono zrównoważone produkty strukturyzowane będące hybrydą obligacji i instrumentów pochodnych.

W rozdziale szóstym scharakteryzowano tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, które są przedmiotem obrotu giełdowego. Poza funduszami inwestycyjnymi przedstawiono fundusze ETF, hedgingowe, emerytalne, wysokiego ryzyka (*private equity / venture capital*). Treść rozdziału pozwala na zapoznanie się z możliwościami inwestowania oraz konstrukcjami zrównoważonych produktów dostępnych zarówno na polskim, jak i globalnym rynku kapitałowym.

Rozdział siódmy zawiera istotę inwestowania społecznie odpowiedzialnego (*Socially Responsible Investing, SRI*). Scharakteryzowano główne strategie inwestycyjne, m.in. takie, jak wykluczenie, integracja czynników ESG, wpływu, zaangażowania akcjonariuszy. Przeanalizowano zmiany prawne dotyczące funkcjonowania uczestników rynku kapitałowego w Unii Europejskiej z uwzględnieniem stanu prawnego na dzień 30.11.2022 r.

W ostatniej części pracy sformułowano najistotniejsze wnioski teoretyczne i praktyczne wynikające z przeprowadzonego procesu badawczego. Wnioski stanowią wkład w rozwój nauki o finansach. Należy podkreślić, że podejście do zrównoważonego rynku kapitałowego jako wyodrębnionego segmentu rynku finansowego nie jest jeszcze powszechne w krajowej literaturze przedmiotu. Tym bardziej niniejsza propozycja stanowi przyczynek do dyskusji na temat zachodzących zmian na rynku i w jego otoczeniu. Z jednej strony można

przytoczyć przykłady na przeobrażanie tradycyjnego rynku kapitałowego w zrównoważony. Z drugiej można zaprzeczyć tej transformacji poprzez identyfikację czynników wskazujących na budowę nowego porządku organizacyjno-instrumentalnego na rynku kapitałowym, który w ciągu kilkunastu lat może stać się podstawową propozycją. Te kwestie są przedmiotem prac badawczych, co nadaje rozpatrywanym problemom perspektywiczny charakter.

Monografia ma przyczynić się do uzupełnienia trwającej dyskusji wśród praktyków i naukowców nad znaczeniem czynników społecznych, etycznych, ekologicznych oraz gospodarczych na rynkach kapitałowych. Prezentowane treści mogą wspierać proces edukacyjny aktywnych oraz potencjalnych inwestorów, przedsiębiorstw i innych uczestników rynku kapitałowego. Równocześnie monografia jest kompendium wiedzy o aktualnych uwarunkowaniach i wyzwaniach rynku kapitałowego zalecanym dla studentów kierunków ekonomicznych, finansowych oraz zarządzania.

CZĘŚĆ I

Rynek kapitałowy na tle dyskursu między etyką biznesu a zrównoważonym rozwojem rynku finansowego

ROZDZIAŁ 1

Rynek kapitałowy jako segment rynku finansowego

1.1. Istota, klasyfikacja i funkcje rynku kapitałowego w gospodarce

Rynek finansowy w literaturze przedmiotu definiowany jest jako część systemu finansowego, na którym dokonywane są transakcje pieniędzem gotówkowym i bezgotówkowym, których celem jest ochrona lub wzrost wartości pieniądza w przyszłości¹. Takie podejście prowadzi do konstatacji, że rynek finansowy to miejsce, w którym mogą spotykać się podmioty poszukujące kapitału (kreujące popyt) i te, które dysponują nadwyżkami finansowymi (kreujące podaż). Stąd też rynek finansowy jest mechanizmem alokacji zasobów pieniężnych, umożliwiającym efektywne wykorzystanie zasobów. Przy czym kierunki, formy ich rozmieszczania i przemieszczania w sferze realnej gospodarki determinują lub nie determinują zachowania równowagi ekonomicznej danego kraju oraz sprawności działania podmiotów gospodarczych².

Na rynku finansowym wyodrębnia się pięć następujących segmentów, a mianowicie: rynek pieniężny, rynek kapitałowy, rynek walutowy, rynek kredytowy i rynek pochodnych instrumentów finansowych.

¹ J. Socha, *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Warszawa 1999, s. 11.

² I. Pyka, *Funkcjonowanie i organizacja rynku finansowego*, [w:] *Rynek finansowy*, red. I. Pyka, Katowice 2010, s. 9.

Każdy z nich odgrywa inną, niemniej istotną funkcję³. Czynnikiem wyróżniającymi te rynki są czas i cele, które towarzyszą podmiotom finansowym⁴.

Rynek kapitałowy jest segmentem rynku finansowego, na którym zawierane są transakcje średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi. Jest to niejednoznaczne określenie, gdyż na rozwiniętych rynkach ta perspektywa czasowa jest różnie definiowana. Powszechnie traktuje się, że rynek pieniężny jest rynkiem kapitałów krótkoterminowych, czyli takich o terminie zapadalności do jednego roku. Na rynku kapitałowym przyjmuje się okres dłuższy niż rok, jednakże specyfika rynków zagranicznych pokazuje, że można mówić w tym przypadku również o przedziale czasowym od dwóch do czterech lat⁵.

Rynek kapitałowy poddawany jest klasyfikacjom ze względu na:

- przepływy finansowe,
- stopień zorganizowania rynku,
- stopień regulacji rynku⁶,
- rolę i obszar oddziaływania w sensie geograficznym⁷.

Według pierwszego kryterium podziału, a mianowicie przepływów finansowych, należy rozróżnić rynek pierwotny i wtórny. Z rynkiem pierwotnym mamy do czynienia w momencie nowej emisji papierów wartościowych, kiedy są one nabywane przez pierwszych inwestorów. Emitent uzyskuje środki finansowe, a następnie przeznacza je na cele określone w prospekcie emisyjnym. Tym samym rynek pierwotny stanowi bazę rynku wtórnego, kreującego popyt i podaż kapitału⁸. Poprzez transakcje kupna-sprzedaży pomiędzy inwestorami dochodzi do przepływów pieniężnych. Im większe

³ W związku z określonym przedmiotem badań większa uwaga w dalszej części pracy zostanie poświęcona rynkowi kapitałowemu.

⁴ W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Warszawa 1997, s. 11.

⁵ M. Daniluk, *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Warszawa 1998, s. 13.

⁶ M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Warszawa 2008, s. 27.

⁷ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, Warszawa 2007, s. 47.

⁸ *Ibidem*, s. 44–45.

obroty, płynność oraz przejrzystość na rynku wtórnym, tym większa popularność rynku pierwotnego wśród inwestorów i emitentów⁹.

Ze względu na stopień zorganizowania rynku kapitałowego wyodrębnia się rynek giełdowy i pozagiełdowy. Kluczową różnicę pomiędzy tymi rynkami stanowi stopień spełnienia warunków dotyczących prawnego dopuszczenia danych papierów wartościowych do obrotu giełdowego. Inne cechy tych rynków przedstawione zostały w komparacji w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Rynek giełdowy i pozagiełdowy – główne różnice

Rynek giełdowy	Rynek pozagiełdowy
transakcje zawierane są w określonym miejscu i czasie, a kursy kształtowane według określonych reguł, tj. przyjętego systemu notowań	miejsce, czas i warunki zawarcia transakcji każdorazowo mogą być inne i zależą od woli stron transakcji
informacje dotyczące kształtowania się kursów akcji i wartości obrotów przekazywane są do publicznej wiadomości	uczestnicy poszczególnych transakcji nie mają obowiązku przekazywania komukolwiek informacji odnośnie zawartych transakcji
do obrotu dopuszczone są papiery wartościowe emitentów spełniających określone kryteria	można dokonywać transakcji papierami wartościowymi dowolnych emitentów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 27

Kolejnym powszechnym kryterium klasyfikacji rynku kapitałowego jest podział ze względu na stopień sformalizowania rynku. Wyszczególnia się rynek regulowany i nieregulowany. Liczba i jakość regulacji oraz dostępność oferty zmniejsza możliwość występowania nadużyć na rynku kapitałowym (*moral hazard*).

Za odrębne kryterium klasyfikacji należy uznać rolę i obszar oddziaływania rynku kapitałowego w sensie geograficznym. Analiza rynku może być prowadzona na poziomie rynków lokalnych, regionalnych, krajowych, a także globalnych. Zakresy ich działania

⁹ *Finanse. Kategorie, zjawiska i procesy, podmioty*, H. Zadora (red.), Warszawa 2015, s. 121.

należy uznać za komplementarne¹⁰. Jednocześnie zwiększająca się konkurencja na rynkach finansowych prowadzi do trudności w jednoznaczonym sklasyfikowaniu danego rynku¹¹.

Globalny charakter rynku kapitałowego, różnorodność uczestników tego rynku, a także wielość instrumentów finansowych umożliwiają mobilizację dużego kapitału. Dzięki temu może on być skierowany do spółek, jednostek samorządu terytorialnego, a także państw. Z punktu widzenia inwestorów rynek kapitałowy stanowi atrakcyjne miejsce lokowania kapitału inwestycyjnego zgodnie z poziomem akceptowalnego poziomu ryzyka¹². W związku z powyższym za główny cel funkcjonowania płynnego rynku kapitałowego należy uznać z jednej strony tworzenie kanałów dopływu kapitału do emitentów, z drugiej zaś umożliwianie pomnażania kapitału przedsiębiorstwom i inwestorom poprzez inwestowanie go w papiery wartościowe¹³.

Ponadto na rynku kapitałowym dochodzi do wyceny walorów, co wynika z zachodzących relacji pomiędzy popytem i podażą na instrumenty finansowe. Spotkanie w jednym miejscu poszukujących środków finansowych i dysponujących kapitałem nadwyżkowym prowadzi do transakcji kupna i sprzedaży po bieżącej cenie rynkowej. Przy czym podaż walorów pochodzi od emitentów, natomiast inwestorzy kreują popyt na instrumenty finansowe. Charakter pierwotny i wtórny można przypisać zarówno do popytu, jak i podaży instrumentów finansowych.

Wśród czynników wpływających na pierwotną podaż instrumentów finansowych na rynku kapitałowym należy wymienić¹⁴:

- potrzeby kapitałowe przedsiębiorstw, wynikające z chęci do podejmowania działań inwestycyjnych w ramach prowadzonej działalności gospodarczej;

¹⁰ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 47.

¹¹ R. Płókarz, *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Warszawa 2013, s. 15.

¹² M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonowania rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Białystok 2007, s. 23.

¹³ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 9.

¹⁴ Ibidem, s. 40–41.

- dostępność konkurencyjnych źródeł i metod finansowania projektów inwestycyjnych, w tym kredytu i leasingu w stosunku do instrumentów rynku kapitałowego;
- stan finansów publicznych państwa oraz poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego w relacji do skłonności tych podmiotów do poszukiwania środków finansowych na rynku kapitałowym;
- zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych alokacją środków finansowych na rynku kapitałowym.

Podaż wtórna jest wynikiem odsprzedaży papierów wartościowych kupionych na rynku pierwotnym lub wtórnym. Analogicznie popyt wtórny ma miejsce na wtórnym rynku kapitałowym, gdzie dokonuje się transakcji papierami wartościowymi będącymi już w obrocie. Stopa zwrotu osiągnąta jest z różnicy kursów tych papierów.

Z kolei pierwotny popyt na instrumenty rynku kapitałowego wynika z następujących czynników¹⁵:

- skłonności do oszczędzania wśród gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i innych podmiotów;
- przywiązania do tradycyjnych form lokowania oszczędności i stopień otwartości na nowe instrumenty czy metody inwestycyjne;
- wiedzy na temat tradycyjnych i alternatywnych form inwestowania;
- polityki inwestycyjnej instytucji finansowych oraz bezpieczeństwa zarządzania aktywami;
- przejrzystości i bezpieczeństwa na rynku kapitałowym;
- efektywności inwestycji kapitałowych;
- oczekiwań co do zmian cen walorów i kształtowania się stóp zwrotu przy danym poziomie ryzyka inwestycyjnego;
- czynników makroekonomicznych związanych z koniunkturą gospodarczą w kraju i na świecie oraz sytuacją na międzynarodowych rynkach finansowych.

Rynek kapitałowy pełni szereg funkcji w gospodarce narodowej. Podczas jego oceny w głównej mierze zwraca się uwagę na takie ele-

¹⁵ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 40–41.

menty, jak: organizacja, sprawność i efektywność¹⁶. Przekładają się one na funkcjonowanie podmiotów gospodarczych, realizację celów inwestycyjnych, satysfakcję emitentów i inwestorów – tym samym na *prosperity* samego rynku kapitałowego.

Wśród głównych determinant tworzenia, funkcjonowania oraz rozwoju rynku kapitałowego wymienia się pięć następujących cech: przejrzystość, rzetelność, efektywność, płynność, innowacyjność¹⁷.

Przejrzystość rynku kapitałowego polega na nieograniczonym dostępie do informacji na temat realizowanych transakcji kupna-sprzedaży walorów, zgodnie z obowiązującymi relacjami prawnymi i zasadami etycznymi. Zasada ta dotyczy również wejścia i wyjścia przedsiębiorstw na publiczny rynek giełdowy, fuzji i przejęć spółek, a także informowania o sytuacji finansowej emitentów¹⁸.

Kolejna cecha, jaką jest rzetelność, dotyczy sposobów i kanałów komunikowania o rynku kapitałowym. Należy uwzględnić korzystanie z masowych środków przekazu jako sposobu dotarcia z informacją do znacznego grona odbiorców (zarówno przez platformy prowadzone przez daną giełdę, jak i inne komercyjne portale).

Miarą efektywności¹⁹ rynku kapitałowego jest poziom odzwierciedlenia dostępnych informacji w cenach. Efektywność informacyjna warunkuje racjonalne metodologicznie zachowania inwestorów, przy czym znaczącą rolę ogrywa tu forma i jakość infrastruktury determinującej świadczenie usług w sposób skuteczny oraz ekonomiczny. Istotnym jest podkreślenie, że są one świadczone na tym samym poziomie dla wszystkich uczestników rynku²⁰.

¹⁶ *Finanse*, J. Ostaszewski (red.), Warszawa 2013, s. 500–501; E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 48.

¹⁷ *Finanse*, J. Ostaszewski (red.), Warszawa 2013, s. 499;

¹⁸ M. Aluchna, *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego, wyzwania dla spółek giełdowych*, cz. 1, „E-mentor” 2005, nr 5, s. 11.

¹⁹ Rozróżnia się trzy typy efektywności rynku finansowego: alokacyjną, operacyjną, informacyjną. W literaturze przedmiotu szczególną uwagę przywiązuje się do efektywności informacyjnej, jako tej umożliwiającej analizę podejmowania decyzji inwestycyjnych.

²⁰ *Finanse*, J. Ostaszewski (red.), Warszawa 2013, s. 499; A. Pyszka, *Istota efektywności. Definicje i wymiary*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015, nr 230, s. 13–25; R. Rybacki, *Racjonalna nieracjo-*

Płynność rynku kapitału wynika z rozmiarów popytu i podaży zgłaszanej przez emitentów, inwestorów i pośredników. Jego immanentną cechą jest czas, po którym dane aktywa mogą być wymienione na inne (np. akcje wymienione na pieniądź gotówkowy) bez poniesienia dużej straty. Im większa płynność tego rynku, tym ten czas jest krótszy²¹.

Innowacyjność rynku kapitałowego oznacza ciągle poszukiwanie, a następnie wdrażanie nowych rozwiązań usprawniających działanie samego rynku, jak i finansowanie odbywających się na nim transakcji²². Innowacja definiowana jest jako nowość, która ma wpływ na obniżenie kosztów, ryzyka lub umożliwia pojawienie się na rynku ulepszanego produktu, usługi lub instrumentu, który będzie lepiej zaspakajać potrzeby uczestników systemu finansowego²³. Według P. Tufano innowacje można podzielić na produktowe i procesowe²⁴, gdzie innowacje produktowe to chociażby nowe instrumenty pochodne czy korporacyjne papiery wartościowe. Z kolei wśród innowacji procesowych znajdują się nowoczesne środki dystrybucji papierów wartościowych, przetwarzania transakcji czy metody ich wyceny.

Cechy rynku kapitałowego wpływają znacząco na realizację wielu funkcji w gospodarce, zarówno w ujęciu makroekonomicznym (dla efektywnego rozwoju gospodarki), jak i mikroekonomicznym, tj. dla poszczególnych podmiotów indywidualnych²⁵. Wśród głównych funkcji rynku kapitałowego należy wyróżnić pięć najważniejszych: stymulacyjną, mobilizacyjną, transformacji, wyceny kapitału oraz informacyjną.

nalność inwestorów – wpływ działań inwestorów na efektywność rynku kapitałowego, [w:] *Problemy gospodarki światowej*, tom III, M.Kuczmarzka, I. Pietryka (red.), Toruń 2013, s. 39–47.

²¹ M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonowania...* op. cit., s. 32.

²² *Finanse*, J. Ostaszewski (red.), Warszawa 2013, s. 499–500.

²³ W. S. Frame, L. J. White, *Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, 2002–12, lipiec 2002, s. 3–4, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/002205104773558065> (dostęp: 10.01.2023).

²⁴ P. Tufano, *Financial Innovation. Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, Part 1, Amsterdam 2003, s. 310–312.

²⁵ A. Dmowski, *Rynek kapitału*, [w:] *Rynki finansowe*, A. Dmowski, D. Prokopowicz (red.), Warszawa 2010, s. 93–95.

Rynek kapitałowy stanowi mechanizm pobudzający realizację inwestycji przez podmioty gospodarcze, co ma istotny wpływ na rozwój gospodarczy. Stąd też rynek kapitałowy pełni funkcję stymulacyjną²⁶.

Z kolei funkcja mobilizacyjna polega na przepływie środków finansowych od pierwotnych posiadaczy (inwestorów) władających kapitałem nadwyżkowym do podmiotów, które go nie posiadają. Dzięki transformacji oszczędności w inwestycje projekty inwestycyjne mogą zostać zrealizowane, a inwestorzy pomnażają swój kapitał. Wymaga to działań mających na celu integrowanie potencjalnych inwestorów wokół rynku kapitałowego, informowanie o możliwościach inwestycyjnych oraz jednocześnie tworzenie infrastruktury umożliwiającej inwestowanie²⁷.

Funkcja transformacji realizowana jest w wyniku przepływu kapitałów z sektorów nieatrakcyjnych ekonomicznie do najbardziej efektywnych jego zastosowań²⁸. Ma to bezpośredni związek z oceną oczekiwanej stopy zwrotu i poziomu ryzyka akceptowalnego przez inwestorów, co przekłada się na dobór odpowiedniego wachlarza instrumentów finansowych spełniających dane kryteria inwestycyjne.

Kolejną funkcją rynku kapitałowego jest wycena kapitału, która może być realizowana poprzez codzienne ustalanie ceny danego instrumentu finansowego notowanego na giełdzie papierów wartościowych, rozumianej jako *regularnie odbywające się w określonym miejscu i czasie, podporządkowane ustalonym zasadom i mechanizmom postępowania, spotkania osób chcących zawrzeć transakcje kupna-sprzedaży papierów wartościowych oraz osób pośredniczących w przeprowadzaniu tych transakcji*²⁹. Funkcja cenotwórcza dokonywana jest na rynku wtórnym, a zatem umożliwia określenie wysokości stopy zwrotu z inwestycji. Dalej staje się podstawą do oceny rentowności danej spółki. Relacja pomiędzy ceną rynkową a emisyjną umożliwia badanie efektywności przedsięwzięć podejmowanych przez emitentów, a finansowa-

²⁶ M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonowania...* op. cit., s. 22.

²⁷ Ibidem, s. 23.

²⁸ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 48.

²⁹ Ibidem, s. 57.

nych przez inwestorów. W konsekwencji może stanowić o kolejnych emisjach na rynku pierwotnym i przyszłych źródłach finansowania spółki.

Spełnianie funkcji informacyjno-kontrolnej jest niezbędne do wiarygodnej i bezpiecznej realizacji innej funkcji rynku kapitałowego, a mianowicie mobilizacji kapitału. Uczestnicy rynku finansowego muszą mieć obligatoryjnie nieograniczony dostęp do rzetelnych informacji na temat zasad funkcjonowania rynku kapitałowego, ofert, cen papierów wartościowych, notowań indeksów giełdowych. Wszelkie obowiązki informacyjne spoczywają na emitentach i instytucjach rynku kapitałowego. Wynika to bezpośrednio z wymogów prawnych dotyczących obrotu publicznego papierami wartościowymi i ma realny wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym.

Wypełnianie wszystkich ról przez rynek kapitałowy jest możliwe, gdy charakteryzuje się on wszystkimi opisanymi cechami, takimi jak rzetelność, przejrzystość, itd. Stopień realizacji tych funkcji należy jednak oceniać przez pryzmat historii, stopnia rozwoju i wielkości danego rynku kapitałowego.

1.2. Uczestnicy i instrumenty rynku kapitałowego

Za uczestników rynku kapitałowego należy uznać podmioty finansowe i niefinansowe – bez względu na ich pochodzenie (krajowe, zagraniczne), poziom upaństwowienia (instytucje rządowe, pozarządowe) czy też rodzaj prowadzonej działalności – które biorą udział w transakcjach na tym rynku, są stroną lub pośredniczą w ich zawieraniu³⁰. Ciążą na nich różne obowiązki, wynikające z przepisów prawnych, które mają na celu regulację wszelkich stosunków zarówno pomiędzy stronami transakcji, jak i podmiotami współuczestniczącymi. Często źródłem danego unormowania jest etyka funkcjonowania na rynku kapitałowym³¹. Prawa i obowiązki uczestników rynku zostały przedstawione w tabeli 1.2.

³⁰ I. Pyka, *Funkcjonowanie...* op. cit., s. 100.

³¹ B. Klimczak, *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wrocław 1997, s. 42.

Tabela 1.2. Prawa i obowiązki uczestników rynku kapitałowego

Kryterium	Prawa uczestników rynku kapitałowego	Obowiązki uczestników rynku kapitałowego
Bezpieczeństwo	Bezpieczeństwo obrotu	Zabezpieczenie transakcji
Wejście i wyjście na rynek	Wolne wejście i wyjście z rynku	Brak przymusu
Dostęp do rynku	Równe szanse uczestnictwa w obrocie	Obowiązek zapewnienia równego dostępu do rynku i do informacji
Poufność	Tajemnica transakcji	Obowiązek poufności transakcji
Stosunek do prawa własności	Poszanowanie prawa własności	Obowiązek ochrony własności rzeczy oraz własności intelektualnej i przemysłowej, obowiązki powiernicze pośredników obrotu
Dostęp do informacji	Prawo do informacji niezbędnych do dokonania uczciwej transakcji	Obowiązek upowszechnienia informacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Klimczak, *Etyczne otoczenie...* op. cit., s. 43.

Ze względu na charakter realizowanych czynności przez uczestników rynku, zgodnie z zaprezentowanymi na schemacie 1.1. relacjami pomiędzy nimi, dokonuje się następującego podziału odgrywanych ról na³²:

- emitentów,
- pośredników,
- inwestorów,
- podmioty dyscypliny rynkowej i regulacyjnej.

Schemat 1.1. Uczestnicy rynku kapitałowego



Źródło: E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 53.

³² I. Pyka, *Funkcjonowanie...* op. cit., s. 14.

Emitent to podmiot emitujący papiery wartościowe³³ we własnym imieniu³⁴, będący osobą prawną, która zapewnia pierwotną podaż papierów wartościowych. Oznacza to, że wystawia własne papiery wartościowe, a następnie ogłasza subskrypcje³⁵ na te walory. Poprzez wprowadzenie do obrotu papierów wartościowych emitent pozyskuje dodatkowy kapitał na rozwój swojej działalności. W roli emitenta może znaleźć się spółka akcyjna, jak również instytucja państwowa.

Pośrednicy na rynku kapitałowym to instytucje pełniące funkcje organizacyjno-rozliczające oraz regulująco-kontrolne³⁶. Szerzej można je zdefiniować jako instytucje³⁷:

- zajmujące się organizowaniem i przeprowadzaniem transakcji kupna-sprzedaży instrumentów finansowych³⁸ (giełdy papierów wartościowych),
- pełniące nadzór nad funkcjonowaniem rynku kapitałowego i bezpieczeństwem obrotu papierami wartościowymi (komisje papierów wartościowych),
- pośrednicząco-doradcze (domy maklerskie, banki inwestycyjne, firmy konsultingowe),
- inne usługowe, np. banki rozliczeniowe.

Specjalistyczne instytucje rynku kapitałowego pośredniczą w relacjach pomiędzy emitentami, inwestorami a giełdą. Stoją na straży przestrzegania praw i obowiązków związanych zarówno z emisją, jak i obrotem instrumentami finansowymi. Najbardziej rozpowszechnioną rolą tych instytucji jest jednak pośrednictwo w zakresie kupna i sprze-

³³ Papier wartościowy – dokument stwierdzający prawo majątkowe o charakterze rzeczowym oraz finansowym.

³⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

³⁵ Subskrypcja – proces zbierania zgłoszeń na zakup papierów wartościowych oraz zobowiązanie się do ich wykupu po okresie zakończenia inwestycji.

³⁶ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 54.

³⁷ M. Daniluk, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 72.

³⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm. przedstawia w art. 2 i 3 rozumienie instrumentu finansowego i papieru wartościowego według polskiego ustawodawstwa.

daży papierów wartościowych na rynku wtórnym. Pełnią ją domy maklerskie. Mogą one również wystąpić w roli subemitenta inwestycyjnego (co oznacza nabycie we własnym imieniu papierów wartościowych, które nie zostały zakupione przez innych inwestorów) lub subemitenta usługowego (co oznacza, że nabywa on od emitenta wszystkie papiery wartościowe, a sprzedają zajmuje się w ramach własnej działalności i na siebie transferuje ryzyko inwestycyjne)³⁹.

Inwestorzy na rynku kapitałowym to osoby fizyczne lub prawne, które lokują wolne środki finansowe w papiery wartościowe w zamian za osiągnięcie stopy zwrotu porównywalnej lub wyższej niż z innych form inwestowania kapitału⁴⁰. Ze względu na rozmiar kapitału i poziom profesjonalizmu w zarządzaniu kapitałem inwestorzy mogą zostać sklasyfikowani na inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych⁴¹.

Inwestorzy indywidualni (osoby fizyczne) dysponują relatywnie małymi środkami finansowymi pieniężnymi, pochodzącymi głównie z prywatnych oszczędności. Dokonując lokaty kapitału, cechują się wyborem papierów wartościowych o stabilnym dochodzie. Preferują niskie ryzyko inwestycyjne. W związku z brakiem specjalistycznej wiedzy finansowej podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych opierają się na opinii doradców inwestycyjnych, powierzają swoje środki w zarządzanie bankom inwestycyjnym lub częściej korzystają z form zbiorowego inwestowania, np. poprzez fundusze inwestycyjne⁴². Grupa inwestorów indywidualnych jest jednak na tyle liczna, że może wpływać na płynność obrotu instrumentami finansowymi⁴³.

Wzmaganie aktywności inwestycyjnej wśród inwestorów indywidualnych może mieć miejsce dzięki działającym stowarzyszeniom indywidualnych inwestorów i klubom inwestycyjnym. Ich celem jest

³⁹ S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 101.

⁴⁰ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2010, s. 550–551.

⁴¹ Więcej klasyfikacji zaprezentowano [w:] *Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, U. Banaszczak-Soroka (red.), Warszawa 2016, s. 11–17; D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Toruń 2004.

⁴² D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Warszawa 2008, s. 31.

⁴³ S. Thiel, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 107.

popularyzacja i wspieranie indywidualnego inwestowania oraz podejmowanie działań na rzecz ochrony praw inwestorów. Jednocześnie takie podmioty integrują środowisko akcjonariuszy, edukują i stabilizują rynek finansowy⁴⁴.

Inwestorzy instytucjonalni to osoby prawne, reprezentowane przez różne podmioty gospodarcze oraz instytucje finansowe, które lokują kapitał powierzony im w postaci depozytów, składek ubezpieczeniowych lub zakupu rent itp. W tej grupie mieszczą się banki, spółki akcyjne, domy maklerskie (inwestują na własny rachunek i we własnym imieniu), fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy *asset management*, jak również domy i biura maklerskie funkcjonujące na giełdzie jako animatorzy rynku lub emitenta⁴⁵. Posiadają one wielokrotnie większy kapitał w porównaniu do inwestorów indywidualnych. Decyzje inwestycyjne podejmowane są przez wyselekcjonowanych specjalistów, dysponujących wiedzą i doświadczeniem niezbędnym do poruszania się w obszarze klasycznych, jak również alternatywnych form inwestowania. Proces inwestycyjny odbywa się na podstawie opracowanych strategii inwestycyjnych, polityki lokacyjnej, a także przy użyciu zaawansowanych metod ilościowych oraz infrastruktury teleinformatycznej⁴⁶.

I. Pyka wyróżnia podmioty dyscypliny rynkowej oraz dyscypliny regulacyjnej, które mają monitorować ryzyko działalności pośredników finansowych oraz reagować w przypadku nadmiernej ekspozycji na ryzyko⁴⁷. Grupę podmiotów spełniających rolę dyscyplinującą stanowią akcjonariusze, obligatariusze i inni kapitałodawcy. Działania dyscyplinujące w aspekcie regulacyjnym sprawowane są przez instytucje nadzoru finansowego, banki centralne i inne instytucje, które poprzez decyzje administracyjne mogą nie tylko wpływać na bezpieczeństwo obrotu, lecz także kształtować stabilność systemu finansowego⁴⁸.

⁴⁴ D. Dziawgo, *Stowarzyszenie... op. cit.*, s. 74–78.

⁴⁵ U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje... op. cit.*, s. 16; W. Dębski, *Rynek finansowy... op. cit.*, s. 557.

⁴⁶ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy... op. cit.*, s. 56.

⁴⁷ I. Pyka, *Funkcjonowanie... op. cit.*, s. 14–15.

⁴⁸ *Ibidem*.

W związku z nieustannym przepływem środków finansowych na rynku kapitałowym istnieje potrzeba wykorzystywania w tym celu efektywnych instrumentów finansowych. Instrument finansowy należy definiować jako umowę regulującą relacje finansowe pomiędzy stronami umowy od momentu jej zawarcia⁴⁹. Wśród kluczowych instrumentów rynku kapitałowego należy wymienić następujące papiery wartościowe:

- akcja jest papierem wartościowym udziałowym, stwierdzającym bezwarunkowe uczestnictwo jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej, uprawniającym do partycypacji w jej zyskach w postaci dywidendy oraz majątku spółki w razie jej likwidacji⁵⁰;
- obligacja, w odróżnieniu od akcji, jest instrumentem wierzycielskim, pełniącym również funkcję alokacji kapitału, który stwierdza zobowiązanie emitenta w stosunku do posiadacza obligacji (obligatariusza) do spłaty kwoty zadłużenia wraz z innymi świadczeniami (pieniężnymi, niepieniężnymi) w określonym terminie wykupu⁵¹;
- certyfikaty inwestycyjne to papiery wartościowe emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte⁵²;
- instrumenty pochodne – instrumenty finansowe wystawiane na przyszłe ceny innych instrumentów tzw. bazowych; do podstawowych instrumentów pochodnych zalicza się kontrakty *futures*, *forward*, opcje i swapy⁵³.

Uczestnicy rynku kapitałowego mogą dokonywać transakcji na rynku kapitałowym z użyciem wielu instrumentów finansowych, zarówno o charakterze właścicielskim, jak i wierzycielskim. Aby dochodziło do skutecznej wymiany oraz wypełniania przez rynek jego wszystkich funkcji, niezbędna jest jednak umiejętność nawiązywania relacji i efektywnego komunikowania pomiędzy uczestnikami rynku.

⁴⁹ D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Warszawa 2012, s. 73.

⁵⁰ D. Dziawgo, *Rynek finansowy...* op. cit., s. 106–107.

⁵¹ Ibidem, s. 121–122.

⁵² D. Krupa, *Zamknięte...* op. cit., s. 99–102.

⁵³ Szerzej w: K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 2006, s. 40–68.

1.3. Znaczenie relacji inwestorskich na rynku kapitałowym

Rozwój rynku finansowego oraz wzrost złożoności instrumentów finansowych przyczynia się do zmiany oczekiwań informacyjnych formułowanych przez inwestorów. Wypełnianie obowiązków wynikających z regulacji prawnych staje się niewystarczające. Odpowiedzią na potrzeby inwestorów stają relacje inwestorskie. D. Dziawgo definiuje je jako *zespół świadomych, planowych i systematycznych działań, podejmowanych przez spółkę w celu ustanowienia i utrzymania komunikacji – w szczególności na poziomie finansowym – pomiędzy spółką i inwestorami obecnymi, a także potencjalnymi inwestorami*⁵⁴. Głównym zadaniem relacji inwestorskich jest dostarczanie stałych przepływów wartościowych informacji między przedsiębiorstwem a społecznością inwestorską⁵⁵. Oddziaływanie rzetelnych informacji jest szerokie, zarówno w aspekcie⁵⁶:

- poprawnej wyceny papierów wartościowych;
- ograniczenia ryzyka inwestycyjnego;
- tworzenia dodatkowych możliwości dostępu do kapitału finansowego;
- budowania stabilnych źródeł finansowania całego przedsiębiorstwa, jak również wybranych projektów inwestycyjnych;
- pozyskania i utrzymania zaufania pomiędzy przedsiębiorstwem a jego interesariuszami.

Powyższa rola relacji inwestorskich może być odgrywana w sposób właściwy dzięki zdefiniowaniu przyczyn, misji i celów jej występowania w danym podmiocie gospodarczym. Niezbędne jest określenie adresatów podejmowanych działań, co z kolei wpływa na rodzaj dobieganego instrumentarium⁵⁷. Im precyzyjniej będzie określony odbiorca informacji, tym większa będzie skuteczność doboru kanału komunikacji i samego przekazu.

⁵⁴ D. Dziawgo, *Ewolucja relacji inwestorskich na międzynarodowym rynku finansowym*, [w:] *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju rynku finansowego*, D. Dziawgo (red.), Toruń 2008, s. 66.

⁵⁵ P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania”, 1/2003 (1), Warszawa 2003, s. 114.

⁵⁶ D. Dziawgo, L. Dziawgo, *CSR i IR – niełatwe antidotum na toksyczną bankowość*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 1(40), s. 102.

⁵⁷ P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie...* op. cit., s. 114.

Adresatem relacji inwestorskich jest społeczność finansowa, którą obejmują inwestorzy i multiplikatorzy. Mówiąc o inwestorach mamy na myśli zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych z naciskiem na akcjonariuszy przedsiębiorstwa. W grupie multiplikatorów znajdują się m.in. analitycy, doradcy inwestycyjni, maklerzy, media, jak również instytucje nadzorcze. Ze względu na duże znaczenie informacji płynących z rynku kapitałowego dla funkcjonowania przedsiębiorstw oraz społeczeństwa odbiorcami informacji są także podmioty znajdujące się w otoczeniu biznesowym. Chodzi tu o interesariuszy biznesowych, takich jak klienci, pracownicy, banki i inne instytucje finansowe lub interesariuszy społecznych, czyli organizacje rządowe i pozarządowe oraz społeczność lokalną⁵⁸.

Przepływ informacji pomiędzy spółką a adresatami może odbywać się za pomocą trzech sposobów komunikowania: bezpośredniego, pośredniego i elektronicznego (Internet)⁵⁹. Komunikowanie bezpośrednio jest realizowane w formie mówionej podczas fizycznych spotkań zainteresowanych stron, np. na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy oraz innych spotkaniach i prezentacjach, jak również na odległość, w trakcie rozmów telefonicznych i telekonferencji. Z kolei komunikowanie pośrednie opiera się na dostarczeniu informacji jej odbiorcom w utrwalonej formie, takiej jak pismo, broszura czy infografika. W praktyce przedsiębiorstwa komunikują się z odbiorcami za pomocą prospektów emisyjnych, raportów lub komunikatów do mediów. Trzecim kanałem komunikacji jest Internet, który umożliwia zarówno bezpośredni, jak i pośredni sposób komunikowania pomiędzy spółką a inwestorami i innymi zainteresowanymi podmiotami.

Wszelkie działania podejmowane w ramach relacji inwestorskich mogą okazać się bezcelowe w przypadku wystąpienia dużej rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami inwestorów a wynikami finansowymi lub innymi niespodziewanymi zmianami w przedsiębiorstwie⁶⁰. Czytelna ekspozycja informacji daje możliwość osiągnięcia transpa-

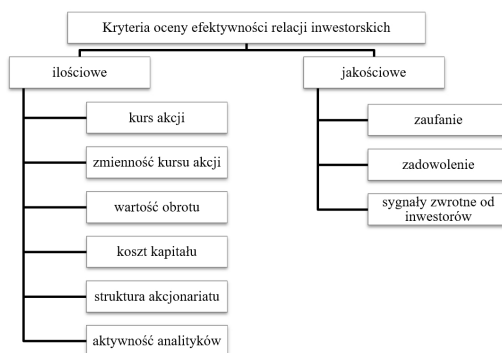
⁵⁸ D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Warszawa 2011, s. 41, 48.

⁵⁹ D. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, Warszawa 2008, s. 54.

⁶⁰ P. Usarkiewicz, *Relacje inwestorskie...* op. cit., s. 114.

rentności przez przedsiębiorstwo, a tym samym stanowi klucz do podejmowania racjonalnych decyzji inwestycyjnych. Minimalizacja niepewności wśród inwestorów dzięki wzrostowi przejrzystości wpływa na dodatkową wartość dodaną prowadzonych relacji inwestorskich⁶¹. Ich efektywność może być mierzona poprzez kryteria ilościowe i jakościowe, zilustrowane na schemacie 1.2.

Schemat 1.2. Kryteria oceny efektywności relacji inwestorskich



Źródło: D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Warszawa 2011, s. 99

Wpływ relacji inwestorskich może uwidocznic się w cenach akcji, zmienności kursu akcji w porównaniu do innych indeksów rynkowych, branżowych czy też do zmian wartości obrotów, może także wpływać na zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału. W ramach kryteriów ilościowych można ponadto zyskać wiedzę na temat struktury akcjonariuszy oraz identyfikacji ich potrzeb czy też przeanalizować aktywność analityków zajmujących się badaniem i wydawaniem rekomendacji dotyczących spółki notowanej na giełdzie⁶². Próba pomiarów efektów jakościowych dotyczy badania zaufania inwestorów do zarządu i podejmowanych przez niego decyzji, zadowolenia z prowadzonej komunikacji. Istotnym wyrazem sprawnie działających relacji inwestorskich jest pozyskanie informacji zwrotnej od jej odbior-

⁶¹ J. Dmitruk, K. Krzyżanowska, *Relacje inwestorskie jako narzędzie kształtowania reputacji spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Polityki Europejskiej, Finanse i Marketing” 2013, nr 10(59), s. 170.

⁶² D. Dziawgo, *Relacje...* op. cit., s. 98–100.

ców⁶³. Implikuje ona rozliczanie podjętych działań i formułowanie celów w krótkim i długim okresie.

Bierna postawa spółki wobec płynących z rynku sygnałów zwrotnych lub ich niewłaściwe wykorzystanie byłoby uznane za naruszenie zasad uczciwego obrotu giełdowego⁶⁴. Tworzenie pozytywnego klimatu wokół działalności spółki ma ogromne znaczenie w przypadku rozwoju firmy, ale również w sytuacjach kryzysowych. Niezbędne jest prowadzenie ciągłej komunikacji, gdyż tylko w ten sposób można budować wiarygodność przedsiębiorstwa i jego reputację. Czyniąc w ten sposób, zyskuje się oręż podczas budowania przewagi konkurencyjnej na dynamicznie zmieniającym się rynku kapitałowym. Wyzwania stawiane relacjom inwestorskim mają bardzo często charakter makroekonomiczny. Poprzez zwiększoną komunikację pomiędzy uczestnikami rynku dochodzi do redukcji asymetrii informacji, co zwiększa jego efektywność⁶⁵.

Równy dostęp do rzetelnych informacji dla wszystkich uczestników odgrywa zasadniczą rolę w procesie inwestowania. Bez efektywnego przepływu kapitału pomiędzy dawcami a biorcami kapitału nie jest możliwy ilościowy i jakościowy rozwój rynku kapitałowego, co w tym aspekcie tożsame jest z rozwojem współczesnych gospodarek.

1.4. Inwestowanie na rynku kapitałowym – strategie i ryzyko

Najpowszechniejszą definicją inwestowania pochodzącą z literatury przedmiotu jest bieżące wyrzeczenie dla przyszłych korzyści, jak również *wyrzeczenie pewnego dla niepewnej korzyści*⁶⁶. Rozkładając na czynniki pierwsze przytoczone definicje, należy wskazać, że efekty inwestycji są widoczne w bliższej lub dalszej przyszłości, w zależności od obranego przez inwestora horyzontu czasowego. W związku z ponoszonym ryzykiem inwestycyjnym wynik inwestycji jest niepewny.

⁶³ Ibidem, s. 101.

⁶⁴ I. Chojecka, *Naruszanie zasad uczciwego obrotu giełdowego przez spółki publiczne*, Warszawa 2013, s. 143.

⁶⁵ D. Dziawgo, *Relacje...* op. cit., s. 287.

⁶⁶ J. Hirshleifer, *Investment Decision Under Uncertainty: Choice-Theoretic Approaches*, „The Quarterly Journal of Economics” 1965, Vol. LXXIX, No. 4, s. 509.

Proces inwestowania jest wypadkową sprawnego posługiwania się posiadaną wiedzą ekonomiczną, dostępnymi narzędziami, metodami czy informacjami docierającymi do inwestorów dzięki relacjom inwestorskim. Inwestowanie cechuje się brakiem jednoznaczności. Jak wskazuje M. Tarczyńska-Łuniewska, proces inwestowania *odbywa się na różnych płaszczyznach rynku i gospodarki, w różnych formach i przy wykorzystaniu różnych procedur*⁶⁷. Proces ten może dotyczyć⁶⁸:

- miejsca, czyli rynku na którym odbywa się proces inwestowania, np. rynek bankowy, kapitałowy, nieruchomości;
- czasu, czyli horyzontu planowanego inwestowania;
- przedmiotu inwestowania – wybór nabywanych instrumentów finansowych lub rzeczowych wskazuje na rodzaj rynku, na którym odbywa się inwestowanie, np. rynek akcji, rynek obligacji, rynek nieruchomości, rynek metali szlachetnych, rynek sztuki itp.;
- charakterystyki inwestorów i formy organizacyjnej, pod jaką funkcjonują;
- kapitału, który oddziałuje na zakres i formę podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Jedną z głównych funkcji rynku kapitałowego jest pozyskiwanie środków finansowych na działalność inwestycyjną. Stąd też inwestycje kapitałowe mogą mieć charakter bezpośredni lub portfelowy. Inwestycje bezpośrednie dotyczą sposobów przeznaczania zgromadzonych środków finansowych na realizację przedsięwzięć gospodarczych dotyczących zmiany majątku rzeczowego, finansowania budowy obiektów itp. Z kolei inwestycje portfelowe polegają na lokowaniu kapitału finansowego w papiery wartościowe na publicznym rynku kapitałowym⁶⁹.

W filozofii inwestowania istotne znaczenie mają również preferencje inwestora, jego predyspozycje oraz akceptowalny poziom ryzyka⁷⁰.

⁶⁷ M. Tarczyńska-Łuniewska, *Inwestowanie w wartość czy we wzrost – aspekty teoretyczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 60, s. 315–322.

⁶⁸ Ibidem.

⁶⁹ M. Daniluk, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 140.

⁷⁰ Ibidem, s. 156.

Inwestorzy mogą uczestniczyć na rynku kapitałowym w sposób pośredni (decyzyjność w sprawach inwestycyjnych leży w rękach instytucji zbiorowego inwestowania) lub bezpośredni, samodzielnie kupując i sprzedając walory na rynku giełdowym⁷¹. Wybór spośród wielorakich form inwestowania powinien być podyktowany strategią inwestowania, która będzie uwzględniać czynniki decydujące o podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestora, takie jak⁷²:

- sytuacja ekonomiczna i osobista inwestora oraz jego oczekiwania,
- profesjonalizm podejmowanych decyzji inwestycyjnych wynikający z posiadanej wiedzy i doświadczenia na rynku kapitałowym,
- możliwość zaangażowania inwestora w analizowanie i systematyczny monitoring sytuacji rynkowej,
- obrany horyzont czasowy inwestycji,
- skłonność do podejmowania ryzyka.

Strategia inwestycyjna stanowi pewne uproszczenie. Jest założeniem dotyczącym sposobu działania inwestora na rynku finansowym, mającego na celu osiągnięcie korzyści inwestycyjnych względem minimalizacji poziomu ryzyka⁷³. Traktując ryzyko jako dominujące kryterium, rozróżnia się strategię agresywną, zrównoważoną i defensywną. Wybór strategii inwestycyjnej łączy się ściśle z obranym horyzontem czasowym inwestycji, stąd też należy wymienić strategię krótkookresowe i długookresowe. W zależności od formy strategii można mówić o aktywnym, pasywnym lub systematycznym podejściu do inwestowania⁷⁴.

Na rynku kapitałowym stosowane są różne strategie inwestycyjne. Żadna z nich nie może zostać wyróżniona jako niezawodna czy najbardziej efektywna. Charakter procesu inwestowania na rynku kapitałowym jest daleki od przewidywalności, stąd też dobór strategii inwestowania determinowany jest chęcią uzyskania najkorzystniejszych rezultatów z zainwestowanego kapitału. Możliwe jest to wraz z ograniczaniem ryzyka inwestycyjnego.

⁷¹ U. Banaszczyk-Soroka, *Instytucje...* op. cit., s. 32.

⁷² M. Daniluk, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 156.

⁷³ M. Tarczyńska-Łuniewska, *Inwestowanie...* op. cit., s. 317.

⁷⁴ Szerzej w: M. Daniluk, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 156; E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 161–168.

Ryzyko jest jednym z najpopularniejszych pojęć funkcjonujących w ekonomii. Należy traktować je jako mierzalną niepewność związaną z osiągnięciem zakładanego rezultatu inwestycji⁷⁵. Każdy sposób lokowania kapitału bazuje na prognozie przyszłych zjawisk, które mogą być obarczone pewnym błędem statystycznym, co z kolei rodzi niepewność wśród inwestorów. Jest ona tym większa, im dłuższy jest horyzont czasowy⁷⁶.

Ryzyko inwestycyjne towarzyszy każdej formie i rodzajowi wykorzystywanych instrumentów finansowych. Żadna ze strategii inwestycyjnych nie wyeliminuje ryzyka w całości. Inwestor może jedynie oddziaływać na jego redukcję poprzez dywersyfikowanie składu portfela. Ryzyko inwestowania na rynku kapitałowym będzie oznaczać niebezpieczeństwo uzyskania straty z inwestycji lub nieosiągnięcia zakładanego celu inwestycyjnego. Tym samym ryzyko inwestycyjne będzie traktowane jako zagrożenie w uzyskaniu oczekiwanych wyników ekonomicznych, przy czym będzie ono miało charakter potencjalny i subiektywnie odczuwany przez inwestorów⁷⁷.

Kolejnym aspektem jest koncepcja K. i T. Jajugów. Zwracają oni uwagę, iż termin ryzyka odnosi się do możliwości zrealizowania dochodu różniącego się od spodziewanego, co może być odbierane negatywnie (zagrożenie, że nie uda się osiągnąć wyniku) lub neutralnie (zagrożenie lub szansa na osiągnięcie wyniku lepszego niż zakładany)⁷⁸. Stąd też ocena ryzyka przez wielu decydentów może być każdorazowo inna. Oznacza to, że ryzyko inwestycyjne zależy nie tylko od niepewności wynikającej z sytuacji podejmowania działań inwestycyjnych, lecz także od stosunku inwestora do ryzyka i jego skłonności do podejmowania decyzji.

Ryzyko inwestycyjne na rynku kapitałowym jest również nacechowane czynnikami makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi⁷⁹.

⁷⁵ D. Dziawgo, *Rynek finansowy...* op. cit., s. 50.

⁷⁶ M. Daniluk, *Rynek kapitałowy...* op. cit., s. 145.

⁷⁷ Ibidem.

⁷⁸ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...* op. cit., s. 179–180.

⁷⁹ A. Wawiernia, I. Jonek-Kowalska, *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, Warszawa 2009, s. 76–77.

W związku z dużą zmiennością koniunktury na rynku i innymi jego właściwościami w kategoryzacji ryzyka należy uwzględnić m.in.⁸⁰:

- ryzyko rynkowe, inaczej systematyczne – stopa zwrotu z poszczególnych instrumentów finansowych uzależniona jest od ogólnej stabilności na rynku;
- ryzyko polityczne – zmiany polityczne i prawne oddziałują na stabilność sytuacji gospodarczej;
- ryzyko płynności – związane z możliwością lub brakiem zbycia, zakupu danego instrumentu finansowego;
- ryzyko finansowe – wynikające ze struktury kapitału emitenta, czyli form finansowania majątku przedsiębiorstwa uwzględniających relację kapitału obcego do własnego;
- ryzyko branżowe – związane ze specyfiką inwestowania w daną gałąź gospodarki i jej sytuację rynkową;
- ryzyko inflacji – wynik zmniejszenia siły nabywczej pieniądza;
- ryzyko stopy procentowej – zmiany stóp procentowych wpływają na zmianę poziomu opłacalności inwestycji;
- ryzyko walutowe – różnice kursowe mogą wpływać na poziom dochodów inwestorów.

Wiele różnorodnych czynników ma wpływ na koniunkturę na rynku kapitałowym. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych obarczone jest wysokim poziomem ryzyka, który jest generowany przez zjawiska makroekonomiczne, mikroekonomiczne, polityczne, a nawet społeczne. Źródła ryzyka tkwią zarówno w obszarze zarządzania przedsiębiorstwem, jak i w otoczeniu branżowym. Przedsiębiorstwa konkurują ze sobą o kapitał inwestorów, którego cena jest właśnie uzależniona od poziomu ryzyka. Racjonalny inwestor będzie dążyć do maksymalizacji zysków przy jednoczesnej awersji do ponoszenia nadmiernego ryzyka. W zamian za wyższe ryzyko będzie wymagał wyższej stopy zwrotu z inwestycji. Aspekty psychologiczne podejmowanych przez inwestorów decyzji rozszerzają powyższe rozważania.

⁸⁰ J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2008, s. 103–104; D. Korenik, S. Korenik, *Podstawy finansów*, Warszawa 2004, s. 97; D. Dziawgo, *Rynek finansowy...* op. cit., s. 52–55; M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonowania...* op. cit., s. 37–44.

ROZDZIAŁ 2

Czynniki pozaekonomiczne w decyzjach inwestycyjnych na rynku kapitałowym

2.1. Behawioralne aspekty podejmowania decyzji inwestycyjnych

Klasyczna teoria inwestowania opiera się na dwóch stwierdzeniach: zachowanie inwestorów można określić mianem racjonalnego, a rynki finansowe spełniają kryterium efektywności¹. Zgodnie z neoklasyczną teorią finansów racjonalny inwestor cechuje się skłonnością do podejmowania ryzyka, jeżeli istnieją przesłanki uzyskania dodatkowych korzyści oraz może on maksymalizować oczekiwaną użyteczność². Obserwacje nasuwają jednak przeciwne wnioski. Choć racjonalny inwestor powinien dążyć do maksymalizacji swoich zysków, kierować się twardymi przesłankami analizy fundamentalnej i technicznej oraz nie ulegać emocjom i wpływowi otoczenia, badania z gruntu psychologii pokazują jego inne oblicze. W przypadku spadania cen akcji inwestorzy niewytłumaczalnie długo zwlekają z ich

¹ Według E. F. Fama rynek efektywny to taki, gdy ceny w każdym momencie odzwierciedlają wszystkie publicznie dostępne informacje dotyczące instrumentów finansowych (E. F. Fama: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, s. 383).

² B. Żurawik, *Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, Vol. 2, No. 2, s. 203–204.

sprzedają, a z kolei za szybko wyzbywają się akcji drożących³. Podobne niezrozumiałe na gruncie logiki decyzje można przytaczać nieskończenie.

Dzięki odwołaniu się do dorobku psychologii i socjologii istnieje możliwość wyjaśnienia irracjonalnych zachowań inwestorów. Są one pokłosiem emocji, zarówno pozytywnych, jak i negatywnych, towarzyszących inwestorom w procesie podejmowania decyzji oraz mających na nie wpływ. Dzięki włączaniu behawioryzmu do finansów spektrum analityczne tej nauki rozszerza się o eksplorację rzeczywistych sposobów postępowania oraz podejmowania decyzji finansowych, jako punkt wyjścia traktując badanie ludzkiej psychiki⁴.

Istotnym jest zrozumienie różnicy pomiędzy zachowaniem irracjonalnym a nieracjonalnym. Decyzje nieracjonalne to takie, które podejmowane są nierozumnie, bez odwołań do logicznej i rzeczowej argumentacji⁵. Inwestorzy irracjonalni to grupa osób charakteryzująca się skłonnością do ulegania emocjom, złudzeniom, nastrojom, a także łatwo popadająca w naśladownictwo i ulegająca wpływowi otoczenia lub jednostek dominujących, co bardzo często prowadzi do popełniania błędów dotyczących zarządzania finansami⁶.

Zaprezentowane zjawisko zaobserwowane na rynku finansowym w długim okresie dało podstawę do wyodrębnienia finansów behawioralnych⁷. Stały się one nowym kierunkiem ekonomii behawioralnej, opozycyjnej w stosunku do paradygmatu *homo oeconomicus* i całej ekonomii tradycyjnej⁸. Finanse behawioralne można zdefiniować jako *analizę psychologicznych aspektów zachowań inwestorów przy podejmowa-*

³ E. Ostrowska, *Behawioralne podejście do inwestycji finansowych*, „Pieniądze i Więź” 2014, nr 4(65), s. 57.

⁴ S. Flejterski, *Metodologia finansów. Podręcznik akademicki*, Warszawa 2007, s. 115.

⁵ B. Zatwarnicka-Madura, *Irracjonalność zachowań konsumenta*, „Studia i Prace” 2009, nr 93, s. 14–15.

⁶ E. Ostrowska, *Behawioralne...* op. cit., s. 58.

⁷ N. Barberis, R. Thaler, *A Survey Of Behavioral Finance*, [w:] *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Elsevier Science B.V., 2003, s. 1053.

⁸ J. Polowczyk, *Podstawy ekonomii behawioralnej*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 12, s. 4–5.

niu decyzji inwestycyjnych oraz wpływ tych aspektów na zachowanie rynków finansowych⁹. W myśl za tym należy wyodrębnić następujące główne przyczyny behawioralnego podejścia do inwestowania na rynku finansowym:

- podważenie teorii o racjonalnych inwestorach i w pełni efektywnych rynkach;
- wyeksponowanie heurystyk będących uproszczonymi sposobami rozumowania, stanowiących wyjaśnienie błędnych decyzji podejmowanych na rynku finansowym;
- tradycyjne i behawioralne podejścia do zarządzania inwestycjami finansowymi powinny być traktowane jako komplementarne¹⁰.

Zjednoczenie podejścia *stricte* finansowego z wiedzą psychologiczną postuluje poruszanie się w obrębie finansów behawioralnych. Stanowią one swoiste spoiwo pomiędzy przesłankami ekonomicznymi a potrzebą badania przyczyn oraz konsekwencji decyzji inwestycyjnych, również w kontekście prognozowania. Wprowadzenie behawioryzmu do ekonomii miało miejsce około pół wieku temu, lecz to przyznanie nagrody Nobla z zakresu ekonomii D. Kahnemanowi i A. Tversky'emu w 2002 r. przyczyniło się w sposób znaczący do popularyzacji różnorodnych badań w tym obszarze. Wyszczególnili oni trzy główne rodzaje heurystyk stosowanych przez inwestorów¹¹:

- dostępność (ang. *availability*) – wnioskowanie na podstawie informacji wcześniej widzianych lub słyszanych, które zapisały się w pamięci uczestnika rynku, jak również przypisywanie wyższego prawdopodobieństwa zdarzeniom szeroko upubliczniczonym;
- reprezentatywność (ang. *representativeness*) – wnioskowanie na podstawie niereprezentatywnej próby i uogólnianie wyników

⁹ M. Czerwotka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Warszawa 2012, s. 40.

¹⁰ E. Ostrowska, *Behawioralne...* op. cit., s. 58.

¹¹ D. Kahneman, *Pułapki myślenia: o myśleniu szybkim i wolnym*, Poznań 2012; A. Cieślak, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, „Materiały i Studia” 2003, nr 165, s. 46–47; R. Bęben, *Marketing inwestorski jako proces zaspokajania potrzeb na rynku kapitałowym*, Warszawa 2013, s. 100.

do całej populacji lub formułowanie ogólnych wniosków na podstawie pojedynczych zdarzeń;

- zakotwiczenie i dostosowanie (ang. *anchoring and adjustment*) – oparcie się na informacji, która bezpodstawnie uznana została za istotną, a następnie modyfikowanie jej na potrzeby formułowania wniosków lub prognoz.

Poza wskazanymi przykładami literatura przedmiotu dostarcza szeregu innych źródeł heurystycznego przetwarzania informacji przez inwestorów, między innymi¹²:

- nadmierna pewność własnej wiedzy i umiejętności, złudzenie kontroli, nadmierny optymizm opierają się na nierealistycznym przekonaniu, że wszelkie zdarzenia będą przebiegały pozytywnie tylko dlatego, że inwestor nie zakłada innego scenariusza;
- konserwatyzm, który należy rozumieć jako niedostatecznie silną weryfikację prawdopodobieństwa zajścia jakiegoś zdarzenia pod wpływem nowych informacji;
- pułapka potwierdzania, gdy wyjaśnianie przyczyn i interpretacja zdarzeń lub informacji odbywa się przez pryzmat wygłaszanych wcześniej opinii, przyjętej postawy lub hipotezy, czyli powszechne u ludzi poszukiwanie lub interpretowanie napływających informacji w taki sposób, aby uzyskać potwierdzenie dla prezentowanych wcześniej opinii, przyjętej wobec problemu postawy lub założonej hipotezy;
- efekt myślenia wstecznego, polegający na fałszywym przekonaniu, że można było przewidzieć zaistniały bieg wypadków, a to z kolei byłoby przyznaniem się do popełnienia błędu w ocenie warunków inwestycyjnych;
- dysonans poznawczy – to nic innego jak niezgodność pomiędzy dwoma elementami poznawczymi lub wielość opinii dotyczących jednego zagadnienia;
- heurystyka afektu, czyli zachowanie nacechowane emocjonalnie prowadzące do uogólnienia właściwości danego przedmiotu,

¹² Szerzej w: P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Warszawa 2008; R. Bęben, *Marketing inwestorski... op. cit.*, s. 100–104; P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” 2003, nr 159, s. 27.

co powoduje przypisanie mu biegunowych ocen, jak dobry-zły, atrakcyjny-nieatrakcyjny itp.

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych uwarunkowane jest wieloma czynnikami behawioralnymi. Zasadne jest uwzględnianie ich w strategiach inwestycyjnych. Codzienny napływ informacji na rynek finansowy sprawia, że inwestorzy mają utrudnioną prawidłową, rzetelną analizę wszystkich dostępnych danych. Szum informacyjny zwiększa dezorientację wśród uczestników rynku finansowego, co w konsekwencji prowadzi do podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych w oparciu o schematy myślowe i upraszczanie całego procesu. Wśród najpopularniejszych inklinacji poznawczych dotyczących błędnych podstaw zachowań inwestorów należy wymienić następujące:

- awersja do strat¹³, która objawia się przedłużaniem w czasie zakończenia inwestycji przynoszącej straty, zakładając iż szybkie nadejście hossy zmieni sytuację inwestora lub oznacza zgoła odmienne zachowanie, charakterystyczne dla aktywnych inwestorów, polegające na podejmowaniu ekspresowej decyzji o wycofaniu środków z danej inwestycji i ulokowaniu ich w inne walory;
- efekt dyspozycji – dotyczy okoliczności, w której inwestorzy sprzedają akcje, na których zarobili, a przetrzymują w portfele te, na których odnotowali stratę w wyniku odczuwania żalu z powodu dumy lub porażki wynikającej z osiągniętego wyniku finansowego;
- efekt utopionych kosztów – zjawisko polegające na tym, że ludzie są skłonni tkwić przy podjętej wcześniej decyzji (nawet jeśli jest ona dla nich niekorzystna), jeśli tylko jej podjęcie było związane ze znacznym nakładem środków pieniężnych, czasu lub pracy¹⁴;
- efekt posiadania – wynika z przywiązania właściciela do danego aktywa i zawyżania jego wartości w przypadku sprzedaży o wartość sentymentalną, traktując je w sposób uprzywilejowany w stosunku do innych posiadanych aktywów¹⁵;

¹³ P. Zielonka, *Czym są finanse behawioralne...* op. cit., s. 24.

¹⁴ R. Pastusiak, *Czynniki psychologiczne a skuteczność inwestycyjna na rynku kapitałowym*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, Vol. 2, No. 4, s. 321.

¹⁵ Ibidem.; S. Huck, G. Kirchsteiger, J. Oechssler, *Learning to like what you have – explaining the endowment effect*, „Economic Journal” 2005, nr 115(505), s. 689–702.

- księgowanie mentalne, polega na nieracjonalnym segregowaniu różnych rodzajów inwestycji i rozważaniu każdej z nich oddzielnie w funkcji potencjalnych zysków i strat;
- hedoniczne kadrowanie, polega na agregowaniu bądź segregowaniu przez decydenta przepływów pieniężnych w celu uzyskania wyższego poziomu satysfakcji;
- efekt *status quo*, wynika z niechęci do zmian, która wzrasta wraz z poziomem skomplikowania podejmowanej decyzji,
- efekt halo lub inaczej efekt aureoli – to tendencja do automatycznego przypisywania oceny na podstawie pozytywnego lub negatywnego pierwszego wrażenia¹⁶.

Nurt badawczy finansów behawioralnych należy rozpatrywać zarówno w zakresie analizy zachowań inwestorów, jak i całego rynku.

Behawioralne podstawy zachowań inwestorów zintegrowane są z danym rodzajem emocji towarzyszącej podczas podejmowania decyzji. Optymizm i entuzjazm w ocenie sytuacji rynkowej będzie zwiększał skłonności do skorzystania z danej możliwości inwestycyjnej. Z kolei pogorszenie koniunktury gospodarczej będzie budzić negatywne emocje typu niepokój, strach, a nawet panikę, co może wpłynąć na podejmowanie nieuzasadnionych decyzji lub zaniechanie jakichkolwiek w przypadku niskiej skłonności do podejmowania ryzyka¹⁷. Emocje towarzyszące inwestorowi mogą mieć charakter spodziewanych (*anticipated emotions*), czyli będących konsekwencją podjętej decyzji i jej skutków lub natychmiastowych (*immediate emotions*), powstających bezpośrednio podczas podejmowaniu alternatywnych decyzji¹⁸. Zmiana optyki analizy rynku finansowego pozwala na dogłębne rozpoznanie przyczyn niespodziewanych zmian trendów na rynku, a na-

¹⁶ R. Bęben, *Marketing inwestorski... op. cit.*, s. 102.

¹⁷ A. Buszko, K. Wojtowicz, K. Szumowska i in., *Finanse behawioralne w niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym*, Olsztyn 2015, s. 14-15.

¹⁸ T. Schloesser, D. Dunning, D. Fetchenhauer, *What a Feeling: The Role of Immediate and Anticipated Emotions in Risky Decisions*, „Journal of Behavioral Decision Making” 2013, No. 26, s. 13-14, za: K. Czechowska, *Wybrane uwarunkowania podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości – ujęcie behawioralne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, tom 1, nr 36, s. 18, 2014.

wet kryzysów finansowych¹⁹. Finanse behawioralne stają się bardzo dobrym narzędziem opisowym i interpretacyjnym²⁰.

Poza emocjami warunkującymi decyzje inwestora należy uwzględnić takie jego cechy indywidualne, jak płeć, wiek, wykształcenie, zaemożność, a także wiedzę i doświadczenie w inwestowaniu²¹. Cechy te będą warunkowały rodzaj preferowanych aktywów inwestycyjnych, strategii inwestycyjnych, a także będą oddziaływały na poziom akceptowalnego ryzyka inwestycyjnego.

Analiza behawioralnych zachowań rynków, w tym rynku kapitałowego, wymaga badania zbiorowości inwestorów, gdyż zakłada się, iż zachowania jednostki będą różniły się od reakcji tłumu. Ponadto zachowania jednostki ulegają zmianie w momencie integracji ze zbiorowością²². Silnie emocjonalnie nacechowane zachowanie jednostki przekłada się na całą grupę, stąd też wyodrębniono takie kategorie pojęciowe, jak psychologia tłumu czy zachowania stadne.

Tłum określa się mianem łatwowiernego, podatnego na sugestie, negującego wszelkie ograniczenia zbioru osób, co powoduje, że na giełdach można zaobserwować liczne anomalie wpływające na zmianę cen akcji²³. Prowadzone badania w tym zakresie przyczyniły się do zdefiniowania chociażby anomalii kalendarzowych, takich jak efekt końca tygodnia, miesiąca lub roku²⁴. Finanse behawioralne służą również wyjaśnianiu i interpretacji zachowań inwestorów na rynkach kapitałowych w odpowiedzi na wydarzenia o randze światowej. Chodzi tu chociażby o atak terrorystyczny na World Trade Center w Nowym Jorku w 2001 r. lub kryzys finansowy z lat 2007–2009²⁵.

¹⁹ Szerzej w: K. Gorał, *Szaleństwo czy racjonalność? Analiza wybranych krachów giełdowych w świetle teorii finansów behawioralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 173–183.

²⁰ M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne...* op. cit., s. 183.

²¹ E. Ostrowska, *Behawioralne...* op. cit., s. 60.

²² T. Plummer, *Psychologia rynków finansowych*, Warszawa 1995, s. 11–12.

²³ E. Ostrowska, *Behawioralne...* op. cit., s. 60.

²⁴ Szerzej w: E. Łon, *Efekty sezonowe na rynkach akcji*, „Pieniądze i Więź” 2014, nr 3(64), s. 69–77; A. Szyszka, *Efektywność rynku kapitałowego a anomalie w rozkładzie czasowym stóp zwrotu*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 12, s. 54–61.

²⁵ E. Ostrowska, *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny. Metody oceny*, Warszawa 2014; M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne...* op. cit., s. 182–190.

Uwzględnienie uwarunkowań behawioralnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest niezbędne gdyż zachowania inwestorów na rynkach finansowych nie można każdorazowo uznać za racjonalne. Abstrahując od kwestionowania podstaw ekonomii neoklasycznej, należy stwierdzić, że finanse behawioralne umożliwiają świeże spojrzenie na motywy decyzyjne, rozszerzając przy tym spektrum możliwości poznawczych i wyjaśniających procesy zachodzące na rynku finansowym.

2.2. Osobowość a decyzje inwestycyjne

Założenie, że działania podejmowane przez inwestorów są racjonalne, ma swe ugruntowanie w logice. Formułowane jest na podstawie uzasadnionych merytorycznie przesłanek, ale jak pokazano w poprzednim podrozdziale, powinno być również rozszerzone o wpływ czynników psychologicznych. Niestandardowe spojrzenie na wpływ ludzkiej osobowości na zachowania inwestycyjne jest niezbędne, by móc badać przyczyny podejmowanych decyzji oraz ich konsekwencje.

Nurtującym staje się poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, jakie efekty finansowe uzyskują osoby o danej kombinacji cech, a w szczególności czy przesłanki towarzyszące wyborowi walorów inwestycyjnych będą się znacząco różnić dla danego indywiduum. Jak pokazują badania, inwestowanie traktowane jako proces wywiera znaczący wpływ na sposób zmiany wzorców zachowań ludzi na rynku finansowym²⁶.

Osobowość dostarcza informacji na temat sposobu, motywów zachowań ludzi i identyfikacji różnic. Stąd też osobowość *odnosi się do cech psychologicznych, które przyczyniają się do (względnie) trwałych i wyróżniających daną jednostkę wzorców odczuwania, myślenia i zachowania*²⁷. Pierwsze typy osobowości zostały wyróżnione przez Hipokratesa oraz Galena w starożytności. Na podstawie analizy składu biologicznego

²⁶ M. Parsaeemehr, F. Rezeai, S. Sedera, *Personality Type Of Investors And Perception Of Financial Information To Make Decisions*, „Asian Economic and Financial Review” 2013, nr 3(3), s. 284.

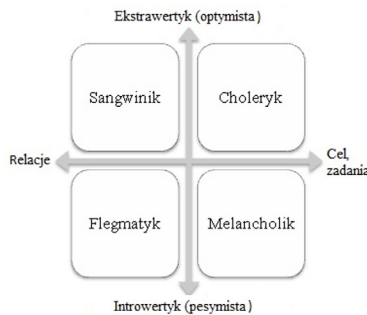
²⁷ L. Pervin, O. John, *Osobowość. Teoria i badania*, Kraków 2011, s. 10.

ludzi oraz korespondujących zachowań wyodrębnione zostały cztery główne typy osobowości, a mianowicie: wesoły sangwinik, smutny melancholik, porywczy choleryk i zrównoważony flegmatyk²⁸.

Autorem innej propozycji jest psycholog C. G. Jung (1875–1961). Szwajcar postawił na dwubiegunowość ludzkiej natury, co pozwoliło mu na wyodrębnienie typu introwertycznego i ekstrawertycznego. Introwertyk charakteryzuje się brakiem pewności siebie, nieśmiałością, pesymistycznym spojrzeniem na świat, natomiast ekstrawertyk to jego przeciwieństwo – człowiek otwarty i towarzyski²⁹.

Co ważne, żaden człowiek nie reprezentuje tylko jednego zestawu cech, lecz ich kombinacje. Jak pokazano na schemacie 2.1., każdy inwestor może być umiejscowiony w pobliżu wypadkowej osi pionowej i poziomej z uwzględnieniem jego zorientowania na osiągnięcie celów lub budowanie relacji.

Schemat 2.1. Typy temperamentu inwestorów



Źródło: Opracowanie własne

Chcąc określić portret inwestycyjny sangwinika, należy domniemywać, że jego awersja do dyscypliny oraz reguł będzie wpływać na zaniechanie inwestowania wymagającego przestrzegania pewnych z góry określonych zasad. Podczas inwestowania w akcje, gdzie mamy do czynienia z podatnością zmiany kursów w wyniku niekorzystnych

²⁸ G. Moćko, *Podjęmowanie decyzji inwestycyjnych a cechy osobowości inwestora*, [w:] *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, A. Adamska, A. Fierla (red.), Warszawa 2011, s. 164.

²⁹ A. Stefańczyk, *Psychologia wywierania wpływu i psychomanipulacji*, Gliwice 2008, s. 12–14.

informacji płynących z innych rynków czy przedsiębiorstw, podejmowanie szybkich decyzji przez sangwinika będzie obarczone dużym poziomem nietrafności lub zaniechaniem jakiegokolwiek działania³⁰.

Zachowanie melancholika będzie przeciwne. Jest perfekcjonistą, dba o szczegóły, stawia sobie cele długookresowe. Spółki, które trafiają do jego portfela, są poddane dokładnej analizie. W związku ze skrupulatnością i podejmowaniem decyzji na podstawie gruntownie zebranych danych melancholik będzie miał trudność w podejmowaniu decyzji *ad hoc*. Wszelkie sukcesy będzie odnosił, inwestując w długim horyzoncie czasu, np. na rynku nieruchomości, zupełnie nie odnajdując się w krótkoterminowych spekulacjach na rynku akcji³¹.

Choleryk to osoba zdecydowana, ukierunkowana na cel, podatna na podejmowanie decyzji pod wpływem emocji. Podejmowanie decyzji impulsywnie, bez analizy konsekwencji podejmowanych działań obarczone jest szczególnie wysokim ryzykiem³². Huśtawka nastroju może wpływać niekorzystnie na wyniki inwestycyjne podczas inwestowania na giełdzie, co następnie wpłynie na pogorszenie jego samopoczucia. Nadrzędną częścią składową portfela inwestycyjnego choleryka będą zatem nieruchomości, ze względu na charakter długoterminowy inwestycji i wolność w podejmowaniu decyzji na temat przedmiotu inwestycji. Samozadowolenie z posiadania decyzyjności, wzbudzanie podziwu u innych osób jest dla choleryka cenniejsze niż wysokie zyski finansowe³³.

Flegmatyk to osoba unikająca skrajności, dążąca do równowagi i stabilizacji. Wśród wszystkich temperamentów charakteryzuje się największym stonowaniem emocji i zdolnością do zachowania spokoju. Portfel inwestycyjny mogą stanowić akcje większych spółek, jak również będą poczynane inwestycje emocjonalne ze względu na sentymentalną duszę flegmatyka. W tym przypadku można mówić o ak-

³⁰ G. Moćko, *Podejmowanie ... op. cit.*, s. 172.

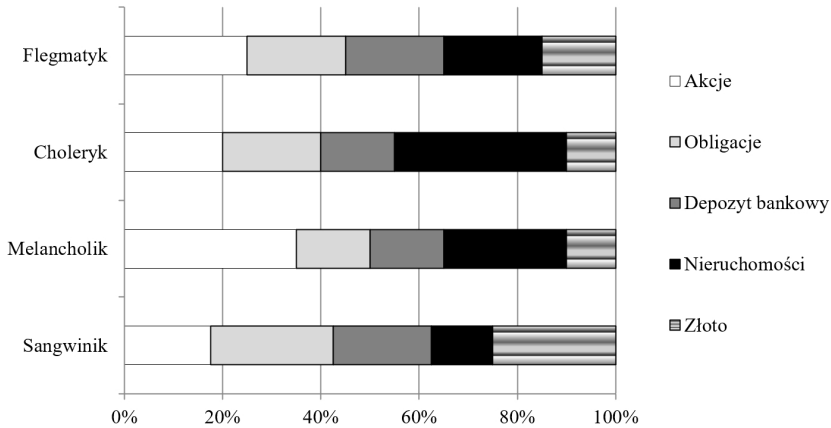
³¹ *Ibidem*, s. 173.

³² A. Porczyńska-Ciszewska, *Cechy osobowości a doświadczanie szczęścia i poczucie sensu życia*, Katowice 2013, s. 95.

³³ G. Moćko, *Podejmowanie ... op. cit.*, s. 174.

ceptacji mniejszego zysku w długim okresie³⁴. Zestawienie czterech temperamentów i przykładowej struktury ich portfeli inwestycyjnych przedstawiono na schemacie 2.2.

Schemat 2.2. Struktura portfela inwestycji odzwierciedlająca typ osobowości sangwinka, melancholika, choleryka i flegmatyka dla wybranych klas aktywów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: G. Moćko, *Podjęmowanie decyzji...* op. cit., s. 172–176

Ciekawą typologię inwestorów, bazując na ich osobowości, przedstawił D. Niederman, który wyróżnił sześć następujących typów, a mianowicie³⁵:

- łowca – to osoba poszukująca okazji inwestycyjnych, kierująca się strategią inwestowania w wartość, podchodząca do zmieniającej się koniunktury rynkowej elastycznie, ceniąca sobie należyście zebrane dane o rynku i inwestycjach;
- wizjoner – wybiera nowoczesne sposoby inwestowania, jednocześnie wyrażając potrzebę samodzielnej kontroli nad daną inwestycją;

³⁴ Ibidem, s. 175.

³⁵ D. Niederman, *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy okazji... Profile psychologiczne inwestorów giełdowych*, Warszawa 2000, s. 19–92; M. Maciejasz-Świątkiewicz, *Osobowościowe predyktory inwestowania indywidualnego*, „Studia z Psychologii w KUL” 2012, tom 18, s. 31–33.

- kontrarianin – chętnie inwestuje indywidualnie, a jego wybory odbiegają od typowo rynkowych;
- sentymentalista – to typ inwestora-konserwatysty, przywiązanego emocjonalnie do przedmiotu inwestycji, niechętnie zmieniający skład portfela inwestycyjnego;
- sceptyk – to inwestor, który ze względu na ilość porażek odniesionych podczas inwestowania na rynku finansowym mocno się z nimi utożsamia, w wyniku czego jest on wymagający w ocenie każdej inwestycji;
- trader – za cel stawia sobie osiągnięcie zysków w krótkim okresie, stąd też jego działania skoncentrowane są na ciągłej kontroli sytuacji na rynku finansowym;
- poszukiwacz przygód – to inwestor charakteryzujący się dużą skłonnością do podejmowania ryzyka inwestycyjnego.

Wskazane charakterystyki typów inwestorów korespondują z klasami aktywów, które mogą przeważać w ich portfelach inwestycyjnych, co w ramach zestawienia zostało pokazane w tabeli 2.1.

Tabela 2.1. Typy inwestorów indywidualnych oraz ich inwestycji według D. Niedermana

Typ inwestora	Typ inwestycji
łowca	inwestowanie według wartości
wizjoner	spółki wzrostowe
kontrarianin	spółki przewyciężające kryzys
sentymentalista	stare dobre firmy
sceptyk	inwestycje z pewnym zyskiem
trader	okazje krótkoterminowe
poszukiwacz przygód	inwestycje spekulacyjne

Źródło: D. Niederman, *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy...* op. cit., s. 93

Poza temperamentem istotne są cechy instrumentalne osobowości, takie jak umiejętności umysłowe i praktyczne, wpływające na skuteczną realizację zadań. Wiedza i umiejętności dotyczące poruszania się po zagadnieniach związanych z inwestowaniem determinują poziom

zaangażowania środków inwestycyjnych w dane klasy aktywów. Tym samym osobowość, wiedza i inteligencja wpływają na tworzenie zindywidualizowanych strategii inwestycyjnych³⁶.

2.3. Inne pozaekonomiczne motywy podejmowania decyzji przez inwestorów

Opisywane w poprzednich podrozdziałach behawioralne motywy podejmowania decyzji, jak również konstrukcja psychiki człowieka, składają do rozszerzania uwarunkowań podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Wymaga to interdyscyplinarnego spojrzenia na cały proces decyzyjny, w tym pogłębionych badań otoczenia i bodźców oddziałujących na inwestora.

Wśród czynników mających dodatkowo wpływ na rodzaj podejmowanych decyzji przez inwestora są m.in. motywy podejmowanych działań, przekonania, ocena zjawisk ekonomicznych, wizja przyszłości, jak również stosunek do ryzyka³⁷. Powyższe czynniki mogą być pogrupowane na uwarunkowania wewnętrzne i zewnętrzne.

Uwarunkowania wewnętrzne opierają się głównie na inwestorze i towarzyszących mu motywach, celach i wyrażanych postawach. Uwarunkowania zewnętrzne to kultura lub grupa odniesienia znajdująca się w otoczeniu inwestora i na niego oddziałująca³⁸.

Motywy działania inwestorów są bardzo zróżnicowane. Poszukiwanie źródeł zachowań staje się ciekawym i niewyczerpanym obiektem eksploracji. Jak wskazują G. R. Foxal i R. E. Goldsmith, ludzie dokonują zakupu danych produktów nie tylko z powodu ich wartości użytkowej (zysku z inwestycji), lecz także chociażby z potrzeby wyrażenia swojego statusu, wywarcia wrażenia na innych czy też zerwania z rutyną pracy na etacie³⁹.

³⁶ G. Moćko, *Podjęmowanie ... op. cit.*, s. 177–178.

³⁷ K. Markowski, *Podmiotowe uwarunkowania decyzji inwestycyjnych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka” 2002, nr 965, s. 256–257.

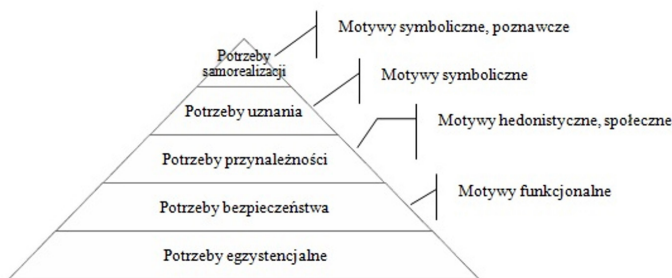
³⁸ K. Czechowska, *Wybrane uwarunkowania...* op. cit., s. 21 i nast.

³⁹ G. R. Foxal, R. E. Goldsmith, *Psychologia konsumenta dla menedżera marketingu*, Warszawa 1998, s. 185.

Spółecznie naganne mogą być inwestycje niezgodne z zasadami religijnymi, wspierającymi przedsiębiorstwa łamiące prawo, wykorzystujące pracę dzieci. Unikanie inwestycji o podwyższonym poziomie ryzyka może być związane z dbałością o własne zdrowie fizyczne i psychiczne lub wybór stabilnej strategii pomnażania majątku. W opinii inwestującego narażenie się na dodatkowy stres i niepokój nie jest warte pełnego zaangażowania.

Motywy podejmowania decyzji inwestycyjnych mogą współgrać z realizacją potrzeb określonych przez A. Masłowa. Za korespondujące należy uznać motywy funkcjonalne, hedonistyczne, symboliczne i poznawcze, przedstawione na schemacie 2.3. Wymienione motywy mogą oddziaływać na rodzaj podejmowanej decyzji lub może ona wynikać z jednej z nich, najbardziej dominującej⁴⁰.

Schemat 2.3. Motywy podejmowania decyzji inwestycyjnych a piramida potrzeb Masłowa



Źródło: Opracowanie własne

Motywy funkcjonalne związane są zaspokajaniem najważniejszej potrzeby, a mianowicie bezpieczeństwa. Inwestor będzie osobą kierującą się racjonalnymi pobudkami, podejmującą się analizy ofert inwestycyjnych pod kątem ich ceny, ryzyka, zakresu dostępnych informacji.

Motywy hedonistyczne towarzyszą inwestorowi emocjonalnie zaangażowanemu w zakup, posiadanie, a następnie sprzedaż aktywów inwestycyjnych. Zachowanie w pamięci rezultatów inwestycji kodowane jest za pomocą emocji, które mu w danym momencie towarzy-

⁴⁰ A. M. Zawadzka, *Dlaczego przywiązujemy się do marki?*, Gdańsk 2006, s. 25.

szyły, co stymuluje go do podejmowania kolejnych kroków na rynku finansowym.

Motywy symboliczne służą realizacji najwyższych potrzeb, tj. samorealizacji i uznania. Mogą one objawiać się w próbie demonstrowania swojego statusu poprzez posiadanie danych walorów. Odgrywanie roli inwestora może mieć znaczący wpływ na samoocenę i własną wizję siebie, traktując fakt przynależności do grona inwestorów jako dołączenie do elity społeczeństwa.

Motywy społeczne to sprzężenie zwrotne pomiędzy inwestorem a otoczeniem i bodźcem wywierania wpływu na określony typ zachowania na rynku finansowym. Korespondują one z potrzebą przynależności w hierarchii potrzeb Masłowa.

Motywy poznawcze towarzyszą inwestorom zainteresowanym samodoskonaleniem w kwestii edukacji finansowej, jak również poznania samego siebie (umiejętności, słabości, mocne strony) i rozwoju osobistego⁴¹.

W związku z negacją racjonalności inwestorów przez finanse behawioralne motywy funkcjonalne nie są wystarczające w opisie pobudek podejmowania decyzji inwestycyjnych. Rozszerzenie spektrum czynników oddziałujących na podejmowane przez inwestorów kroki na rynku finansowym umożliwia przygotowanie bardziej dopasowanych do potrzeb decydentów ofert inwestycyjnych, co w prostej linii wpływa na wzrost konkurencyjności instrumentów finansowych na rynku kapitałowym⁴².

Kolejnym czynnikiem warunkującym wybory inwestorów jest wizja przyszłości. Jest ona wynikiem wiedzy na temat przedmiotu przewidywań i nadanego subiektywnego prawdopodobieństwa wystąpienia danej zmiany i jej kierunku⁴³. Inwestor może dokonywać predykcji dotyczącej koniunktury gospodarczej, wielkości wskaźników ekonomicznych czy poziomu własnych przyszłych dochodów. Percepcja przyszłości wpływa na ocenę poziomu ryzyka inwestycyjnego, a to z kolei na skłonność do podejmowania decyzji.

⁴¹ R. Bęben, *Marketing inwestorski...* op. cit., s. 120–121.

⁴² *Ibidem*, s. 121.

⁴³ K. Markowski, *Podmiotowe uwarunkowania...* op. cit., s. 8.

Interesującym czynnikiem jest również poczucie kontroli przez inwestora, które należy rozumieć jako przekonanie co do źródła jego wyników finansowych. Przy czym to przekonanie budowane jest wraz z nabywaniem indywidualnych doświadczeń. W tym aspekcie można zaobserwować dwa typy osób. Jedni utożsamiają swój sukces jak i porażkę z sytuacją zewnętrzną, która była całkowicie od nich niezależna. Drudzy wszystkie rezultaty przypisują własnym działaniom i pracy⁴⁴.

Nawiązując do bodźców zewnętrznych, należy zwrócić uwagę na rolę czynników kulturowych i socjologicznych. Tak, jak w przypadku inwestorów na rynku nieruchomości można mówić o nadawaniu statusu społecznego w zależności od rodzaju posiadanej nieruchomości. Decyzje podejmowane przez inwestorów będą determinowane płcią, statusem rodzinnym, materialnym, zawodowym, posiadanymi grupami odniesienia. W związku z tym, że postrzeganie świata czy wartości rodzinnych wynika z położenia geograficznego i oddziałuje na podejmowanie decyzji ekonomicznych, zostało ono objęte badaniem przez tzw. finanse kulturowe. Jak się okazuje, model kulturowy G. Hofstede pomaga również wyjaśnić wybór strategii inwestycyjnych w kontekście danego obszaru kulturowego, w którym to wymiarze geograficznym funkcjonuje inwestor⁴⁵.

Zjawiska występujące na rynku finansowym przestają być wytłumaczalne na gruncie logiki. Stają się wypadkową osobowości inwestora, emocji towarzyszących jego wyborom oraz innych czynników mających swe źródło w psychologii, socjologii i otoczeniu kulturowym. Finanse jako nauka wymaga interdyscyplinarnego spojrzenia wewnątrz zachodzących procesów i czerpania wiedzy z dorobku innych nauk, nie tylko matematycznych, lecz także społecznych. Stąd też kolejnym krokiem jest zwrócenie uwagi na powiązania z etyką biznesu oraz tradycyjnym i współczesnym spojrzeniem na funkcjonowanie przedsiębiorstw.

⁴⁴ Ibidem, s. 10.

⁴⁵ M. Czerwonka, R. Buczkowski, *Finanse kulturowe*, „Studia i Prace” 2013, nr 132, s. 55–72.

ROZDZIAŁ 3

Podstawy etyki biznesu i koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym

3.1. Uwarunkowania etyczne w biznesie

Etyka biznesu to jedna z najnowszych koncepcji w nauce o zarządzaniu, otwierająca nową drogę eksploracji naukowych na gruncie finansów. Etyczne problemy gospodarowania towarzyszą ludzkości od wieków. Postępująca globalizacja stwarza szanse rozwoju dla przedsiębiorstw, skraca geograficzny i kulturowy dystans, jednocześnie często sięjąc spustoszenie zasad i wartości. Problemy, które powstają w jej wyniku, nie mogą być rozwiązane na poziomie logiki funkcjonalnej. Aby zapanować nad miszmaszem postaw dotyczących używania pieniądza, informacji czy technologii, głównym motywem wyborów człowieka staje się dbałość o godność osobistą¹.

Słowo etyka pochodzi od greckiego *ethos* – obyczaj, *ethikos* – zwyczajowy. Za protoplastę tej dziedziny należy uznać Arystotelesa, który etykę potraktował jako sferę filozofii praktycznej zajmującą się zagadnieniami moralnymi w odniesieniu do kategorii dobra i zła. W centrum etyki stawia się wartości, oceny bądź zachowania moralne, które społeczeństwo wykorzystuje, by wywierać wpływ na podejmowanie lub zaniechanie działań². Zadaniem etyki jest zatem *wskazanie meto-*

¹ *Etyka, finanse a wartość przedsiębiorstwa*, S. Lanza, M. Calcaterra, F. Perrini (red.), Sopot 2010, s. 36.

² H. Chwistecka-Dudek, *Koncepcja etyki w procesach zarządzania przedsiębiorstwem*, Dąbrowa Górnicza 2014, s. 23.

dycznie sprawdzonych podstaw do sprawiedliwego, rozumnego i sensownego działania oraz (wspólnego) życia³.

Działalność gospodarcza w ramach etyki postrzegana jest przez pryzmat tzw. czterech E, czyli charakterystyk takich, jak efektywność, ekonomiczność (gospodarczość), etyczność oraz edukacja prakseologiczna i etyczna, skoncentrowana na moralnej stronie działań gospodarczych⁴. Zaprezentowane wartości, jak przedstawia to H. Chwistecka-Dudek, można rozpatrywać w kontekście stopnia ich współzależności. W sensie analitycznym ekonomiczność i efektywność to przyczynek każdej działalności gospodarczej, a etyczność odwołuje się do norm funkcjonujących w jej ramach. Oznacza to, że są one od siebie niezależne. Z punktu widzenia jakości działań ludzi i wyrażanych przez nich wartości takie syntetyczne podejście wskazuje na istnienie zależności w kontekście aksjologicznym⁵. Etyka biznesu nie neguje racjonalnych przesłanek dokonywanych przedsięwzięć, lecz wyraża ideę konsensusu w dążeniu do realizacji celów ekonomicznych i moralno-humanistycznych⁶. Tym samym etyka biznesu staje się *systematycznym studium kwestii moralnych (przekonania, normy, wartości, itd.) występujących w biznesie, przemyśle, bankowości oraz związanych z nimi rodzajami działalności, instytucji i – ogólnie – praktyki zachowań ludzi*⁷. Jej zainteresowania koncentrują się na sposobie działania ludzi i całych organizacji na pozytywnej zasadzie *jak jest*, ale i normatywnej, czyli *jak powinno być*. Stąd też etyka biznesu jest źródłem reguł, standardów oraz kodeksów postępowania, będących drogowskazem na moralnej i uczciwej drodze prowadzenia biznesu⁸.

Wszelkie zasady etyczne odnoszą się do stosunków między ludźmi ze sfery biznesowej a społeczeństwem, pomiędzy poszczególnymi osobami w środowisku biznesowym, jak również samooceny czło-

³ T. Styczeń, *Wprowadzenie do etyki*, Lublin 1993, s. 26 i n.

⁴ W. Gasparski, *Wykłady z etyki biznesu*, Warszawa 2007, s. 46-47; H. Chwistecka-Dudek, *Koncepcja etyki...* op. cit., s. 24.

⁵ H. Chwistecka-Dudek, *Koncepcja etyki...* op. cit., s. 25.

⁶ Ibidem.

⁷ W. Gasparski, *Wykłady z etyki...* op. cit., s. 27.

⁸ H. Chwistecka-Dudek, *Koncepcja etyki...* op. cit., s. 26-27.

wieka biznesu⁹. Istotnym jest określenie, w jakim systemie etycznym się poruszamy. System etyczny składa się z *uporządkowanych poglądów zawierających argumentację, mającą przekonać do respektowania i realizowania określonych wartości w sposób wyznaczony przez podane normy moralne*¹⁰. Główne systemy etyczne to etyka autonomiczna, etyka heteronomiczna, konsekwencjonalizm i deontologizm (etyka obowiązku)¹¹.

Etyka autonomiczna głosi, że zasady moralne pochodzą od człowieka, który sam tworzy i przefiltrowuje przez siebie wszelkie normy i szanuje te, które według jego własnej oceny wpisują się w jego osobisty kanon zachowań rozumianych jako moralne. Przykładem takiej etyki jest etyka I. Kanta i jego słynne słowa *Niebo gwiazdziste nade mną i prawo moralne we mnie*.

Etyka heteronomiczna, przeciwnie do autonomizmu, wskazuje na zewnętrzne pochodzenie wszelkich norm moralnych, m.in. z religii, prawa lub grup społecznych.

Z kolei konsekwencjalizm źródeł moralności upatruje w ocenie skutków danego podjętego lub zaniechanego działania. Etyki konsekwencjonalistyczne nazywane są często etykami racjonalistycznymi, gdyż dążą do określania następstw danego czynu, z drugiej zaś strony etykami naturalistycznymi, wskazującymi, że człowiek z natury usiłuje zwiększać pozytywne skutki swoich działań, a minimalizować negatywne¹².

Ostatnią propozycją etyczną jest deontologizm, inaczej etyka obowiązku, skupiająca się na intencjach podejmowania danego czynu. Działania moralne są wybierane z poczucia obowiązku, które może być autonomicznie związane z człowiekiem lub wynikać z ujęcia heteronomicznego¹³.

Przedstawione systemy mają istotne przełożenie na badanie sprzężenia między etyką a biznesem i konstytuowania postaw moralnych. Nie jest to proste, gdyż zawoalowana wieloczynnikowość działalności gospodarczej prowadzonej w duchu kapitalizmu prowadzi do roz-

⁹ Ibidem, s. 27.

¹⁰ B. Klimczak, *Etyka gospodarcza*, Wrocław 2011, s. 45–47.

¹¹ Ibidem.

¹² B. Klimczak, *Etyczne otoczenie...* op. cit., s. 29.

¹³ Ibidem, s. 32–33.

wiązłości w tym obszarze. Rynkowe przyzwolenie *cel uświęca środki* powoduje, że makiaweliczne przesłanie może prowadzić do nadużyć. Wewnętrzny opór, zewnętrzny nacisk lub wyznacznik dobrych standardów są źródłami zachowań moralnych w biznesie.

Etykę biznesu należy traktować jako interdyscyplinarne spojrzenie na wartości, zasady i normy moralne towarzyszące człowiekowi w jego działalności praktycznej. Wymaga to spojrzenia z perspektywy ekonomicznej (sytuacji makroekonomicznej i mikroekonomicznej w ujęciu czasowym i geograficznym), jak i głęboko filozoficznej oraz socjologicznej¹⁴. Jak pokazano w tabeli 3.1., etyka nasycza ekonomię zainteresowaniem człowiekiem, dobrem wspólnym i zaspokajaniem potrzeb wszystkich członków społeczeństwa.

Tabela 3.1. Charakterystyka etyki biznesu

Kryterium	Etyka	Ekonomia	Etyka biznesu
Cel	Doskonalenie się człowieka	Zysk i przetrwanie	Zysk społeczny lub interes publiczny
Dziedzina zainteresowań	Człowiek i relacje międzyludzkie	Produkcja i wymiana	Społeczne i gospodarcze relacje międzyludzkie
Stosowana metoda	Refleksja (autorefleksja)	Metody ilościowe	Refleksja i metody ilościowe
Kryterium oceny	Zgodność z obowiązującymi normami, reguły moralne	Skuteczność, reguły techniczne	Integralny rozwój, dobrowolność
Pojęcia konstytuujące	Grecka idea dobra	Wolny rynek, dobra materialne	Dobro wspólne, odpowiedzialność
Postawa	Życzliwość	Walka konkurencyjna, indywidualizm	Uczciwa konkurencja lub współpraca
Charakter struktury podstawowej	Życie	Gra, działanie instrumentalne	Wspólnota, działanie komunikacyjne

Źródło: J. Filek, *Wprowadzenie do etyki biznesu*, Kraków 2001, s. 22

¹⁴ H. Chwistecka-Dudek, *Koncepcja etyki...* op. cit., s. 29.

Etyka biznesu wyraźnie skłania się do osiągania zysków społecznych, będących szerszą kategorią niż zysk czysto ekonomiczny. To przekłada się na stosowanie metod ilościowych w ocenie podejmowanych inicjatyw z uwzględnieniem autorefleksji podmiotu-uczestnika rynku na temat zgodności podejmowanej decyzji z jego profilem moralnym.

Etyka biznesu może być realizowana na trzech poziomach działań gospodarczych, a mianowicie¹⁵:

- makroekonomicznym, kiedy przedmiotem etyki objęty jest cały system gospodarczy;
- przedsiębiorstw i ich relacji z interesariuszami¹⁶;
- jednostki, kiedy badaniem objęte są działania poszczególnych uczestników rynku.

Odmienne cele i interesy poszczególnych gospodarek czy przedsiębiorstw inklinują do wprowadzania ogólnych standardów i wytycznych wspierających sektor publiczny i prywatny we wdrażaniu etyki do życia gospodarczego. Jest to warunek konieczny rozwiązywania współczesnych problemów dotyczących nieuczciwej konkurencji, degradacji środowiska i nadużyć na różnych rynkach. Rozpatrywanie tych zjawisk przez pryzmat budowy dobra wspólnego wspiera rozwój i staje się czynnikiem konkurencyjności. Normatywny charakter etyki biznesu zmusza wszystkich uczestników rynku do refleksji nad własnymi decyzjami i źródłem norm moralnych. Etyczna postawa w biznesie to taka, w której na pierwszym miejscu stawia się uczciwą konkurencję.

3.2. Definiowanie społecznej odpowiedzialności biznesu

Społeczna odpowiedzialność biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR) ma korzenie w etyce biznesu. Ze względu na swój interdyscyplinarny charakter trudno określić w sposób dokładny moment historyczny, w którym koncepcja stała się integralną częścią rozważań ekonomicznych. Jej teoretycznych podstaw należy doszukiwać się zarówno w ekonomii instytucjonalnej, jak i behawioralnej. Z biegiem lat można zaobserwować ewoluowanie rozumienia społecznej odpo-

¹⁵ Ibidem, s. 30.

¹⁶ O czym szerzej w podrozdziale 3.3.

wiedzialności od etyki biznesu do koncepcji obywatelskiego przedsiębiorstwa (*Corporate Cizitizenship*), zarówno w warstwie podmiotowej, jak i przedmiotowej¹⁷.

Za prekursora klasycznego podejścia do społecznej odpowiedzialności uważa się A. Carnegie'ego, który w swojej książce *Ewangelia bogactwa* z 1889 r. określił ją jako zobowiązanie do przestrzegania dwóch zasad: miłosierdzia (dobroczynności) i włodarstwa (powiernictwa). Tym samym nawołuje on do zachowań moralnych, filantropijnych oraz akceptowalnych społecznie¹⁸.

Znaczenie społecznej odpowiedzialności do rangi normy społecznej rozszerzył F. P. Seitel, wskazując na jej ścisły związek z etycznym postępowaniem przedsiębiorstw¹⁹. Ta myśl kontynuowana jest m.in. przez D. Doane, która traktuje społeczną odpowiedzialność biznesu jako zobowiązanie przedsiębiorstwa do ponoszenia odpowiedzialności za wszelkie działania podejmowane w stosunku do udziałowców²⁰. Stąd też wychodzi ona poza wymogi prawne prowadzenia działalności gospodarczej, promując tym samym inicjatywy dobrowolne.

Trudno nie zgodzić się z W. Gasparskim, który nadaje tożsame znaczenia biznesowi odpowiedzialnemu i biznesowi uprawianemu (prowadzonemu) w sposób odpowiedzialny²¹. Kontynuując za tym autorem, można powiedzieć, że prowadzenie biznesu w sposób odpowiedzialny polega na *realizacji podstawowego celu firmy (powiększanie wartości firmy, dostarczanie wyrobów i usług odpowiedniej jakości) w długim horyzoncie czasowym (harmonijna trwałość), dzięki należycie kształtowanym relacjom z głównymi interesariuszami przez postępowanie zgodne z prawem i społecznie przyjętymi normami etycznymi (przez wszystkich interesariuszy)*²².

¹⁷ F. G. A. De Bakker, P. Groenewegen, F. Den Hond, *A Bibliometric Analysis of 30 years of research and theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance*, „Business & Society” 2005, nr 3(44), s. 288.

¹⁸ J. Nakonieczna, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Warszawa 2008, s. 19–20.

¹⁹ F. P. Seitel, *Public Relations w praktyce*, Warszawa 2004, s. 91.

²⁰ U. Gołaszewska-Kaczan, *Zaangażowanie społeczne przedsiębiorstwa*, Białystok 2009, s. 50.

²¹ W. Gasparski, *Wykłady z etyki...* op. cit., s. 403.

²² Ibidem.

Za interesujące należy uznać stanowisko J. Elkingtona, autora koncepcji potrójnej linii przewodniej (*triple bottom line*). Zakłada się, że sukces przedsiębiorstwa nie wynika jedynie z osiągnięcia dobrych wyników ekonomicznych, lecz w równym stopniu harmonijnego funkcjonowania w wymiarze ekologicznym i społecznym²³.

Społeczna odpowiedzialność biznesu jest zatem dobrowolnym aspektem działalności przedsiębiorstwa, które w jej ramach i w kontaktach z interesariuszami²⁴ przedsiębiorstwa uwzględnia aspekty społeczne i ekologiczne²⁵. Jak szeroki jest zakres możliwych działań podejmowanych w tym temacie, przedstawiono w tabeli 3.2.

Tabela 3.2. Przykładowe kwestie związane z odpowiedzialnością w obszarze środowiskowym, społecznym i ekonomicznym

Przykładowe kwestie związane z odpowiedzialnością w poszczególnych obszarach:		
ekonomicznym	społecznym	środowiskowym
<ul style="list-style-type: none"> - dywidendy - zobowiązania i ich oprocentowanie - kapitały - udział w rynku - siła marki - zyski - inwestycje w badania i rozwój - sprzedaż - podatki - ulgi podatkowe - wynagrodzenia - <i>corporate governance</i> - zróżnicowanie zarządu - przepływy pieniężne - zaopatrywanie lokalne - praktyki rynkowe 	<ul style="list-style-type: none"> - dotacje na cele społeczne - praca dzieci, przymusowa - prywatność konsumentów - programy pracownicze - świadczenia dodatkowe - bezpieczeństwo i warunki pracy - zróżnicowanie pracowników - polityka zwolnień - polityka wynagrodzeń - szkolenie i edukacja pracowników - relacje ze związkami zawodowymi - prawa człowieka 	<ul style="list-style-type: none"> - zużycie zasobów naturalnych - zanieczyszczanie powietrza, wody - bioróżnorodność - prawa zwierząt - stosowanie regulacji ekologicznych - emisja gazów cieplarnianych - ochrona zagrożonych gatunków - hałas - wibracje - gospodarka odpadami - redukcja opakowań - zużycie energii - radioaktywność

²³ J. Elkington, *Enter the triple bottom line*, [w:] *The Triple Bottom Line: Does It All Add up?*, A. Henriques, J. Richardson (red.), London 2004, s. 1–16.

²⁴ Teoria interesariuszy wyjaśniona jest w podrozdziale 3.3.

²⁵ *Green Paper. Promoting European framework for Corporate Social Responsibility*, European Commission 2001, s. 6.

Przykładowe kwestie związane z odpowiedzialnością w poszczególnych obszarach: (cd.)		
ekonomicznym	społecznym	środowiskowym
<ul style="list-style-type: none"> – łapówkarstwo i korupcja – polityka ekonomiczna – procesy sądowe 	<ul style="list-style-type: none"> – dyskryminacja (płci, wieku itp.) – uczciwe promowanie i znakowanie produktów – społecznie odpowiedzialna sprzedaż i marketing – jakość i bezpieczeństwo produktów – zróżnicowanie dostawców – wspieranie inicjatyw społecznych, społeczności lokalnych – dostępność produktów i usług dla niepełnosprawnych, ubogich – polityka przeciwko molestowaniu seksualnemu, innym typom wykorzystywania – wykształcenie i zdrowie społeczeństwa 	<ul style="list-style-type: none"> – recykling – używanie materiałów i zasobów odnawialnych – skażenie i erozja gleby – wycieki chemiczne – modyfikacje genetyczne – substancje niszczące warstwę ozonową

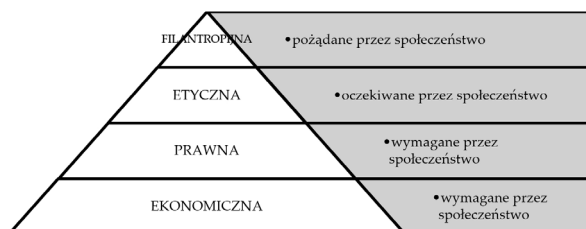
Źródło: P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu biznesowym. Interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Warszawa 2011, s. 31

W działalności praktycznej przedstawione przykłady rozpatrywane są w stosunku do trzech kategorii społecznej odpowiedzialności biznesu, określanych skrótem ESG (*Environmental, Social, Governance*) lub 3P (*People, Planet, Profit*: Ludzie, Planeta, Zysk), które wynikają z przywołanej koncepcji potrójnej linii przewodniej. Oznaczają one w kolejności czynniki środowiskowe, społeczne i związane z ładem korporacyjnym. Stanowią podstawę podejmowania decyzji inwestycyjnych wśród inwestorów.

Wartym przedstawienia jest zaprojektowany w 1979 r. przez A. B. Carrolla teoretyczny model, w którym odpowiedzialność dotyczy czterech współzależnych aspektów: ekonomicznego, prawnego, etycznego i filantropijnego. Odpowiadają one poziomom oczekiwań

społeczeństwa stawianym przedsiębiorstwom, co zaprezentowano na schemacie 3.1.

Schemat 3.1. Poziomy społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa wg A. B. Carolla



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. B. Carroll, *The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders*, Business Horizons, lipiec–sierpień 1991, s. 42

Podstawę czterostopniowego modelu CSR stanowi odpowiedzialność ekonomiczna. Właściciele przedsiębiorstwa i jego udziałowcy wymagają atrakcyjnej stopy zwrotu z inwestycji. Pracownicy oczekują stabilności zatrudnienia i godziwej płacy. Z kolei klienci cenią produkty o wysokiej jakości w przystępnej cenie. Z punktu widzenia opinii społecznej realizacja odpowiedzialności ekonomicznej musi zatem dotyczyć kompleksowo wszystkich podmiotów gospodarczych.

Odpowiedzialność prawna koncentruje się na działaniach realizowanych zgodnie z obowiązującą literą prawa. Negatywnie oceniane są wszelkie próby zachowań monopolistycznych na rynku. W opinii społeczeństwa jest to również poziom bezwzględnie wymagany.

Z kolei etyczny wymiar odpowiedzialności obliguje do zachowań wysoce moralnych. Nie wynika on bezpośrednio z przepisów prawnych, lecz stanowi wyraz prowadzenia biznesu spełniający oczekiwania społeczeństwa.

Na szczycie piramidy A. B. Carolla umieszczono odpowiedzialność filantropijną. Charakteryzuje ona wszelkie działania prowadzące do poprawy bytu pracowników przedsiębiorstw, społeczności lokalnych, a nawet szerzej, ogółu ludzi. Może przybierać formę udzielanych dotacji, darowizn, sponsoringu itp., co powoduje, że waga tej kategorii jest najmniejsza w stosunku do trzech wymienionych powyżej²⁶.

²⁶ P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu... op. cit.*, s. 33–35.

Zaangażowanie we wdrażanie społecznej odpowiedzialności biznesu będzie różnić się w zależności od wiedzy i zasobów danego przedsiębiorstwa, charakterystyki jego interesariuszy i ich potrzeb²⁷. Niemniej istotne będą pobudki społeczne i kulturowe, a także sytuacja ekologiczna. Wszystkie te czynniki będą implikować sposób i zakres prowadzonych działań CSR. Wśród motywów determinujących wzrost znaczenia CSR wymienia się zjawiska takie, jak²⁸:

- globalizacja i wzrost poziomu konkurencji;
- zwiększanie wielkości i wpływów przedsiębiorstw;
- zmiana roli odgrywanej w gospodarce przez ustawodawcę;
- wojna o talenty i wiedzę specjalistyczną pracowników;
- wzrost aktywności społeczeństwa obywatelskiego;
- zmiana roli konsumenta, który wykazuje się większą świadomością dotyczącą procesów produkcyjnych i standardów świadczenia usług;
- wzrost znaczenia nierzeczowych zasobów firmy;
- wzrost zainteresowania kwestiami pozafinansowymi, obok wyników finansowych, podczas oceny spółek przez inwestorów.

Działalność społecznie odpowiedzialna w związku z jej znaczącą rolą będzie różniła się od tradycyjnej. Jej charakterystykę najlepiej opisuje²⁹:

- prowadzenie działalności biznesowej ze szczególnym uwzględnieniem etyki;
- kierowanie się uczciwością i przejrzystością zarządzania przedsiębiorstwem;
- nakierowanie na osiągnięcie długotrwałego zysku z równoczesnym budowaniem trwałych relacji ze wszystkimi interesariuszami;
- komunikacja i dialog z interesariuszami przedsiębiorstwa mające na celu usprawnienie strategii rozwoju przedsiębiorstwa;

²⁷ T. Włodarczyk, *Společna odpowiedzialność biznesu – wpływ wykorzystania koncepcji CSR na efektywne funkcjonowanie współczesnych organizacji*, [w:] *Zarządzanie proekologiczne na rzecz zrównoważonego rozwoju regionalnego*, Lublin 2011, s. 110.

²⁸ Ibidem.

²⁹ I. Kuraszko, *Nowa komunikacja społeczna wyzwaniem odpowiedzialnego biznesu*, Warszawa 2010.

- budowa przewagi konkurencyjnej na rynku w oparciu o zrównoważony rozwój i zapewnienie trwałej wartości zarówno dla udziałowców przedsiębiorstwa, jak i jego interesariuszy.

Pomimo pozytywnego wydźwięku koncepcji, która nawołuje do zwiększonej moralności w biznesie, uwzględniania czynników pozaekonomicznych w procesie podejmowanych decyzji i zwiększania zakresu odpowiedzialności za realizowane działania nie milną głósy sprzeciwu. Dotyczą one w szczególności roli biznesu w gospodarce i jego charakteru wolnorynkowego, co daje mu przyzwolenie na nierzeczywiste nieskrępowane strategie rozwojowe.

Szeroko eksponowane jest w tym zakresie stanowisko M. Friedmana, według którego społeczna odpowiedzialność polega na przyniesieniu zysków finansowych właścicielom. Często wskazuje się również, że przedsiębiorstwo nie posiada moralnej tożsamości, a jest jedynie tworem prawnym, nie posiadającym wiedzy i zdolności do budowania wartości w sferze społeczno-środowiskowej³⁰. Argumenty przemawiające za i przeciw społecznej odpowiedzialności biznesu przedstawiono w tabeli 3.3.

Tabela 3.3. Argumenty za i przeciw społecznej odpowiedzialności

Argumenty za społeczną odpowiedzialnością	Argumenty przeciw społecznej odpowiedzialności
Przedsiębiorstwa stwarzają problemy i dlatego powinny uczestniczyć w ich rozwiązywaniu.	Celem działalności gospodarczej w społeczeństwie jest przysparzanie zysków właścicielom.
Przedsiębiorstwa są obywatelami w społeczeństwie.	Zaangażowanie w programy społeczne daje przedsiębiorstwom zbyt wielką władzę.
Przedsiębiorstwa często dysponują zasobami niezbędnymi do rozwiązania wielu problemów.	Istnieje możliwość konfliktu interesów.
Przedsiębiorstwa są partnerem w gospodarce, tak samo jak rząd i społeczeństwo.	Przedsiębiorstwa nie mają doświadczenia ani umiejętności potrzebnych do zarządzania programami społecznymi.

Źródło: R. W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Warszawa 2010, s. 120–121

³⁰ A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność społeczna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Warszawa 2014, s. 44–46.

Spółeczna odpowiedzialność biznesu to integralny element wizji trwałego rozwoju gospodarczego. Dobrowolność podejmowanych działań ma wpływ na budowę wartości pozafinansowych w postaci m.in. zwiększenia jakości środowiska naturalnego i odpowiedzi na potrzeby społeczne. Działalność odpowiedzialna może oddziaływać na wzrost wartości firmy i poprawę wizerunku wśród społeczeństwa oraz inwestorów. Należy pamiętać, że jest to broń obosieczna. Zatajane przed opinią publiczną działania nieodpowiedzialne będą skutkować pogorszeniem wizerunku danej organizacji i bojkotem społecznym.

3.3. Idea zrównoważonego rozwoju a kreowanie wartości dla interesariuszy – implikacje dla rynku kapitałowego

Idea społecznej odpowiedzialności biznesu wywodzi się z koncepcji zrównoważonego rozwoju. Wyrażenie *zrównoważony rozwój* pochodzi z ang. *sustainable development*, często tłumaczone jest za pomocą takich określeń, jak: *ekorozwój*, *trwały rozwój*, *rozwój samopodtrzymujący się* lub *rozwój z poszanowaniem dóbr przyrody*³¹.

Po raz pierwszy terminu tego użyła pod koniec lat 60. XX wieku Barbara Ward. Z kolei publikacja raportu Światowej Komisji ds. Środowiska i Rozwoju pt. *Nasza Wspólna Przyszłość* (tzw. Raport Brundtland) w 1987 r. rozpropagowała to pojęcie w skali światowej. W tym dokumencie zrównoważony rozwój definiowany jest jako *zaspokajanie potrzeb dnia dzisiejszego w sposób, który nie ogranicza przyszłym pokoleniom możliwości zaspokajania ich potrzeb*³². Z kolei Szczyt Ziemi w Rio de Janeiro w 1992 r. stał się impulsem do konkretyzacji koncepcji na poziomie międzynarodowym i nadania jej politycznego charakteru.

Zrównoważony rozwój można rozpatrywać w czterech wymiarach: ekonomicznym, ekologicznym, socjalnym i tradycji kulturowych – zgodnie z zamieszczonym schematem 3.2.

³¹ S. Sagan, *Rozwój zrównoważony a współczesne przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie proekologiczne na rzecz zrównoważonego rozwoju regionalnego*, E. Bojar (red.), Lublin 2011, s. 78.

³² *Ibidem*, s. 78.

Schemat 3.2. Wymiary zrównoważonego rozwoju



Źródło: W. Juszkiewicz, *Znaczenie rolnictwa ekologicznego w kontekście zrównoważonego rozwoju*, [w:] *Teoria i praktyka zrównoważonego rozwoju*, A. Graczyk (red.), Białystok-Wrocław 2007, s. 96

Wykreowaniu idei zrównoważonego rozwoju towarzyszyły niepokojące zjawiska nasilające się w latach 60. XX wieku, a wśród nich wysoki wzrost demograficzny i problemy z zaspokojeniem elementarnych potrzeb społecznych. Zauważalne było zanieczyszczenie środowiska naturalnego oraz jednocześnie uszczuplanie się jego zasobów³³. Idea zrównoważonego rozwoju stała się mostem łączącym interesy społeczeństwa, środowiska naturalnego oraz gospodarki w okresie destabilizacji tych obszarów.

W ramach zrównoważonego rozwoju zasadne jest nie tylko podejmowanie prac doraźnych w terażniejszości, lecz także takich działań, które będą możliwe do realizacji w takim samym zakresie przez przyszłe pokolenia, zgodnie ze sprawiedliwością międzypokoleniową.

³³ I. Żuchowski, *Wpływ świadomości idei zrównoważonego rozwoju na funkcjonowanie przedsiębiorstw*, [w:] *Funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach zrównoważonego rozwoju i gospodarki opartej na wiedzy*, E. Sidorczuk-Pietraszko (red.), Białystok 2009, s. 66.

Podczas planowania strategii osiągnięcia zrównoważonego rozwoju należy zatem szczególną uwagę zwrócić na³⁴:

- ochronę środowiska naturalnego i racjonalne gospodarowania jego zasobami poprzez zmniejszanie zanieczyszczenia środowiska, ochronę zagrożonych wyginięciem gatunków zwierząt i roślin, promowanie odnawialnych źródeł energii;
- pobudzanie wzrostu gospodarczego i jego sprawiedliwej redystrybucji dzięki polityce wspierającej funkcjonowanie na rynkach rozwijających się, jak również poprzez zwiększanie dostępu do źródeł finansowania oraz zmian dotyczących konsumpcji i produkcji;
- działania na rzecz rozwoju społecznego, polegające na wdrażaniu programów na rzecz walki z ubóstwem, zwiększające dostęp do edukacji, służby zdrowia.

Zrównoważony rozwój staje się słuszną odpowiedzią na wyzwania współczesnych gospodarek z uwzględnieniem społeczeństwa i środowiska naturalnego. Jednakże proces wprowadzania nowych standardów należy dopasować do poziomu rozwoju danego kraju. Nowe rynki, w przypadku krajów rozwijających się i słabo rozwiniętych, oddziałują na siłę nabywczą tych społeczeństw. Z kolei sytuacja krajów przechodzących transformację gospodarczą pokazuje, że głównym zadaniem jest równoważenie wielu interesów. W przypadku gospodarek krajów rozwijających się oczekiwane jest przededefiniowanie charakteru prowadzonych działań rynkowych. W związku z powyższym niezbędna jest odpowiednia zmiana działań i mierników strategii w zależności od danego rodzaju gospodarki. Każda z podanych opcji w tabeli 3.4. przedstawia je w odniesieniu do zrównoważonego rozwoju³⁵.

³⁴ J. M. Dołęga, *Wybrane zasady filozofii zrównoważonego rozwoju*, [w:] *Teoretyczne aspekty ekonomii zrównoważonego rozwoju*, B. Poskrobko (red.), Białystok 2009, s. 234.

³⁵ A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność...* op. cit., s. 249–250.

Tabela 3.4. Cele i mierniki zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa w przekroju różnych typów gospodarki światowej

Rodzaj gospodarki	Cel	Działania	Miary
Gospodarka krajów wysokorozwiniętych	Zmiana charakteru działań przedsiębiorstw	<ul style="list-style-type: none"> – Redukcja zużycia surowców – Redukcja zużycia materiałów toksycznych – Redukcja emisji zanieczyszczeń – Zwiększenie stopnia akceptacji społecznej dla działań biznesu – Reputacja przedsiębiorstwa 	<ul style="list-style-type: none"> – Wzrost przychodów – Wzrost wartości przedsiębiorstwa
Gospodarka krajów rozwijających się i w trakcie transformacji gospodarczej	Równoważenie interesów	<ul style="list-style-type: none"> – Redukcja emisji zanieczyszczeń – Redukcja zużycia materiałów – Stopień i wielkość zaangażowanego kapitału – Liczba stworzonych miejsc pracy 	<ul style="list-style-type: none"> – Wielkość inwestycji – Wzrost sprzedaży – Wzrost wartości akcji
Gospodarka nisko-rozwinięta	Realizacja podstawowych potrzeb	<ul style="list-style-type: none"> – Dostępność produktów i usług – Inwestycje społeczne – Zaangażowanie w społeczność lokalną – Programy zarządzania o charakterze lokalnym raczej niż globalnym 	<ul style="list-style-type: none"> – Współdziałanie w tworzeniu dobrobytu – Tworzenie warunków pod rozwój biznesu

Źródło: A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność...* op. cit., s. 250

Zrównoważony rozwój kreuje dobre praktyki państw, przedsiębiorstw i innych uczestników gospodarki i rynków finansowych w różnych aspektach życia społecznego. Poprzez wspieranie etycznych

zachowań można dążyć do zwiększenia zadowolenia wśród społeczności lokalnej, a także w długim horyzoncie czasu oddziaływać na podniesienie poziomu jakości życia.

Zgodnie z koncepcjami zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu każdy podmiot stanowi niepodzielny człon społeczeństwa, co zobowiązuje go do równej dbałości o relacje z różnorodnymi interesariuszami³⁶. Identyfikację tych grup wspiera teoria interesariuszy autorstwa R. E. Freemana, która po raz pierwszy ukazała się w 1984 r. w pracy pt. *Strategic Management. A Stakeholder Approach*. Autor wyróżnił grupę, która ma interes lub roszczenie w stosunku do działalności przedsiębiorstwa i określił ją mianem *stakeholders*, czyli interesariuszy³⁷.

Teorię interesariuszy należy traktować jako koncepcję prowadzenia działalności gospodarczej w sposób umożliwiający budowę przejrzystych, długoterminowych i trwałych relacji z interesariuszami³⁸, których można definiować dwojako. Jako jednostki lub grupy, które oddziałują na organizację lub przeciwnie, są w jakikolwiek sposób uzależnione od jej działań oraz jako grupy, od których zależy przetrwanie przedsiębiorstwa³⁹. Biorąc pod uwagę charakter relacji pomiędzy interesariuszami a przedsiębiorstwem, można dokonać ich klasyfikacji na trzy grupy⁴⁰:

- interesariusze substancjowi (*consubstantial stakeholders*), czyli wszystkie osoby, które współtworzą przedsiębiorstwo poprzez świadczenie swojej pracy, dzielenie się wiedzą i kapitałem, m.in. pracownicy, akcjonariusze, właściciele, jak również kadra zarządzająca;
- interesariusze kontraktowi (*contractual stakeholders*) to klienci przedsiębiorstwa, jego kooperanci, dostawcy oraz konkurenci, związani z przedsiębiorstwem poprzez formalne umowy i kontrakty;

³⁶ M. Marcinkowska, *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), Warszawa 2009, s. 239.

³⁷ A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność...* op. cit., s. 53.

³⁸ Ibidem.

³⁹ Ibidem, s. 58.

⁴⁰ Ibidem, s. 60.

- interesariusze kontekstowi (*contextual stakeholders*) to wszystkie instytucje rządowe i społeczne działające w różnym zasięgu geograficznym oraz podmioty, których postawa nie jest obojętna na stan środowiska i takie fundamentalne wartości, jak pokój, wolność i sprawiedliwość.

Stosunki pomiędzy interesariuszami a przedsiębiorstwem mają istotne znaczenie dla kreowania dobrego imienia i wizerunku przedsiębiorstwa oraz akceptacji społecznej prowadzonej działalności. Pojęcie interesariuszy rozszerza funkcjonującą już w literaturze kategorię *shareholders* dotyczącą wyłącznie akcjonariuszy. Takie podejście wyklucza sytuację, w których dbałość o akcjonariuszy będzie odbywać się kosztem klientów, dostawców czy środowiska naturalnego i społeczności lokalnych.

Interes ekonomiczny przedsiębiorstwa staje się sumą składowych wartości realizowanych wewnątrz przedsiębiorstwa, ale i jego oddziaływania na zewnątrz. Przy takim stanowisku niezbędnym staje się wsłuchiwanie w potrzeby interesariuszy i spełnianie ich oczekiwań. Propozycje wartości stanowiących niezbędny element prawidłowych relacji interesariuszy z przedsiębiorstwem zawiera tabela 3.5.

Tabela 3.5. Wartości dla interesariuszy z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu

Interesariusze	Przykłady wartości dla interesariuszy
Akcjonariusze i właściciele	<ul style="list-style-type: none"> – dywidenda/zysk z inwestycji, – podnoszenie wartości firmy, – tworzenie innowacji, – reputacja przedsiębiorstwa;
Pracownicy	<ul style="list-style-type: none"> – wynagrodzenie za pracę, – realizacja innych świadczeń, – tworzenie miejsc pracy, – szkolenie i rozwój, – <i>work-personal life policy</i>, – reputacja przedsiębiorstwa;
Kooperaanci i dostawcy	<ul style="list-style-type: none"> – dochód ze sprzedaży towarów i usług, – partnerstwo i lojalność, – rozwój organizacyjny, – wzrost jakości współpracy, – tworzenie innowacji;

Interesariusze	Przykłady wartości dla interesariuszy
Klienci	<ul style="list-style-type: none"> – użyteczności z zakupionego produktu lub usługi, – wizerunek firmy lub marki, – tworzenie innowacji, – podnoszenie jakości życia, – podnoszenie dobrobytu społeczeństwa;
Konkurencja	<ul style="list-style-type: none"> – brak strat powstałych w wyniku nieuczciwej konkurencji, – spadek kosztów wynikających z ochrony przed nieuczciwymi praktykami, – przedsiębiorcze środowisko, – podnoszenie dobrobytu społeczeństwa, a tym samym jego siły nabywczej;
Instytucje finansowe	<ul style="list-style-type: none"> – przychody powstałe w wyniku pożyczania kapitału, – podnoszenie dobrobytu społeczeństwa i zwiększanie jego wiarygodności kredytowej;
Instytucje rządowe i społeczne	<ul style="list-style-type: none"> – przychody z podatków, – przychody z innych form zaangażowania przedsiębiorstwa, – tworzenie miejsc pracy, – podnoszenie dobrobytu społeczeństwa i likwidacja dysproporcji społecznych, – ochrona środowiska naturalnego;
Społeczności krajowe i regionalne	<ul style="list-style-type: none"> – przychody z podatków, – przychody z innych form zaangażowania przedsiębiorstwa, – tworzenie miejsc pracy, – rozwój regionu, podnoszenie jakości życia, – ochrona środowiska naturalnego;

Źródło: A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność...* op. cit., s. 78–79

Zrównoważona fala (*sustainable wave*), która przepływa przez globalne rynki, wymaga zarządzania przedsiębiorstwem w sposób umożliwiający równoważenie interesów wszystkich grup związanych z przedsiębiorstwem⁴¹. Takie wieloaspektowe spojrzenie na wszystkie procesy i podmioty współuczestniczące w działalności przedsiębiorstwa otwiera przed nim nowe możliwości biznesowe i może być źródłem przewagi konkurencyjnej. Kreowanie długoterminowej wartości

⁴¹ J. Przychodzeń, W. Przychodzeń, *Zrównoważony rozwój brytyjskich przedsiębiorstw i ich wycena przez rynek kapitałowy*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 3, s. 78.

jest możliwe dzięki wzmacnianiu trzech ścieżek wpływu dotyczących relacji biznesowych, kapitału społecznego oraz reputacji⁴².

W rezultacie wszystkich podejmowanych kroków na rzecz działalności zrównoważonej i społecznie odpowiedzialnej wzmacnia się wartość przedsiębiorstwa, która ma swoje odzwierciedlenie m.in. w koszcie kapitału. Przejrzysta polityka i jasna strategia zmniejsza ryzyko inwestycyjne i oznacza wyższą rentowność inwestowanego kapitału akcjonariuszy. Ciekawe ujęcie problemu przedstawiono na schemacie 3.3.

Schemat 3.3. Aspekty CSR a wartość dla akcjonariuszy



Źródło: R. P. Herman, *Inwestowanie dla zysku i korzyści społecznych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013, s. 177

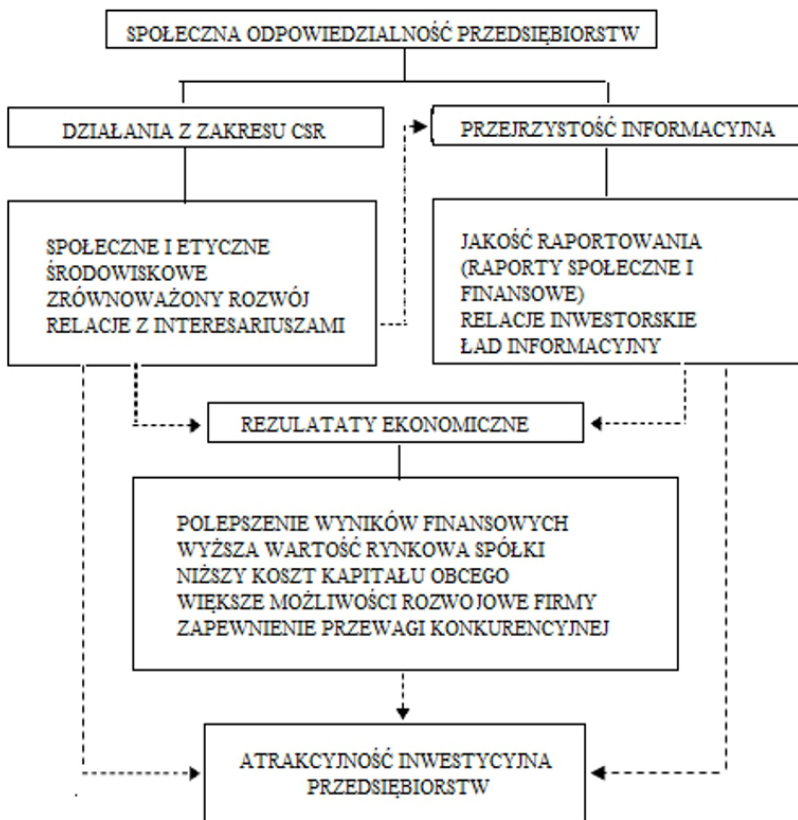
Prowadzenie działań społecznie odpowiedzialnych buduje przyjazny klimat inwestycyjny. Promowanie dobrych praktyk wspiera napływ inwestorów na rynek kapitałowy. Zrównoważone przedsiębiorstwa stają się sygnatariuszami branżowych zasad, procedur, poddają się ocenie branżowych instytucji oraz społecznej weryfikacji. Promuje

⁴² M. Marcinkowska, *Tworzenie wartości przedsiębiorstwa dla interesariuszy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia” 2011, nr 37/639, s. 861.

się zintegrowane sprawozdania finansowe stanowiące źródła informacji finansowych, jak również pozafinansowych.

W większości zachowania związane z raportowaniem pozafinansowym są nieobligatoryjne. Jednakże ich cykliczność i przejrzystość zwiększa wiedzę o podejmowanych przez przedsiębiorstwo działaniach, co z kolei wpływa na zaufanie niezbędne do powierzenia kapitału przez kredytodawców i inwestorów. Proces zwiększania atrakcyjności inwestycyjnej przedsiębiorstwa został zaprezentowany na schemacie 3.4.

Schemat 3.4. Znaczenie CSR w tworzeniu klimatu inwestycyjnego



Źródło: A. Pieloch-Babiarz, *Ocena atrakcyjności inwestycyjnej spółek giełdowych odpowiedzialnych społecznie*, „Zarządzanie i Finanse” 2015, Vol. 13, 1/4, s. 24

Rozszerzanie kwestii poruszanych w raportach publikowanych przez przedsiębiorstwa ma duże znaczenie przy ocenie etycznej strony działań przedsiębiorstw notowanych na giełdach. Coraz większa świadomość inwestorów o wymiarach społecznych oraz środowiskowych działań spółek oraz ich wpływie na osiągnięte w perspektywie długoterminowej wyniki finansowe powoduje, że rozwój raportowania jest podstawą oceny inwestycji, a w dalszej kolejności ewentualnego zakwalifikowania ich przedsiębiorstwa do portfela inwestycyjnego.

Wzrost liczby społecznie odpowiedzialnych przedsiębiorstw to również szansa rozwoju giełd papierów wartościowych, chociażby w kierunku tworzenia indeksów przeznaczonych dla spółek CSR. Tym samym same giełdy papierów wartościowych mogą pretendować do miana społecznie odpowiedzialnych dzięki promowaniu idei zrównoważonego rozwoju w swojej strategii działania.

Aprobata inwestorów dotycząca inwestowania długoterminowego zwiększa stabilność samego rynku kapitałowego. Wzrost zainteresowania inwestowaniem z poszanowaniem zasad zrównoważonego rozwoju prowadzi do wyodrębnienia nowych form inwestowania i instrumentów finansowych na rynku kapitałowym. Jednocześnie stanowi odpowiedź na wymagania inwestorów oczekujących większej przejrzystości i zachowań etycznych w procesach zachodzących na rynku finansowym. Znaczenie koncepcji CSR i zrównoważonego rozwoju rośnie w przypadku zaobserwowania niedoskonałości w funkcjonowaniu rynków finansowych i potrzeby przywrócenia stanu równowagi.

ROZDZIAŁ 4

Spółeczna odpowiedzialność biznesu jako determinanta budowy zrównoważonego rynku kapitałowego

4.1. Potrzeby wdrożenia społecznej odpowiedzialności biznesu na rynku finansowym – przykłady obszarów dysfunkcyjnych

Chińskie przekleństwo *Człowieku, obyś żył w ciekawych czasach*, nabiera znaczenia zawsze w sytuacjach nieoczekiwanych, nagłych, często wywołujących niekorzystny rozwój wypadków. W ostatnich dziesięcioleciach można zaobserwować dynamiczne zmiany w gospodarce globalnej. Lata 80. i 90. XX wieku to czas postępu teleinformatycznego oraz komputeryzacji, co wywarło ogromny wpływ na sposób prowadzenia działalności gospodarczej i kanały komunikowania. Nieograniczony przepływ informacji, kapitału, a także zapoczątkowany w wielu państwach okres deregulacji i liberalizacji sprzyjał podejmowaniu dyskusji na temat globalizacji i jej skutków¹. Abstrahując od dywagacji na ten temat, należałoby skupić się na przejawach globalizacji i innych współczesnych zmianach na rynku finansowym w kontekście propozycji zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu.

Globalizacja, a także zwiększona podaż kapitału, wpłynęły na rozwój giełd papierów wartościowych. Ich rola wzrosła, gdyż niższy

¹ M. Bojańczyk, *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Warszawa 2010, s. 9.

koszt kapitału zachęcał zarówno kraje, przedsiębiorstwa, jak i gospodarstwa domowe do zadłużania się. Wzrost roli korporacji transnarodowych, funduszy inwestycyjnych, banków inwestycyjnych i innych inwestorów instytucjonalnych stał się znakiem czasów. Niestety przepływ kapitału pomiędzy uczestnikami rynku miał często charakter krótkoterminowy, spekulacyjny. Szybki odpływ kapitału skutkowało wystąpieniem kryzysów finansowych w latach 1990–2008².

Za najdotkliwszy w XXI wieku należy uznać kryzys *subprime*, który wybuchł w 2007 r. na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, po czym rozprzestrzenił się na poszczególne międzynarodowe gospodarki. Ekspansja kredytów hipotecznych wśród klientów, nazywanych po tym zdarzeniu mianem NINJA (ang. *no income, no job, no assets*), wynikała z czynników związanych z m.in. napływem kapitału zagranicznego, możliwością sekurytyzacji kredytów, spekulacyjnego wzrostu cen na rynku nieruchomości, niewłaściwych metod wyceny ryzyka, regulacji i nadzoru bankowego do zmieniającej się sytuacji na rynkach finansowych³. Nieformalne gwarancje rządowe dla instytucji pośrednictwa kredytowego Fennie Mae i Freddie Mac oraz dysfunkcyjność nadzoru właścicielskiego nad bankami sprawiły, że działalność całej branży finansowej została uznana za źródło kryzysu.

Odpływ spekulacyjnego kapitału i załamanie się cen na rynku nieruchomości doprowadziły do zaprzestania spłacania rat przez gospodarstwa domowe będące kredytobiorcami. W niedługim czasie problemy z wypłacalnością zaczęły mieć duże instytucje finansowe. Próba dokapitalizowania okazała się nieudana m.in. dla Lehmann Brothers – jednego z największych banków inwestycyjnych – co wywołało globalny spadek zaufania na rynku międzybankowym. Kontynuacja spadków cen na rynkach giełdowych pogłębiała recesję.

Ostateczną formą pomocy stał się interwencjonizm rządów poszczególnych państw. Kryzys podmiotów finansowych mający miejsce w latach 2007–2009 pokazał, że dotychczas funkcjonująca niepisana zasada *za duży, by upaść* wymaga zaangażowania instytucji państwo-

² Ibidem.

³ D. Rosati, *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „*Ekonomista*” 2009, nr 3, s. 315–351.

wych. Zadaniem tych podmiotów powinno być koncentrowanie się na dokładaniu większej staranności w przypominaniu o społecznej roli przedsiębiorstw w gospodarce i ich odpowiedzialności wynikającej z powierzonego im kapitału⁴.

Przyczyn opisywanego kryzysu upatruje się także w słabościach strukturalnych gospodarek światowych, wadliwie funkcjonujących organach nadzorczych i regulacyjnych, nieprawidłowościach w działaniu agencji ratingowych. Wśród wielu autorów padają jednak bezpośrednie komentarze, uznające za przyczynę kryzysu chciwość i podejmowanie nadmiernego ryzyka⁵. Takie argumenty nabierają szczególnego znaczenia w dobie społecznej odpowiedzialności w prowadzeniu działalności gospodarczej. Jak wskazuje doświadczenie nabyte podczas kryzysu finansowego z 2007 r., brak takiej odpowiedzialności może mieć destabilizujące skutki na poziomie nie tylko gospodarek krajowych, lecz także gospodarki światowej.

Uczciwe i etyczne działanie przedsiębiorstw zarówno z branży finansowej, jak i każdej innej, staje się warunkiem wprowadzania ładu gospodarczego i stabilności rynków finansowych⁶. Odpowiedzialność za powierzone środki finansowe wobec wszystkich uczestników rynku staje się kluczową wartością w budowaniu zaufania i wiarygodności instytucji finansowych.

Kolejnym problemem naruszającym równowagę jest rozrost finansów w stosunku do wytworów gospodarki realnej, co charakteryzowane jest pojęciem finansjalizacji. W 1990 r. globalna wartość wyemitowanych instrumentów finansowych i zdeponowanych w bankach środków finansowych była dwukrotnie większa niż wartość wytwo-

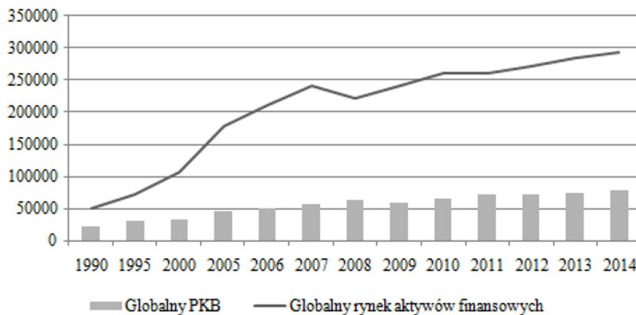
⁴ M. Dębnińska, J. Skorwider-Namiołto, *Przejawy wdrażania społecznej odpowiedzialności biznesu na polski rynku finansowym*, [w:] *Pokonać dekonstrukcję. Społeczna odpowiedzialność biznesu i finanse*, A. Uziębło (red.), Prace Naukowe WSB w Gdańsku, tom 30, Gdańsk 2014, s. 24.

⁵ M. Bojańczyk, *Menedżerowie...* op. cit., s. 84–86; J. C. Bogle, *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, Warszawa 2008; W. Gasparski, *Uczciwość w świecie finansów*, Warszawa 2004.

⁶ Szerzej w: M. Żukowski, H. Żukowska, *Aktualne zagrożenia stabilności systemu finansowego w Polsce*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Studia i Prace” 2015, t. 4, nr 3, s. 43–60.

rzzonego PKB, a w 2007 r. była to już czterokrotność⁷. Z kolei w 2014 r. globalne aktywa rynków finansowych zostały wycenione na poziomie 294 000 bln USD, a globalny PKB osiągnął wartość 77 608,74 bln USD (schemat 4.1.).

Schemat 4.1. Rynek finansowy i globalny PKB w latach 1990–2014 w bln USD



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Economy Watch, http://www.economywatch.com/economic-statistics/the-World/GDP_Current_Prices_US_Dollars/ (dostęp: 20.05.2016)

Kryzys finansowy unaoczniał również, jak wykorzystywanie zaawansowanych konstrukcji matematycznych w instrumentach finansowych w oderwaniu od faktycznie istniejących zasobów może ostatecznie szkodzić procesom zachodzącym w gospodarce. G. W. Kołodko konkluduje dość ostro i jednoznacznie, że *dewiacja kapitalizmu prowadzi do ufinansowania prawie wszystkiego, gdyż zgodnie z właściwą jej doktryną handlować można i warto wszystkim, co może przynosić zyski – także oczekiwaniami i iluzjami*⁸.

Finansjalizacja, sformułowana przez G. Epsteina, wiąże się ze wzrostem wpływu rynków finansowych, instytucji finansowych, motywów finansowych na gospodarkę w procesie podejmowania decyzji, zarówno w ujęciu krajowym, jak i globalnym⁹. Oddziałuje ona na system

⁷ W. M. Orłowski, *Świat do przeróbki*, Warszawa 2011, s. 24–28.

⁸ G. W. Kołodko, *Świat na wyciągnięcie myśli*, Warszawa 2010.

⁹ G. Epstein, *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts, Amherst, December 2001, s. 3.

wynagrodzeń w stosunku do rzeczywistej wartości pracy. Kolejną naciętością pochodzącą z okresu przedkryzysowego jest polityka hojnego wynagradzania menedżerów wyższego szczebla w instytucjach finansowych, która budzi społeczny sprzeciw.

Innym objawem finansjalizacji jest wzrost kosztów finansowych korzystania z kapitału i jednocześnie wzrost znaczenia wskaźników finansowych w ocenie wartości przedsiębiorstw¹⁰. Sektor finansowy wdrożył produkty i usługi finansowe oparte na dźwigni finansowej, przez co są one obciążone wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Dalsze przejawy zmian na rynkach finansowych w wyniku pogłębiającej finansjalizacji dotyczą wzrastającej roli spekulacji na giełdach towarowych, rozliczeń inwestycji bez fizycznej dostawy towarów, kreowaniu produktów indeksowych, takich jak na przykład ETFy (ang. *Exchange Traded Funds*).

Bardzo dotkliwym skutkiem finansjalizacji jest dysproporcja w podziale globalnego bogactwa. W 2016 r. 10% najbogatszych ludzi na świecie było w posiadaniu ponad 89% światowego bogactwa¹¹. Znacząca polaryzacja dochodowa w gospodarce jest zjawiskiem negatywnym. Pauperyzacja społeczeństwa i wzrost liczby wykluczonych wpływa na nastroje i zobowiązuje państwo do działań wyrównujących szanse pomiędzy poszczególnymi grupami społecznymi. Marginalizacja słabszych ma miejsce na różnych polach, również na rynku usług finansowych.

Wykluczenie finansowe należy rozumieć jako *proces mający miejsce, kiedy ludzie napotykają utrudnienia w dostępie i/lub korzystaniu z podstawowych usług i produktów oferowanych na rynku finansowym, które byłyby adekwatne do ich potrzeb i umożliwiłyby im normalne życie w społeczeństwie*¹².

¹⁰ D. Gregorczyk, *Raportowanie zintegrowane w tworzeniu wspólnej wartości (CSV)*, [w:] *Finanse i rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju – odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa. Tom 2. Rachunkowość*, J. Adamek, J. Zuchewicz (red.), Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 396, Wrocław 2015, s. 60.

¹¹ A. Shorrocks, J. Davies, R. Lluberias, *Global Wealth Report 2016*, Zurich 2016, s. 24, <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/news-and-expertise/the-global-wealth-report-2016-201611.html>, (dostęp: 10.01.2023).

¹² *Financial services provision and prevention of financial exclusion*, European Commission, March 2008, s.4.

Stąd też przyczyny wykluczenia finansowego mogą mieć charakter społeczny (np. nierówności dochodowe, zmiany strukturalne na rynku pracy, zmiany demograficzne), popytowe (m.in. niewiedza, wiek, obawa o wysoką cenę produktów finansowych, negatywne doświadczenia z przeszłości), jak również podażowy (wynikający z warunków i rodzajów oferowanych produktów finansowych)¹³. Społeczna odpowiedzialność instytucji finansowych wymaga od nich podejmowania działań na rzecz dopasowania swoich propozycji produktowych do każdego segmentu klientów.

Zmiany społeczne, związane chociażby z ekonomiczną oceną życia, jak również zmiany demograficzne to kolejny obszar wyzwań stawianych przed instytucjami finansowymi. Sposób i forma zaangażowania w partycypację w te procesy wpływa znacząco na ocenę tych instytucji.

Kolejnym niepokojącym zjawiskiem jest przesadne rozbudzanie potrzeb zakupowych, prowadzące niejednokrotnie do uzależnienia. Powiązanie konsumpcji z statusem społecznym i stylem życia określa się pojęciem *affluenza*, co ma być jednoznaczne z osiągnięciem stanu przesyty, marnotrawstwa zasobów, nadmiernego zadłużania się wynikającego z potrzeby posiadania kolejnych dóbr¹⁴. Jest to model bazujący na krótkotrwałej potrzebie zakupu, często nieprzemysłanego i niepotrzebnego. Niestety generuje on wysokie koszty wynikające z wykorzystania wielu surowców, wycisku pracowników, co wpływa na wzrost degradacji środowiska i pogłębianie nierówności społecznych. W kontrze do takich zachowań są trendy konsumencie, które sprzyjają tworzeniu i upowszechnianiu się wzorców konsumpcji zrównoważonej¹⁵.

¹³ B. Mikołajczyk, A. Kurczewska, *Mikrokredyty w Europie sposobem na pobudzenie przedsiębiorczości i walkę z wykluczeniem społecznym*, Warszawa 2011, s. 55–57; J. Kłobukowska, *Mikrofinanse jako narzędzie wspierające przedsiębiorczość kobiet na przykładzie wybranych europejskich instytucji mikrofinansowych*, „Pieniądze i Więź” 2013, nr 2(59), s. 130–138.

¹⁴ A. Paliwoda-Matiolańska, *Odpowiedzialność...* op. cit., s. 15.

¹⁵ B. Mróz, *Dyskretny urok konsumpcjonizmu. Szkic do portretu konsumenta XXI wieku*, [w:] *Życie w konsumpcji, konsumpcja w życiu*, A. M. Zawadzka, M. Górnik-Durose (red.), Sopot 2010, s. 15–33.

Konsument wrażliwy na kwestie społeczne i środowiskowe będzie podejmował działania związane z ograniczeniem konsumpcji dóbr i usług, których wytworzenie wymaga nadmiernego zużycia zasobów zarówno odnawialnych, jak i nieodnawialnych. Negatywny stosunek będzie wyrażał również wtedy, gdy generowana będzie duża liczba odpadów nienadających się do przetworzenia lub recyklingu. Etyczna konsumpcja oznacza również podejmowanie decyzji zakupowych z uwzględnieniem stosunku do praw człowieka i zwierząt¹⁶.

Rynek finansowy może być tym miejscem, które będzie oddziaływać na wspieranie kapitałem finansowym tych producentów i usługodawców, którzy swoją działalność prowadzą w sposób zrównoważony. Z drugiej strony, jako podmioty świadczące usługi finansowe powinny odpowiedzialnie kształtować politykę kredytową i inwestycyjną w stosunku do gospodarstw domowych. Wzrost konkurencji nie powinien wpływać na stosowanie praktyk manipulacyjnych podczas sprzedaży produktów i usług finansowych. Właściwszym działaniem byłaby budowa trwałych, długoterminowych relacji opartych na zaufaniu, które nie muszą wpływać na spadek zysku lub ograniczenie sprzedaży¹⁷. Właściwa alokacja kapitału rozpatrywana w długim horyzoncie będzie czynnikiem wspierającym rozwój gospodarczy i warunkującym stabilność rynków finansowych.

4.2. Informowanie o społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – istota, funkcje i narzędzia

Wszelkie informacje na temat rodzaju działań, ich skali i efektów podejmowanych przez przedsiębiorstwa powinny być dostępne w raportach podawanych do publicznej wiadomości. W przypadku raportów finan-

¹⁶ *Kompetencje konsumentów. Innowacyjne zachowania, zrównoważona konsumpcja*, A. Dąbrowska, F. Bylak, M. Janos-Kreśło i in. (red.), Warszawa 2015, s. 46–47, 59.

¹⁷ D. Dziawgo, *Etyka a dystrybucja produktów finansowych*, [w:] *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*, G. Borys, A. Janusz (red.), Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 31, Wrocław 2013, s. 63-73; R. Płókarz, *Innowacje o charakterze manipulacyjnym w polityce dystrybucyjnej polskich banków*, [w:] *System finansowy – aktualne wyzwania i perspektywy rozwoju*, M. Kalinowski (red.), Prace Naukowe WSB w Gdańsku, tom 27, Gdańsk 2013, s. 197–211.

sowych sprawa jest oczywista. Przepisy prawne regulują obowiązek publikowania informacji finansowych przez spółki giełdowe. Historia pokazuje jednak nadużycia również w tej materii¹⁸. Popularyzacja społecznej odpowiedzialności biznesu obudziła potrzebę systematyzacji podejmowanych działań w ramach CSR. W dalszych krokach stanowi ona przyczynek do weryfikacji, oceny, jak również komparacji podejmowanych inicjatyw w ramach branż, sektorów geograficznych i kierunków oddziaływania przedsiębiorstwa zarówno na ogół społeczeństwa, jak i środowisko naturalne.

Raportowanie należy uznać za proces *informowania w sposób całościowy o strategii firmy, prowadzonej polityce społecznej i wynikach w zakresie społecznej odpowiedzialności wobec kluczowych grup interesariuszy oraz ogółu społeczeństwa*¹⁹. W związku z problemem niejednoznacznego ujmowania kwestii pozafinansowych funkcjonuje wiele podejść do ich raportowania. Przekłada się to na funkcjonowanie zarówno różnorodnej terminologii, jak i szczegółowości prowadzonej ewidencji.

Informacje pozafinansowe po ich sporządzeniu mogą przybrać formę²⁰:

- raportu dodatkowego zamieszczonego w ramach rocznego sprawozdania finansowego;
- osobnej publikacji jako raport społeczny (ang. *social report*), raport zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainability report*), raport środowiskowy (ang. *environmental report*), raportowanie według ESG lub też coraz częściej pod nazwą raportu społecznej odpowiedzialności (ang. *CSR report*);
- raportu zintegrowanego.

Pomocną rolę w ewidencjonowaniu społecznej odpowiedzialności biznesu pełni rachunkowość odpowiedzialności społecznej, która przez T. Gabrusewicza definiowana jest jako *miarę i publikowanie informacji o wpływie, jaki działalność przedsiębiorstwa ma na społeczeństwo jako*

¹⁸ C. W. Jackson, *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Warszawa 2008.

¹⁹ A. Paszkiewicz, *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw i jej raportowanie w instytucjach finansowych*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 4/5, Gdańsk 2011, s. 334.

²⁰ A. Paszkiewicz, *Spółeczna...* op. cit., s. 334.

całość²¹. Rachunkowość CSR dostarcza informacji na temat wartości działań społecznie odpowiedzialnych. Ponadto umożliwia porównanie skutków wprowadzenia dobrych praktyk w stosunku do ich braku lub wręcz polityki nieodpowiedzialnej. Usprawnia również proces oceny działań CSR pod kątem kosztów i oszczędności, które im towarzyszą²². Informacje te służą podczas podejmowania decyzji zarówno przez decydentów wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Racjonalizm w podejmowaniu działań CSR jest niezbędny, by jego następstwa nie okazały się pyrrusowym zwycięstwem.

Główną funkcją raportów CSR jest dostarczanie informacji na temat społecznie odpowiedzialnych projektów przedsiębiorstwa oraz wyjaśnienie tych zdarzeń, które nie są zgodne z koncepcją CSR²³. Poszerzając obszar raportowania swojej działalności, przedsiębiorstwa stają się bardziej transparentne i wiarygodne w oczach interesariuszy. We własnym zakresie mogą usystematyzować podejmowane działania, co umożliwi im ocenę, monitorowanie postępów i planowanie dalszych strategii CSR.

Wzrost liczby informacji przekazywanych do interesariuszy wzmaga tworzenie więzi i zaufania do przedsiębiorstwa, jednakże informacje te muszą być komunikowane w sposób jasny i przejrzysty. Przyjmuje się, że użyteczność informacji płynących z raportów jest największa, gdy można je scharakteryzować jako aktualne, wiarygodne, porównywalne, adekwatne do potrzeb odbiorców. Ich wysoka jakość ma wynikać z ich kompletności i spójności²⁴. Zbyt obszernie raporty mogą wywołać skutek przeciwny do zamierzonego. W tym celu przedsiębiorstwa korzystają z wytycznych i narzędzi proponowanych przez różnego typu organizacje, które działają lokalnie oraz na poziomie międzynarodowym.

²¹ T. Gabrusewicz, *Rachunkowość odpowiedzialności społecznej w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego*, Warszawa 2010, s. 57.

²² A. Banaszekiewicz, E. Makowska, *Społeczna odpowiedzialność biznesu w kontekście wybranych aspektów kulturowych XXI stulecia*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2012, nr 1(1), s. 12–13.

²³ J. Błach, *Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich*, [w:] *Rola instytucji...* op. cit., s. 13.

²⁴ M. Ciechan-Kujawa, *Użyteczność raportów CSR w ocenie stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w odpowiedzialność społeczną*, [w:] *Rola instytucji...* op. cit., s. 34–36.

Najpopularniejsze funkcjonujące standardy można poddać następującej klasyfikacji²⁵:

- standardy procesu (ang. *process standards*) – dotyczą czynności związanych z nawiązywaniem relacji z interesariuszami, komunikowania, funkcjonowania systemów zarządzania (np. AA 1000, *Global Reporting Initiative* (GRI));
- standardy wyników (ang. *performance standards*) – odgórnie i normatywnie stwierdzają, jakie działania można uznać za dopuszczalne, a które wręcz są zabronione (np. zasady Global Compact, Konwencje MOP, Powszechna Konwencja Praw Człowieka);
- standardy zasad (ang. *foundation standards*) – źródło zasad i wytycznych charakterystycznych dla poszczególnych dziedzin/obszarów (np. Wytyczne OECD, *Principles for Responsible Investing* (PRI));
- standardy certyfikowane (ang. *certification standards*) – stanowią szczegółowy wykaz założeń dla danego systemu zarządzania w danym obszarze, które muszą być spełnione, aby możliwe było uzyskanie certyfikatu (np. SA 8000, ISO 14001, EMAS, ISO 26000);
- standardy przeglądów (ang. *screening standards*) – poprzez określenie kryteriów istnieje możliwość klasyfikowania i grupowania przedsiębiorstw o podobnym stopniu zaangażowania (np. indeksy giełdowe FTSE4GOOD, DJSI, RESPECT Index).

Raportowanie ekonomicznych, społecznych i środowiskowych skutków działalności przedsiębiorstwa nie odbywa się na podstawie jednego wzorca. Dążenie do unifikacji i synchronizacji wielu podejść do prezentacji rodzaju działań i ich efektów widoczne jest chociażby w działaniach na rzecz budowy narzędzia, jakim jest raportowanie zintegrowane.

Koncepcja raportowania zintegrowanego łączy dane pozafinansowe, związane ze społeczną i ekologiczną aktywnością przedsiębiorstwa, z danymi finansowymi. Wynikiem takiego raportu jest spójny obraz zrównoważonego rozwoju jednostki, który stanowi ceną

²⁵ B. Rok, *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004, s. 41–42.

wartość informacyjno-analityczną zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i jego interesariuszy obecnie i w przyszłości²⁶.

Działania społecznie odpowiedzialne promowane są również przez różne inne nośniki. Poza raportowaniem można wskazać na wykorzystanie narzędzi informatycznych. Komunikacja internetowa możliwa jest poprzez strony internetowe przedsiębiorstw, fora dyskusyjne, media społecznościowe²⁷. Wieloaspektowa komunikacja i jej interaktywność umożliwia dzięki sprzężeniu zwrotnemu wymianę opinii i artykulację potrzeb przez interesariuszy. Kanały komunikowania informacji o społecznie odpowiedzialnych działaniach przedsiębiorstwa przedstawione zostały na schemacie 4.2.

Schemat 4.2. Najczęstsze sposoby komunikacji raportów CSR



Źródło: *Raportowanie odpowiedzialnego biznesu 2013 w Polsce*, CSRIinfo, Warszawa 2013, s. 4

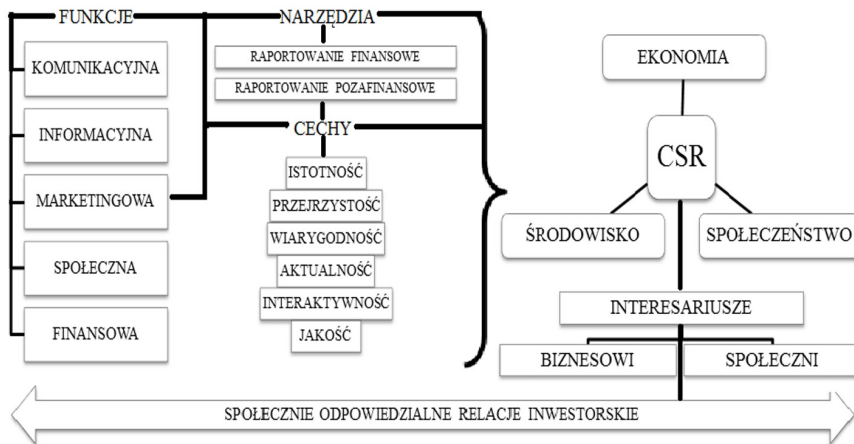
²⁶ M. Sobczak, *Zintegrowane raportowanie – nowy model raportowania biznesowego*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2012, tom XIII, z.1, Łódź, s. 156.

²⁷ J. Błach, *Raportowanie...* op. cit., s. 14.

Włączenie CSR do działalności przedsiębiorstwa, jak również instytucji rynku finansowego wymaga zwiększenia zaangażowania w każdy aspekt relacji inwestorskich. Stąd też, uwzględniając dorobek przedstawiony w podrozdziale 1.3., można mówić o narodzinach modelu społecznie odpowiedzialnych relacji inwestorskich.

Spółecznie odpowiedzialne relacje inwestorskie będą stanowiły odpowiedź na zwiększone potrzeby informacyjne w zapytaniach interesariuszy o aspekty pozafinansowe. Autorskie podejście modelowe przedstawiono na schemacie 4.3.

Schemat 4.3. Społecznie odpowiedzialne relacje inwestorskie



Źródło: Opracowanie własne

Spółecznie odpowiedzialne relacje inwestorskie w procesie informowania o działaniach społecznie odpowiedzialnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa pełnią następujące funkcje:

- komunikacyjną – regularne i konsekwentne rozpowszechnianie informacji o działaniach pozafinansowych przedsiębiorstwa, wykorzystujące w tym celu wszystkie możliwe kanały dostosowane do charakterystyki i potrzeb interesariuszy;
- informacyjną – polityka informacyjna stanowi źródło wiedzy dla wszystkich interesariuszy organizacji, stanowiąc jednocześnie fundament budowy jej społecznie odpowiedzialnego wizerunku;

- marketingową – stanowi kanał dystrybucji m.in. materiałów informacyjnych, prezentacji, newsletterów na temat etycznego działania i społecznego zaangażowania przedsiębiorstwa;
- społeczną – przejrzystość działań firmy wpływa na pozytywną ocenę przedsiębiorstwa przez lokalną społeczność, klientów, jak i pracowników, co m.in. niweluje zjawisko tzw. luki zaangażowania (czyli obojętność pracowników na stan i funkcjonowanie przedsiębiorstwa wynikająca z niskiego stopnia identyfikowalności z miejscem pracy);
- finansową – rzetelne i użyteczne informacje o wynikach pozafinansowych wpływają na spadek ryzyka inwestycyjnego, oznacza to – co istotne – niższy koszt kapitału pozyskiwanego przez przedsiębiorstwo.

Mnogość funkcji, które w nowym podejściu zyskują relacje inwestorskie, wskazuje na potrzebę sprawnego przepływu danych finansowych i pozafinansowych. Wszystkie informacje płynące z rynku oddziałują na rodzaj podejmowanych decyzji, zarówno przez ogół konsumentów, jak i inwestorów.

4.3. Przejawy społecznej odpowiedzialności biznesu na rynku kapitałowym

Wzrost popularności społecznej odpowiedzialności biznesu w zarządzaniu przedsiębiorstwami przyczynił się do szerszej implementacji tej strategii w działalności instytucji finansowych. Nieprzerwanie trwają starania o nadanie lub przywrócenie „ludzkiej twarzy” kryzysowemu sektorowi finansowemu²⁸. Nie dziwią zatem działania na rzecz wdrażania zrównoważonych wskaźników, zarówno o charakterze instytucjonalno-organizacyjnym, jak i w sferze produktowej, do wszystkich obszarów rynku finansowego.

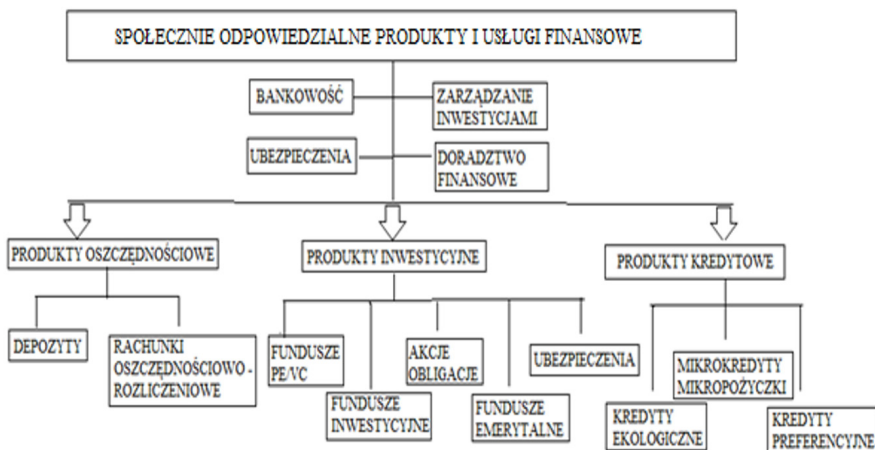
Czynniki społecznej odpowiedzialności biznesu odgrywają znaczącą rolę w tworzeniu społecznie odpowiedzialnych produktów i usług

²⁸J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialny rynek finansowy – przykłady potwierdzające i zaprzeczające*, [w:] *Wybrane aspekty z finansów i rynków finansowych*, Z. Głodek, Andrzej Kuciński (red.), Gorzów Wielkopolski 2014, s. 98.

finansowych. W związku z solidaryzowaniem się z podmiotami z innych branż, które podejmują działania na rzecz ich zrównoważonego rozwoju, instytucje finansowe wychodzą naprzeciw ich oczekiwaniom, tworząc ofertę skrojoną do ich potrzeb.

Społecznie odpowiedzialne produkty finansowe definiowane są jako produkty i usługi znajdujące się w ofercie instytucji bankowych, ubezpieczeniowych oraz zarządzających inwestycjami. Są one wynikiem wnikliwego wyboru inwestycji według określonych kryteriów (etycznych, społecznych, ekologicznych oraz dotyczących zarządzania) oraz nie lekceważą ważnych kwestii związanych z ryzykiem czy rentownością²⁹. Powołując się na przedstawione ujęcie, produkty społecznie odpowiedzialne³⁰ można zaszerzować do jednej z trzech grup: oszczędnościowych, inwestycyjnych oraz kredytowych. Ujęcie systematyczne przedstawia schemat 4.4.

Schemat 4.4. Społecznie odpowiedzialne produkty i usługi finansowe



Źródło: Opracowanie własne

²⁹ Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie odpowiedzialnych społecznie produktów finansowych (opinia z inicjatywy własnej), Dziennik Urzędowy UE, (2011/C 21/06), Bruksela 2011, s. 1–2.

³⁰ Niniejszy podrozdział prezentuje problem definiowania i klasyfikowania społecznie odpowiedzialnych produktów finansowych. W rozdziale 5 i 6 uwaga będzie skoncentrowana na charakterystyce poszczególnych wybranych produktów inwestycyjnych w prezentowanym rozumieniu.

Dostosowane do realiów gospodarczych i potrzeb przedsiębiorstw instrumenty finansowe wspierają finansowanie inicjatyw przedsiębiorstw tożsamych z ideą CSR. Można określić, że podmioty działają na zrównoważonym rynku finansowym, który definiowany jest jako *ogół stosunków zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, w których czynniki etyczne, społeczne i środowiskowe na równi z czynnikami ekonomicznymi determinują podejmowanie decyzji zakupowych i sprzedażowych dotyczących produktów i usług finansowych*³¹. W praktyce oznacza to, że instytucje finansowe poprzez swoje zaangażowanie w kwestie środowiskowe podejmują działania związane z dofinansowaniem przedsięwzięć proekologicznych, np. udzielenie kredytu bankowego na budowę farmy wiatrowej, inwestycje w fundusze inwestycyjne nabywające akcje i obligacje spółek z branży odnawialnych źródeł energii lub zakładanie depozytów, z których środki finansowe są przeznaczane na kredytowanie inwestycji proekologicznych³². Nowe rozwiązania tworzone są w obszarze alternatywnych źródeł finansowania, do których należą m.in. fundusze *private equity/venture capital* czy aniołowie biznesu³³.

Wybór klienta jako wyraz jego zrównoważonej konsumpcji usług finansowych będzie mógł objawiać się w wyborze rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego lub lokaty bankowej powiązanej z jakimś celem społecznym lub środowiskowym, które realizuje bank³⁴. Popularyzacja takiego kierunku zarządzania środkami finansowymi jest uwarunkowana zarówno dostępnością oferty, jak i edukacją oraz wzrostem świadomości wśród gospodarstw domowych w tym zakresie.

Innym przykładem jest włączanie się międzynarodowych instytucji finansowych w działania CSR, m.in. poprzez dofinansowanie inicjatyw zapobiegających zmianom klimatycznym i innym zagrożeniom

³¹ J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Toruń 2019.

³² L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, Warszawa 2010, s. 41.

³³ Szerzej w: J. Kłobukowska, *Anioły biznesu jako źródło finansowania działalności społecznie odpowiedzialnych przedsiębiorstw*, [w:] „Prawno-ekonomiczne szanse i bariery rozwoju przedsiębiorczości w Polsce i Europie”, M. Stefański (red.), Lublin 2017, s. 211–224.

³⁴ J. Kłobukowska, *Rozwój społecznie odpowiedzialnych instrumentów finansowych jako czynnik konkurencyjności regionu*, „Marketing i Rynek” 2014, nr 10, s. 109.

dla ekosystemu. W latach 2006–2008 Wells Fargo przeznaczył 4 mld USD na inwestycje proekologiczne odnoszące się do elektrowni wiatrowych i słonecznych. Z kolei Goldman Sachs wprowadził obligacje katastrofy (*catastrophe bonds*) na łączną kwotę 1,4 mld USD dla spółek, których działalność uwarunkowana jest dostępnością tradycyjnych źródeł energii³⁵.

Tworzenie instrumentów finansowych tego typu staje się ważnym elementem budowy finansowego dobrobytu społeczeństwa. Dodatkowo ma również korzystny wpływ na stan środowiska naturalnego, a przez to, że wspiera nowe szanse i pomysły biznesowe, pozytywnie oddziałuje na wyniki finansowe przedsiębiorstw i ich konkurencyjność³⁶. Zarówno poprzez kredyty ekologiczne, jak i kredyty preferencyjne rynek finansowy mobilizuje prywatny kapitał do finansowania prośrodowiskowych inicjatyw zgodnie z zasadą solidarności międzypokoleniowej oraz ekorozwoju.

Odpowiedzią na wykluczenie finansowe są produkty oferowane przez instytucje mikrofinansowe. Ich produkty skierowane są głównie do osób o niskich dochodach, mieszkających w biedniejszych regionach, wykluczonych z tradycyjnego sektora bankowego, jak również do przedsiębiorstw poszukujących kapitału na start swojej działalności gospodarczej lub jej rozwój. W ujęciu przedmiotowym do usług mikrofinansowych można zaliczyć zarówno instrumenty o charakterze finansowym, jak i pozafinansowym. W pierwszej grupie znajdują się wspomniane już mikrokredyty, mikropożyczki, mikrooszczędności, mikrolokaty, mikroubezpieczenia³⁷ i inne usługi finansowe (np. transfer pieniędzy, gwarancje). Wśród usług niefinansowych można wymienić edukację finansową, edukację zdrowotną, szkolenia oraz doradztwo³⁸.

Historia mikrofinansów związana jest z osobą M. Yunusa, który w latach 70. XX wieku ideę mikrofinansowania zaczął stosować

³⁵ P. Herman, *Investowanie...* op. cit., s. 79–80.

³⁶ Ibidem.

³⁷ Szerzej w: R. Kurek, *Mikroubezpieczenia na świecie – działania komercyjne i niekomercyjne inicjatywy wspierające*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2009, nr 61, s. 165–175.

³⁸ J. Kłobukowska, *Mikrofinanse w Europie*, „Oeconomia Copernicana” 2013, nr 2, s. 136–137.

w praktyce wśród społeczności Bangladeszu. W 1976 r. M. Yunus założył Grameen Bank – pierwszy bank zajmujący się usługami mikrofinansowymi. W związku z bardzo dobrym przyjęciem tej inicjatywy na rynku lokalnym zaczęła ona przenikać i rozwijać się równolegle na innych kontynentach. Jednocześnie M. Yunus wskazał na inny kierunek działania banków. Poprzez segmentację klientów wprowadził on z sukcesem nową strategię działania instytucji finansowej, która łączy realizację celów finansowych z celami społecznymi. Tym samym społeczna odpowiedzialność instytucji finansowych, w tym banków, może mieć inne oblicze niż tylko prowadzenie działań charytatywnych czy sponsoring kultury, sportu lub badań naukowych³⁹.

Spółecznie odpowiedzialne produkty inwestycyjne są grupą produktów, których istnienie uzależnione jest od przedsiębiorstw, które będą prowadziły swoją działalność w sposób odpowiedzialny. Spółki społecznie odpowiedzialne są coraz częściej wybierane przez inwestorów jako przedmiot inwestowania. W związku z większą wrażliwością i wiedzą inwestorów na temat wdrażania CSR do procesu inwestowania spółki społecznie odpowiedzialne dobierane są do ich portfeli inwestycyjnych. Tak tworzą się podwaliny społecznie odpowiedzialnego inwestowania.

Droga implementacji idei CSR do sektora finansowego jest wieloetapowa i wymaga podjęcia szeregu prac legislacyjnych, edukacyjnych i popularyzatorskich, co widoczne jest bardzo wyraźnie na poziomie Unii Europejskiej. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny wspiera inicjatywy związane z tworzeniem zachęt fiskalnych do inwestowania oraz zwiększeniem bezpieczeństwa inwestorów. Zajmuje się wprowadzeniem norm dla produktów, kodeksów dobrych praktyk bankowych, jak również podejmuje działania na rzecz wzmocnienia europejskiego rynku finansowego społecznie odpowiedzialnymi produktami oraz usługami finansowymi⁴⁰.

Z kolei w dokumencie *Strategia Europa 2020* Unia Europejska koncentruje uwagę nad poszukiwaniem rozwiązań, które prowadziłyby

³⁹ W. Szpringer, *Spółeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a ochroną socjalną*, Warszawa 2009, s.108–109.

⁴⁰ *Opinia Europejskiego Komitetu...* op. cit., s. 2.

do efektywnego i zrównoważonego systemu finansowego. Problem ochrony środowiska, bezpieczeństwa energetycznego i roli rynków finansowych w tych obszarach podejmowany jest również na szczytach państw G20. Międzynarodowy charakter działań dopełniają inicjatywy Grupy Banku Światowego, Europejskiego Banku Inwestycyjnego czy Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju. Instytucje te, poza promowaniem wdrażania zasad CSR w sektorze finansowym, same inicjują takie projekty. Do przykładowych można zaliczyć emisję zielonych obligacji, proekologiczną politykę kredytową oraz raportowanie CSR.

Model biznesowy sektora finansowego uwzględniający czynniki społeczne, środowiskowe i ekonomiczne wspiera zrównoważony rozwój gospodarki. Aspirowanie rynku finansowego do domeny społecznie odpowiedzialnej poprawia reputację wśród klientów i udziałowców, przyciąga nowych klientów, a także poprawia relacje z całym otoczeniem okołobiznesowym oraz społecznym⁴¹. Korzyści pojawiające się podczas wdrażania CSR dotyczą m.in. poprawy wizerunku przedsiębiorstwa, zwiększenia lojalności klientów, przyciągania inwestorów, ograniczenia ryzyka specyficznego, a nawet mierzalnych oszczędności w kosztach funkcjonowania danego podmiotu⁴².

Społeczna odpowiedzialność biznesu włączana w działalność podmiotów na rynku finansowym stanowi istotną determinantę budowy zrównoważonego rynku kapitałowego. Przeprowadzone studia literaturowe nie dostarczyły jednak odpowiedzi, jak definiować rynek kapitałowy w ujęciu zrównoważonego rozwoju. Wypracowany przez autorkę *definiens* stanowi, że jest to miejsce zawierania transakcji średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi, w którym kryteria społeczne, środowiskowe oraz ładu korporacyjnego są ważne na równi z ekonomicznymi. Definicja koresponduje z objaśnianiem rynku kapitałowego w ujęciu tradycyjnym oraz ze zrównoważonym rynkiem finansowym.

⁴¹ M. Dębiewska, J. Skorwider-Namiołko, *Przejawy...* op. cit., s. 25.

⁴² *Ibidem*.

CZĘŚĆ II

Instrumenty finansowe i produkty inwestycyjne zrównoważonego rynku kapitałowego

ROZDZIAŁ 5

Zrównoważone instrumenty finansowe

5.1. Akcje spółek społecznie odpowiedzialnych

Na rynku kapitałowym zwiększa się liczba spółek prowadzących działalność biznesową i wypełniających wymogi stawiane w koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. Spółki, aby pozyskać kapitał, emitują papiery wartościowe, w tym akcje, które są podstawowym instrumentem społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Podstawowe zalety i wady inwestowania w akcje z punktu widzenia inwestora oraz emitenta przedstawione zostały w tabeli 5.1.

Tabela 5.1. Zalety i wady inwestowania w akcje z punktu widzenia inwestora oraz emitenta

	ZALETY	WADY
INWESTOR	<ul style="list-style-type: none">– możliwość uzyskania wyższego zysku niż z lokat bankowych i obligacji– instrument wystandaryzowany– udział w zyskach wypracowanych przez spółkę w formie dywidendy– prawo głosu na WZU– inwestor nie odpowiada za zobowiązania spółki	<ul style="list-style-type: none">– zmienność kursu; cena rynkowa może być niższa niż cena zakupu– możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, ale do momentu sprzedaży akcji zyski te są „papierowe”– fluktuacje kursów zależne są nie tylko od kondycji firmy, lecz także od otoczenia

	ZALETY	WADY
EMITENT	<ul style="list-style-type: none"> – bezzwrotny kapitał – pozyskanie kapitału bez stałego kosztu obsługi – ułatwienie dalszego zadłużania dzięki poprawie poziomu wskaźników finansowych (liczonych do kapitału własnego) – obniżenie poziomu dźwigni finansowej – obniżenie zależności od kredytodawców – promocja 	<ul style="list-style-type: none"> – codzienna wycena spółki na giełdzie – fluktuacja kursów i kapitalizacji giełdowej – ryzyko utraty kontroli nad spółką – ryzyko niepowodzenia emisji – okresowe pogorszenie wskaźnika EPS (zysk na akcję) – transparentność (konieczność raportowania) – konieczność komunikowania się z inwestorami (relacje inwestorskie)

Źródło: D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 2010, s. 25

Akcja jest papierem wartościowym stwierdzającym bezwarunkowe uczestnictwo jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej, nadającym prawa majątkowe i korporacyjne (prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy)¹. Podczas społecznie odpowiedzialnego inwestowania w akcje popularną strategią inwestycyjną staje się korzystanie z praw korporacyjnych przez udziałowców w celu oddziaływania i współuczestnictwa w podejmowaniu decyzji o wdrożeniu czynników ESG do strategii biznesowej spółki.

Przedsiębiorstwa wchodząc na ścieżkę CSR liczą na zainteresowanie nie tylko tradycyjnych inwestorów, lecz także tych, którzy specjalizują się w społecznie odpowiedzialnym inwestowaniu. W obu przypadkach dokonywanie inwestycji w społecznie odpowiedzialne spółki może wynikać z czystej kalkulacji, której wynikiem jest stwierdzenie, że *szanse na przetrwanie i zyski mają tylko te podmioty gospodarcze harmonijnie dostosowujące się do wymagań współczesności i przyszłości*².

Ocena społecznej odpowiedzialności spółek powinna być poddana wieloaspektowej analizie danych na temat przedsiębiorstwa i jego działań. Niektóre spółki bowiem nie wytrzymują presji ekologicznej, a inne, nie tracąc impetu, realizują kolejne proekologiczne i prosopo-

¹ Szerzej w: D. Dziawgo, *Rynek finansowy...* op. cit., s. 107–109.

² L. Dziawgo, *Zielony rynek...* op. cit., s. 16.

łączne projekty³. Dodatkowo jakość realizowanej strategii społecznej odpowiedzialności biznesu powinna być potwierdzona uzyskaniem liczących się certyfikatów bądź też ujęciem akcji danej spółki w giełdowych indeksach CSR. Dopełnieniem jest publikowanie raportów społecznej odpowiedzialności.

5.2. Zrównoważone indeksy giełdowe

Dzięki wielu spółkom CSR notowanym na giełdach istnieje możliwość tworzenia wyselekcjonowanej grupy spółek, stanowiących punkt odniesienia dla oceny efektywności inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Klarowną definicję zrównoważonych indeksów giełdowych podaje M. Marcinkowska. Objasnia je jako *kompozycje akcji spółek, które spełniają określone kryteria zrównoważonego rozwoju, zaprojektowane w taki sposób, by odzwierciedlić wyniki akcji spółek odpowiedzialnych społecznie (starających się być zrównoważonymi społecznie)*⁴.

Giełdowe indeksy społecznie odpowiedzialne funkcjonujące na wiodących międzynarodowych rynkach kapitałowych spełniają następujące role⁵:

- umożliwiają identyfikację społecznie odpowiedzialnych spółek,
- są użyteczne przy pomiarze wartości inwestycji SRI w okresie jej trwania,
- stanowią *benchmark* przy ocenie efektywności inwestowania,
- są bazą do konstrukcji pasywnych wehikułów finansowych,
- stanowią standard dla odpowiedzialnych zachowań korporacyjnych,
- generują dane statystyczne o charakterze historycznym umożliwiające pogłębione badania nad wpływem społecznie odpowiedzialnego inwestowania na wyniki finansowe i pozafinansowe oraz poziom ryzyka inwestycyjnego.

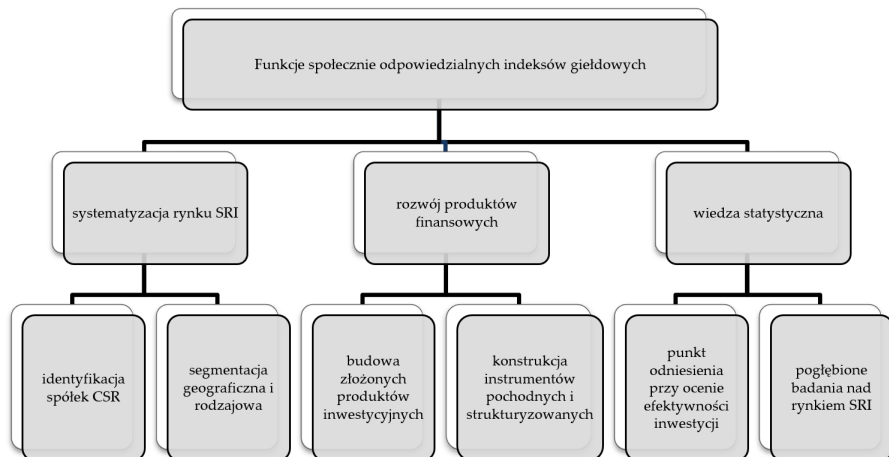
³ L. Dziawgo, *Społeczna odpowiedzialność biznesu jako czynnik konkurencyjny na współczesnym rynku kapitałowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2009, nr 16/533, s. 275.

⁴ M. Marcinkowska, *Inwestycje...* op. cit., s. 243.

⁵ D. Dziawgo, *Ekologiczne indeksy giełdowe*, „Ekonomia i Środowisko” 2007, nr 1/31, s. 121–133; *The impact of Sustainable and Responsible Investment*, US SIF Foundation, September 2013, s. 8–9.

Wyróżnione funkcje mogą zostać pogrupowane w trzy główne kategorie: związane z systematyzacją rynku, rozwojem produktów finansowych oraz wiedzą statystyczną o rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania (schemat 5.1.).

Schemat 5.1. Funkcje giełdowych indeksów społecznej odpowiedzialności biznesu



Źródło: Opracowanie własne

Pierwszym społecznie odpowiedzialnym indeksem giełdowym był Domini 400 Social Index, który powstał w 1990 r. w Stanach Zjednoczonych. Inicjatorką tego indeksu była ówczesna maklerka giełdowa Amy Domini. Wielu z jej klientów wyrażało zastrzeżenia co do rodzaju podejmowanych inwestycji, ponieważ nie były zgodne z ich wartościami. Mimo funkcjonowania niewielu funduszy etycznych utrudnione było porównywanie ich stóp zwrotu z tradycyjnym sposobem inwestowania. W wyniku tych przesłanek A. Domini, P. Kinder i S. Lydenberg w 1989 r. rozpoczęli prace nad stworzeniem indeksu giełdowego Domini, który stanowiłby *benchmark* dla inwestorów zainteresowanych SRI. W czerwcu 2009 r. indeks Domini 400 Social zmienił nazwę na FTSE KLD 400 Social Index, a następnie w 2010 r. na MSCI KLD 400⁶. Składa się on z 400 spółek o wysokiej kapitalizacji, które przechodzą selekcję według kryteriów społecznych i środowiskowych.

⁶ M. Czerwona, *Inwestowanie...* op. cit., s. 80.

Amerykański indeks zapoczątkował falę zainteresowania inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym. Wzrost liczby spółek prowadzących działalność zgodnie z nowym modelem biznesowym, poszerzonym o kwestie ekologiczne, społeczne, ładu korporacyjnego, spowodował, że wiele innych giełd, często przy współpracy z zainteresowanymi instytucjami finansowymi, podjęło decyzję o utworzeniu indeksów giełdowych SRI. Indeksy na międzynarodowych giełdach papierów wartościowych najczęściej różnią się metodologią doboru spółek, zasięgiem geograficznym lub branżowym⁷.

Na rynku kapitałowym w Afryce działa czternaście giełd papierów wartościowych. Tylko na trzech z nich spółki zaangażowane w prowadzenie biznesu w sposób społecznie odpowiedzialny klasyfikowane są w zrównoważonym indeksie giełdowym. Indeksy funkcjonują na Giełdzie Papierów Wartościowych w Kairze oraz Aleksandrii, Giełdzie Papierów Wartościowych Mauritiusa oraz Giełdzie Papierów Wartościowych w Johannesburgu. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Afryce zaprezentowano w tabeli 5.2.

Tabela 5.2. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Afryce

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Egipt	Egyptian Exchange	244	48 731	– SP/EGX ESG Index
Mauritius	Stock Exchange of Mauritius	95	8 934	– SEM Sustainability Index (SEMSI)
RPA	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	322	1 356 591	– FTSE/JSE Responsible Investment Index – FTSE/JSE Responsible Investment Top 30 Index

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)

Za wiodący parkiet giełdowy w Ameryce Południowej uznaje się giełdę brazylijską w Sao Paulo, która od 2017 r. nosi nazwę B3.

⁷ Szerzej o światowych indeksach SRI traktuje rozdział 3.

Za benchmarki zrównoważonego rynku kapitałowego w Brazylii wskazuje się trzy indeksy, klasyfikujące spółki w odniesieniu do szczegółowych kryteriów dotyczących polityki ekologicznej oraz ładu korporacyjnego. W przygotowaniu jest czwarty zrównoważony indeks, który promować będzie spółki wyróżniające się w strategii walki z wykluczeniem i zarządzania różnorodnością. Według zapowiedzi będzie on publikowany na początku 2024 r. Na pozostałych rynkach kapitałowych w Argentynie, Chile, Kolumbii, Meksyku oraz Peru indeksy giełdowe promują lokalne spółki, przedstawione w tabeli 5.3.

Tabela 5.3. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Ameryce Południowej

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Argentyna	Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) oraz Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)	100	63 520	- BYMA ESG-D Index
Brazylia	B3	463	935 583	- Corporate Sustainability Index (ISE B3) - Carbon Efficient Index (ICO2 B3) - Family of Corporate Governance Indices - S&P/B3 Brazil ESG Index - GPTW/B3 Index (IGPTW B3) - Inclusion and Diversity Index (I&D Index) – start do 2024 r.
Chile	Bolsa de Santiago	204	152 141	- Dow Jones Sustainability Chile Index
Kolumbia	Bolsa de Valores de Colombia	65	90 541	- IR Recognition Index (COLIR) - Dow Jones Sustainability MILA Pacific Alliance Index
Meksyk	Bolsa Institucional de Valores (BIVA)	64	17 300	- FTSE4Good BIVA Index
Meksyk	Bolsa Mexicana de Valores (Mexican Stock Exchange)	144	459 708	- S&P/BMV Total Mexico ESG Index - ISRS Sustainability Index
Peru	Grupo BVL	266	78 026	- S&P/BVL Peru General ESG Index

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)

Na rynku kapitałowym w Ameryce Północnej działa siedem giełd papierów wartościowych. Giełda Papierów Wartościowych w Nowym Jorku jako najważniejsza i najstarsza dostarcza wielu przykładów publikacji zrównoważonych indeksów giełdowych. Na tym rynku działają giganci przedsięwzięć gospodarczych, którzy stosują również strategię społecznej odpowiedzialności biznesu. Ich praktyki oddziałują nie tylko na krajowy, ale również międzynarodowy rynek kapitałowy. W ślad za tą charakterystyką możemy zidentyfikować wysoki poziom wyspecjalizowania poszczególnych indeksów dotyczący branż, waluty, obszaru CSR. To pozwala na dodatkową segmentację i rankingowanie spółek prowadzących działalność gospodarczą zgodnie z koncepcją zrównoważonego rozwoju. Warto wyróżnić również działania podejmowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Toronto na rzecz promowania kanadyjskich spółek CSR. Zrównoważone indeksy giełdowe na rynku kapitałowym w Ameryce Północnej zaprezentowano w tabeli 5.4.

Tabela 5.4. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Ameryce Północnej

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Kanada	NEO Exchange	3504	3 264 137	<ul style="list-style-type: none"> - S&P/TSX 60 ESG - S&P/TSX 60 Fossil Fuel Free Carbon Efficient Index - S&P/TSX 60 Fossil Fuel Free Index - S&P/TSX Renewable Energy and Clean Technology Index - S&P Canada LargeMidCap ESG
Kanada	TMX Group Inc.	3264	1 270 000	<ul style="list-style-type: none"> - Fidelity Sustainable World ETF (NEO:FCSW)
USA	Nasdaq	3723	22 464 541	około 70 indeksów (nie wszystkie aktywne), m.in.: <ul style="list-style-type: none"> - OMX GES Ethical indexes - NASDAQ Clean Edge US Index (CLEN) - OMX CRD Global Sustainability Index
USA	New York Stock Exchange	2525	27 686924	około 40 indeksów ESG indices (ponad 20 związanych jest z ochroną środowiska): <ul style="list-style-type: none"> - ICE BoAML Green Bond Index - NYSE Arca Environmental Services Index

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
USA cd.	New York Stock Exchange cd.	2525	27 686924	<ul style="list-style-type: none"> - MLCX Biofuels Index – Total Return - Barclays Women in Leadership Total Return USD Index - Return on Disability US LargeCap Excess Return Net USD Index - SPDR SSGA Gender Diversity Index/SSI Impact Index - Summit Zacks Global Water Index (Price Return) - Syntax U.S. Social Core Tier 1 Index - Syntax U.S. Social Core Tier 2 Index - WilderHill Clean Energy Index - WilderHill Progressive Energy Index - ZyFin India Quality and Governance Equity Index (USD PR) - S&P U.S. Activist Interest Index - Tortoise North American Water Index - Ardour Global Index Extra Liquid (USD) - Ardour Solar Energy Index (USD) - Northern Trust Developed Real Estate ESG Price Index (USD) - Northern Trust GRESB Developed Real Estate ESG Price Index (USD) - S-Net Nuclear Energy Index (USD) - Thomson Reuters Global Large/Mid Diversity & Inclusion ex. Controversial Weapons Equal Weight Price Return Index - Thomson Reuters/S-Network Developed Markets ex-US Environmental Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Developed Markets ex-US ESG Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Developed Markets ex-US Governance Best Practices In-dex (USD) - Thomson Reuters/S-Network Developed Markets ex-US Social Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Emerging Markets Environmental Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Emerging Markets ESG Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Emerging Markets Governance Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Emerging Markets Social Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Europe ESG Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Europe Governance Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network Europe Social Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network US Large Cap Environmental Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network US Large Cap ESG Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network US Large Cap Governance Best Practices Index (USD) - Thomson Reuters/S-Network US Large Cap Social Best Practices Index (USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)

Analizując liczbę spółek notowanych na poszczególnych kontynentach, można zauważyć, że azjatycki rynek kapitałowy charakteryzuje się największą liczbą spółek posiadających akcje w obrocie publicznym. Wyraźnie dominują tu giełdy papierów wartościowych w Indiach, Chinach oraz Japonii. Mimo dwudziestu ośmiu działających giełd w Azji jedynie kilka kluczowych zaangażowanych jest w promowanie społecznie odpowiedzialnych spółek poprzez specjalistyczne indeksy. Perspektywy rozwoju tego międzynarodowego rynku ze względu na potencjał gospodarczy regionu oraz znaczące międzynarodowe przepływy pieniężne można uznać za istotne. Aktualną listę zrównoważonych indeksów giełdowych zamieszczono w tabeli 5.5.

Tabela 5.5. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Azji

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Chiny	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	2568	4 976487	<ul style="list-style-type: none"> - Hang Seng Corporate Sustainability Index - Hang Seng ESG Index
Chiny	Shenzhen Stock Exchange	2578	6 219831	<ul style="list-style-type: none"> - SZSE Environmental Protection Index - SZSE Energy Conservation Index - CNI TEDA EP Index - CNI Low-carbon 50 Index - CCTV 50 Ecology Industry Index - CUFU-CNI High Grade Green Bond Index - CUFU-CNI High Grade Unlabeled Green Bond Index - CUFU-CNI High Grade Labeled Green Bond Total Return Index - CNI New Energy Index - CNI New Energy Vehicles Index - CUFU-CNI SZ-HK Connect Green Selection Index - CNI SZ-HK Connect Energy Conservation Index - CNI SZ-HK Connect Alternative Energy Cars Index - SZSE Corporate Social Responsibility Index - SZSE SME Corporate Social Responsibility Index - CCTV 50 Corporate Social Responsibility Index - CNI-CBN-AEGON-Industrial Corporate Social Responsibility Index - SZSE Corporate Governance Index - SZSE SME Corporate Governance Index - CNI Corporate Governance Index - CCTV 50 Corporate Governance Index - CCTV 50 Index

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Chiny	Shanghai Stock Exchange	2037	8 154 689	27 indeksów, m.in.: <ul style="list-style-type: none"> - SSE Corporate Governance Index - SSE 180 Corporate Governance Index - SSE Social Responsibility Index - SSE Sustainable Development Industry Index - SSE Urbanization Green Cities Index - SSE Environmental Protection Industry - SSE 180 Carbon Efficient Index - SSE Green Corporate Bond Index - SSE Green Bond Index
Indie	Bombay Stock Exchange	4695	1 116 275	<ul style="list-style-type: none"> - S&P BSE CARBONEX - S&P BSE 100 ESG - S&P BSE GREENEX
Indie	National Stock Exchange of India	2065	3 400 000	<ul style="list-style-type: none"> - Nifty100 ESG Index - Nifty100 Enhanced ESG Index - S&P ESG India Index
Indonezja	Indonesia Stock Exchange	766	578 631	<ul style="list-style-type: none"> - SRI-KEHATI Index
Izrael	Tel-Aviv Stock Exchange	541	362 118	<ul style="list-style-type: none"> - TA-MAALA index - TA-125 Fossil Free index - TA CLEANTECH index
Japonia	Japan Exchange Group	3824	6 544 30349	<ul style="list-style-type: none"> - JPX-Nikkei Index 400 - JPX-Nikkei Mid and Small Cap Index - S&P/TOPIX 150 Carbon Efficient Index - S&P/TOPIX 150 Carbon Efficient Select Index - S&P/TOPIX 150 Fossil Fuel Free Index - S&P/TOPIX 150 Fossil Fuel Free Carbon Efficient Index - S&P/TOPIX 150 Fossil Fuel Free Carbon Efficient Select Index - S&P/TOPIX 150 ESG Index - JPX/S&P CAPEX&HUMAN CAPITAL INDEX
Malezja	Bursa Malaysia	947	414 28526	<ul style="list-style-type: none"> - FTSE4Good Bursa Malaysia (F4GBM) Index
Korea Południowa	Korea Exchange	2406	2 218 65814	<ul style="list-style-type: none"> - KRX ESG Leaders 150 - KRX Governance Leaders 100 - KRX Eco Leaders 100KRX ESG Social Index - KOSPI 200 ESG
Rosja	Moscow Exchange	233	77 030	<ul style="list-style-type: none"> - MOEX – RSPP Sustainability Vector Index - MOEX – RSPP Responsibility and Transparency Index
Singapur	Singapore Exchange	673	663 389	<ul style="list-style-type: none"> - iEdge SG ESG Leaders Index
Tajlandia	Stock Exchange of Thailand	778	600 060	<ul style="list-style-type: none"> - SETTHSI index Thailand Sustainability Investment (THSI)

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Turcja	Borsa İstanbul	477	193 313	<ul style="list-style-type: none"> - BIST Participation Sustainability Index - Corporate Governance Index - BIST Sustainability 25
Zjednoczone Emiraty Arabskie	Dubai Financial Market	63	111 605	<ul style="list-style-type: none"> - S&P/Hawkamah UAE ESG Index - S&P/Hawkamah Pan Arab ESG Index - DFM PJSC is included in the FTSE4Good
Vietnam	Ho Chi Minh Stock Exchange	404	256 395	<ul style="list-style-type: none"> - Sustainability Index (VNSI)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)

W wyniku fuzji na rynku kapitałowym w Europie utworzenie giełdy Euronext przyczyniło się do uzyskania przez nią statusu największego europejskiego parkietu. Dominacja widoczna jest w kapitalizacji rynkowej, a także w charakterystyce spółek notowanych na tej giełdzie i wdrażających standardy społecznej odpowiedzialności. Dokonując przeglądu zrównoważonych indeksów na europejskim rynku kapitałowym, zauważamy nie tylko indywidualne indeksy, które rankingują spółki odpowiedzialne na poszczególnych krajowych rynkach kapitałowych. Wśród przykładów można wskazać na doświadczenia rodzimego rynku kapitałowego. Indeks WIG ESG publikowany jest od 3.09.2019 r. na podstawie wartości portfela akcji spółek spełniających kryteria społecznej odpowiedzialności. Dodatkowo można wskazać przykłady rodzin zrównoważonych indeksów giełdowych, takich jak przywoływany Euronext, OMX GES, STOXX czy FTSE. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Europie zamieszczono w tabeli 5.6.

Tabela 5.6. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Europie

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Austria	Wiener Börse	85	174 788	VÖNIX CECE SRI
Belgia	Euronext Brussels	206	408 583	Lista indeksów - Euronext ¹ , m.in. <ul style="list-style-type: none"> - Euronext BeNeLux ESG Leaders 20 - CAC 40 Governance GR - Euronext CDP Environment Eurozone EW Decrement 4% NR - Euronext ESG Biodiversity Screened World GR - OBX ESG ex Oil and Gas NR - Euronext Environmental Goods and Services Eurozone - Euronext Equileap Gender Equality Eurozone 100 NR
Bułgaria	Bulgarian Stock Exchange	385	16887	- Refinitiv's Environment, Social and Governance (ESG)
Dania	Nasdaq Copenhagen	125	789509	Okolo 70 indeksów (nie wszystkie aktywne), m.in.: <ul style="list-style-type: none"> - OMX GES Ethical Nordic Index - OMX GES Ethical Norway Index - OMX GES Ethical Sweden Index - OMX GES Ethical Denmark Index - OMX GES Ethical Finland Index - OMX GES OMXS30 Ethical Index - OMX GES Sustainability Nordic and OMX GES Sustainability Nordic Index - OMX GES Sustainability Sweden Index - OMX GES Sustainability Sweden Ethical Index
Finlandia	Nasdaq Helsinki	135	359912	Okolo 70 indeksów (nie wszystkie aktywne), lista tak jak dla Danii
Francja	Euronext Paris	795	4 580 000	Lista indeksów Euronext – komentarz jak dla Belgii
Niemcy	Deutsche Börse	447	2 503046	- STOXX Low Carbon Index Family <ul style="list-style-type: none"> - ÖkoDAX - DAXglobal Alternative Energy - DAXglobal Sarasin Sustainability Germany - STOXX ESG Leaders Index family - STOXX Sustainability Index family - Photovoltaik Global 30 - Credit Suisse Global Alternative Energy
Grecja	Athens Exchange Group	160	59 242	- ATHEX ESG Index
Irlandia	Euronext Dublin	22	124 081	Lista indeksów – komentarz jak dla Belgii
Włochy	Borsa Italiana (Euronext)	398	1 610 000	- MIB® ESG Index
Luksemburg	Bourse de Luxembourg	130	61194	- Lux RI Fund Index <ul style="list-style-type: none"> - Solactive LGX Green Bond Impact Index
Holandia	Euronext Amsterdam	123	1 131876	Lista indeksów Euronext – komentarz jak dla Belgii

Kraj	Nazwa giełdy	Liczba notowanych spółek TOTAL	Kapitalizacja rynku krajowego w mln USD	Nazwa zrównoważonego indeksu
Polska	Warsaw Stock Exchange	810	197 389	– WIG-ESG Index
Portugalia	Euronext Lisbon	52	81 627	Lista indeksów Euronext – komentarz jak dla Belgii
Hiszpania	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	2504	1 024 803	– FTSE4Good IBEX Index – IBEX Gender Equality Index
Szwecja	Nasdaq Stockholm	384	4 400 000	Około 70 indeksów (nie wszystkie aktywne), lista tak jak dla Danii
Szwajcaria	SIX Swiss Exchange	248	2 327 707	– SPI ESG indices – SBI ESG indices – SPI Gender Equality index – ESG Strategy indices – SIX Switzerland Sustainability 25 – Ethos Swiss Corporate Governance Index
Wielka Brytania	Euronext London	2	35313	Lista indeksów Euronext – komentarz jak dla Belgii
Wielka Brytania	London Stock Exchange	1991	3 574 555	– FTSE Green Revenues Index Series – FTSE4Good Index Series – FTSE Environmental Market Index Series – FTSE All-World Ex-Fossil Fuel Index Series

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)

Indeksy zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności są źródłem informacji dla inwestorów instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych i emerytalnych)⁸. Pełnią również funkcję benchmarkingu. Kryteria zrównoważonego rozwoju, za pomocą których ocenia się spółki, są mierzalne, dlatego mogą służyć do oceny potencjalnego ryzyka inwestycji dokonywanego zarówno poprzez instrumenty właścicielskie, jak i dłużne.

5.3. Obligacje zielone, społeczne i transformacyjne

Społecznie odpowiedzialne inwestycje mogą dotyczyć szerokiej gamy instrumentów finansowych emitowanych przez spółki. Najczęściej, co

⁸ J. Adamczyk, *Indeksy zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu wartością spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 786, nr 64/1, s. 19.

przyjęło się już na rynku finansowym, są to akcje, rzadziej obligacje. Dzięki odgórnym inicjatywom np. Grupy Banku Światowego rośnie popularność również instrumentów o charakterze wierzyielskim. Ponadto emisje społecznie odpowiedzialnych obligacji korporacyjnych wspierane są przez gwarancje rządowe, co podnosi wiarygodność ich emitentów. Wiele badań empirycznych wskazuje na niższe koszty obsługi długu, a nawet wyższe ratingi obligacji przedsiębiorstw zaangażowanych we wdrażanie aspektów społecznych, ekologicznych i ładu korporacyjnego⁹.

W stymulacji rozwoju prośrodowiskowych inwestycji rzeczowych sektora prywatnego ważną rolę mają do odegrania zielone obligacje, obligacje zrównoważone oraz obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem.

Zielone obligacje (ang. *green bonds*, *climate bonds*) są definiowane jako papiery wartościowe o stałym dochodzie, emitowane przez państwa, międzynarodowe banki lub korporacje w celu pozyskania kapitału na finansowanie projektów wspierających rozwój niskoemisyjnej i odpornej na zmiany klimatu gospodarki¹⁰. Katalog inwestycji, które mogą być finansowane poprzez emisję zielonych obligacji, obejmuje głównie:

- instalacje OZE,
- zalesianie,
- niskoemisyjny transport,
- niskoemisyjne budynki,
- gospodarkę odpadami,
- niskoemisyjny fracht,
- zrównoważone rolnictwo.

Emisja obligacji musi być przeprowadzona z zachowaniem przejrzystości całego procesu i rzetelności ujawnianych danych na rynek kapitałowy. Główne zasady emisji określone przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (*International Capital Market Association*, ICMA) zamieszczone zostały w tabeli 5.7.

⁹ *Corporate Bonds: Spotlight on ESG Risks*, UN PRI, 2013, s. 8.

¹⁰ C. Kaminker, F. Steward, *The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy*, "OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions" 2012, No. 23, s. 34; Szerzej w: M. Więckowska, *Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji klimatycznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 62, s. 455–465.

Tabela 5.7. Zasady emisji zielonych obligacji według Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynku Kapitałowego

Lp.	Zasada	Opis zasady
1	Wykorzystanie środków	Projekty powinny przynosić wyraźne korzyści dla środowiska, które zostały szczegółowo ocenione i oszacowane przez emitenta.
2	Proces oceny i selekcji projektów	Inwestorom należy zakomunikować realizowane cele związane ze zrównoważoną polityką środowiskową, proces który pozwolił na zaklasyfikowanie projektów jako zielone, kryteria klasyfikacji i dyskwalifikacji projektów, a także zagrożenia w zakresie ich realizacji.
3	Zarządzanie środkami	Zalecane jest, by podmiot zewnętrzny, np. audytor, weryfikował wewnętrzną metodą przydzielanie środków z zielonych obligacji.
4	Raportowanie	W cyklu co najmniej rocznym należy przedstawić listę projektów, którym przydzielono pozyskane środki wraz z ich opisem oraz opisem oczekiwanego oddziaływania na środowisko, a także wskazać przydzieloną kwotę. Ponadto należy przedstawić wskaźniki jakościowe, a także w miarę możliwości ilościowe w odniesieniu do takich danych jak np. redukcja/wyeliminowanie emisji gazów cieplarnianych, liczba osób, które uzyskały dostęp do czystej energii, zmniejszenie zużycia wody.

Źródło: D. Ślazińska-Kluczek, *Zielone obligacje jako metoda finansowania projektów inwestycyjnych*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2022, nr 1, s. 35

Połączeniem zasad inwestowania społecznie odpowiedzialnego, inwestycji w obligacje z poszanowaniem zasad religijnych wyznawców islamu, mają być ekologiczne obligacje islamskie (*sukuk*)¹¹. W 2012 r. powołano *Green Sukuk Working Group*, której zadaniem jest promowanie wykorzystywania *sukuk* w finansowaniu projektów inwestycyjnych z zakresu ochrony klimatu i energii odnawialnej¹².

¹¹ *Eco-friendly Sukuk Issuances to Finance Eco-Friendly Investment Projects* http://www.globalislamicfinancemagazine.com/?com=news_list&nid=2231 (dostęp: 14.05.2016).

¹² S. Kidney, *Green Sukuk Working Group launched to support finance for climate change investment projects*, Climate Bonds Initiative, artykuł z dnia 5.03.2012 r., <http://climatebonds.net/2012/03/green-sukuk-working-group-launched-to-support-finance-for-climate-change-investment-projects> (dostęp: 10.01.2023).

W pierwszym kwartale 2021 r. wartość emisji zielonych obligacji osiągnęła wartość ponad 140 mld USD, podczas gdy za cały 2020 r. było to 270 mld USD, a w 2019 r. prawie 230 mld USD. Rynek zielonych obligacji rozwija się globalnie, wśród liderów w 2021 r. były takie kraje, jak: Niemcy – 11% światowej emisji, Włochy – 10% i Francja – 9 % światowej emisji¹³.

Zrównoważone obligacje (ang. *sustainable bonds*) to obligacje, z których wpływy wykorzystywane są wyłącznie do finansowania bądź refinansowania połączenia projektów ekologicznych i projektów społecznych¹⁴. Katalog inwestycji, które mogą być finansowane poprzez emisję obligacji zrównoważonego rozwoju, obejmuje głównie:

- wszystkie inwestycje objęte standardem zielonych obligacji,
- projekty społeczne skoncentrowane na rozwiązaniu konkretnego problemu lub na konkretnej populacji,
- edukację i kształcenie zawodowe,
- ochronę zdrowia.

Trzecim rodzajem instrumentów wierzycielskich są obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem (ang. *Sustainability-Linked Bonds, SLB*). Definiowane są jako *wszelkiego rodzaju dłużne instrumenty finansowe, których warunki finansowe lub strukturalne mogą się różnić w zależności od tego, czy emitent osiąga z góry określone cele w zakresie zrównoważonego rozwoju/cele ESG*¹⁵. To oznacza, że emitenci zobowiązują się w dokumentacji obligacji do perspektywicznej poprawy wyników dotyczących zrównoważonego rozwoju w określonym z góry harmonogramie. Można więc nazwać obligacje związane ze zrównoważonym rozwojem instrumentem obejmującym prognozę wyników¹⁶.

Obligacje SLB motywują emitentów poprzez sformułowane istotne, ilościowe, z góry określone, ambitne, regularnie monitorowane i weryfikowane zewnętrznie założenia dotyczące zrównoważonego rozwoju.

¹³ BondEvalue, *Green Bonds – Everything You Need to Know*, <https://bondevalue.com/news/green-bonds-everything-ou-need-to-know> (dostęp: 11.06.2021).

¹⁴ ICMA GROUP, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-SBG2018-06.pdf> (dostęp: 27.12.2022).

¹⁵ ICMA GROUP, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Polish-SLBP2020-06-011220.pdf> (dostęp: 27.12.2022).

¹⁶ Ibidem.

Tym narzędziem są wyznaczone cele (ang. *Sustainability Performance Targets*, SPT) oraz Kluczowe Wskaźniki Efektywności (ang. *Key Performance Indicator*, KPI), które powinny odpowiadać na istotne wyzwania ekologiczne, społeczne lub związane z ładem korporacyjnym w danej branży i być pod kontrolą kierownictwa¹⁷.

Innym przejawem koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku obligacji są tzw. obligacje społeczne (ang. *social impact bonds*). Celem emisji tych papierów wartościowych jest finansowanie projektów inwestycyjnych przyczyniających się do rozwiązywania ważnych problemów społecznych, takich jak ochrona zdrowia, przestępczość, bezdomność, zatrudnienie, edukacja¹⁸. To alternatywna forma finansowania zadań związanych z polityką społeczną, nie przez system fiskalny i redystrybucję dochodów, ale przez rynek kapitałowy. Obligacje społeczne stanowią więc źródło finansowania społecznego, które pozwala na transfer środków od inwestorów do dostawców usług społecznych¹⁹.

Konstrukcja obligacji społecznych różni się od klasycznych obligacji. Opiera się na charakterystycznej umowie „płatność za efekty” (ang. *Payment-by-Result*, PbR). Polega ona na zapłacie przez płatnika wykonawcy nie za wykonanie określonego zadania, ale za osiągnięcie wcześniej zdefiniowanych rezultatów²⁰. Zrozumienie tego podejścia jest warunkiem osiągnięcia sukcesu w wyniku emitowania obligacji społecznych. Pozostałe dodatkowe różnice przedstawia tabela 5.8.

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ New York Times, <http://www.nytimes.com/2012/08/02/nyregion/goldman-to-invest-in-new-york-city-jail-program.html> (dostęp: 20.07.2014).

¹⁹ A. Kultys, *Obligacje społeczne, zielone i zrównoważone – specyfika i wykorzystanie „Współczesne problemy zarządzania publicznego i przedsiębiorczości społecznej” 2020*, s. 124. http://konceptje.uek.krakow.pl/wp-content/uploads/2021/01/8_Kultys_2020.pdf (dostęp: 10.01.2023).

²⁰ J. Cichy, *Obligacje społeczne – innowacyjny instrument finansowania potrzeb społecznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego Katowicach” 2018, nr 356, s. 37.

Tabela 5.8. Obligacja tradycyjna a społeczna – główne różnice

Obligacje tradycyjne	Obligacje społeczne
Gwarantują w sposób bezwarunkowy spłatę kapitału i odsetek.	Wykup obligacji i ich rentowność uzależnione są od efektu realizacji zadania społecznego.
Mogą być przedmiotem obrotu publicznego, na rynku regulowanym lub OTC. Obrót nimi gwarantuje inwestorowi ich płynność, co nie jest bez znaczenia w momencie podejmowania decyzji o ich zakupie.	Nie istnieje rynek wtórny tych obligacji. Inwestor posiada środki pieniężne zamrożone na cały okres trwania programu. Brak płynności waloru.
Obligacja nie jest bezpośrednio powiązana z wynikami finansowymi emitenta, istnieje ryzyko niewykupienia jej w terminie lub wręcz braku wykupu w przypadku złej kondycji finansowej lub ryzyka upadłości emitenta. To ryzyko uzależnione jest jednak od rodzaju emitenta.	Pomimo iż obligacje tradycyjne nie są wolne od ryzyka, to obligacje społeczne są bardziej ryzykowne. Wynika to z ich konstrukcji, w której występuje dodatkowy efektywnościowy warunek spłaty kapitału i odsetek.

Źródło: J. Cichy, *Obligacje społeczne – innowacyjny instrument finansowania potrzeb społecznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego Katowicach” 2018, nr 356, s. 37

Kolejną kategorią instrumentów finansowych dłużnych, zyskujących popularność w ostatnich latach, są obligacje transformacyjne. Ich celem jest finansowanie przejścia od gospodarki lub działalności wysokoemisyjnej do zrównoważonej²¹. Według raportu Climate Bonds wartość wyemitowanych obligacji transformacyjnych wyniosła tylko 4,4 mld USD²². W związku z prowadzoną polityką klimatyczną, zapotrzebowaniem poszczególnych krajów, w tym Polski, na projekty z zakresu transformacji energetycznej jest to instrument o dużym potencjale wzrostu udziału w rynku.

²¹ P. Dmuchowski, *Zrównoważone finanse w 2022 r. – trendy światowe i polska perspektywa*, [w:] „Zielone Finanse w Polsce 2022”, L. Kotecki (red.), Warszawa 2022, s. 94.

²² Climate Bonds, *Climate Bonds – Sustainable debt global state of the market 2021*. Dostępny na: https://www.climatebonds.net/files/reports/climate_bonds_initiative_sustainable_debt_global_state_of_the_market_2021.pdf. (dostęp: 27.12.2022).

5.4. Społecznie odpowiedzialne produkty strukturyzowane

Najtrafniej istotę produktów strukturyzowanych oddają ich cechy charakterystyczne. Można wymienić cztery takie właściwości. Po pierwsze to ochrona powierzonego kapitału, najczęściej na koniec okresu inwestycji. Po drugie klient decyduje się na zakup produktu o ściśle określonym czasie trwania inwestycji. Poza tym na etapie konstrukcji danego produktu strukturyzowanego stosuje się instrumenty pochodne, a warunki osiągnięcia stopy zwrotu oparte są na konkretnym algorytmie²³.

Najbardziej interesujące w produktach strukturyzowanych jest szerokie spektrum możliwości inwestycyjnych, z jednej strony z powodu licznych instrumentów bazowych, na których mogą być oparte, a z drugiej – form prawnych, w których występują.

Na rynku finansowym można już mówić o ofercie społecznie odpowiedzialnych produktów strukturyzowanych. Aktywem bazowym tych produktów są akcje lub obligacje spółek pochodzących z giełdowych indeksów CSR, jak również papiery wartościowe z branż ekologicznych, zielonych technologii, a nawet zrównoważone nieruchomości (efekt zaangażowania branży budowlanej i deweloperskiej w CSR).

Produkty te oferowane są nie tylko na rynku giełdowym, gdzie stanowią alternatywę dla tradycyjnych instrumentów finansowych, lecz także często znajdują się w ofercie bankowej i w ramach usług *asset and wealth management*²⁴.

Przykładem produktu dostępnego dla inwestora w Polsce może być produkt strukturyzowany Societe Generale 5-letni z ochroną kapitału w PLN notowany na GPW w Warszawie²⁵. Zbudowany jest na indeksie Stoxx Global ESG Leaders Diversification Select 50 (Price) EUR

²³ S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane*, [w:] *Inwestycje finansowe*, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), Warszawa 2007.

²⁴ *Ethical investments and structured products I: £1.7bn AUM and counting*, artykuł z dnia 9.04.2015 r. <http://www.structuredretailproducts.com/blog-story/20534/ethical-investments-and-structured-products-i-17bn-aum-and-counting#.VzSxt8rwHIV> (dostęp: 15.05.2016).

²⁵ PEKAO SA, https://www.pekao.com.pl/dam/jcr:68603e5e-dd6c-4e4b-9926-b4ec7bf65fb1/KID-AST-wY2EEAyIY_pol.pdf (dostęp: 27.12.2022)

Index. Produkt posiada ochronę kapitału w dniu zapadalności, tego dnia zostanie wypłacona kwota ostatecznego wykupu. Dzień emisji określono na 9.07.2020 r., a dzień zapadalności na 27.06.2025 r. Emisja w ramach oferty publicznej o wartości nominalnej 1 000 PLN. Opłatę dystrybucyjną określono na poziomie 1% od wartości nominalnej, co oznacza cenę zakupu dla klienta na poziomie 1 010 PLN, przy czym minimalna inwestycja to zakup 10 sztuk produktu. Wśród korzyści inwestowania poprzez ten produkt wymienia się ochronę kapitału w dniu zapadalności, partycypację we wzroście zrównoważonego indeksu ESG w dniu zapadalności. Ponadto przy założeniu normalnych warunków rynkowych można dokonać sprzedaży produktów strukturyzowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych²⁶.

Inną propozycją była oferta produktów strukturyzowanych Raiffeisen Centrobank, uruchomionych w październiku 2019 r.²⁷. Instrumentem bazowym był indeks WIG-ESG. Oferta obejmowała trzy serie certyfikatów. Pierwszy z nich to tzw. TRACKER, który bez terminu wykupu i bez dźwigni finansowej odwzorowuje wycenę indeksu WIG-ESG. Certyfikaty FAKTOR na WIG-ESG zostały wyemitowane w dwóch wariantach – Long z dźwignią 2:1 oraz Long z dźwignią 3:1. Instrumentem bazowym dla emisji certyfikatów jest indeks WIG-ESG, w portfolio którego znajdują się spółki z indeksów WIG20 i mWIG40, a więc największe firmy notowane na GPW w Warszawie. Wagi spółek w indeksie zależą od liczby akcji w wolnym obrocie, skorygowanej w oparciu o ranking ESG oraz ocenę stosowania zasad „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016”²⁸.

Niezależnie od emitenta i formy dystrybucji produkty strukturyzowane stanowią interesujący produkt inwestycyjny, oceniany jako relatywnie bezpieczną formę inwestowania. Konstruowanie społecznie odpowiedzialnych produktów strukturyzowanych może przyczynić się do wzrostu popularności tych produktów wśród inwestorów.

²⁶ Ibidem.

²⁷ FX MAG, <https://www.fxmag.pl/arttykul/produkty-strukturyzowane-etp-na-indeks-wig-esg-debiutuja-dzis-na-gpw> (dostęp: 27.12.2022).

²⁸ GPW w Warszawie, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=108912&title=Kolejny+produkt+na+WIG-ESG+na+GPW (dostęp: 28.12.2022).

ROZDZIAŁ 6

Spółecznie odpowiedzialne produkty inwestycyjne

6.1. Tytuły uczestnictwa społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych

Zgromadzenie kapitałów od inwestorów jest warunkiem koniecznym rozpoczęcia działalności przez fundusz inwestycyjny, czyli formalnie zorganizowany podmiot, który zajmuje się inwestowaniem i pomnażaniem środków finansowych uczestników na rynku finansowym. Instrumenty finansowe emitowane przez fundusze inwestycyjne noszą nazwę tytułów uczestnictwa w funduszu¹.

Fundusze społecznie odpowiedzialne to typowe fundusze inwestycyjne, które dodatkowo w równym stopniu uwzględniają czynniki ekonomiczne inwestycji, jak i aspekty ekologiczne, społeczne czy etyczne. Istotne jest zauważenie rozbieżności pomiędzy społecznie odpowiedzialnymi funduszami inwestycyjnymi a solidarnymi funduszami inwestycyjnymi. Te drugie przekazują część swoich zysków podmiotom społecznym, ale podczas budowy portfela takiego funduszu pomija się kryteria ESG².

Do portfeli inwestycyjnych społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych wybierane są aktywa finansowe emitentów uznawanych za społecznie odpowiedzialnych. W tym celu użyte zo-

¹ D. Krupa, *Zamknięte...* op. cit., s. 31–38.

² D. M. Krupa, *Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2012, tom 46, nr 1, s. 310.

stają różne społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne, które również różnicują typy funduszy SRI. Można mówić o funduszach inwestycyjnych wykorzystujących selekcję negatywną, selekcję „najlepszy w swojej klasie”, fundusze tematyczne, etyczne³. Tworzenie takich funduszy składa się z oceny dwóch elementów⁴:

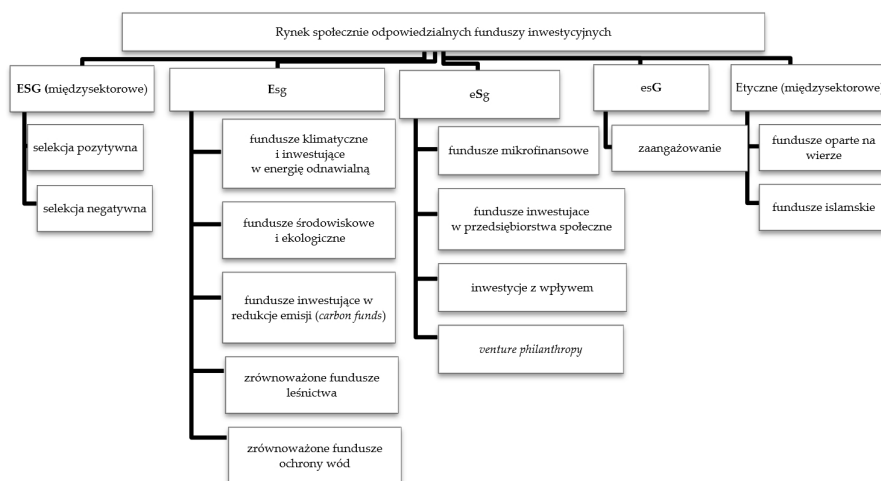
- etycznego działania pod względem organizacyjnym funduszu, czyli podmiotów współtworzących fundusz, zarządzania aktywami finansowymi, przechowywania tych aktywów oraz administrowania czynności (zleceń) uczestników funduszu;
- czynników etycznych wykorzystywanych w doborze instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela inwestycyjnego.

Wybór inwestowania poprzez społecznie odpowiedzialne fundusze inwestycyjne może być determinowany brakiem szczegółowej wiedzy inwestora o SRI, dostępnością oferty produktowej oraz orientacją danego funduszu na czynniki ekologiczne bądź społeczne, które byłyby zbieżne z postawą inwestora. Jak pokazuje praktyka inwestycyjna, fundusze inwestycyjne stają się głównym instrumentem społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Ten szandarowy produkt może uwzględniać różne aspekty koncepcji SRI. Bogate spektrum kategorii rynku społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych pod względem tematycznym, włączanych czynników ESG oraz strategii inwestycyjnych przedstawione zostało na schemacie 6.1.

³ M. Schlumberger, *Socially Responsible Portfolio Management*, Brussels, BHF Bank, 22 February 2007, s. 7–8.

⁴ A. Grygiel-Tomaszewska, *Kryteria SRI jako element analizy portfelowej funduszu inwestycyjnego*, [w:] *Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania i możliwości*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, Sopot 2011, nr 4/7, s. 59–60.

Schemat 6.1. Klasyfikacja społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych według dominacji danego czynnika ESG w polityce inwestycyjnej funduszu



Źródło: European Responsible Investing Fund Survey 2013, KPMG, 2013, s. 10, <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/files/Press/Press%20releases/European-responsible-Investing-Fund-Survey-2013-final-web.pdf> (dostęp: 11.05.2016)

Ciekawym przykładem etycznego funduszu inwestycyjnego jest wprowadzony na rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych w sierpniu 1971 r. wspomniany już Pax World Fund. Założycielami funduszu, o wartości startowej aktywów 101 000 USD, był Luther Tyson oraz Jack Corbert. Rozpoczęcie działalności funduszu, który łączył ekonomiczne i społeczne kryteria doboru spółek do portfela, było głosem sprzeciwu środowiska inwestorskiego wobec prowadzonej przez Amerykanów wojny w Wietnamie⁵.

Jednym z europejskich pionierów był utworzony w 1984 r. Friends Provident's Stewardship Fund. Jednocześnie był to pierwszy założony dom inwestycyjny specjalizujący się w oferowaniu etycznych funduszy inwestycyjnych. Stosowaną strategią była selekcja negatywna, która dotyczyła przedsiębiorstw z branży militarnej, alkoholowej i tytoniowej oraz selekcja pozytywna spółek dbających o dobro społeczeństwa. Szacuje się, że wartość aktywów zarządzanych w 2009 r. przez

⁵ M. Marcinkowska, *Inwestycje... op. cit.*, s. 241.

Stewardship przekroczyła wartość 3 bln GBP⁶. Oba wydarzenia były krokami milowymi w działalności funduszy inwestycyjnych i przyczyniły się do upowszechnienia praktyk włączania i monitorowania składów portfeli inwestycyjnych w kategoriach ekologicznych, społecznych oraz etycznych. W ramach praktycznego wyjaśnienia działania funduszy inwestycyjnych przedstawione zostaną cztery przykłady z polskiego rynku inwestycyjnego.

Millennium Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty wpisuje się odpowiedzialną politykę inwestycyjną poprzez wydzielenie trzech subfunduszy: Subfundusz Plan Aktywny, Plan Wyważony i Plan Spokojny. Zgodnie z Rozporządzeniem SFDR⁷ kwalifikowane są one jako produkty finansowe promujące aspekt środowiskowy i społeczny (tzw. *light green product*). Subfundusze nie posiadają celu inwestycyjnego związanego ze zrównoważonymi inwestycjami. Promocja aspektów społecznych przez subfundusze odbywa się poprzez inwestowanie w fundusze zagraniczne⁸. Istotnym elementem strategii inwestycyjnej jest kryterium doboru lokat, które zakłada, że co najmniej 30% aktywów netto subfunduszu będzie inwestowane w instrumenty finansowe promujące aspekty środowiskowe lub społeczne albo takie, które mają na celu zrównoważone inwestycje⁹.

Z uwagi na charakterystykę subfunduszy, w których dominują inwestycje pośrednie (tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych), ocena spółek, w które zainwestowano pod kątem dobrych praktyk w zakresie zarządzania, opiera się na ocenie ESG ustalonej według metodologii wewnętrznej Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.¹⁰. W dużym stopniu źródłem informacji są zewnętrzne ratingi ESG funduszy zagranicznych oraz dodatkowych informacji ujawnianych przez te fundusze.

Fundusz inwestycyjny NN (L) Globalny Odpowiedzialnego Inwestowania również inwestuje w tytuły uczestnictwa funduszu

⁶ Ibidem.

⁷ O czym szerzej w rozdziale 7.

⁸ MILLENNIUM TFI, <https://www.millenniumtfi.pl/esg> (dostęp: 27.12.2022).

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem.

zagranicznego. Tym funduszem jest NN (L) Global Equity Impact Opportunities – fundusz akcyjny inwestujący głównie w akcje spółek amerykańskich i europejskich, ale także i z innych regionów. Zarządzający wybierają do portfela spółki, które przyczyniają się do realizacji jednego lub więcej celów zrównoważonego rozwoju ONZ, zachowując przy tym perspektywę osiągnięcia atrakcyjnych stóp zwrotu¹¹.

Przykładem funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest IPOPEMA Ekologii i Innowacji Fundusz Inwestycyjny Zamknięty¹². Fundusz inwestuje od 50% do 100% aktywów w instrumenty emitowane przez spółki, których działalność dotyczy technologii oraz innowacji w obszarze ekologii. Powinny one wywierać pozytywny wpływ na środowisko naturalne lub społeczeństwo. Fundusz dokonuje inwestycji w aktywa bazowe bezpośrednio. Uwzględniając ryzyka dla zrównoważonego rozwoju Funduszu w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących lokat w instrumenty, w szczególności instrumenty udziałowe, TFI ocenia emitenta pod względem spełniania kryteriów ESG poprzez weryfikację¹³:

- posiadanego przez emitenta nadanego *ratingu/scoringu* ESG na poziomie nie niższym niż BB (poziom 5 w 7 stopniowej skali), opracowanym przez MSCI lub mu odpowiadającego;
- deklaracji stosowania „Wytycznych do raportowania ESG” opracowanych przez GPW w Warszawie we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju bądź równoważnych wytycznych;
- analiz/danych zewnętrznych dostawców wyników badań lub udokumentowanych wewnętrznych analiz/metodologii *screeningu/scoringowe* dotyczących spełniania kryteriów ESG;
- okresowych przeglądów zmian w zakresie ratingów ESG oraz ocen ESG poszczególnych elementów instrumentów znajdujących

¹¹ Analizy online, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/27824/coraz-wiecej-funduszy-esg> (dostęp: 27.12.2022).

¹² IPOPEMA TFI, <https://ipopematfi.pl/fundusz/ipopema-ekologii-i-innowacji-fundusz-inwestycyjny-zamkniety> (dostęp: 27.12.2022).

¹³ Ibidem.

cych się w portfelu dokonywanych przez zarządzających oraz analityków zatrudnionych w TFI;

- monitorowania ratingu i sytuacji emitenta.

Z kolei Subfundusz Generali Akcji Ekologicznych jest subfunduszem, który zgodnie z Rozporządzeniem SFDR klasyfikowany jest jako *dark green product*. Celem funduszu jest inwestowanie zrównoważone. Realizacja tego celu jest pośrednia, poprzez inwestowanie od 70% do 100% wartości aktywów netto subfunduszu Generali Akcji Ekologicznych w tytuły uczestnictwa subfunduszu Sycomore Europe Eco Solutions (subfundusz źródłowy) wydzielonego w ramach funduszu zagranicznego Sycomore Fund SICAV, zarządzanego przez Sycomore Asset Management (spółka zarządzająca subfunduszem źródłowym).

Generali Akcji Ekologicznych dokonuje nabycia tytułów uczestnictwa subfunduszu źródłowego inwestującego w spółki, których model biznesowy, produkty, usługi i procesy produkcji w znaczącym stopniu pozytywnie przyczyniają się do transformacji energetycznej i ekologicznej w przynajmniej jednym z wymienionych obszarów działalności:

- energii,
- transportu i mobilności,
- remontów i budownictwa,
- gospodarki o obiegu zamkniętym,
- ekosystemów (woda, zanieczyszczenia, rolnictwo, przetwórstwo żywności, drewno, rybołówstwo).

Spółka zarządzająca subfunduszem źródłowym dokonuje zintegrowanej analizy ESG zgodnie z trój etapowym procesem selekcji papierów wartościowych:

Wykluczenie papierów wartościowych emitentów, których działania charakteryzują się kontrowersyjnym wpływem na społeczeństwo, środowisko lub związanych z poważnymi konfliktami wobec ESG. Selekcja taka odbywa się m. in. na podstawie polityki wykluczeń SRI.

Wybór papierów wartościowych emitentów o wartości wskaźnika NEC powyżej zera – co oznacza wybór emitentów osiągających dodatni wkład środowiskowy.

Wykluczenie papierów wartościowych emitentów posiadających rating SPICE poniżej lub równy 3 – co oznacza wykluczenie emitentów o wysokim ryzyku ESG¹⁴.

Niewątpliwą zaletą nabywania tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są takie aspekty, jak profesjonalne zarządzanie portfelem funduszu czy jego dywersyfikacja. Zwiększona oferta społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych przyczynia się do popularyzacji koncepcji SRI i dotarcia do zainteresowanych tymi ważkimi kwestiami inwestorów indywidualnych bez względu na wielkość dysponowanego przez nich kapitału, wiedzy i czasu.

6.2. Tytuły uczestnictwa funduszy typu ETF na rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Fundusze ETF (*Exchange-Traded Funds*) to fundusze inwestycyjne typu otwartego, których celem jest odwzorowanie ruchów wybranych indeksów. Wśród zalet tych funduszy należy wymienić¹⁵:

- niższy poziom kosztów administracyjnych i opłat manipulacyjnych (ze względu na pasywny charakter funduszu);
- większą płynność, wynikającą z dopuszczenia funduszu do obrotu giełdowego;
- łatwą dywersyfikację portfela i uwzględnienie w nim specyficznych klas aktywów.

Pierwszy fundusz ETF w Stanach Zjednoczonych powstał w 1993 r., a pionierski fundusz ETF na tym rynku kapitałowym zorientowany na społecznie odpowiedzialne inwestycje w 2005 r. Według danych z 2012 r. na tym rynku działało 21 społecznie odpowiedzialnych funduszy ETF o łącznej wartości aktywów 2,5 mld USD. Aktualnie na każdym międzynarodowym rynku kapitałowym notowanych jest od

¹⁴ Generali Investments, <https://www.generali-investments.pl/files/plik/9784/Informacje-w-zakresie-realizacji-celu-zrownowazonych-inwestycji-przez-Generali-Akcji-Ekologicznych.pdf> (dostęp: 27.12.2022).

¹⁵ A. Ferri, *The ETF Book. All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, Canada 2008, s. 25, za: D. Mitrenga, *Poprawność wyceny funduszu ETF replikującego indeks WIG20*, [w:] *Inwestowanie w aktywa rzeczowe i finansowe*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe UE w Katowicach” 2013, nr 155, s. 430.

kilku do kilkudziesięciu funduszy ETF odwzorowujących zrównoważone indeksy giełdowe.

Wśród przykładowych funduszy ETF promujących koncepcję społecznie odpowiedzialnych inwestycji można wymienić¹⁶:

- iShares MSCI KLD 400 Social ETF – fundusz ETF odwzorowujący indeks MSCI KLD 400;
- iShares MSCIUSA ESG Select Social ETF – fundusz inwestujący w społecznie odpowiedzialne amerykańskie spółki, wykluczający przedsiębiorstwa z branży tytoniowej;
- PowerShares WilderHill CleanEnergy – ekologiczny ETF, dokonujący inwestycji w sektor czystej energii;
- Workplace Equality Portfolio ETF – tematyczny ETF, inwestujący w spółki publiczne, które wspierają równość w miejscu pracy osób bez względu na ich orientację płciową i seksualną;
- UBS ETF – MSCI Japan Socially Responsible ETF – fundusz odwzorujący MSCI Japan Socially Responsible Index, grupujący średnie i duże spółki znajdujące się w tym indeksie.

Wśród najlepszych europejskich społecznie odpowiedzialnych ETF pod kątem rocznej stopy zwrotu na dzień 30.11.2022 r. należy wskazać:

- iShares MSCI Europe Quality Dividend ESG UCITS ETF EUR (Dist) – stopa zwrotu 11,05%,
- L&G Quality Equity Dividends ESG Exclusions Europe ex-UK UCITS ETF – stopa zwrotu 2,12%,
- UBS ETF (LU) Euro Stoxx 50 ESG UCITS ETF (EUR) A-dis – stopa zwrotu 0,34%¹⁷.

Na brazylijskim rynku kapitałowym notowane są społecznie odpowiedzialne indeksy ETF, takie jak: ETF ISE B3 (ISUS11), ETF ICO2 B3 (ECOO11), ETF IGCT B3 (GOVE11) and ETF S&P/B3 Brazil ESG (ESGB11). Na rynku kapitałowym w Kanadzie dostępny jest Fidelity

¹⁶ Szerzej w: G. Lessard, *Socially Responsible Investing with ETFs*, artykuł z dnia 15.09.2015 r., <http://www.etf.com/sections/etf-strategist-corner/socially-responsible-investing-etfs?nopaging=1> (dostęp: 11.05.2016); R. Revesz, *UBS launches socially responsible Japan ETF*, artykuł z dnia 28.08.2015, <http://www.etfstrategy.co.uk/ubs-launches-socially-responsible-japan-etf-45633/> (dostęp: 11.05.2016); Workplace Equality Portfolio ETF, <http://www.eqltfund.com> (dostęp: 15.05.2016).

¹⁷ JUST ETF, <https://www.justetf.com/en/how-to/invest-in-social-responsibility-europe.html> (dostęp: 27.12.2022).

Sustainable World ETF. Kanadyjski ETF to globalna, wieloczynnikowa strategia kapitałowa zaprojektowana w celu poszukiwania silnych zwrotów skorygowanych o ryzyko poprzez zdyscyplinowane podejście inwestycyjne. Umożliwia ona inwestorom dostosowanie celów inwestycyjnych do ich wartości poprzez inwestowanie w spółki o korzystnych cechach ESG¹⁸.

6.3. Tytuły uczestnictwa w społecznie odpowiedzialnych funduszach emerytalnych

Lokowanie środków zebranych od inwestorów na rynku finansowym na cele emerytalne może odbywać się z poszanowaniem zasad etycznych, ochrony środowiska i wspierania społeczeństwa dzięki funduszom emerytalnym lub planom emerytalnym, których polityka inwestycyjna opiera się na kryteriach społecznej odpowiedzialności. Problem ten szczególnie związany jest z pojęciami solidarności międzypokoleniowej i bezpieczeństwa socjalnego, szczególnie istotnych z punktu widzenia zrównoważonego rozwoju¹⁹.

Obserwowane zjawiska starzenia się społeczeństw oraz niskiego przyrostu naturalnego, obciążone zmianami socjologicznymi i kulturowymi w obszarze funkcjonowania gospodarstw domowych, powinny prowadzić do nowych rozwiązań dotyczących długoterminowego oszczędzania i inwestowania²⁰. Z kolei innowacyjne rozwiązania otworzą nowe możliwości dla funduszy emerytalnych.

Wśród uwarunkowań wdrożenia koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania w działalności funduszy emerytalnych można wyodrębnić trzy rodzaje determinant²¹:

¹⁸ FIDELITY, <https://www.fidelity.ca/en/products/etfs/fcsw/> (dostęp: 27.12.2022).

¹⁹ Szerzej w: S. Adamiak, D. Walczak, *Catholic social teaching, sustainable development and social solidarity in the context of social security*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2014, nr 3(1), s. 9–18.

²⁰ Szerzej w: D. Krupa, *Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2016, nr 437, s. 270–279; D. Krupa, *Fundusze inwestycyjne w zabezpieczeniu emerytalnym w państwach UE*, „Polityka Społeczna” 2011, cz. II, tom 38, s. 48–50.

²¹ T. Czerwińska, *Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3, s. 16–17.

- społeczne – związane ze zmianą paradygmatu postrzegania roli instytucji finansowych w społeczeństwie,
- prawne – unormowania legislacyjne dotyczące implementacji koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy emerytalnych,
- ekonomiczne – poszukiwanie nowych możliwości wzrostu efektywności inwestycji oraz umocnienia pozycji konkurencyjnej na rynku oszczędności emerytalnych.

Fundusze emerytalne inwestują długoterminowo, jednocześnie nie mogą lokować zgromadzonych pieniędzy w sposób agresywny. Orientacja na instrumenty bardziej bezpieczne, czyli obciążone mniejszym ryzykiem inwestycyjnym przeraża się w inwestowanie w aktywa społecznie odpowiedzialne. Te z kolei ze względu na rodzaj kryteriów i strategii uwzględnianych w procesie zarządzania inwestycjami są za takie uważane. Dodatkowo wzrost świadomości właścicieli tytułów uczestnictwa w funduszach emerytalnych na temat społecznej odpowiedzialności biznesu może powodować odczucie presji i przemianowanie polityki inwestycyjnej.

Wśród funduszy emerytalnych oferujących społecznie odpowiedzialne tytuły uczestnictwa należy wyróżnić:

- Skandia Allianz Global Eco Trends Pension Fund – fundusz realizujący cele długookresowe poprzez inwestowanie w spółki z sektora energii odnawialnej, recyklingu, czystych technologii²²;
- BT Pension Scheme (BTPS), największy fundusz emerytalny w Wielkiej Brytanii, w ocenie ryzyka inwestycyjnego uwzględnia czynniki ESG²³;
- Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) – jako uczestnik projektu UN PRI Engagement Clearing House stosuje strategię integracji czynników ESG oraz zaangażowania²⁴;

²² M. Czerwonka, *Inwestowanie... op. cit.*, s. 29.

²³ L. S. Dodds, *Socially Responsible Investment (SRI) and pension funds*, [http://www.europeanpensions.net/pages/features/Sep%2008/Socially%20Responsible%20Investment%20\(SRI\)%20.htm](http://www.europeanpensions.net/pages/features/Sep%2008/Socially%20Responsible%20Investment%20(SRI)%20.htm) (dostęp:14.05.2016); BT, <http://www.btpensions.net/156/responsible-investment> (dostęp:15.05.2016).

²⁴ *Canadian Socially Responsible INVESTMENT Review 2012*, SIO, <https://riacanada.ca/wp-content/uploads/CSRIR-2012-English.pdf>. (dostęp:15.05.2016).

- Kikkoman Corporation Pension Scheme – japoński fundusz emerytalny. Blisko 10% wartości aktywów inwestowane jest zgodnie z zasadami społecznie odpowiedzialnego inwestowania według SIF Japan²⁵.

6.4. Ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne

Towarzystwa ubezpieczeniowe pełnią istotną funkcję w gospodarce, a mianowicie przyczyniają się do niezakłóconego przebiegu procesów i zdarzeń ekonomicznych, kompensując materialne skutki zdarzeń losowych²⁶. Innym aspektem ich działalności jest gromadzenie składek ubezpieczeniowych. Środki finansowe ubezpieczonych kumulowane są w funduszach, a następnie inwestowane na rynku finansowym. Coraz częściej wśród produktów inwestycyjnych znaleźć można ubezpieczeniowe produkty²⁷ inwestycyjne, takie jak produkty z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.

Ubezpieczyciele mogą uwzględniać czynniki ESG w procesie oceny ryzyka inwestycji. Czynniki ekologiczne związane m.in. ze zmianami klimatycznymi, ochroną środowiska są kwestiami, które bezwzględnie muszą być poddane ocenie. Ponadto pasywa towarzystw ubezpieczeniowych mają charakter długookresowy (np. ubezpieczenia na życie), co kieruje ich politykę inwestycyjną w kierunku instrumentów finansowych, których rentowność jest stabilna w długim horyzoncie czasu²⁸.

²⁵ *Asia Sustainable Investment Review 2012*, The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, 2012, s. 23.

²⁶ S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, Warszawa 2002, s. 229.

²⁷ Dla potrzeb niniejszej pracy przyjmuje się rozumienie pojęcia produktu ubezpieczeniowego jako pakietu usług oferowanych przez ubezpieczyciela w ramach prowadzonej przez niego działalności, mając na uwadze prowadzone rozważania w tym zakresie. Szerzej w: K. Malinowska, *Pojęcie zarządzania produktem ubezpieczeniowym w świetle dyrektywy o dystrybucji ubezpieczeń i przepisów implementacyjnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2017, nr 1, s. 7–21.

²⁸ *Fiduciary responsibility. Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, UNEP FI, July 2009, s. 53.

Wśród przykładów ubezpieczeń zgodnych z koncepcją społecznie odpowiedzialnego inwestowania można wymienić²⁹:

- ubezpieczenia pojazdów niskoemisyjnych, elektrycznych, hybrydowych, ze względu na pozytywne oddziaływanie na środowisko naturalne;
- ubezpieczenia zielonych budynków, zarówno na etapie budowy, jak i eksploatacji;
- ubezpieczenia projektów związanych z energią odnawialną – dotyczą wszystkich etapów projektu od designu do przekazania inwestycji.

Im większe zaufanie do danej instytucji ubezpieczeniowej, tym większą ilość kapitału jest ona w stanie uzyskać. Kwestie społecznej odpowiedzialności są przez te podmioty w sposób świadomy i celowy wdrażane zarówno do strategii organizacyjnych, jak i inwestycyjnych³⁰. Stąd też organizacja UNEP FI podjęła się prac nad stworzeniem Zasad Zrównoważonych Ubezpieczeń (ang. PSI, *Principles for Sustainable Insurance*), których międzynarodowe instytucje ubezpieczeniowe mogą dobrowolnie zostać sygnatariuszami³¹. Rezultatem tej inicjatywy powinna być zwiększona dostępność ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych uwzględniających społeczne, środowiskowe i zarządcze aspekty podejmowania decyzji inwestycyjnych.

W części pracy dotyczącej przedstawienia aspektów praktycznych zostaną zaprezentowane stanowiska dwóch towarzystw ubezpieczeniowych oraz banku, który oferuje odpowiedzialne ubezpieczenie inwestycyjne.

W ramach prowadzonej działalności ubezpieczeniowej POLISA-ŻYCIE UBEZPIECZENIA Sp. z o.o. dystrybuuje produkty Compensa TU

²⁹ Szerzej w: R. Zona, K. Roll, Z. Law, *Sustainable/Green Insurance Products*, „Casualty Actuarial Society E-Forum”, Winter 2014.

³⁰ Należy zaznaczyć, że rozwój rynku usług ubezpieczeniowych przy jednoczesnym zagwarantowaniu poziomu ochrony konsumentów może nie tylko wynikać z wdrażania wytycznych CSR, ale i systemowych rozwiązań prowadzonych przez właściwe organy nadzoru. Szerzej w: R. Kurek, *Systemy informacyjne nadzoru nad zakładami ubezpieczeń*, Wrocław 2015.

³¹ *PSI Principles for Sustainable Insurance*, A global sustainability framework and initiative of the United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI, June 2012.

na Życie S.A. Vienna Insurance Group. Strategia ESG określa kryteria dotyczące limitów bezpośrednich inwestycji w papiery wartościowe, m.in. w zakresie dwóch sektorów uznanych za wrażliwe: sektoru zbrojeniowego oraz sektoru węgla energetycznego. Stanowią one ograniczenie ryzyka zrównoważonego rozwoju³², co oznacza stosowanie sektorowej strategii wykluczenia.

Inny przykład stanowi Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Europa S.A., które w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przeprowadza proces selekcji aktywów. Dokonuje weryfikacji, czy poszczególne emitenci nabywanych instrumentów finansowych nie znajdują się na liście wykluczeń opracowanej przez grupę Talanx, do której należy Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Europa S.A. Wyłączenia te obejmują m.in. emitentów, którzy³³:

- prowadzą działalność związaną z kontrowersyjną bronią (m.in. miny przeciwpiechotne, uran zubożony, broń kasetowa, biały fosfor), czy piaskami roponośnymi;
- nie spełniają kryterium węglowego, co oznacza, że ich przychody opierają się na węglu powyżej 25% lub wytwarzają one ponad 25% energii z węgla;
- działają niezgodnie z zasadami UN Global Compact (prawa człowieka, standardy pracy, środowisko i zapobieganie korupcji).

Poza strategią negatywną dokonywana jest analiza zgodności działalności emitentów z zasadami zrównoważonego rozwoju. W celu zapewnienia niskoemisyjnego portfela inwestycyjnego grupa Talanx pracuje nad wypracowaniem strategii klimatycznej, która będzie obowiązywać również Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie Europa S.A.³⁴.

Bank Credit Agricole oferuje ubezpieczenie z nakierowaniem na cele klimatyczne. Okres ubezpieczenia wynosi pięć lat. Zielona Europa to indywidualne ubezpieczenie na życie i dożycie z premią. Z jednej strony spełnia funkcję ochrony ubezpieczeniowej, a z drugiej umożliwia zysk z tytułu wzrostu indeksu MSCI Euro Climate Select 50 Paris

³² POLISA ŻYCIE, https://www.polisa-zycie.pl/zrownowazonny_rozwoj (dostęp: 27.12.2022).

³³ TU Europa, <https://tueuropa.pl/sfdr.htm> (dostęp: 27.12.2022).

³⁴ Ibidem.

Aligned 5% Decrement Index, który jest częścią aktywa (noty), w jakie inwestuje Ubezpieczyciel.

Produkt oferowany jest w dwóch wariantach. Pierwszy wariant charakteryzuje się 100% ochroną zainwestowanego kapitału na koniec okresu ubezpieczenia i udziałem w zysku ze zwrotu indeksu wynoszący 70%. Drugi wariant w przypadku dopuszczenia przez inwestora ochrony kapitału w wysokości 90% na koniec okresu ubezpieczenia umożliwia udział w zysku ze zwrotu indeksu wynoszącym aż 120%³⁵.

Na wartość indeksu MSCI Euro Climate Select 50 Paris Aligned 5% Decrement Index pracuje 50 spółek ze strefy euro respektujących postanowienia Porozumienia Paryskiego i w swojej podstawowej działalności dążących do zmniejszenia emisji dwutlenku węgla do atmosfery. W skład noty oprócz indeksu wchodzi również zielone obligacje emitowane przez Credit Agricole CIB (CACIB). Środki z emisji obligacji przez Grupę Crédit Agricole zostały przeznaczone na działalność pożyczkową dla podmiotów dokonujących transformacji ekologicznej i wspierającą ekologiczne podejście do nowych projektów infrastrukturalnych.

6.5. Udziały w społecznie odpowiedzialnych funduszach PE/VC

Fundusze *private equity* oraz *venture capital* (*pe/vc*) funkcjonują w polskiej terminologii pod nazwą kapitału podwyższonego ryzyka. Obejmują one inwestycje w przedsiębiorstwa na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia zysku ze wzrostu wartości spółek. Jest to zewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstw kapitałem średnio- lub długoterminowym przez wyspecjalizowane instytucje (fundusze) w papiery wartościowe o charakterze właścicielskim³⁶.

Wyższe ryzyko inwestycji *pe/vc* wynika z przedmiotu inwestycji, którym są małe i średnie spółki posiadające innowacyjny produkt, usługę lub metodę produkcji jeszcze niezwerifikowaną przez rynek³⁷.

³⁵ Credit Agricole, <https://www.credit-agricole.pl/klienci-indywidualni/ubezpieczenia/produkty-strukturyzowane/zielona-europa> (dostęp: 27.12.2022).

³⁶ P. Tamowicz, P. Rot, *Fundusze venture capital w Polsce*, Warszawa 2002.

³⁷ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Warszawa 1997, s. 17.

Stąd też fundusze *pe/vc* oprócz udostępnienia kapitału oferują pomoc w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem, dbając w ten sposób o realizację zakładanych celów oraz sprawując kontrolę nad formami zaangażowania powierzonego kapitału.

W teorii finansów wskazuje się na różnice pomiędzy terminami *private equity* a *venture capital*³⁸. Inwestycje *venture capital* obejmują lokowanie kapitału w nowo powstające przedsiębiorstwa lub znajdujące się na wczesnym etapie rozwoju. Brak historii kredytowej uniemożliwia im pozyskanie kapitału na rynku kredytowym. Stąd też fundusze *pe/vc* są często jedynym źródłem finansowania innowacyjnych przedsięwzięć i pomysłów biznesowych³⁹. Inwestycje *private equity* to pojęcie szersze. Poza wsparciem finansowym spółek we wczesnej fazie rozwoju dotyczy ono finansowania późniejszych faz rozwoju, ekspansji firm czy też transakcji wykupów menedżerskich.

Wzrost roli etyki biznesu w działalności przedsiębiorstw przenika na rynek funduszy *pe/vc*. Społecznie odpowiedzialne fundusze *private equity* to wyraz specjalizacji tych funduszy w obszarze społecznie odpowiedzialnego inwestowania, przejawiające się włączeniem czynników ESG do analizy i oceny przedsięwzięć. Finansowaniem objęte zostają innowacyjne firmy, które jednocześnie charakteryzują się prowadzeniem biznesu w sposób społecznie odpowiedzialny. Ponadto poprzez wspieranie przez fundusz funkcji zarządczych w przedsiębiorstwie może on aktywnie oddziaływać na podejmowanie odpowiedzialnych decyzji oraz kreowanie długookresowych strategii uwzględniających społeczne otoczenie przedsiębiorstwa⁴⁰.

Wzrost ryzyka inwestycyjnego, asymetria informacji, problemy agencji związane z inwestowaniem w mało płynne przedsiębiorstwa z branży nowych technologii są wytłumaczeniem wdrożenia nowych

³⁸ Z. Drewniak, *Private equity czy venture capital – rozważania teoretyczne o właściwym stosowaniu terminologii*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2013, nr 2(1), s. 51–63.

³⁹ Szerzej w: J. Kłobukowska, *Możliwości wykorzystania różnych form finansowania kapitałowego w zakładaniu i finansowaniu firm spin off/out*, [w:] *Spin off, spin out jako instrument budowania przedsiębiorczości akademickiej oraz stymulowania regionu*, A. P. Balcerzak, M. Moszyński (red.), Toruń 2011, s. 149–177.

⁴⁰ *Venture Capital for Sustainability 2007*, Eurosif 2007, s. 2.

standardów do *due diligence*⁴¹. Fundusze *pe/vc* przeznaczone społecznie odpowiedzialnym przedsiębiorstwom są wyrazem wspierania aktywności firm w tym zakresie.

W związku z licznym zaangażowaniem funduszy *pe/vc* w społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw rynek finansowy dysponuje bogatą ofertą produktową. W tabeli 6.1. przedstawiono przykłady i opisy działalności funduszy *pe/vc*, które deklarują przestrzeganie zasad CSR w polityce inwestycyjnej.

Tabela 6.1. Działalność wybranych społecznie odpowiedzialnych funduszy *pe/vc* na świecie

Nazwa funduszu	Siedziba	Rok powstania	Opis funduszu
Abraaj Capital and JorAMCo	Dubai, Jordan	2002	Inwestuje w rosnący rynek regionu MENASA (Middle East, North Africa and South Asia). Wnikliwie analizują przedsiębiorstwa pod kątem wdrażania CSR do każdej z inwestycji, skutkiem tego ma być pozytywny wpływ na społeczeństwo, wśród którego działają. Przejawem jest prowadzenie JorAM-Co Training Academy – wspierającej zatrudnianie lokalnych pracowników. (www.abraaj.com)
Actis and Middle East Food and Trade Company Egypt	Londyn	2004	W polityce inwestycyjnej uwzględniane są aspekty społeczne i biznesowe związane z wpływem na zmiany klimatyczne, środowisko, zdrowie, bezpieczeństwo. Wydano przewodnik dotyczący inwestowania w fundusze nieruchomości w sposób zrównoważony. W ocenie przedsiębiorstwa w każdym portfelu inwestycyjnym stosuje się kryterium efektywności energetycznej i redukcji emisji dwutlenku węgla. (www.act.is)

⁴¹ D. Cumming, S. Johan, *Socially Responsible Institutional Investment In Private Equity*, „Journal of Business Ethics” 2006, nr 75(4), s. 9.

Nazwa funduszu	Siedziba	Rok powstania	Opis funduszu
Blue Wolf Capital Management and Finch Paper Llc	Nowy Jork	2005	Fundusz skoncentrowany na wykupach menedżerskich w Ameryce Północnej. W strategii inwestycyjnej funduszu uwzględnia się czynniki ESG, ponadto realizując funkcje zarządcze, promuje się aspekty ESG w zarządzaniu operacyjnym oraz w stosunkach pracowniczych. (www.blue-wolf.com)
KKR and Alliance Boots	Waszyngton	1976	Od 2008 r. sygnatariusz UN PRI. Czynniki ESG są częścią procesu <i>due diligence</i> . Na etapie fazy przedinwestycyjnej ocenia się przestrzeganie prawa i regulacji przez przedsiębiorstwo, relacje pracownicze oraz relacje z interesariuszami. Czynniki ESG uwzględnianie są w procesie inwestycyjnym i zarządzaniu portfelem. (www.kkr.com, www.allianceboots.com)
Robeco's responsible private equity investments	Rotterdam, Zurich, Nowy Jork	2001	Fundusz w 2003 r. przeorganizował swoje podejście inwestycyjne, widząc popyt ze strony klientów na odpowiedzialne inwestycje. W 2004 r. Robeco był jednym z pierwszych na świecie z firm zarządzającymi aktywami, które wdrożyły program zrównoważonych inwestycji <i>private equity</i> (<i>The Robeco Sustainable Private Equity Program</i>). W 2006 r. stał się sygnatariuszem PRI. (www.robeco.com).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Integrating ESG in Private Equity. A guide for general partners*, UN PRI, 2014; *Responsible Investment in Private Equity. Case Studies*, UN PRI, July 2009

Według badań D. Cumminga i S. Johana czynniki wpływające na inwestycje społecznie odpowiedzialne w segmencie *private equity* to instytucjonalna struktura organizacyjna oraz umiędzynarodowienie. Społecznie odpowiedzialne programy inwestycji *pe/vc* są częściej uruchamiane w funduszach, w których proces podejmowania decyzji inwestycyjnych

jest scentralizowany, czyli o kierunku i strategii inwestycji decyduje CIO (*Chief Investor Officer*). Drugi czynnik wskazuje, że inwestycje te mają miejsce najczęściej na rynku europejskim lub amerykańskim, ale nie w Azji⁴².

Wyniki badań z 2012 r. i 2013 r. przeprowadzonych wśród *private equity* na rynku finansowym wskazują, że włączenie zasad społecznie odpowiedzialnego inwestowania wynika przede wszystkim z zarządzania ryzykiem oraz zainteresowania klientów takim typem produktów. W opinii 94% badanych funduszy włączenie czynników ESG do procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych może być źródłem wartości dodanej dla przedsiębiorstw w wymiarze zarówno mierzalnym, jak i niemierzalnym⁴³. Mimo świadomości znaczenia takiego podejścia mniej niż 15% badanych funduszy mierzy dodatni wpływ inwestycji w wyniku implementacji czynników ESG⁴⁴. Według Deloitte, z perspektywy dekady później, wdrożenie strategii zrównoważonego rozwoju w zakresie mitygacji oraz dostosowania do zmian klimatycznych może okazać się kluczowe również dla sektora *pe*. Kluczowa w tym zakresie będzie poprawa wyceny spółek portfelowych oraz zmniejszenie kosztów ubezpieczeń od ryzyka klimatycznego⁴⁵.

6.6. Tytuły uczestnictwa w funduszach hedgingowych

Według definicji Europejskiego Banku Centralnego fundusz hedgingowy jest to *fundusz, którego zarządzający otrzymują opłaty za zarządzanie uzależnione od wyników i mogą dowolnie używać różnych aktywnych strategii inwestycyjnych w celu osiągnięcia pozytywnych absolutnych stóp zwrotu, włączywszy w to dowolne kombinacje dźwigni finansowej, instrumentów pochodnych, długie i krótkie pozycje w papierach wartościowych, czy jakiegokolwiek inne aktywa na szerokim wachlarzu rynków*⁴⁶.

⁴² D. Cumming, S. Johan, *Socially Responsible... op. cit.*, s. 5.

⁴³ S. Nissan, P. Case, K. Koopman, F. Paul, *Responsible investment: creating value from environmental, social and governance issues*, PwC, March 2012, s. 5.

⁴⁴ *Putting a price on value*, Report summarizing PE Responsible Investment Survey 2013, PwC, 2013.

⁴⁵ Deloitte, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/ESG-wyzwaniem-i-szansa-dla-funduszy-private-equity.html> (dostęp: 27.12.2022).

⁴⁶ I. Pruchnicka-Grabias, *Fundusze hedgingowe. Teoria i praktyka*, Warszawa 2013, s. 21.

Fundusze hedgingowe to fundusze alternatywne, nastawione na uzyskiwanie zysków bezwzględnych z inwestycji, a nie opartych na *benchmarku*. Stąd też doborowi stosowanych stylów inwestycyjnych towarzyszy duża elastyczność, co przejawia się w wykorzystywaniu strategii krótkiej sprzedaży, dźwigni finansowej oraz instrumentów finansowych. Aby zdywersyfikować portfel inwestycyjny, zredukować ryzyko inwestycyjne tudzież wygenerować ponadprzeciętny zysk, fundusze hedgingowe wykorzystują różnorodne instrumenty finansowe⁴⁷.

Fundusze hedgingowe, podobnie jak inne przedstawione formy instytucji wspólnego inwestowania, gromadzą kapitały inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, a przez inwestowanie w społecznie odpowiedzialne instrumenty finansowe mogą przyczyniać się do rozwoju rynku SRI. Mimo że zawirowania na międzynarodowych rynkach finansowych doprowadziły do spadku zaufania do produktów inwestycyjnych tych funduszy ze względu na ich spekulacyjny charakter, fundusze hedgingowe nie są wykluczane z rynku SRI.

Aby zmienić negatywny wizerunek, renomowane fundusze hedgingowe coraz częściej stają się sygnatariuszami wytycznych, w których deklarują wdrażanie społecznie odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych oraz dokonywanie decyzji inwestycyjnych według czynników ESG. Organizacja UN PRI sformułowała przykłady zasad postępowania dla społecznie odpowiedzialnych funduszy hedgingowych. Zobowiązują one m.in. do⁴⁸:

- wdrożenia wewnętrznych procedur dotyczących funkcjonowania funduszy, opartych na wysokich standardach prawnych, etycznych i biznesowych;
- uwzględniania kwestii środowiskowych, społecznych, zdrowia publicznego i bezpieczeństwa przy ocenie przedsiębiorstw włączanych do inwestycji oraz w trakcie jej trwania;

⁴⁷ K. Łabowski, *Fundusze hedgingowe jako alternatywna forma inwestowania na podstawie doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych*, [w:] *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, D. Dziawgo (red.), Toruń 2004, s. 427.

⁴⁸ *Responsible investment and hedge funds: a discussion paper*, PRI Hedge Funds Working Group, UN PRI, 2012, s. 22.

- społecznie odpowiedzialnych zachowań w średnim i długim okresie inwestycyjnym poprzez aktywny udział w realizacji praw korporacyjnych;
- wspierania polityk antykorupcyjnych;
- dostarczania regularnych informacji inwestorom oraz zwiększania transparentności podejmowanych aktywności inwestycyjnych;
- uwzględniania potencjalnego wpływu działań funduszy na społeczeństwo oraz funkcjonowanie całego rynku finansowego.

Według raportu US SSIF za 2012 r. na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych trzydzieści dziewięć funduszy hedgingowych stosowało kryteria środowiskowe oraz dotyczące zrównoważonego rozwoju. Popularna jest zarówno selekcja negatywna, jak i pozytywna. Czynniki ESG, które były najczęściej brane pod uwagę w procesie inwestycyjnym, dotyczyły ekologicznych aspektów oraz ochrony zasobów naturalnych, w tym rolnictwa. Popularność wszystkich czynników przedstawiono w tabeli 6.2.

Tabela 6.2. Główne kryteria ESG uwzględniane przez fundusze hedgingowe w procesie inwestycyjnym

Czynniki ESG	Wartość aktywów w mld USD	Liczba funduszy
Zmiany klimatyczne	2,61	18
Społeczne inne	1,92	7
Środowiskowe inne	1,76	15
Zrównoważone zasoby naturalne/ Rolnictwo	1,75	16
Zanieczyszczenia	1,59	9
Nadzór korporacyjny	1,28	6
Sprawy dotyczące działalności zarządu	1,20	7
Relacje społeczne/ Filantropia	1,11	5
Prawa dla mniejszości	1,08	4
Executive Pay	1,06	4
Alkohol	1,00	8

Źródło: L. Delevingne, *Environmentally conscious hedge funds rise*, 27.11.2012, <http://www.hedgefundintelligence.com/Article/3123343/Environmentally-conscious-hedge-funds-rise.html> (dostęp: 10.06.2014)

Jak pokazano, na współczesnym rynku finansowym dostępna jest szeroka gama społecznie odpowiedzialnych produktów finansowych. Oferta jest bardzo zróżnicowana pod względem aktywów oraz wykorzystywanych strategii inwestycyjnych. Jest ona kierowana zarówno do inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, bez względu na wielkość dysponowanego kapitału oraz akceptowany poziom ryzyka. Szeroka oferta produktowa sprzyja upowszechnieniu idei odpowiedzialnego inwestowania tak w praktyce inwestycyjnej, jak i na gruncie budowanej teorii inwestowania, uwzględniającej czynniki ESG w procesach inwestycyjnych. Tradycyjne instrumenty, produkty i usługi inwestycyjne, w których podczas ich tworzenia zastosowano dodatkowo czynniki pozafinansowe, funkcjonują pod nazwą zrównoważonych lub społecznie odpowiedzialnych. Podstawy nauki o finansach rozszerzane są zatem o kwestie etyczne, ekologiczne i społeczne.

ROZDZIAŁ 7

Inwestowanie na zrównoważonym rynku kapitałowym

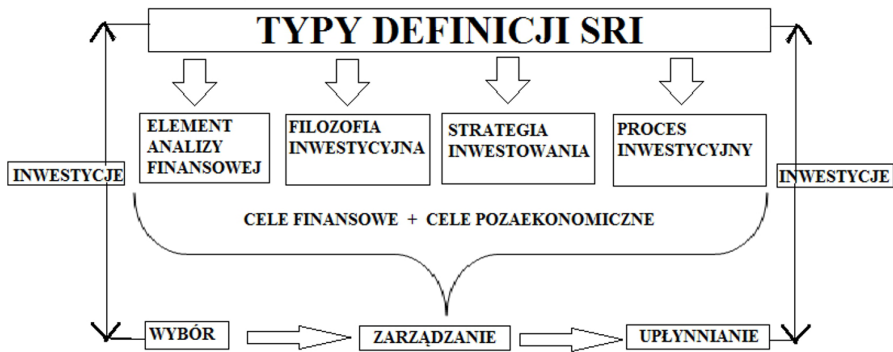
7.1. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie oraz inwestycje ESG

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw oraz raportowanie niefinansowe znajdują swoje przełożenie na decyzje związane z inwestowaniem kapitału przez inwestorów. Zależy im na osiągnięciu zadowalająco wysokich stóp zwrotu, jak również realizacji celów społecznych i ekologicznych. Potrzeba równoważenia wszystkich celów prowadzi do zwiększenia roli koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania (*Socially Responsible Investing*, SRI). Według R. Sparkesa CSR i SRI należy traktować jak dwie strony tego samego medalu. To znaczy, że działalność gospodarczą, którą można określić mianem zrównoważonej, można rozpatrywać z punktu widzenia przedsiębiorstwa oraz z punktu widzenia inwestorów na rynku kapitałowym¹.

Generalnie w literaturze przedmiotu społecznie odpowiedzialne inwestowanie jest wyjaśniane z punktu widzenia procesu inwestycyjnego, analizy finansowej, strategii inwestycyjnej czy motywacji i celów inwestorów (schemat 7.1.). Problemy ze zdefiniowaniem wynikają również z historii tego sposobu inwestowania oraz wielu kierunków, które może ono obrać. Są to m.in. inwestycje etyczne, inwestycje społeczne czy inwestycje ekologiczne.

¹ R. Sparkes, *Socially Responsible Investment – A Global Revolution*, Chichester, 2002.

Schemat 7.1. Definicje społecznie odpowiedzialnego inwestowania w relacji do celów i etapów procesu inwestycyjnego



Źródło: J. Kłobukowska, *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Wyd. UMK w Toruniu, Toruń 2019, s. 35

Wśród osób czy też instytucji, które wyjaśniają społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako proces inwestycyjny, pojawia się wiele różnych propozycji definicji. Oto niektóre z nich.

M. Remlein społecznie odpowiedzialne inwestowanie określa jako *proces podejmowania decyzji o ulokowaniu wolnych środków finansowych, w którego ramach inwestor z jednej strony dąży do maksymalizacji zysku przy możliwie najmniejszym ryzyku, z drugiej zaś – uwzględnia czynniki społeczno-etyczne i środowiskowo-ekologiczne*². Według instytucji finansowej ABN-AMRO to *proces inwestycyjny, w którym zrównoważone kryteria w relacji do społecznych i/lub środowiskowych zachowań przedsiębiorstwa odgrywają decydującą rolę w dopuszczeniu akcji przedsiębiorstwa do portfela inwestycyjnego*³. Z kolei autorska definicja społecznie odpowiedzialnego inwestowania traktuje społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako proces inwestycyjny polegający na zaangażowaniu środków finansowych inwestora, koncentrujący się na czynnikach SEE (*Social, Environment, Ethical*) i/lub ESG (*Environment, Social, Governance*), w celu osiągnięcia

² M. Remlein, *Spółecznie odpowiedzialne inwestycje w sprawozdawczości przedsiębiorstw*, Poznań 2019, s. 244.

³ ABN-AMRO, *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios?*, London, September 2001, p. 6, za: P. Kinder, *Socially responsible investing. An evolving concept in a changing world*, KLD, September 2005, s. 4.

pożądanych efektów finansowych oraz pozafinansowych za pomocą specjalnych strategii inwestycyjnych⁴. Pierwotnym założeniem sformułowania niniejszej definicji było uwypuklenie inwestycyjnego oraz społecznie odpowiedzialnego charakteru tego procesu inwestycyjnego ze zwróceniem uwagi na istotność osiągania korzyści ekonomicznych i pozaekonomicznych. Niniejsza definicja staje się równocześnie istotnym wkładem do teorii inwestowania na rynku kapitałowym.

W rozumieniu J. Hordta, L. Renneboorg i C. Zhang społecznie odpowiedzialne inwestowanie to proces inwestycyjny biorący pod uwagę wpływ inwestycji na społeczeństwo i środowisko naturalne, zarówno pozytywny, jak i negatywny, wykorzystujący w tym celu twarde przesłanki analizy finansowej⁵. SRI jako część analizy finansowej wybrzmiewa również w pracach M. Mansley'a, u którego podczas wyboru, zarządzania i upływniania inwestycji należy wziąć pod uwagę kwestie społeczne, ekologiczne i etyczne⁶.

Warte przytoczenia są również liczne przykłady ujmowania SRI jako strategii inwestycyjnej. Według stanowiska Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie odpowiedzialne inwestowanie należy traktować jako *strategię inwestowania środków indywidualnych lub należących do instytucji, która w równym stopniu dąży do maksymalizacji zysku, co do osiągnięcia dobra społecznego*⁷. Z kolei w publikacji E. Jędrych to *strategia inwestowania, ukierunkowana na jednoczesne maksymalizowanie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (zysków finansowych) i dobra społecznego (społecznych i ekologicznych przekonań i oczekiwań)*⁸.

⁴ J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Toruń 2019, s. 34–35.

⁵ L. Renneboog, J. ter Horst, C. Zhang, *Socially Responsible...* op. cit., s. 24–25.

⁶ M. Mansley, *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Fund and Institutional Investors*, Sudbury, 2000, za: B. Janik, *Testowanie stóp zwrotu i analiza ryzyka zmienności amerykańskich społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych na przykładzie FI Calvert*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2012, tom 46, nr 1, s. 318.

⁷ Odpowiedzialni GPW, <http://www.odpowiedzialni.gpw.pl> (dostęp: 20.06.2016).

⁸ E. Jędrych, *Inwestowanie w innowacje społeczne w organizacjach gospodarczych*, Warszawa 2013, s. 195.

Słowem kluczem w tej propozycji okazuje się wskazanie na psychologiczne uwarunkowania podejmowania decyzji – osadzenie w znaczeniu przekonań i oczekiwań inwestorów dotyczących ich stosunku do ekologii i kwestii społecznych. Podobnie w publikacji K. Matczaka, J. Wojciechowskiego oraz C. Martysza inwestowanie zrównoważone (*sustainable investments, SI*) to strategia inwestowania, w której determinanty behawioralne zyskują przewagę wobec kryteriów finansowych⁹. Należy podkreślić te dwie propozycje wyjaśnienia odpowiedzialnego inwestowania ze względu na odwołanie się do czynników psychologicznych i behawioralnych, stanowiących przesłankę do przyjmowania takiej strategii inwestycyjnej. Blisko takiego podejścia jest już wspomniany R. Sparkes, który traktuje SRI jako *pewien rodzaj filozofii inwestycyjnej, łączącej ze sobą zarówno kryteria finansowe, jak i pozafinansowe*¹⁰. W propozycji A. Domini i P. Kindera z 1983 r., którą można uznać za jedną z pionierskich definicji SRI, to na potrzebach inwestora skupiona jest uwaga, gdyż on jest podmiotem podejmującym decyzję. Wyjaśnienie społecznie odpowiedzialnego inwestowania w ich ujęciu brzmi następująco: *wcielenie społecznych i etycznych kryteriów inwestora do procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych*¹¹.

Z perspektywy funkcjonowania rynku kapitałowego istotną wartość informacyjną niosą wyjaśnienia społecznie odpowiedzialnego inwestowania w formalnych dokumentach międzynarodowych organizacji finansowych, które zajmują się m.in. promowaniem i badaniem rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Zbiorczo rozumienie terminu społecznie odpowiedzialnego inwestowania przedstawiono w tabeli 7.1.

⁹ K. Matczak, K., J. Wojciechowski, C. Martysz, *Inwestowanie zrównoważone w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym*, „*Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*” 2020, nr 176, s. 113. <https://doi.org/10.33119/SIP.2019.176.6> pl (dostęp: 10.01.2023).

¹⁰ R. Sparkes, *Socially Responsible Investment – A Global Revolution*, Chichester, 2002.

¹¹ P. Kinder, *Socially responsible... op. cit.*, s. 4.

Tabela 7.1. Termin społecznie odpowiedzialne inwestowanie według międzynarodowych organizacji

Organizacja	Wyjaśnienie terminu
US Social Investment Forum (USSIF)	Integracja wartości osobistych z troską o sprawy społeczne i decyzjami inwestycyjnymi. SRI uwzględniają zarówno potrzeby finansowe inwestorów, jak i wpływ inwestycji na społeczeństwo.
European Social Investment Forum (Eurosif)	Połączenie celów finansowych inwestorów z ich zainteresowaniem kwestiami społecznymi, ekologicznymi, etycznymi (SEE) i ładem korporacyjnym (corporate governance). SRI opierają się na rosnącej świadomości inwestorów, przedsiębiorstw i rządów, co do ryzyk SEE i ich wpływie w długim horyzoncie czasu, począwszy od zrównoważonego rozwoju, po długoterminowe wyniki działalności.
UK Social Investment Forum (UKSIF)	Połączenie finansowe cele inwestorów z ich zainteresowaniem kwestiami społecznymi, ekologicznymi i etycznymi (ang. SEE, social, environment, ethical).
Sweden's Forum for Sustainable Development	Inwestycje, które w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych oprócz kryteriów finansowych biorą pod uwagę dodatkowo także czynniki społeczne, ekologiczne i etyczne.
Canadian Social Investment Organisation	Proces wyboru lub zarządzania inwestycjami zgodnie z kryteriami społecznymi lub ekologicznymi.
Australian Ethical Investment Association	Uwzględnienie wartości osobistych w decyzjach inwestycyjnych. Jest to podejście do inwestycji, które bierze pod uwagę zarówno potencjał dochodowy, jak i wpływ inwestycji na społeczeństwo oraz środowisko.
Association for Sustainable and Responsible Investment in Asia (ASRIA)	Inwestowanie, które umożliwia inwestorom uwzględnienie szerszych kwestii, takich jak sprawiedliwość społeczna, rozwój gospodarczy, pokój, zdrowie, środowisko naturalne, jak również konwencjonalne kwestie finansowe.
Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)	Termin ogólny, zawierający zrównoważone, odpowiedzialne, społecznie odpowiedzialne, etyczne, środowiskowe, społeczne inwestycje i każdy inny proces inwestycyjny; łączący analizę finansową z wpływem czynników ekologicznych, społecznych i władztwa korporacyjnego (ESG).
International Finance Corporation (IFC)	Integracja czynników ESG w analizach inwestycyjnych dotyczących doboru spółek oraz podczas korzystania z praw korporacyjnych w przekonaniu, że czynniki te mogą pozytywnie wpłynąć na długookresową efektywność zarządzania ryzykiem.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Recent Trends and Regulatory Implications in Socially Responsible Investment for Pension Funds*, OECD Roundtable on Corporate Responsibility, OECD, 2007, s. 5, *Global Sustainable Investment Review 2012*, Global Sustainable Investment Alliance, GSIA 2013; IFC, <https://www.ifc.org> (dostęp 12.12.2022)

W coraz większej liczbie publikacji proponowany jest akronim ESG, który podobnie jak odpowiedzialne inwestowanie czy zrównoważone inwestowanie należy traktować jako włączanie czynników środowiskowych, społecznych oraz ładu korporacyjnego w procesie podejmowania decyzji przez inwestorów¹². Zgodnie z M. Cicirko, ESG wspiera formułowanie celów strategicznych zgodnie z konkretnym czynnikiem, a także odnoszenie ich do celów inwestycyjnych z perspektywy instytucji finansowych¹³. W związku z szczegółowością kryteriów każdego z czynników ESG jest ona istotna w ocenie przedsiębiorstw pod kątem ESG-compliance, czyli stopnia zaawansowania we wdrażaniu zmian¹⁴. W procesie inwestowania ESG można wyodrębnić trzy typy inwestycji, które są zgodne z:

- E – czynnikiem ekologicznym (np. aktywa inwestowane w instrumenty finansowe, takie jak akcje lub obligacje przedsiębiorstw realizujących projekty z zakresu energii odnawialnej czy gospodarki wodnej),
- S – czynnikiem społecznym (np. inwestowanie w przedsiębiorstwa przestrzegające praw człowieka na każdym etapie produkcji, tworzące dobre warunki pracy dla pracowników),
- G – czynnikiem ładu korporacyjnego (np. prowadzące przejrzystą politykę informacyjną na temat swojej działalności, zarówno poprzez sprawozdawczość finansową, jak i raportowanie poza-finansowe, promowanie równości płci w zarządach spółek, formułowanie kodeksu etycznego)¹⁵.

Należy zwrócić uwagę, że podstawowa teoria zrównoważonego rozwoju nie dostarczała możliwości kwantyfikacji i mierzalności postępów. Z kolei wyeksponowanie kwestii ESG znajduje odzwierciedle-

¹² P. Matos, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World a Critical Review*, CFA Institute Research Foundation, 2020, s. 1.

¹³ M. Cicirko, *Znaczenie czynników środowiskowego, społecznego i ładu korporacyjnego (ESG) we współczesnej gospodarce. Percepcja inwestycji ESG wśród studentów uczelni ekonomicznej*, „Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka” 2022, nr 1, s. 117–139.

¹⁴ W. Rogowski, M. Lipski, *Znaczenie informacji niefinansowej w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju oraz turbulentnego otoczenia*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2022, nr 2, s. 37.

¹⁵ M. Cicirko, *Znaczenie ...* op. cit., s. 117–139.

nie w regulacjach i wytycznych na szczeblu międzynarodowym oraz krajowym. Służą one ustanawianiu celów oraz monitorowaniu postępów dokonywanych przez różne podmioty w obszarze zrównoważonego wzrostu¹⁶. Rola czynników ESG w budowaniu długofalowej wartości firmy jest istotna w zakresie identyfikacji, ewaluacji, zarządzania, monitorowania i raportowania (tabela 7.2).

Tabela 7.2. Integracja ESG a cele inwestycyjne

	Wyłącznie kwestie finansowe	Odpowiedzialność	Zrównoważony rozwój	Uwzględnianie skutków			Wyłącznie kwestie ESG
Integracja ESG	Dostarczanie konkurencyjnych wyników finansowych		Realizacja możliwości związanych z kwestiami ESG	Skupienie na mierzalnych i istotnych rozwiązaniach	Kokurencyjne wyniki finansowe	Wyniki finansowe poniżej rynkowych	
		Ograniczanie ryzyk ESG					
Cel inwestycyjny	Brak uwzględnienia lub ograniczone uwzględnianie czynników ESG	Ograniczanie ryzyk ESG w celu ochrony wartości inwestycji	Stopniowe podejmowanie działań związanych z ESG mogących zwiększyć wartość inwestycji	Inwestowanie zgodnie z wyzwaniami społecznymi generującymi konkurencyjne wyniki finansowe dla inwestorów	Stawianie czoła wyzwaniom społecznym, które mogą generować wyniki finansowe poniżej wyników rynkowych	Stawianie czoła wyzwaniom społecznym, które powodują generowanie wyników finansowych poniżej wyników rynkowych	Stawianie czoła wyzwaniom społecznym, które uniemożliwiają generowanie zysków dla inwestorów

Źródło: Opracowanie własne: OECD, *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*, OECD Publishing, Paris 2015, s. 20, <https://doi.org/10.1787/9789264233430-en> (dostęp: 12.11.2022)

Organizacja UN Global Compact oraz UN PRI opracowały model budowania wartości, który ilustruje za pomocą kluczowych wskaźników biznesowych możliwy wpływ działań ESG na wyniki finansowe spółki¹⁷. Zwrot z inwestycji jest determinowany rozwojem, wydajno-

¹⁶ W. Rogowski, M. Lipski, *Znaczenie ... op. cit.*, s. 37.

¹⁷ PRI, UN Global Compact. *The value driver model: a tool for communicating the business value of sustainability*, <https://www.unglobalcompact.org/library/811> (dostęp: 27.12.2022).

ścią oraz zarządzaniem ryzykiem wynikającym z włączania czynników ESG. Wzrost przychodów ze sprzedaży zrównoważonych produktów i usług płynie z rozwoju działalności. Oszczędność kosztów lub ich całkowita eliminacja wynika z wprowadzonych działań ESG w obszarze wydajności i poprawy efektywności. Mniejsze narażenie firmy na spadek przychodów lub utratę wizerunku spowodowane jest zarządzaniem ryzykiem ESG. Inwestorzy stosujący zasady społecznie odpowiedzialnego inwestowania w celu wyboru spółek, organizacji czy projektów kierują się charakterystycznymi strategiami inwestycyjnymi.

7.2. Strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Klasyfikacje strategii inwestycyjnych dokonywane przez organizacje międzynarodowe ulegały zmianom w ostatnich dwóch dekadach. Według Eurosif w 2003 r. europejski rynek społecznie odpowiedzialnego inwestowania oparty był na trzech podstawowych strategiach: *Core* (wykluczenia z powodów etycznych, selekcja pozytywna), wykluczenia na bazie norm oraz zaangażowanie¹⁸.

W opublikowanym przez Eurosif raporcie za 2006 r. dokonano zmiany, wyodrębniając dwa główne typy segmentacji: *Core SRI* oraz *Broad SRI*. Do strategii *Core* zaliczono selekcję negatywną (etyczne wykluczenia) oraz selekcję pozytywną (rangowanie aktywów m.in. według reguły „najlepsze w swojej klasie” oraz „fundusze tematyczne”)¹⁹. Z kolei *Broad SRI* obejmował swoim zakresem *Core SRI* oraz strategię integracji czynników ESG, wykluczenia na bazie norm oraz zaangażowanie. Taki podział wynikał częściowo z obserwacji stanu rynku, jak również z przyjętych przez organizację Eurosif założeń²⁰.

Liczne informacje zwrotne i komentarze na temat klasyfikacji doprowadziły do prac, których efektem było wyróżnienie w 2012 r. siedmiu strategii, według których zaczęto klasyfikować europejski rynek

¹⁸ *European SRI Study 2006*, Eurosif, 2006, s. 4.

¹⁹ D. M. Krupa, *Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2012, tom 46, nr 1, s. 309.

²⁰ J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku europejskim*, „Zeszyty Naukowe Polityki Europejskiej, Finanse i Marketing” 2014, nr 11/60, s. 80–82.

odpowiedzialnych inwestycji. Zmianie uległo głównie nazewnictwo strategii²¹. Otrzymały one brzmienie:

- selekcja negatywna (*Exclusion of holdings from investment universe*),
- zrównoważone inwestycje tematyczne (*Sustainability Themed Investment*),
- integracja czynników (*ESG Integration of ESG factors in financial analysis*),
- selekcja „najlepsze w swojej kategorii” (*Best-in-Class investment selection*),
- selekcja na podstawie norm (*Norms-based screening*),
- zaangażowanie (*Engagement and voting on sustainability matters*),
- inwestycje z wpływem (*Impact investment*).

Selekcja negatywna (*Ethical Exclusion*) to najstarsza stosowana strategia inwestycyjna na rynku SRI. Bazuje na zdefiniowanych etycznych wartościach. Polega na wykluczaniu z portfela inwestycyjnego aktywów pochodzących z przedsiębiorstw, branż lub krajów, których działalność budzi wątpliwości natury moralnej. Może to być zaangażowanie w przemysł zbrojeniowy, pornograficzny, tytoniowy, testowanie produktów na zwierzętach; mogą to być kraje łamiące prawa człowieka. Baza czynników, które będą dyskwalifikować możliwość włączenia do inwestycji SRI, rośnie wraz z nagłośnieniem niepokojących praktyk rynkowych.

Drugim rodzajem strategii wyróżnionej przez Eurosif są portfele tematyczne (*Sustainability Themed Investment, Theme funds, Pioneer screening*). Dobór do portfela inwestycji społecznie odpowiedzialnych ma miejsce wtedy, gdy polityka inwestycyjna dotyczy wdrożenia któregoś z czynników ESG lub grupy tych czynników. Inwestycje tematyczne koncentrują się na aktualnych wyzwaniach cywilizacyjnych, na przykład: zmiany klimatyczne, ubóstwo, ochrona zdrowia i efektywność energetyczna oraz na takich sektorach jak wodny, energetyczny czy niskoemisyjny.

Integracja (*ESG Integration of ESG factors in financial analysis*) to strategia oparta na celowym włączaniu czynników ESG do tradycyjnej analizy finansowej. Zakłada się, że uwzględnienie tych kryteriów bę-

²¹ *European SRI Report 2012, Eurosif 2012, s. 10.*

dzie mieć pozytywny wpływ na wyniki finansowe i opłacalność inwestycji, co związane jest z dywersyfikacją ryzyka.

W przypadku selekcji „najlepsze w swojej kategorii” (*Best-in-Class*) należy dokonywać wyboru jak najlepszych inwestycji pod względem wybranych kryteriów. Wśród nich można wymienić: oczekiwaną stopę zwrotu, wskaźniki ekologiczne. Inwestycje podlegające rangowaniu tego typu muszą stosować integrację czynników ESG²².

Innym przykładem strategii negatywnej jest selekcja oparta na normach (*Norm based screening*). Polega ona na wyborze inwestycji zgodnie z normami prawnymi i standardami międzynarodowymi. Wśród liczących się organizacji, których wykładnie stanowią źródło tej strategii, należy wymienić m.in. OECD, ONZ, UNICEF i MOP.

Zaangażowanie (*Engagement and voting on sustainability matters*) to strategia aktywnego działania ze strony inwestora w obszarze komunikacji z przedsiębiorstwami oraz zarządzającymi aktywami na temat form i planów działań społecznie odpowiedzialnych. Czynne uczestnictwo inwestora ma na celu zmobilizowanie podmiotów do podejmowania działań na polu CSR oraz SRI. Aktywny akcjonariat może posłużyć do wpływania na uwzględnianie czynników pozafinansowych w analizie finansowej.

Stosunkowo nową strategią społecznie odpowiedzialnego inwestowania stanowi inwestowanie społeczne lub inaczej inwestowanie z wpływem. Obok stopy zwrotu z inwestycji efektem zastosowania strategii jest wartość dodana w postaci efektów niewymiernych, takich jak pozytywny wpływ na społeczeństwo lub środowisko naturalne. Podtypy tej strategii to mikrofinansowanie (*Microfinance*), inwestowanie w społeczności (*Community Investments*) oraz inwestowanie w przedsiębiorstwa społeczne²³.

²² B. Janik, *Portfelowe społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne*, „Prace i Materiały Uniwersytetu Gdańskiego” 2013, vol. 2, nr 4, s. 195–196.

²³ Szerzej w: J. Kłobukowska, *Inwestowanie społeczne – nowa strategia na rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania*, [w:] „Ubezpieczenia Społeczne i Finanse”, B. Kołosowska, D. Walczak (red.), Toruń 2015, s. 89–99.

Klasyfikację proponowaną przez Eurosif można zestawić z propozycjami organizacji GSIA²⁴, UN PRI²⁵ czy EFAMA (ang. *European Fund and Asset Management Association*)²⁶. W tabeli 7.3. przedstawiono porównanie strategii SRI według wymienionych organizacji.

Tabela 7.3. Społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne i ich odpowiedniki

EUROSIF	GSIA	UN PRI	EFAMA
Selekcja na podstawie norm	Selekcja na podstawie norm	Wykluczenia według czynników ESG	Podjęcie na bazie norm
Selekcja „najlepsze w swojej kategorii”	Pozytywna selekcja według czynników ESG i selekcja „najlepsze w swojej kategorii”	Pozytywna selekcja według czynników ESG i selekcja „najlepsze w swojej kategorii”	„Najlepsze w swojej kategorii”
Zrównoważone inwestycje tematyczne	Zrównoważone inwestycje tematyczne	Tematyczne inwestycje według czynników ESG	Podjęcie tematyczne
Wykluczenia	Negatywna selekcja według czynników ESG	Wykluczenia z portfela według czynników ESG	Wykluczenia
Integracja czynników ESG	Integracja czynników ESG	Integracja czynników ESG	–
Zaangażowanie i głosowanie	Zaangażowanie korporacyjne i aktywność akcjonariuszy	Zaangażowanie (trzy typy)	Zaangażowanie (głosowanie)
Inwestycje z wpływem	Inwestycje z wpływem	–	–
–	–	Pasywne wskaźniki ESG	–

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *European SRI Report 2012*, Eurosif 2012, s. 11; *European SRI Report 2014*, Eurosif 2014, s. 8

²⁴ GSIA to organizacja zrzeszająca narodowe instytucje wspierające rozwój SRI. Szerzej w rozdziale 2.

²⁵ UN PRI (*United Nations Principles for Responsible Investment*) to organizacja działająca pod egidą ONZ, powstała na rzecz popularyzacji zasad odpowiedzialnego inwestowania.

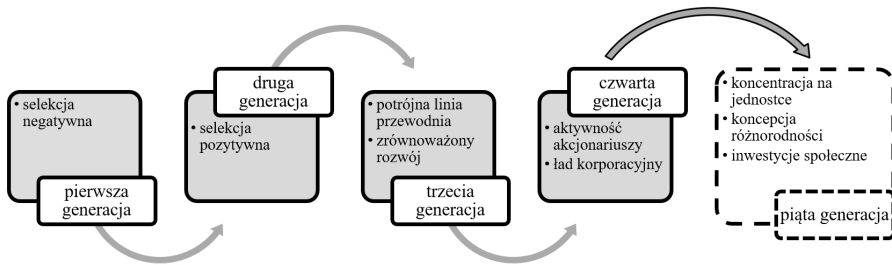
²⁶ Organizacja wspierająca funkcjonowanie i rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Europie.

Podstawowe, najstarsze typy selekcji pozytywnej i negatywnej stosuje się we wszystkich zaprezentowanych propozycjach segmentacji strategii inwestycyjnych. Różnic można doszukiwać się głównie w niuansach definicyjnych. W odpowiednikach strategii UN PRI oraz EFAMA nie zaobserwowano zainteresowania wyodrębnieniem strategii inwestycji z wpływem, które poczyniły Eurosif i GSIA. Z kolei UN PRI jako jedyna organizacja stosuje strategię pasywnych czynników ESG. Dla porównania EFAMA pomija strategię integracji, polegającą na uwzględnianiu czynników ESG w analizie finansowej.

M. Czerwonka jest autorką klasyfikacji społecznie odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych. Ujmuje ona strategię w czterech generacjach²⁷. Do pierwszej generacji strategii inwestycyjnych SRI zaliczono stosowanie selekcji negatywnej. W kolejnej fazie kształtowania się strategii społecznie odpowiedzialnych zaczęto promować także spółki, które wyróżniały się pozytywnym wpływem na otoczenie społeczne i środowiskowe. Selekcja pozytywna zaczęła być popularną strategią inwestycyjną w latach 60. XX w. i później, w latach 80. Z kolei trzecia generacja strategii SRI przypada na lata 90. XX w. Inwestycje zaczęto prowadzić według koncepcji potrójnej linii przewodniej (ang. TBL – triple bottom line), która w centrum zainteresowania poza wynikami finansowymi stawia też efekty społeczne i środowiskowe. Czwarta generacja obejmuje wszystkie strategie przedstawione w trzech wcześniejszych fazach oraz szczególne zainteresowanie stosowaniem ładu korporacyjnego po skandalach finansowych na początku XXI w. w takich spółkach, jak Enron, WorldCom, Xerox czy Tyco. Przyczyną wyodrębnienia przez autorkę niniejszej monografii piątej generacji strategii było szczególne zainteresowanie kwestiami społecznymi, które coraz intensywniej widoczne jest w międzynarodowych trendach inwestycyjnych²⁸ (schemat 7.2).

²⁷ M. Czerwonka, *Inwestowanie...* op. cit., s. 49.

²⁸ J. Kłobukowska, *Społecznie odpowiedzialne...* op. cit., s. 38.

Schemat 7.2. Ewolucja społecznie odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych

Źródło: J. Kłobukowska, *Spółecznie odpowiedzialne... op. cit.*, s. 38

Na pierwszym miejscu stawia się człowieka, jego egzystencję w otaczającym środowisku naturalnym, dbałość o zdrowie, edukację, tworzenie miejsc pracy oraz warunków do samozatrudnienia w celu odpowiedzi na problemy wykluczenia społecznego i finansowego, zmian demograficznych bądź migracji ludności. Przejawem praktycznym jest popularyzacja strategii inwestowania społecznego, nazywanej inaczej inwestowaniem z wpływem.

Wielość strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania wpływa na mnogość rozwiązań praktycznych dotyczących zarządzania różnymi aktywami finansowymi. Oddziałuje również na niejednoznaczność charakterystykę rynków odpowiedzialnego inwestowania w ujęciu międzynarodowym i sektorowym. Rośnie znaczenie formatu, poziomu szczegółowości ujawnianych informacji na temat działalności podmiotów i możliwości ich porównania za pomocą standardów raportowania.

7.3. Standardy raportowania w procesie społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Istotnym elementem warunkującym rozwój społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest dostarczenie różnym interesariuszom: kontrahentom, analitykom i decydentom na rynku kapitałowym przejrzystych i dokładnych informacji na temat wpływu działalności danego podmiotu w obrębie wyników pozafinansowych. Raporty społecznej odpowiedzialności w przeciwieństwie do raportów finansowych mają

za zadanie pokazać, w jakim stopniu i w jakim kierunku działalność komercyjna wpływa na system społeczny, ekologiczny oraz ekonomiczny z perspektywy otoczenia bliższego i dalszego²⁹. Ważne zatem, aby przy tworzeniu raportów korzystać z uniwersalnych i porównywalnych wskaźników.

Prace nad stworzeniem globalnych standardów stały się przedmiotem wysiłku wielu organizacji. Szacuje się, że można mówić nawet o 30 wzorach raportowania społecznej odpowiedzialności, m.in. o GRI (*Global Reporting Initiative*), AccountAbility (standard AA 1000), UNEP (*United Nations Environmental Programme*), PERI (*Public Environmental Reporting Initiative*) czy FEE (*Federation Des Experts Comptables Europeens*)³⁰ oraz o popularnym na rynku niemieckojęzycznym VfU (*Verein fuer Umweltmanagement In Banken, Sparkassen und Versicherungen*)³¹. Ponadto istotną rolę odgrywają standardy typowe dla danego kraju lub giełd papierów wartościowych³².

Za najlepsze wytyczne dotyczące raportowania społecznej odpowiedzialności w skali międzynarodowej uznaje się *Global Reporting Initiative* (GRI). Mogą one zostać zastosowane w różnych branżach gospodarki, przez różniące się od siebie przedsiębiorstwa, w różnych krajach. Inną zaletą GRI jest uwzględnianie postanowień międzynarodowych instytucji na rzecz ochrony środowiska czy ogólnie SRI, chodzi tu o m.in. *Protokół z Kioto*, UNEP FI czy *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*³³.

Organizacja GRI jest niezależnym podmiotem współtworzonym przez tysiące światowych ekspertów. W jej skład wchodzi księgowi, inwestorzy, ekolodzy, przedstawiciele biznesu, praw człowieka, organizacji pracowniczych z różnych krajów³⁴. Uniwersalizm wytycznych

²⁹ P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu...* op. cit., s. 78.

³⁰ Ibidem, s. 153.

³¹ VfU, <http://vfu.de/themen/transparenz-und-berichterstattung> (dostęp: 15.06.2016).

³² W. Bartels, T. Fogelberg, A. Hoballah i in., *Carrots & Sticks 2016. Global trends in sustainability reporting regulation and policy*, KPMG, GRI, UNEP FI, Centre for Corporate Governance in Africa, 2016, s. 23–29.

³³ GRI, <https://www.globalreporting.org/network/gri-and-governments/Pages/default.aspx> (dostęp: 15.06.2016).

³⁴ *Socially responsible investment firms ask for GRI standard reports*, CMA Management, December 2004/January 2005, 78/8, s. 12.

GRI wynika z dostępności precyzyjnie opracowanych wskaźników (uwzględniających specyfikę branży), które powinny być raportowane oraz dziesięciu ogólnych zasad, które powinny towarzyszyć raportującym. Kierowanie się zasadami, przedstawionymi w tabeli 7.4., prowadzi do tworzenia wysoce jakościowych raportów.

Tabela 7.4. Dziesięć zasad raportowania społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw według GRI

Zasady dotyczące zawartości raportu	Zasady dotyczące jakości raportu
<ul style="list-style-type: none"> – istotności – uwzględnienie oczekiwań interesariuszy – kontekstu zrównoważonego rozwoju – kompletności 	<ul style="list-style-type: none"> – neutralności – porównywalności – dokładności – aktualności – przejrzystości – wiarygodności

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu...* op. cit., s. 159–160

Znaczącą rolę w procesie komunikacji pomiędzy przedsiębiorstwami a inwestorami pełni narzędzie, którym jest raport zintegrowany. Wytyczne dotyczące tej formy publikowania danych są przedmiotem działań podejmowanych przez IIRC (*International Integrated Reporting Comitee*). Jest to organizacja reprezentująca zarówno przedsiębiorstwa, inwestorów, regulatorów, jak i przedstawicieli środowiska księgowych oraz pracowników naukowych, których zainteresowania koncentrują się wokół raportowania. Działalność IIRC została zainicjowana w 2011 r. przez International Federation of Accountants, GRI oraz Accounting for Sustainability. We wrześniu tego samego roku sformułowano już pierwszą propozycję zakresu i formy raportowania zintegrowanego, a w grudniu 2013 r. opublikowano pierwszą wersję Międzynarodowych Ram Raportowania Zintegrowanego, tzw. IR³⁵.

Według sformułowanej przez IIRC definicji raportu zintegrowanego ma on w sposób krótki, ale treściwy informować, jak strategia, ład korporacyjny, wyniki oraz perspektywy danego podmiotu w relacji do

³⁵ R. Slack, D. Campbell, *Meeting users' information needs: The use and usefulness of Integrated Reporting*, ACCA, IIRC, IAAER, August 2016, s. 12.

otoczenia zewnętrznego wpisują się w kreowanie wartości zarówno w krótkim, średnim, jak i długim okresie³⁶. Tym samym raport zintegrowany wyjaśnia, jak tworzy się wartość w czasie danej organizacji, co jest istotne z punktu widzenia potrzeb informacyjnych kapitałodawców oraz interesariuszy wewnętrznych.

Zdaniem IIRC sprawozdawczość zintegrowana ma połączyć przedstawiane dotychczas w osobnych dokumentach takie zestawienia, jak raport finansowy i raport środowiskowy, społeczny, zrównoważony etc. Taka konsolidacja ma prowadzić do uchwycenia powiązań pomiędzy danymi aspektami działalności oraz wyjaśnić, jakie jest łączne oddziaływanie tych kwestii na wartość przedsiębiorstwa³⁷.

IIRC wyróżnia sześć rodzajów kapitałów, do których jako zasobów każdy podmiot ma dostęp i które może wykorzystać do tworzenia wartości, niezależnie, czy jest ich właścicielem w sensie prawnym (tabela 7.5.).

Tabela 7.5. Rodzaje kapitałów w przedsiębiorstwie według IIRC

Rodzaj kapitału	Objaśnienie
Kapitał finansowy	Zasób funduszy, który: <ul style="list-style-type: none"> – jest dostępny dla organizacji i możliwy do wykorzystania na rzecz produkcji dóbr lub dostarczania usług, – powstaje poprzez finansowanie za pomocą kredytów, pożyczek czy grantów, bądź jest wytwarzany poprzez działalność operacyjną lub inwestycje.
Kapitał produkcyjny	Wytworzone fizyczne obiekty, dostępne dla organizacji w procesie wytwarzania produktów lub dostarczania usług, w tym: <ul style="list-style-type: none"> – budynki, – sprzęt, – infrastruktura (np. drogi, mosty, oczyszczalnie wody czy ścieków).

³⁶ IIRC, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, 2013, s. 7, (dostęp: 2.03.2023).

³⁷ M. Mazurowska, *Analiza porównawcza wytycznych Global Reporting Initiative oraz International Integrated Reporting Comitee*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2015, nr 3(1), 135–148.

Rodzaj kapitału	Objaśnienie
Kapitał intelektualny	Zasób niematerialny organizacji, bazujący na wiedzy, w tym: <ul style="list-style-type: none"> – własność intelektualna, taka jak: patenty, prawa autorskie, software, prawa i licencje; – „kapitał organizacyjny”, taki jak: wiedza organizacji, systemy, procedury, polityki; – zasoby niematerialne związane z marką i reputacją organizacji.
Kapitał ludzki	Kompetencje, doświadczenie i motywacja pracowników do rozwoju i innowacji, w tym: <ul style="list-style-type: none"> – zgodność z zasadami ładu korporacyjnego, podejście do zarządzania ryzykiem, wartości etyczne; – możliwość zrozumienia, wypracowania i wdrożenia strategii organizacji; – motywacja do poprawy i rozwoju procesów, produktów i usług, w tym umiejętności pracowników dotyczące przywództwa, zarządzania i współpracy.
Kapitał społeczny i relacyjny	Organizacje i relacje w ramach oraz pomiędzy społecznościami, grupami interesariuszy i innymi sieciami oraz umiejętność dzielenia się informacjami dla wzmacniania jakości bycia jednostek i wspólnot, w tym: <ul style="list-style-type: none"> – wspólne normy, wartości i zachowania; – kluczowe relacje z interesariuszami, wypracowane zaufanie i chęć angażowania się organizacji, które prowadzi do budowania i ochrony relacji z interesariuszami zewnętrznymi, takimi jak: klienci, dostawcy, partnerzy biznesowi, lokalne społeczności, regulatorzy; – licencja do działania organizacji.
Kapitał naturalny	Wszystkie odnawialne i nieodnawialne zasoby oraz procesy, dzięki którym dostarczane są produkty lub usługi wspierające ubiegły, obecny bądź przyszły rozwój organizacji. W tym: <ul style="list-style-type: none"> – powietrze, woda, ziemia, minerały i lasy, – różnorodność i zdrowie ekosystemów.

Źródło: IIRC, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, 2013, s. 11–12, (dostęp: 2.03.2023)

Ujmowanie tych kapitałów w sprawozdawczości jest jedynie propozycją. Wskazuje się jednak, że przedsiębiorstwo, które w sposób umiejętny będzie użytkować poszczególne kapitały lub je łączyć oraz zestawiać z innymi, jest w stanie zwiększać swoją efektywność³⁸.

³⁸ A. Stanek-Kowalczyk, *Raportowanie zintegrowane – nowy trend stare wyzwania*, FOB, 8.06.2014 r., <http://odpowiedzialnybiznes.pl/artykuly/raportowanie-zintegrowane-nowy-trend-stare-wyzwania/> (dostęp: 24.08.2016).

W 2017 r. opublikowano pierwszy polski standard raportowania o nazwie Standard Informacji Niefinansowych (SIN). Celem sformułowania standardu było ułatwienie polskim spółkom obowiązkowe raportowanie informacji dotyczących zagadnień środowiska naturalnego, społecznych i pracowniczych. Opracowanie SIN było koordynowane przez Fundację Standardów Raportowania oraz Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych³⁹. Projekt SIN był konsultowany wśród emitentów, instytucji administracji centralnej, instytucji infrastrukturalnych polskiego rynku kapitałowego oraz pośród organizacji zrzeszających różne grupy interesariuszy rynku kapitałowego.

Standard Informacji Niefinansowych umożliwia polskim spółkom wypełnianie obowiązków raportowania informacji niefinansowych określonych dyrektywą NFRD 2014/95/UE, implementowaną do polskiego prawa ustawą z dnia 15.12.2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz. U. z 2017 r., poz. 61)⁴⁰. Standard może być stosowany nie tylko przez spółki zobligowane do raportowania, ale również przez inne przedsiębiorstwa, instytucje i organizacje. Korzystanie ze Standardu jest nieodpłatne.

SIN składa się z części podstawowej oraz pięciu aneksów uzupełniających:

- Standard Informacji Niefinansowych SIN
- Aneks 1: Interpretacje prawne dyrektywy 2014/95/UE
- Aneks 2: Matryca istotności
- Aneks 3: Interesariusze i kluczowe obszary odpowiedzialności
- Aneks 4: Znaczenie mierników i ich doboru z punktu widzenia rynków kapitałowych
- Aneks 5: Szczegółowy opis obszarów⁴¹.

³⁹A. Bońkowski, *Raportowanie niefinansowe spółek giełdowych. Studium przypadku*, [w:] „Aktualne problemy badawcze”, Poznań 2021, s. 14; J. Błażyńska, *Raportowanie na temat informacji niefinansowych według SIN*, „Studia OeconomicaPosnaniensia”, 2019, nr 7.3, s. 7–27.

⁴⁰ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994, nr 121, poz. 591 z późn. zm.

⁴¹ Odpowiedzialny biznes, <https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/standard-informacji-niefinansowych-sin-2017/> (dostęp: 30.11.2022).

Zarówno GRI, jak i IIRC działają na podstawie podpisanej umowy o współpracy na rzecz spójnych, jak i porównywalnych standardów tworzenia sprawozdawczości zintegrowanej. Wiele wytycznych wynika z wypracowanego przez te instytucje porozumienia.

Kierowanie się zasadami raportowania społecznej odpowiedzialności według SIN, GRI czy IIRC zarówno podnosi wiarygodność raportów, jak i stanowi rzetelną informację o działalności przedsiębiorstw w aspektach pozaekonomicznych. Z punktu widzenia inwestorów podejmujących decyzje inwestycyjne o alokacji kapitału jest to istotne źródło informacji. Ujednolicenie i precyzyjne sformułowania wytycznych powinny sprzyjać zwiększaniu się liczby raportów i ich jakości na temat społecznej odpowiedzialności biznesu, a jednocześnie stanowić podstawę do udzielenia lub odmowy finansowego wsparcia przedsiębiorstwom.

7.4. Harmonizowanie działań w zakresie zrównoważonego rozwoju na rynku kapitałowym – regulacje i wytyczne Unii Europejskiej

Z punktu widzenia europejskich wymagań poza międzynarodowymi i krajowymi standardami istotne są rekomendacje dotyczące raportowania niefinansowego, w tym Rekomendacje TCFD oraz Wytyczne PTF-CRR EFRAG.

Rekomendacje TCFD (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*) to dobrowolne, spójne zalecenia dotyczące ujawniania informacji o ryzykach finansowych związanych z oddziaływaniem na klimat, które mają służyć przedsiębiorstwom w komunikacji z inwestorami, pożyczkodawcami i ubezpieczycielami⁴². Zostały one opracowane i opublikowane w 2017 r. przez międzynarodową inicjatywę ustanowioną przez *Financial Stability Board*. Są zorganizowane wokół czterech następujących obszarów: nadzór korporacyjny, strategia, zarządzanie ryzykiem oraz wskaźniki i cele⁴³.

⁴² FSB, <https://www.fsb.org/2020/10/2020-status-report-task-force-on-climate-related-financial-disclosures/> (dostęp: 13.12.2022).

⁴³ Chapter Zero, http://chapterzero.pl/baza_wiedzy/task-force-on-climate-related-financial-disclosures-tcfid/ (dostęp: 13.12.2022).

W celu raportowania informacji wysokiej jakości TCFD zaleca rozważenie siedmiu zasad skutecznego ujawniania, które powinno być⁴⁴:

- istotne w warstwie informacyjnej,
- konkretne i kompletne,
- jasne, wyważone i zrozumiałe,
- spójne w czasie,
- porównywalne między firmami w branży lub portfelu sektora,
- rzetelne, weryfikowalne i obiektywne,
- przekazywane na czas.

Wytyczne *PTF-CRR EFRAG* – Europejskie Laboratorium Sprawozdawczości działające przy EFRAG⁴⁵ opublikowało w lutym 2020 r. raport zawierający wytyczne i dobre praktyki ujawnień dotyczących klimatu^{46, 47}.

Ponadto 28.11.2022 r. Rada Unii Europejskiej zatwierdziła dyrektywę o sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (dyrektywa CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*, dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju). Po przejściu całej ścieżki legislacyjnej dyrektywa wejdzie w życie 20 dni po publikacji w Dzienniku Urzędowym UE⁴⁸. Zgodnie z projektem dyrektywa CSRD ma zmienić cztery obowiązujące unijne akty prawne:

- dyrektywę o rachunkowości (2013/34/UE),
- dyrektywę w sprawie przejrzystości informacji o emitentach (2004/109/WE),

⁴⁴ FSB TCFD, <https://www.fsb-tcdf.org/publications/> (dostęp: 13.12.2022), Chapter Zero, http://chapterzero.pl/baza_wiedzy/task-force-on-climate-related-financial-disclosures-tcdf/ (dostęp: 13.12.2022).

⁴⁵ EFRAG - Europejska Grupa Doradcza ds. Sprawozdawczości Finansowej, która jest ciałem doradczym dla Komisji Europejskiej.

⁴⁶ Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/wytyczne-w-sprawie-ujawnien-dotyczacych-klimatu4> (dostęp: 13.12.2022).

⁴⁷ EFRAG, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=/sites/webpublishing/SiteAssets/PTF-NFRS%2520Progress%2520Report%2520Final.pdf> (dostęp: 13.12.2022).

⁴⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.

- dyrektywę w sprawie badań ustawowych (2006/43/WE),
- rozporządzenie w sprawie badań ustawowych (537/2014).

W konsekwencji dyrektywa ma zmodyfikować zasady raportowania ustanowione w dyrektywie w sprawie sprawozdawczości niefinansowej (2014/95/UE; tzw. dyrektywa NFRD)⁴⁹. Równocześnie zmianie ulega nazewnictwo z dotychczasowej „sprawozdawczości niefinansowej” na termin „sprawozdawczość na temat zrównoważonego rozwoju”.

Kraje członkowskie UE będą mieć 18 miesięcy na implementację tej dyrektywy, a pierwsza sprawozdawczość według nowych zasad ma dotyczyć roku obrotowego zaczynającego się 1.01.2024 r. i po tej dacie. Wejście w życie będzie rozłożone na cztery etapy, zgodnie z tabelą 7.6.

Tabela 7.6. Dyrektywa CSRD – etapy i zakres jednostek objętych sprawozdawczością

Etapy wejścia w życie sprawozdawczości	Jednostki objęte obowiązkiem sprawozdawczości
1.01.2024 r.	Jednostki podlegające sprawozdawczości niefinansowej zgodnie z dyrektywą NFRD (podmioty spełniające na dzień bilansowy co najmniej dwa z następujących trzech wymogów: – suma bilansowa powyżej 20 mln EUR, – przychody netto ze sprzedaży powyżej 40 mln EUR, – średnia liczba zatrudnionych w roku obrotowym powyżej 250 osób)
1.01.2025 r.	Duże jednostki niepodlegające jeszcze dyrektywie NFRD
1.01.2026 r.	MŚP notowane na rynku regulowanym państwa członkowskiego, małe i niezłożone instytucje kredytowe oraz wewnętrzne zakłady ubezpieczeniowe
1.01.2028 r.	Przedsiębiorstwa z państw pozaunijnych, które generują w UE ponad 150 mln EUR przychodów netto ze sprzedaży i mają w Unii co najmniej jeden oddział lub jedną jednostkę zależną

Źródło: Opracowanie własne

⁴⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy.

MŚP zobowiązane do raportowania przez dwa lata od wejścia w życie przepisów będą mogły zrezygnować z wymogów dotyczących sprawozdawczości na temat zrównoważonego rozwoju (opcja *opt-out*) pod warunkiem, że w sprawozdaniu z działalności opiszą, dlaczego nie zawarły w nim informacji w zakresie zrównoważonego rozwoju.

W związku wadami dotychczasowych rozwiązań ogólnym celem dyrektywy CSRD jest poprawa raportowania w zakresie zrównoważonego rozwoju. Główną wadą był brak ujednoczonych standardów sprawozdawczości, a co za tym idzie brak porównywalności danych różnych podmiotów zarówno w ujęciu sektorowym, jak i między poszczególnymi krajami członkowskimi. Za pomocą regulacji prawnych i ich stosowania ma zostać zwiększona wiarygodność, dostępność i szczegółowość publikowanych informacji na temat zrównoważonego rozwoju, a równocześnie poszerzona jest lista podmiotów zobowiązanych do raportowania⁵⁰.

Aby regulacje zapisane w dyrektywie mogły być skutecznie zastosowane, potrzebne będą europejskie standardy sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju (*European Sustainability Reporting Standards*, ESRS). Mają one zostać opracowane przez Komisję Europejską wspieraną przez Europejską Grupę Doradczą ds. Sprawozdawczości Finansowej (EFRAG). Standardy będą ukierunkowywać, jak powinny być sporządzane raporty zrównoważonego rozwoju, dzięki czemu informacje publikowane przez różne podmioty w tym zakresie będą mogły być porównywane.

Wśród cech, które odróżniają dyrektywę CSRD od dyrektywy NFRD można wymienić:

- wymóg atestacji przez biegłego rewidenta lub niezależnego akredytowanego certyfikatora,
- informacje dotyczące sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju mają być włączane do sprawozdań z działalności danej jednostki (dotychczas regulacje pozwalały na publikację tych informacji zarówno jako część sprawozdania

⁵⁰ Co do zasady, <https://codozasady.pl/p/nowa-sprawozdawczosc-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju-> (dostęp: 9.12.2022).

z działalności, jak i w formie osobnego sprawozdania na temat informacji niefinansowych),

- sprawozdania z działalności mają być publikowane w formacie XHTML.

Do innych aktów prawnych promujących kwestie ESG należy również rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (tzw. rozporządzenie SFDR, *Sustainable Finance Disclosure Regulation*). Obowiązuje ono od 10.03.2021 r. Celem wprowadzenia regulacji jest osiągnięcie większej przejrzystości w odniesieniu do sposobu analizowania ryzyk dla zrównoważonego rozwoju występujących w ramach działalności prowadzonej przez uczestników rynku finansowego i doradców finansowych⁵¹.

Zgodnie z przepisami instytucje finansowe przyporządkowują zarządzane fundusze do jednej z trzech kategorii, co w praktyce powinno zwiększyć transparentność produktową oraz ochronę inwestorów przed ryzykiem tzw. *greenwashing-u*. Produkty inwestycyjne według SFDR należy klasyfikować jako:

- neutralne pod względem ESG – nie promują cech inwestycyjnych ESG, jedynie integrują czynniki ryzyka dla zrównoważonego rozwoju (art. 6 SFDR);
- jasnozielone (*light green*) – promują aspekty środowiskowe i społeczne (choć nie wyłącznie) i inwestują w spółki przestrzegające dobrych praktyk zarządczych, ale nie mają tego na celu (art. 8 SFDR);
- ciemnozielone (*dark green*) – mają na celu zrównoważone inwestycje, co oznacza, że koncentrują się na zrównoważonych inwestycjach jako celu szczegółowym funduszu (art. 9 SFDR).

Zarządzający aktywami, którzy chcą sprzedawać fundusze ESG, muszą udowodnić swoją odpowiedzialność. To oznacza, że powinni wykazać, że ich proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, zarządzania ryzykiem i ujawnianie informacji o produktach są w pełni

⁵¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dn. 27.11.2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych.

zgodne z SFDR⁵². Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych nie mogą promować jako odpowiedzialnych czy zielonych funduszy, które takie nie są w odniesieniu do zapisów tego rozporządzenia. SFDR jest bezpośrednio stosowanym rozporządzeniem rozszerzającym już istniejące wymogi dotyczące ujawniania informacji uczestnikom rynku finansowego, które są ujęte w regulacjach sektorowych, takich jak ZAFI, UCITS, Solvency II, IDD oraz MiFID II.

W odniesieniu do rynku ubezpieczeniowego 2.08.2022 r. weszło w życie rozporządzenie delegowane (UE) 2021/1257 dotyczące uwzględniania czynników zrównoważonego rozwoju w wymogach nadzoru i zarządzania ubezpieczeniowymi produktami inwestycyjnymi⁵³. Rozporządzenie zmienia dotychczasowe regulacje w odniesieniu do uwzględnienia czynników zrównoważonego rozwoju, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w wymogach w zakresie nadzoru nad produktem i zarządzania nim.

Zmiany dotyczą zakładów ubezpieczeń, dystrybutorów ubezpieczeń oraz w przepisach dotyczących prowadzenia działalności i doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych. Na podstawie wprowadzonych regulacji zakłady ubezpieczeń i pośrednicy ubezpieczeniowi udzielający porad powinni pozyskiwać od klientów informacje na temat ich preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych. Po analizie tych preferencji zakłady ubezpieczeń mogą zaproponować klientom zrównoważone ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne dostosowane do ich potrzeb⁵⁴.

⁵² Analizy online, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/27824/coraz-wiecej-fundusz-y-esg> (dostęp: 27.12.2022).

⁵³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/1257 z dnia 21 kwietnia 2021 r. zmieniające rozporządzenia delegowane (UE) 2017/2358 i (UE) 2017/2359 w odniesieniu do uwzględnienia czynników zrównoważonego rozwoju, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w wymogach w zakresie nadzoru nad produktem i zarządzania nim dla zakładów ubezpieczeń i dystrybutorów ubezpieczeń oraz w przepisach dotyczących prowadzenia działalności i doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych.

⁵⁴ PIU, <https://piu.org.pl/blogpiu/nowe-wymogi-dotyczace-identyfikacji-preferencji-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju> (dostęp: 9.12.2022).

W nurt regulacji unijnych wpisuje się również rozporządzenie w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (rozporządzenie UE 2020/852, tzw. Taksonomia)⁵⁵. Weszło w życie w dniu 12.07.2020 r., ale wiele dodatkowych aspektów określono w szczegółowych aktach delegowanych. Rozporządzenie w sprawie taksonomii nakreśla ogólne ramy, które mają umożliwić stopniowy rozwój unijnego systemu klasyfikacji dla zrównoważonych środowiskowo działalności gospodarczych. W tym zakresie sformułowano sześć celów środowiskowych:

- łagodzenie zmian klimatu,
- dostosowanie do zmian klimatu,
- zrównoważone użytkowanie i ochrona zasobów wodnych i morskich,
- przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym,
- zapobieganie zanieczyszczeniom i ich kontrola,
- ochrona i przywracanie różnorodności biologicznej i ekosystemów.

Rozporządzenie w sprawie taksonomii stosowane jest od dnia 1.01.2022 r. do celów „łagodzenie zmiany klimatu” i „przystosowanie się do zmiany klimatu”, a do innych celów środowiskowych od dnia 1.01.2023 r.⁵⁶. Pozostałe cztery cele środowiskowe będą konsekwentnie przedmiotem prac instytucji unijnych w zakresie przygotowania aktu delegowanego dotyczącego środowiska⁵⁷). Taksonomia kierowana jest do krajów Unii Europejskiej, uczestników rynku finansowego oferujących produkty finansowe oraz spółek finansowych i niefinansowych objętych raportowaniem niefinansowym lub przez inne podmioty na zasadzie dobrowolności⁵⁸.

Wśród korzyści wynikających z wdrożenia i stosowania Taksonomii wymienia się ujednoczone rozumienie przez wszystkie państwa członkowskie UE, uczestników rynku i konsumentów, jaką działal-

⁵⁵ Rozporządzenie w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (rozporządzenie UE 2020/852, tzw. Taksonomia).

⁵⁶ Ale Bank, <https://bank.pl/taksonomia-esg-i-sprawozdawczosc-stand-obecny-ora-z-najblizsze-plany/?id=413059&catid=27735> (dostęp: 29.12.2022)

⁵⁷ Ibidem.

⁵⁸ Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/zrownowazone-finansowanie> (dostęp: 28.12.2022).

ność gospodarczą jednoznacznie uznajemy za zrównoważoną środowiskowo. To wiąże się z ochroną inwestorów i konsumentów przed tzw. *greenwashingiem*, czyli przed stwarzaniem wrażenia poprzez działania marketingowe, że produkt lub przedsiębiorstwo jest ekologiczne. W szerszym ujęciu umożliwia inwestycje transgraniczne i pozwala unikać rozdrobnienia rynku poprzez zapewnienie jednego systemu klasyfikacji. W związku z opracowaną spójną strategią umożliwia także rozwój zrównoważonego finansowania.

Aktualnie procedowany jest projekt dyrektywy w sprawie należytej staranności w zakresie zrównoważonego rozwoju (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, tzw. dyrektywa CSDDD)⁵⁹. Ustanawia on obowiązki dla spółek dotyczące rzeczywistych i potencjalnych niekorzystnych skutków dla środowiska i praw człowieka wynikających z:⁶⁰

- własnej działalności spółek,
- działalności ich jednostek zależnych,
- działalności w ramach łańcucha wartości prowadzonej za pośrednictwem podmiotów, z którymi spółka utrzymuje stałe relacje biznesowe.

Projekt reguluje również kwestię odpowiedzialności za naruszenie powyższych obowiązków.

Według projektu dyrektywy obowiązki dochowania należytej staranności w zakresie ochrony środowiska i praw człowieka mają zostać nałożone na podmioty utworzone w jednym z państw członkowskich, jak i spoza nich (tabela 7.7.). Pośrednio dyrektywa będzie oddziaływać także na sektor MSP. Wśród przedsiębiorstw z tego sektora znajdują się wykonawcy i podwykonawcy dużych spółek, które będą zobowiązane do ustanowienia procedury należytej staranności w zakresie ochrony środowiska i praw człowieka⁶¹.

⁵⁹ Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zmieniająca dyrektywę (UE) 2019/1937.

⁶⁰ Komisja Europejska, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071> (dostęp: 28.12.2022).

⁶¹ Co do zasady, <https://codozasady.pl/p/strategia-na-strategie-esp> (dostęp: 9.12.2022).

Tabela 7.7. Podmioty objęte bezpośrednio i pośrednio regulacją według projektu dyrektywy CSDDD

Podmioty utworzone w państwie członkowskim UE	Podmioty utworzone w państwie trzecim
podmioty, które w ostatnim roku obrotowym, za który zostało sporządzone sprawozdanie finansowe, zatrudniały średnio ponad 500 pracowników i uzyskały przychody netto ze sprzedaży w skali światowej przekraczające 150 mln EUR	podmioty, które w roku obrotowym poprzedzającym ostatni rok obrotowy uzyskały w UE przychody netto ze sprzedaży przekraczające 150 mln
podmioty, które zatrudniały średnio ponad 250 pracowników i w ostatnim roku obrotowym, za który zostało sporządzone sprawozdanie finansowe, uzyskały przychody netto ze sprzedaży w skali światowej przekraczające 40 mln EUR, o ile co najmniej połowa tych przychodów została uzyskana w jednym lub kilku z tzw. sektorów o dużym wpływie, czyli m.in. w sektorze produkcji wyrobów tekstylnych, skór i wyrobów ze skór wyprawionych, rolnictwie, leśnictwie, rybołówstwie, czy sektorze wydobywania surowców mineralnych	podmioty, które w roku obrotowym poprzedzającym ostatni rok obrotowy uzyskały w UE przychody netto ze sprzedaży przekraczające 40 mln EUR, o ile co najmniej połowa tych przychodów została uzyskana w jednym lub kilku z tzw. sektorów o dużym wpływie
małe i średnie przedsiębiorstwa, mikroprzedsiębiorstwa będące wykonawcami oraz podwykonawcami dużych spółek	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Co do zasady, <https://codozasady.pl/p/strategia-na-strategie-esg> (dostęp: 9.12.2022)

Procedura należytej staranności ma obejmować sześć działań podejmowanych przez zobowiązane podmioty, a mianowicie:

- uwzględnianie należytej staranności we wszystkich obszarach polityki oraz wdrożenie polityki należytej staranności,
- wprowadzenie odpowiednich środków w celu identyfikowania rzeczywistych lub potencjalnych niekorzystnych skutków dla środowiska i praw człowieka wynikających z ich działalności,
- zapobieganie potencjalnym niekorzystnym skutkom dla środowiska i praw człowieka oraz ograniczanie ich, a także powstrzymywanie rzeczywistych niekorzystnych skutków i minimalizowanie ich zakresu,

- ustanowienie procedury rozpatrywania skarg oraz umożliwienie złożenia do nich skarg związanych z rzeczywistymi lub potencjalnymi niekorzystnymi skutkami dla środowiska i praw człowieka,
- monitorowanie własnej działalności i zastosowanych środków w kontekście niekorzystnych skutków dla środowiska i praw człowieka,
- publiczne informowanie o należytej staranności.

Celem wdrożenia procedury ma być identyfikacja niekorzystnych skutków dla ochrony środowiska i praw człowieka oraz przeciwdziałania tym skutkom.

Zmiany regulacyjne tworzone na poziomie Unii Europejskiej a dotyczące działania sektora finansowego przyczyniają się do przekierowania kapitału na zrównoważone działalności. Unia Europejska z perspektywy regionalnej jest jedyną organizacją międzynarodową na świecie, która podejmuje działania w zakresie całościowego uregulowania ESG w obszarach gospodarowania oraz funkcjonowania sektora i rynku finansowego. Europejski regulator wprowadza kryteria ESG do systemu zarządzania i nadzoru nad instytucjami w związku z sformułowaną polityką Europejskiego Zielonego Ładu, potrzeb finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz rosnącej świadomości skutków klimatycznych obserwowanych wśród instytucji, inwestorów oraz opinii publicznej⁶². Czynniki ESG mają coraz większe znaczenie dla rynków kapitałowych. Uwzględnianie ryzyk w ocenie inwestycji pod kątem zarządzania ekologicznego, społecznego oraz ładu korporacyjnego staje się nie tylko wyborem inwestora, ale obowiązkiem unijnych dyrektyw i zarządzeń. Znaczenie zrównoważonego rozwoju jako kryterium inwestowania będzie rosło nie tylko z powodu wzrostu świadomości, motywacji uczestników rynku kapitałowego, ale silnej presji regulacyjnej.

⁶² K. Liberadzki, M. Liberadzki, *Aspekty regulacyjne finansowania zrównoważonej działalności banku. Zielone instrumenty kapitałowe*, „Bezpieczny Bank” 2022, 87(2), s. 25–46, <https://doi.org/10.26354/bb.2.2.87.2022>, (dostęp: 28.12.2022).

Zakończenie

Dzięki formułowanym przez przedsiębiorstwa strategiom inwestycyjnym i modelom biznesowym uwzględniającym czynniki społeczne, ekologiczne oraz ładu korporacyjnego budowany jest długookresowy wzrost ich wartości. Działalność etyczna, umiejętność formułowania strategicznych celów organizacji i ich realizacji w zakresie zrównoważonego rozwoju nie jest tylko kwestią wizerunkową. W związku ze wzrostem wymagań prawnych oraz oczekiwań interesariuszy rynki finansowe, a szczególnie kapitałowe stają się barometrem zaangażowania podmiotów, które chcą realizować cele pozaekonomiczne. Dzieje się tak poprzez tworzenie możliwości finansowania. Co więcej, na rynku kapitałowym sukcesywnie się one zwiększają drogą pojawiania się dodatkowych źródeł finansowania i instrumentów finansowych oraz poprzez wzrost zainteresowania inwestorów. Dostęp do finansowania staje się utrudniony dla tych spółek, które nie spełniają lub nie podejmą się realizacji zadań wspierających długookresowy trwały wzrost uwzględniający przy tym czynniki społeczne, ekologiczne oraz ład korporacyjny.

Z perspektywy współczesnych wyzwań rynku kapitałowego aspekty finansowania i inwestowania zrównoważonego rozwoju są istotne zarówno na poziomie teoretycznym, jak i praktycznym.

W ramach przeprowadzonych prac zdefiniowano zrównoważony rynek kapitałowy jako miejsce zawierania transakcji średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi, w którym kryteria społeczne, środowiskowe oraz ładu korporacyjnego są ważne na równi z ekonomicznymi. Obecnie można traktować go jako segment tradycyjnego rynku kapitałowego o charakterystycznych cechach, strategiach oraz

instrumentach. Uczestnicy rynku kapitałowego wyróżniają się motywacjami podejmowanych decyzji finansowych. Patrząc z perspektywy kreowanej polityki oraz tworzonych ram prawnych, w ciągu kilkunastu lat spodziewana jest transformacja rynku tradycyjnego do zrównoważonego, który traktowany będzie jako podstawowy. Kryteria wykluczające będą na tyle silne, że koszt kapitału dla niedostosowujących się podmiotów będzie zbyt wysoki do prowadzenia opłacalnego ekonomicznie biznesu.

Kluczową rolę w procesie przeobrażeń tradycyjnego rynku kapitałowego w zrównoważony odgrywa skuteczna komunikacja. Musi być wielostronna podmiotowo: między spółkami a inwestorami, między spółkami a instytucjami rynku kapitałowego czy w relacji przedsiębiorstwo-klient lub b2b (*business to business*). Przedmiotowo zaś w odniesieniu do wymagań rynku zrównoważonego wykracza poza sprawozdawczość finansową. Włączanie raportowania danych pozafinansowych do obowiązków przedsiębiorstw notowanych na rynku giełdowym stało się obowiązkiem w związku z implementacją dyrektywy NFRD z 2014 r. Wcześniej raportowanie CSR czy sporządzanie raportów zintegrowanych wyróżniało na rynku spółki społecznie odpowiedzialne. Ostatnie miesiące 2022 r. na poziomie regulacji Unii Europejskiej przynoszą kolejne ważne zmiany, których celem jest doprecyzowanie i ujednoczenie standardów raportowania danych niefinansowych. Zasady sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju wynikające z implementacji dyrektywy CSRD przyczynią się do zwiększenia wspomnianej skutecznej komunikacji pomiędzy biznesem a interesariuszami w państwach członkowskich. Z kolei dla partnerów spoza UE budowany jest zarówno wizerunek, jak i spójny model biznesowy, wynikający z tworzonego prawa.

Wartym podkreślenia jest aspekt zarządzania ryzykiem klimatycznym, które w postaci rekomendacji, wytycznych, ale i kolejnych projektów regulacji prawnych wpływa na zaangażowanie w działania na rzecz środowiska naturalnego. Polityki związane ze zmniejszaniem śladu węglowego, śladu cyfrowego czy gospodarką odpadami są kluczowe wobec konsekwencji kryzysu klimatycznego. Wśród korzyści wynikających z wdrożenia i stosowania Taksonomii UE wymienia się

ujednoczenie na poziomie wszystkich państw członkowskich rozumienia działalności gospodarczej zrównoważonej środowiskowo.

Cele i zadania odnoszące się do ESG na kolejne lata formułowane w krótkim, średnim i długim okresie są przyjmowane w strategii działania danego podmiotu. Gdy zrównoważony rozwój staje się fundamentem strategii biznesowej, to poprzez proces raportowania tworzona jest wartość dodana dla spółek, o której należy dodatkowo informować przez obszary relacji inwestorskich. To istotny element komunikacji, ale też wspierania różnych interesariuszy w wyjaśnianiu im wpływu organizacji na otoczenie oraz działań, które wiążą się z dbałością o organizację i jej otoczenie. Budowanie reputacji na rynku kapitałowym jest kolejnym działaniem długofalowym, który powinien być procesem równoległym do budowania wartości przedsiębiorstw w obszarze ESG. Transparentność jest tu równie istotna, jak w przypadku sprawozdawczości finansowej.

Rynek kapitałowy to miejsce obrotu papierami wartościowymi o okresie zapadalności dłuższym niż jeden rok. Zrównoważony rynek kapitałowy pozwala na obrót instrumentami finansowymi zarówno o charakterze właścicielskim, jak i wierzycielskim zgodnie z kryteriami ekologicznymi, społecznymi oraz ładem korporacyjnym.

Na wszystkich międzynarodowych rynkach giełdowych zaprezentowano zrównoważone indeksy giełdowe, które monitorują kształtowanie się cen papierów wartościowych spółek giełdowych. Wyróżnione spółki wdrażają zasady odpowiedzialnego prowadzenia biznesu, co pokazuje zmiany na rynku kapitałowym w kierunku eksponowania spółek ze strategią ESG. Zrównoważone indeksy giełdowe traktowane są jako wskaźnik dla inwestorów, ponieważ prezentują, jak zmieniają się ceny instrumentów. Ponadto mogą służyć porównaniu z tradycyjnymi indeksami i oceny zyskowności inwestycji. Właściwa ich interpretacja stanowi narzędzie do podejmowania przez inwestorów decyzji finansowych. Indeksy stają się również bazą dla instrumentów pochodnych oraz funduszy ETF.

W związku z uwzględnianiem interesów uczestników funduszy zbiorowego inwestowania coraz większa liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych przyjmuje zasady zrównoważonego rozwoju i normy

ESG w swojej działalności. Następnie włączane są one do polityki inwestycyjnych konkretnych funduszy. To otwiera drogę do społecznie odpowiedzialnego inwestowania większej liczbie inwestorów, którzy mogą realizować swoje cele ekonomiczne oraz światopoglądowe.

Z perspektywy transformacji gospodarek narodowych należy podkreślić znaczenie instrumentów dłużnych. Systematycznie rozwijający się segment zielonych obligacji oraz raczkujący obligacji transformacyjnych czy zrównoważonych pokazuje istotność tego instrumentu w obliczu poszukiwania źródeł finansowania projektów ekologicznych. Obligacje na zrównoważonym rynku kapitałowym wpisują się w finansowanie projektów o charakterze społecznym, co wynika z potrzeby zarządzania ryzykiem długowieczności, zapewnienia bezpieczeństwa socjalnego i zdrowotnego.

Reasumując, trzeba podkreślić główne wnioski teoretyczne wynikające z przeprowadzonych badań:

- uwarunkowania etyczne i behawioralne rozszerzają możliwość oceny zachowań inwestorów na rynku kapitałowym;
- pozyskanie i utrzymanie zaufania pomiędzy przedsiębiorstwem a jego interesariuszami wymaga rozszerzenia relacji inwestorskich o kwestie społeczne, środowiskowe i ładu korporacyjnego;
- zrównoważony rynek kapitałowy posiada instrumentarium umożliwiające inwestycje bezpośrednie oraz portfelowe zgodne z zasadami zrównoważonego rozwoju.

Z kolei wśród najistotniejszych wniosków praktycznych należy wymienić ten, który wskazuje, że społeczna odpowiedzialność biznesu i etyka biznesu z fakultatywnych strategii będą w kluczowych gospodarczo obszarach systematycznie ustępować miejsca obligatoryjnym kwestiom ESG. Drugą konkluzją jest propozycja, aby standaryzacja raportowania danych niefinansowych oraz terminologii na rynku europejskim była kopiowana przez inne międzynarodowe instytucje gospodarcze lub finansowe. Celem byłaby implementacja wypracowanych rozwiązań na innych globalnych rynkach. Takie rozwiązania będą rozłożone jednak w czasie ze względu na różny poziom zrównoważonego rozwoju w poszczególnych gospodarkach. Jednakże proces byłby bliźniaczo podobny do globalizacji, która również miała wpływ na rynki kapitałowe.

Zmiany w regulacjach prawnych powodują konieczność ponownej analizy ofert zrównoważonych produktów finansowych i inwestycyjnych, zarówno ich koncepcji, jak i budowy. Wraz z tymi działaniami wymagają dostosowania media finansowe, portale internetowe poszczególnych funduszy zbiorowego inwestowania oraz emitentów. Istotnym aspektem jest klasyfikacja produktów w odniesieniu do trzech stopni zazielenienia, tj. neutralne, jasno i ciemnozielone. Ważne jest również ich wyraźne komunikowanie.

Liczba regulacji unijnych oraz szeroki zakres wymaga dostarczenia wsparcia przedsiębiorstwom finansowym czy niefinansowym w postaci szkoleń, doradztwa i konsultacji. W tym aspekcie rekomendowane jest przeprowadzenie szerokich działań edukacyjnych w stosunku do podmiotów, które w najbliższych okresach będą podlegać regulacjom. Nie można pominąć obecnych oraz przyszłych pracowników sektora finansowego. Podkreślić należy potrzebę aktywnego zaangażowania sektora edukacyjnego w proces budowania wiedzy i kompetencji inwestycyjnych w dobie zrównoważonego rozwoju wśród różnych uczestników rynku kapitałowego.

Wyzwania związane ze zrównoważonym rozwojem rynku kapitałowego umożliwiają trafniejszą ocenę ekonomicznej efektywności inwestowania. Standaryzacja raportowania, unifikacja terminologii, kategoryzacja produktów finansowych będzie czynnikiem zwiększającym przejrzystość podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Nadal jednak może dochodzić do niewłaściwego interpretowania i porównywania rynków odpowiedzialnego inwestowania z perspektywy międzynarodowych trendów. Istotne jest więc wskazanie na potrzebę poszerzenia badań nad efektywnością inwestowania społecznie odpowiedzialnego w ujęciu metodycznym.

Monografia powinna przyczynić się do uporządkowania i rozwoju wiedzy na temat znaczenia czynników środowiskowych, społecznych oraz zarządzania korporacyjnego dla rynku kapitałowego. Wiele z wymienionych aspektów może zostać rozszerzonych i rozbudowanych jako odrębne zagadnienia teoretyczne oraz praktyczne. Zgodnie z jednym ze sformułowanych wniosków aplikacyjnych treść niniejszej książki przyczynia się do uzupełnienia luki edukacyjnej. Równocześnie

śnie powinna poszerzyć wiedzę pracowników oraz zarządzających przedsiębiorstwami, inwestorów oraz adeptów działalności gospodarczej lub finansowej w zakresie wyzwań zrównoważonego rynku kapitałowego.

Bibliografia

Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie odpowiedzialnych społecznie produktów finansowych (opinia z inicjatywy własnej), Dziennik Urzędowy UE, (2011/C 21/06), Bruksela 2011.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dn. 27.11.2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U.1994, nr 121, poz. 591z późn. zm.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2464 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 537/2014, dyrektywy 2004/109/WE, dyrektywy 2006/43/WE oraz dyrektywy 2013/34/UE w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy.
- Wniosek Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju oraz zmieniająca dyrektywę (UE) 2019/1937.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/1257 z dnia 21 kwietnia 2021 r. zmieniające rozporządzenia delegowane (UE) 2017/2358 i (UE) 2017/2359 w odniesieniu do uwzględnienia czynników zrównoważonego rozwoju, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w wymogach

w zakresie nadzoru nad produktem i zarządzania nim dla zakładów ubezpieczeń i dystrybutorów ubezpieczeń oraz w przepisach dotyczących prowadzenia działalności i doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych.

Rozporządzenie w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (rozporządzenie UE 2020/852, tzw. Taksonomia).

Literatura i inne opracowania

ABN-AMRO, *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios?*, London, September 2001, za: P. Kinder, *Socially responsible investing. An evolving concept in a changing world*, KLD, September 2005.

Adamczyk J., *Indeksy zrównoważonego rozwoju w zarządzaniu wartością spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 786, s. 9–20.

Adamiak S., Walczak D., *Catholic social teaching, sustainable development and social solidarity in the context of social security*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2014, nr 3(1), s. 9–18.

Al-Kaber M., *Struktura funkcjonowania rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Wyd. WSE w Białymstoku, Białystok 2007.

Aluchna M., *Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego, wyzwania dla spółek giełdowych*, cz. 1, „E-mentor” 2005, nr 5.

Asia Sustainable Investment Review 2012, The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, 2012.

Bakker Den F. G. A., Groenewegen P., Den Hond Den F., *A Bibliometric Analysis of 30 years of research and theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance*, „Business & Society” 2005, nr 3 (44).

Banaszkiewicz A., Makowska E., *Spółeczna odpowiedzialność biznesu w kontekście wybranych aspektów kulturowych XXI stulecia*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2012, nr 1(1), s. 9–21.

Barberis N., Thaler R., *A Survey Of Behavioral Finance*, [w:] *Handbook of the Economics of Finance*, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Elsevier Science B.V., 2003.

Bartels W., Fogelberg T., Hoballah A. i in., *Carrots & Sticks 2016. Global trends in sustainability reporting regulation and policy*, KPMG, GRI, UNEP FI, Centre for Corporate Governance in Africa, 2016.

Bęben R., *Marketing inwestorski jako proces zaspokajania potrzeb na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2013.

Bek-Gaik B., Surowiec A., *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości organizacji*, CeDeWu, Warszawa 2020.

Błach J., *Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich*, [w:] *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*, G. Borys, A. Janusz (red.),

- „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 31, Wrocław 2013.
- Błażyńska J., *Raportowanie na temat informacji niefinansowych według SIN*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2019, nr 7.3, s. 7–27.
- Bogle J. C., *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*, Wyd. PTE, Warszawa 2008.
- Bojańczyk M., *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym. Kryzys zarządzania spółkami*, Difin, Warszawa 2010.
- Bońkowski A., *Raportowanie niefinansowe spółek giełdowych. Studium przypadku*, [w:] *Aktualne problemy badawcze*, A. Rychlik (red.), Wyd. Nauk. FNCE, Poznań 2021, s. 15–24.
- Buszko A., Wojtowicz K., Szumowska K. i in., *Finanse behawioralne w niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym*, UWM w Olsztynie, Olsztyn 2015.
- Chojacka I., *Naruszanie zasad uczciwego obrotu giełdowego przez spółki publiczne*, Wyd. C. H. Beck, Warszawa 2013.
- Chwistecka-Dudek H., *Koncepcja etyki w procesach zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza 2014.
- Cichy J., *Obligacje społeczne – innowacyjny instrument finansowania potrzeb społecznych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego Katowicach” 2018, nr 356, s. 33–42.
- Cicirko M., *Znaczenie czynników środowiskowego, społecznego i ładu korporacyjnego (ESG) we współczesnej gospodarce. Percepcja inwestycji ESG wśród studentów uczelni ekonomicznej*, „Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka” 2022, nr 1, s. 117–139.
- Ciechan-Kujawa M., *Użyteczność raportów CSR w ocenie stopnia zaangażowania przedsiębiorstw w odpowiedzialność społeczną*, [w:] *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*, G. Borys, A. Janusz (red.), „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 31, Wrocław 2013, s. 32–44.
- Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, „Materiały i Studia” nr 165, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003.
- Corporate Bonds: Spotlight on ESG Risks*, UN PRI, 2013.
- Cumming D., Johan S., *Socially Responsible Institutional Investment In Private Equity*, „Journal of Business Ethics” 2006, nr 75(4), s. 396–416.
- Czechowska K., *Wybrane uwarunkowania podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości – ujęcie behawioralne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, tom I, nr 36, 2014, s. 13–25.
- Czekaj J., *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2008.
- Czerwonka M., Buczkowski R., *Finanse kulturowe*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2013, nr 132, s. 55–72.
- Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, SGH, Warszawa 2012.

- Czerwonka M., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013.
- Daniluk M., *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 1998.
- Dębniwska M., Skorwider-Namiołko J., *Przejawy wdrażania społecznej odpowiedzialności biznesu na polski rynku finansowym*, [w:] *Pokonać dekonstrukcję. Społeczna odpowiedzialność biznesu i finanse*, A. Uziębło (red.), „Prace Naukowe WSB w Gdańsku”, tom 30, Gdańsk 2014, s. 21–33.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2010.
- Dmitruk J., Krzyżanowska K., *Relacje inwestorskie jako narzędzie kształtowania reputacji spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Polityki Europejskiej, Finanse i Marketing” 2013, nr 10 (59).
- Dmowski A., *Rynek kapitału*, [w:] *Rynki finansowe*, A. Dmowski, D. Prokopowicz (red.), Difin, Warszawa 2010.
- Dmuchowski P., *Zrównoważone finanse w 2022 r. – trendy światowe i polska perspektywa*, [w:] *Zielone Finanse w Polsce 2022*, L. Kotecki (red.), Warszawa 2022.
- Dołęga J. M., *Wybrane zasady filozofii zrównoważonego rozwoju*, [w:] *Teoretyczne aspekty ekonomii zrównoważonego rozwoju*, B. Poskrobko (red.), Wyd. WSE w Białymstoku, Białystok 2009.
- Drewniak Z., *Private equity czy venture capital – rozważania teoretyczne o właściwym stosowaniu terminologii*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” 2013, nr 2(1).
- Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.
- Dziawgo D., Dziawgo L., *CSR i IR – nietłumaczone antidotum na toksyczną bankowość*, „Bezpieczny Bank” 2010, nr 1(40), s. 98–113.
- Dziawgo D., *Ekologiczne indeksy giełdowe*, „Ekonomia i Środowisko” 2007, nr 1/31, s. 121–133.
- The impact of Sustainable and Responsible Investment*, US SIF Foundation, September 2013.
- Dziawgo D., *Etyka a dystrybucja produktów finansowych*, [w:] *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*, G. Borys, A. Janusz (red.), „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 31, Wrocław 2013, s. 63–73.
- Dziawgo D., *Ewolucja relacji inwestorskich na międzynarodowym rynku finansowym*, [w:] *Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju rynku finansowego*, D. Dziawgo (red.), Wyd. UMK, Toruń 2008, s. 64–68.
- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2011.
- Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2012.
- Dziawgo D., *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wyd. UMK, Toruń 2004.

- Dziawgo L., *Spoleczna odpowiedzialność biznesu jako czynnik konkurencyjny na współczesnym rynku kapitałowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2009, nr 16/533, s. 269–278.
- Dziawgo L., *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa 2010.
- Elkington J., *Enter the triple bottom line*, [w:] *The Triple Bottom Line: Does It All Add up?*, A. Henriques, J. Richardson, Earthscan (red.), London 2004.
- Epstein G., *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI) University of Massachusetts, Amherst, December 2001.
- Etyka, *finanse a wartość przedsiębiorstwa*, Sergio Lanza, M. Calcaterra, F. Perrini (red.), Wyd. Pieniądze i Więż, Sopot 2010.
- European SRI Report 2012*, Eurosif 2012.
- European SRI Report 2014*, Eurosif 2014.
- European SRI Study 2006*, Eurosif, 2006.
- Fama E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, 25/2, s. 383–417.
- Ferri A., *The ETF Book. All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, John Wiley & Sons, Canada 2008, za: D. Mitrenga, *Poprawność wyceny funduszu ETF replikującego indeks WIG20*, [w:] *Investowanie w aktywa rzeczowe i finansowe*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe UE w Katowicach” 2013, s. 330–440.
- Fiduciary responsibility. Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, UNEP FI, July 2009.
- Filek J., *Wprowadzenie do etyki biznesu*, Wyd. AE, Kraków 2001.
- Financial services provision and prevention of financial exclusion*, European Commission, March 2008.
- Finanse*, red. J. Ostaszewski, Difin, Warszawa 2013.
- Finanse. Kategorie, zjawiska i procesy, podmioty*, H. Zadora (red.), Difin 2015.
- Flejterski S., *Metodologia finansów. Podręcznik akademicki*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2007.
- Foxal G. R., Goldsmith R. E., *Psychologia konsumenta dla menedżera marketingu*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1998.
- Frame W. S., White L. J., *Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, 2002–12, lipiec 2002, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/002205104773558065>, (dostęp: 10.01.2023).
- Gabrusewicz T., *Rachunkowość odpowiedzialności społecznej w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.
- Gasparski W., *Uczciwość w świecie finansów*, Wyd. WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2004.
- Gasparski W., *Wykłady z etyki biznesu*, Wyd. WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2007.

- Global Sustainable Investment Review 2012*, Global Sustainable Investment Alliance, GSIA 2013.
- Gołaszewska-Kaczan U., *Zaangażowanie społeczne przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.
- Goral K., *Szaleństwo czy racjonalność? Analiza wybranych krachów giełdowych w świetle teorii finansów behawioralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 173–183.
- Green Paper. Promoting European framework for Corporate Social Responsibility*, European Commission 2001.
- Gregorczyk D., *Raportowanie zintegrowane w tworzeniu wspólnej wartości (CSV)*, [w:] *Finanse i rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju – odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa. Tom 2. Rachunkowość*, J. Adamek, J. Zuchewicz (red.), „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 396, Wrocław 2015, s. 59–66.
- Grygiel-Tomaszewska A., *Kryteria SRI jako element analizy portfelowej funduszu inwestycyjnego*, [w:] *Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania i możliwości*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 4/7, Sopot 2011, s. 57–71.
- Herman R. P., *Investowanie dla zysku i korzyści społecznych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
- Hirshleifer J., *Investment Decision Under Uncertainty: Choice-Theoretic Approaches*, „The Quarterly Journal of Economics” 1965, vol. LXXIX, No. 4.
- Huck S., Kirchsteiger G., Oechssler J., *Learning to like what you have – explaining the endowment effect*, „Economic Journal” 2005, nr 115 (505).
- Integrating ESG in Private Equity. A guide for general partners*, UN PRI, 2014.
- Jackson C.W., *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2008.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2006.
- Janik B., *Inwestycje społecznie odpowiedzialne. Typologia krajów europejskich*, C. H. Beck, Warszawa 2022.
- Janik B., *Portfelowe społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne*, „Prace i Materiały Uniwersytetu Gdańskiego” 2013 vol. 2, nr 4, s. 193–205.
- Jędrych E., *Investowanie w innowacje społeczne w organizacjach gospodarczych*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2013.
- Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Fundacja Edukacji i Rynku Kapitałowego, Warszawa 2008.
- Kahneman D., *Pułapki myślenia: o myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012.
- Kaminker C., Steward F., *The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy*, “OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions” 2012, nr 23, s. 1–10.

- Klimczak B., *Etyczne otoczenie rynku kapitałowego*, Wyd. AE im. O. Langego, Wrocław 1997.
- Klimczak B., *Etyka gospodarcza*, Wyd. AE, Wrocław 2011.
- Kłobukowska J., *Anioły biznesu jako źródło finansowania działalności społecznie odpowiedzialnych przedsiębiorstw*, [w:] „Prawno-ekonomiczne szanse i bariery rozwoju przedsiębiorczości w Polsce i Europie”, M. Stefański (red.), Wyższa Szkoła Ekonomii i Innowacji w Lublinie, Lublin 2017, s. 211–224.
- Kłobukowska J., *Investowanie społeczne – nowa strategia na rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania*, [w:] „Ubezpieczenia Społeczne i Finanse”, B. Kołosowska, D. Walczak (red.), PTE Oddział w Toruniu, Instytut Badań Gospodarczych, Toruń 2015, s. 89–99.
- Kłobukowska J., *Mikrofinanse jako narzędzie wspierające przedsiębiorczość kobiet na przykładzie wybranych europejskich instytucji mikrofinansowych*, „Pieniądze i Więź” 2013, nr 2(59), s. 130–138.
- Kłobukowska J., *Mikrofinanse w Europie*, „Oeconomia Copernicana” 2013, nr 2, s. 133–145.
- Kłobukowska J., *Możliwości wykorzystania różnych form finansowania kapitałowego w zakładaniu i finansowaniu firm spin off/out*, [w:] *Spin off, spin out jako instrument budowania przedsiębiorczości akademickiej oraz stymulowania regionu*, A. P. Balcerzak, M. Moszyński (red.), Wyd. PTE Oddział w Toruniu, Toruń 2011, s. 149–177.
- Kłobukowska J., *Rozwój społecznie odpowiedzialnych instrumentów finansowych jako czynnik konkurencyjności regionu*, „Marketing i Rynek” 2014, nr 10, s. 104–111.
- Kłobukowska J., *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku europejskim*, „Zeszyty Naukowe Polityki Europejskiej, Finanse i Marketing” 2014, nr 11/60, s. 78–89.
- Kłobukowska J., *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju*, Wyd. UMK w Toruniu, Toruń 2019.
- Kłobukowska J., *Społecznie odpowiedzialny rynek finansowy – przykłady potwierdzające i zaprzeczające*, [w:] *Wybrane aspekty z finansów i rynków finansowych*, Z. Głodek, Andrzej Kuciński (red.), Wyd. PWSZ im. J. z Paradyża, Gorzów Wielkopolski 2014, s. 95–103.
- Kołodko G. W., *Świat na wyciągnięcie myśli*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2010.
- Kompetencje konsumentów. Innowacyjne zachowania, zrównoważona konsumpcja*, A. Dąbrowska, F. Bylak, M. Janos-Kresło i in. (red.), PWE, Warszawa 2015.
- Korenik D., Korenik S., *Podstawy finansów*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2004.
- Kowalska M., Misztal A., *Wpływ bezpieczeństwa finansowego na zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2020.
- Krupa D. M., *Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2012, tom 46, nr 1, s. 307–316.
- Krupa D., *Fundusze inwestycyjne w zabezpieczeniu emerytalnym w państwach UE*, „Polityka Społeczna”, cz. II., t. 38, s. 48–50.
- Krupa D., *Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2016, nr 437, s. 270–279.

- Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Kultys A., *Obligacje społeczne, zielone i zrównoważone – specyfika i wykorzystanie*, „Współczesne problemy zarządzania publicznego i przedsiębiorczości społecznej”, Kraków 2020, http://konceptje.uek.krakow.pl/wp-content/uploads/2021/01/8_Kultys_2020.pdf, s. 122–132, (dostęp: 10.01.2023).
- Kuraszko I., *Nowa komunikacja społeczna wyzwaniem odpowiedzialnego biznesu*, Difin, Warszawa 2010.
- Kurek R., *Mikroubezpieczenia na świecie – działania komercyjne i niekomercyjne inicjatywy wspierające*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 2009, nr 61, s. 165–175.
- Kurek R., *Systemy informacyjne nadzoru nad zakładami ubezpieczeń*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2015.
- Łabowski K., *Fundusze hedgingowe jako alternatywna forma inwestowania na podstawie doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych*, [w:] *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, D. Dziawgo (red.), Wyd. UMK, Toruń 2004, s. 425–447.
- Liberadzki K., Liberadzki M., *Aspekty regulacyjne finansowania zrównoważonej działalności banku. Zielone instrumenty kapitałowe*, „Bezpieczny Bank”, 2022, 87(2), <https://doi.org/10.26354/bb.2.2.87.2022> (dostęp: 28.12.2022), s. 25–46.
- Łon E., *Efekty sezonowe na rynkach akcji*, „Pieniądze i Więź” 2014, nr 3 (64), s. 69–77.
- Maciejasz-Świątkiewicz M., *Osobowościowe predyktory inwestowania indywidualnego*, „Studia z Psychologii w KUL” 2012, tom 18, s. 27–46.
- Malinowska K., *Pojęcie zarządzania produktem ubezpieczeniowym w świetle dyrektywy o dystrybucji ubezpieczeń i przepisów implementacyjnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2017, nr 1, s. 7–21.
- Mansley M., *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Fund and Institutional Investors*, Monitor Press, Sudbury, 2000, za: B. Janik, *Testowanie stóp zwrotu i analiza ryzyka zmienności amerykańskich społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych na przykładzie FI Calvert*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia” 2012, tom 46, nr 1, s. 317–326.
- Marcinkowska M., *Inwestycje społecznie odpowiedzialne*, [w:] *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), Difin, Warszawa 2009, s. 239–255.
- Marcinkowska M., *Tworzenie wartości przedsiębiorstwa dla interesariuszy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia” 2011, nr 37/639, s. 855–869.
- Markowski K., *Podmiotowe uwarunkowania decyzji inwestycyjnych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2002, nr 965, *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, s. 250–261.
- Matczak K., Wojciechowski J., Martysz, C., *Inwestowanie zrównoważone w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, 176, 2020, <https://doi.org/10.33119/SIP.2019.176.6>, s. 111–135 (dostęp: 10.01.2023).

- Matos P., *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World a Critical Review*, CFA Institute Research Foundation, 2020.
- Mazurowska M., *Analiza porównawcza wytycznych Global Reporting Initiative oraz International Integrated Reporting Comitee*, „*Studia Oeconomica Posnaniensia*” 2015, nr 3(1), s. 135–148.
- Mazurowska M., Płoska R., *Sprawozdawcza i pozasprawozdawcza komunikacja zewnętrzna w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu*, Centrum Myśli Strategicznych, Sopot 2022.
- Michalski D., *Finanse zielonej transformacji*, Difin, Warszawa 2022.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Mikrokredyty w Europie sposobem na pobudzenie przedsiębiorczości i walkę z wykluczeniem społecznym*, Difin, Warszawa 2011.
- Moćko G., *Podjęmowanie decyzji inwestycyjnych a cechy osobowości inwestora*, [w:] *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne*, A. Adamska, A. Fierla (red.), Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2011, s. 178–164.
- Mról B., *Dyskretny urok konsumpcjonizmu. Szkic do portretu konsumenta XXI wieku*, [w:] *Życie w konsumpcji, konsumpcja w życiu*, A. M. Zawadzka, M. Górnik-Durose (red.), GWP, Sopot 2010, s. 15–33.
- Nakonieczna J., *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008.
- Niederman D., *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy okazji... Profile psychologiczne inwestorów giełdowych*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Niedziółka D., *Relacje inwestorskie*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2008.
- Niedziółka P., *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości*, Difin, Warszawa 2021.
- Nissan S., Case P., Koopman K., Paul F., *Responsible investment: creating value from environmental, social and governance issues*, PwC, March 2012.
- OECD, *Social Impact Investment: Building the Evidence Base*, OECD Publishing, Paris 2015, <https://doi.org/10.1787/9789264233430-en>, (dostęp: 12.11.2022).
- Olszewski S., *Produkty strukturyzowane*, [w:] *Inwestycje finansowe*, red. K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), CeDeWu, Warszawa 2007, s. 86–91.
- Orłowski W. M., *Świat do przeróbki*, Agora, Warszawa 2011.
- Ostrowska E., *Behawioralne podejście do inwestycji finansowych*, „*Pieniądze i Więź*” 2014, nr 4(65), s. 57–63.
- Ostrowska E., *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny. Metody oceny*, C. H. Beck, Warszawa 2014.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa 2007.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
- Paliwoda-Matiolańska A., *Odpowiedzialność społeczna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, C. H. Beck, Warszawa 2014.
- Parasaeemehr M., Rezeai F., Sedera S., *Personality Type Of Investors And Perception Of Financial Information To Make Decisions*, „*Asian Economic and Financial Review*” 2013, nr 3(3), s. 283–293.

- Pastusiak R., *Czynniki psychologiczne a skuteczność inwestycyjna na rynku kapitałowym*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, vol. 2, nr 4, s. 319–330.
- Paszkievicz A., *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw i jej raportowanie w instytucjach finansowych*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2011, nr 4/5, s. 331–342.
- Pervin L., John O., *Osobowość. Teoria i badania*, Wyd. UJ, Kraków 2011.
- Piókarz R., *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2013.
- Piókarz R., *Innowacje o charakterze manipulacyjnym w polityce dystrybucyjnej polskich banków*, [w:] *System finansowy – aktualne wyzwania i perspektywy rozwoju*, M. Kalinowski (red.), Prace Naukowe WSB w Gdańsku, tom 27, Gdańsk 2013, s. 197–211.
- Plummer T., *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*, WIG Press, Warszawa 1995.
- Polowczyk J., *Podstawy ekonomii behawioralnej*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 12, s. 1–5.
- Porczyńska-Ciszewska A., *Cechy osobowości a doświadczanie szczęścia i poczucie sensu życia*, Wyd. UŚI, Katowice 2013.
- Pruchnicka-Grabias I., *Fundusze hedgingowe. Teoria i praktyka*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Przychodzeń J., Przychodzeń W., *Zrównoważony rozwój brytyjskich przedsiębiorstw i ich wycena przez rynek kapitałowy*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 3, s. 78–83.
- PSI Principles for Sustainable Insurance*, A global sustainability framework and initiative of the United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI, June 2012.
- Putting a price on value*, Report summarizing PE Responsible Investment Survey 2013, PwC, 2013.
- Pyka I., *Funkcjonowanie i organizacja rynku finansowego*, [w:] *Rynek finansowy*, I. Pyka (red.), Wyd. AE w Katowicach, Katowice 2010, s. 5–20.
- Pyszka A., *Istota efektywności. Definicje i wymiary*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015, nr 230, s. 13–25.
- Recent Trends and Regulatory Implications in Socially Responsible Investment for Pension Funds*, OECD Roundtable on Corporate Responsibility, OECD, 2007.
- Remlein M. (red.), *Accounting challenges for sustainability and innovations*, Wyd. UE w Poznaniu, Poznań 2021, <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-055-5> (dostęp: 10.01.2023).
- Remlein M., *Spółecznie odpowiedzialne inwestycje w sprawozdawczości przedsiębiorstw*, Wyd. UE w Poznaniu, Poznań 2019.
- Renneboog L., Horst J. ter, Zhang C., *Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper nr 175/2007, June 2007.

- Responsible investment and hedge funds: a discussion paper*, PRI Hedge Funds Working Group, UN PRI, 2012.
- Responsible Investment in Private Equity. Case Studies*, UN PRI, July 2009.
- Rogowski W., Lipski M., *Znaczenie informacji niefinansowej w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju oraz turbulentnego otoczenia*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 2022, nr 2, s. 33–43.
- Rok B., *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004.
- Rosati D., *Przyczyny i mechanizm kryzysu finansowego w USA*, „Ekonomista” 2009, nr 3, s. 315–351.
- Roszkowska P., *Rewolucja w raportowaniu biznesowym. Interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011.
- Różańska E. (red.), *Sprawozdawczość niefinansowa. Ujawnianie i atestacja informacji niefinansowych w świetle regulacji i standardów*, Wyd. UE w Poznaniu, Poznań 2022, <https://doi.org/10.18559/978-83-8211-127-9>, (dostęp: 10.01.2023).
- Rybacki R., *Racjonalna nieracjonalność inwestorów – wpływ działań inwestorów na efektywność rynku kapitałowego*, [w:] *Problemy gospodarki światowej*, Tom III, M. Kuczarska, I. Pietryka (red.), Instytut Badań Gospodarczych, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Toruniu, Toruń 2013, s. 37–49.
- Rynek papierów wartościowych: inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny*, U. Banaszczyk-Soroka (red.), Wyd. C. H. Beck., Warszawa 2016.
- Sagan S., *Rozwój zrównoważony a współczesne przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie proekologiczne na rzecz zrównoważonego rozwoju regionalnego*, E. Bojar (red.), Wyd. Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 78.
- Schloesser T., Dunning D., Fetschenhauer D., *What a Feeling: The Role of Immediate and Anticipated Emotions in Risky Decisions*, „Journal of Behavioral Decision Making”, 2013, nr 26, s. 13–30.
- Schlumberger M., *Socially Responsible Portfolio Management*, Brussels, BHF Bank, 22 February 2007.
- Seitel F. P., *Public Relations w praktyce*, Wyd. Felberg SJA, Warszawa 2004.
- Slack R., Campbell D., *Meeting users' information needs: The use and usefulness of Integrated Reporting*, ACCA, IIRC, IAAER, August 2016.
- Ślążyńska-Kluczek D., *Zielone obligacje jako metoda finansowania projektów inwestycyjnych*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2022, nr 1, s. 35.
- Sobczak M., *Zintegrowane raportowanie – nowy model raportowania biznesowego*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2012, t. XIII, z. 1, s. 155–170.
- Socha J., *Rynek. Giełda. Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1999.
- Socially responsible investment firms ask for GRI standard reports*, CMA Management, December 2004/January 2005, 78/8.
- Sparkes R., *Socially Responsible Investment – A Global Revolution*, John Wiley&Sons, Chichester, 2002.

- Stefańczyk A., *Psychologia wywierania wpływu i psychomanipulacji*, Wyd. Złote Myśli, Gliwice 2008.
- Styczeń T., *Wprowadzenie do etyki*, Wyd. KUL, Lublin 1993.
- Szpringer W., *Spółeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a osłoną społeczną*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Szyska A., *Efektywność rynku kapitałowego a anomalie w rozkładzie czasowym stóp zwrotu*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 12, s. 54–61.
- Tamowicz P., Rot P., *Fundusze venture capital w Polsce*, PARP, Warszawa 2002.
- Tarczyńska-Łuniewska M., *Investowanie w wartość czy we wzrost – aspekty teoretyczne*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 60, s. 315–322.
- Tarczyński W., *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Wyd. Placet, Warszawa 1997.
- Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, KNF, Cedur, Warszawa 2010.
- Tufano P., *Financial Innovation. Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1, Part 1, Harvard Business School, Elsevier, Amsterdam 2003.
- Usarkiewicz P., *Relacje inwestorskie – klasyfikacja instrumentów w zależności od adresatów*, „Problemy Zarządzania” 2003, nr 1(1), s. 113–121.
- Venture Capital for Sustainability 2007*, Eurosif 2007.
- Wawiernia A., Jonek-Kowalska I., *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1997.
- Więckowska M., *Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji klimatycznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 62, s. 455–465.
- Włodarczyk T., *Spółeczna odpowiedzialność biznesu – wpływ wykorzystania koncepcji CSR na efektywne funkcjonowanie współczesnych organizacji*, [w:] *Zarządzanie proekologiczne na rzecz zrównoważonego rozwoju regionalnego*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 110.
- Zatwarnicka-Madura B., *Irracjonalność zachowań konsumenta*, „Studia i Prace” 2009, nr 93, s. 9–21.
- Zawadzka A. M., *Dlaczego przywiązujemy się do marki?*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2006.
- Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Zielonka P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” 2003, nr 159, s. 1–44.
- Zioło M., *Finanse zrównoważone. Rozwój, ryzyko, rynek*, PWE, Warszawa 2020.
- Zioło M., Spoz A., Kulińska-Sadłocha E., *Zrównoważone rynki finansowe. Perspektywa krajowa i międzynarodowa*, PWE, Warszawa 2021.
- Zona R., Roll K., Law Z., *Sustainable/Green Insurance Products*, „Casualty Actuarial Society E-Forum”, Winter 2014.

- Żuchowski I., *Wpływ świadomości idei zrównoważonego rozwoju na funkcjonowanie przedsiębiorstw*, [w:] *Funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach zrównoważonego rozwoju i gospodarki opartej na wiedzy*, E. Sidorczuk-Pietraszko (red.), Wyd. WSE w Białymstoku, Białystok 2009, s. 66–68.
- Żukowski M., Żukowska H., *Aktualne zagrożenia stabilności systemu finansowego w Polsce*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Studia i Prace” 2015, t. 4, nr 3, s. 43–60.
- Żurawik B., *Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, vol. 2, nr 2, s. 203–218.

Pozostałe materiały internetowe

- Ale Bank, <https://bank.pl/taksonomia-esg-i-sprawozdawczosc-stan-obecny-oraz-najblizsze-plany/?id=413059&catid=27735> (dostęp: 29.12.2022).
- Analizy online, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/27824/coraz-wiecej-funduszy-esg> (dostęp: 27.12.2022).
- BondEvalue, <https://bondevalue.com/news/green-bonds-everything-ou-need-to-know> (dostęp: 11.06.2021).
- BT, <http://www.btpensions.net/156/responsible-investment> (dostęp: 15.05.2016)
- Canadian Socially Responsible INVESTMENT Review 2012*, SIO, <https://riacanada.ca/wp-content/uploads/CSRIR-2012-English.pdf>. (dostęp: 15.05.2016).
- Chapter Zero, http://chapterzero.pl/baza_wiedzy/task-force-on-climate-related-financial-disclosures-tcfd/ (dostęp: 13.12.2022).
- Chapter Zero, http://chapterzero.pl/baza_wiedzy/task-force-on-climate-related-financial-disclosures-tcfd/ (dostęp: 13.12.2022).
- Climate Bonds – Sustainable debt global state of the market 2021*, https://www.climatebonds.net/files/reports/climate_bonds_initiative_sustainable_debt_global_state_of_the_market_2021.pdf. (dostęp: 27.12.2022).
- Co do zasady, <https://codozasady.pl/p/nowa-sprawozdawczosc-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju-> (dostęp: 09.12.2022).
- Co do zasady, <https://codozasady.pl/p/strategia-na-strategie-esg> (dostęp: 09.12.2022).
- Credit Agricole, <https://www.credit-agricole.pl/klienci-indywidualni/ubezpieczenia/produkty-strukturyzowane/zielona-europa> (dostęp: 27.12.2022).
- Deloitte, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/ESG-wyzwaniem-i-szansa-dla-funduszy-private-equity.html> (dostęp: 27.12.2022).
- Delevingne L., *Environmentally conscious hedge funds rise*, 27.11.2012, <http://www.hedgefundintelligence.com/Article/3123343/Environmentally-conscious-hedge-funds-rise.html> (dostęp: 10.06.2014).
- Dodds L. S., *Socially Responsible Investment (SRI) and pension funds*, [http://www.europeanpensions.net/pages/features/Sep%2008/Socially%20Responsible%20Investment%20\(SRI\)%20.htm](http://www.europeanpensions.net/pages/features/Sep%2008/Socially%20Responsible%20Investment%20(SRI)%20.htm) (dostęp: 14.05.2016).

- Economy Watch, http://www.economywatch.com/economic-statistics/the-World/GDP_Current_Prices_US_Dollars/ (dostęp: 20.05.2016).
- Eco-friendly Sukuk Issuances to Finance Eco-Friendly Investment Projects* http://www.globalislamicfinancemagazine.com/?com=news_list&nid=2231 (dostęp: 14.05.2016).
- EFRAG, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=/sites/webpublishing/SiteAssets/PTF-NFRS%2520Progress%2520Report%2520Final.pdf> (dostęp: 13.12.2022).
- Ethical investments and structured products I: £1.7bn AUM and counting*, artykuł z dnia 9.04.2015 <http://www.structuredretailproducts.com/blog-story/20534/ethical-investments-and-structured-products-i-17bn-aum-and-counting#.VzSxt8rwHIV> (dostęp: 15.05.2016).
- Euronext, <https://live.euronext.com/en/products/indices/esg-indices> (dostęp: 27.12.2022).
- European Responsible Investing Fund Survey 2013*, KPMG, 2013, s. 10, <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/files/Press/Press%20releases/European-responsible-Investing-Fund-Survey-2013-final-web.pdf>, (dostęp: 11.05.2016).
- FSB TCFD, <https://www.fsb-tcfid.org/publications/> (dostęp: 13.12.2022).
- FSB, <https://www.fsb.org/2020/10/2020-status-report-task-force-on-climate-related-financial-disclosures/> (dostęp: 13.12.2022).
- FX MAG, <https://www.fxmag.pl/artykul/produkty-strukturyzowane-etp-na-indeks-wig-esg-debiutuja-dzis-na-gpw> (dostęp: 27.12.2022).
- Generali Investments, <https://www.generali-investments.pl/files/plik/9784/Informacje-w-zakresie-realizacji-celu-zrownowazonych-inwestycji-przez-Generali-Akcji-Ekologicznych.pdf> (dostęp: 27.12.2022).
- GPW w Warszawie, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=108912&title=Kolejny+produkt+na+WIG-ESG+na+GPW (dostęp: 28.12.2022).
- GRI, <https://www.globalreporting.org/network/gri-and-governments/Pages/default.aspx> (dostęp: 15.06.2016).
- FIDELITY, <https://www.fidelity.ca/en/products/etfs/fcsw/> (dostęp: 27.12.2022)
- ICMA GROUP, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Polish-SBG2018-06.pdf> (dostęp: 27.12.2022).
- ICMA GROUP, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Polish-SLBP2020-06-011220.pdf> (dostęp: 27.12.2022).
- IFC, <https://www.ifc.org> (12.12.2022).
- IIRC, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, 2013, (dostęp: 2.03.2023).
- IPOPEMA TFI, <https://ipopematfi.pl/fundusz/ipopema-ekologii-i-innowacji-fundusz-inwestycyjny-zamkniety> (dostęp: 27.12.2022).
- JUST ETF, <https://www.justetf.com/en/how-to/invest-in-social-responsibility-europe.html> (dostęp: 27.12.2022).
- Kidney S., *Green Sukuk Working Group launched to support finance for climate change investment projects*, Climate Bonds Initiative, artykuł z dnia 5.03.2012 r., <http://>

- climatebonds.net/2012/03/green-sukuk-working-group-launched-to-support-finance-for-climate-change-investment-projects (dostęp: 14.05.2016).
- Komisja Europejska, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071>, (dostęp: 28.12.2022).
- Lessard G., *Socially Responsible Investing with ETFs*, artykuł z dnia 15.09.2015 r., <http://www.etf.com/sections/etf-strategist-corner/socially-responsible-investing-etfs?nopaging=1> (dostęp: 11.05.2016).
- Millennium TFI, <https://www.millenniumtfi.pl/esg> (dostęp: 27.12.2022).
- Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/finanse/wytyczne-w-sprawie-ujaw-nien-dotyczacych-klimatu4>(dostęp: 13.12.2022).
- Ministerstwo Finansów, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/zrownowazone-finansowanie> (dostęp: 28.12.2022).
- New York Times, <http://www.nytimes.com/2012/08/02/nyregion/goldman-to-invest-in-new-york-city-jail-program.html> (dostęp: 20.07.2014).
- Odpowiedzialni GPW, <http://www.odpowiedzialni.gpw.pl> (dostęp: 20.06.2016).
- Odpowiedzialny biznes, <https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/standard-informacji-niefinansowych-sin-2017/> (dostęp 30.11.2022).
- PEKAO SA, https://www.pekao.com.pl/dam/jcr:68603e5e-dd6c-4e4b-9926-b4ec7bf65fb1/KID-AST-wY2EEAyLY_pol.pdf (dostęp: 27.12.2022).
- PIU, <https://piu.org.pl/blogpiu/nowe-wymogi-dotyczace-identyfikacji-preferencji-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju/> (dostęp: 09.12.2022).
- POLISA ŻYCIE, https://www.polisa-zycie.pl/zrownowazony_rozwoj (dostęp: 27.12.2022).
- PRI, UN Global Compact, *The value driver model: a tool for communicating the business value of sustainability*, <https://www.unglobalcompact.org/library/811> (dostęp: 27.12.2022).
- Revesz R., *UBS launches socially responsible Japan ETF*, artykuł z dnia 28.08.2015, <http://www.etfstrategy.co.uk/ubs-launches-socially-responsible-japan-etf-45633/> (dostęp: 11.05.2016).
- Shorrocks A., Davies J., Lluberias R., *Global Wealth Report 2016*, Credit Suisse AG, Zurich 2016, <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/news-and-expertise/the-global-wealth-report-2016-201611.html>, (dostęp: 10.01.2023)..
- SSE Initiative, <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/> (dostęp: 30.11.2022)
- Stanek-Kowalczyk A., *Raportowanie zintegrowane – nowy trend stare wyzwania*, FOB, 8.06.2014 r., <http://odpowiedzialnybiznes.pl/artykuly/raportowanie-zintegrowane-nowy-trend-stare-wyzwania/> (dostęp: 24.08.2016).
- TU Europa, <https://tueuropa.pl/sfdr.htm> (dostęp: 27.12.2022).
- VFU, <http://vfu.de/themen/transparenz-und-berichterstattung> (dostęp: 15.06.2016).

Spis tabel

Tabela 1.1. Rynek giełdowy i pozagiełdowy – główne różnice.	17
Tabela 1.2. Prawa i obowiązki uczestników rynku kapitałowego	24
Tabela 2.1. Typy inwestorów indywidualnych oraz ich inwestycji według D. Niedermana.	48
Tabela 3.1. Charakterystyka etyki biznesu	56
Tabela 3.2. Przykładowe kwestie związane z odpowiedzialnością w obszarze środowiskowym, społecznym i ekonomicznym.	59
Tabela 3.3. Argumenty za i przeciw społecznej odpowiedzialności	63
Tabela 3.4. Cele i mierniki zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa w przekroju różnych typów gospodarki światowej.	67
Tabela 3.5. Wartości dla interesariuszy z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu	69
Tabela 5.1. Zalety i wady inwestowania w akcje z punktu widzenia inwestora oraz emitenta	95
Tabela 5.2. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Afryce	99
Tabela 5.3. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Ameryce Południowej.	100
Tabela 5.4. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Ameryce Północnej	101
Tabela 5.5. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Azji	103
Tabela 5.6. Zrównoważone indeksy giełdowe na giełdach papierów wartościowych w Europie	106
Tabela 5.7. Zasady emisji zielonych obligacji według Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynku Kapitałowego	109
Tabela 5.8. Obligacja tradycyjna a społeczna – główne różnice	112
Tabela 6.1. Działalność wybranych społecznie odpowiedzialnych funduszy pe/vc na świecie	130
Tabela 6.2. Główne kryteria ESG uwzględniane przez fundusze hedgingowe w procesie inwestycyjnym	134

Tabela 7.1. Termin społecznie odpowiedzialne inwestowanie według międzynarodowych organizacji	141
Tabela 7.2. Integracja ESG a cele inwestycyjne.	143
Tabela 7.3. Społecznie odpowiedzialne strategie inwestycyjne i ich odpowiedniki	147
Tabela 7.4. Dziesięć zasad raportowania społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw według GRI	151
Tabela 7.5. Rodzaje kapitałów w przedsiębiorstwie według IIRC.	152
Tabela 7.6. Dyrektywa CSRD – etapy i zakres jednostek objętych sprawozdawczością.	157
Tabela 7.7. Podmioty objęte bezpośrednio i pośrednio regulacją według projektu dyrektywy CSDDD	163

Spis schematów

Schemat 1.1. Uczestnicy rynku kapitałowego	24
Schemat 1.2. Kryteria oceny efektywności relacji inwestorskich.	31
Schemat 2.1. Typy temperamentu inwestorów	45
Schemat 2.2. Struktura portfela inwestycji odzwierciedlający typ osobowości sangwinika, melancholika, choleryka i flegmatyka dla wybranych klas aktywów.	47
Schemat 2.3. Motywy podejmowania decyzji inwestycyjnych a piramida potrzeb Masłowa	50
Schemat 3.1. Poziomy społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa według A. B. Carolla	61
Schemat 3.2. Wymiary zrównoważonego rozwoju	65
Schemat 3.3. Aspekty CSR a wartość dla akcjonariuszy	71
Schemat 3.4. Znaczenie CSR w tworzeniu klimatu inwestycyjnego.	72
Schemat 4.1. Rynek finansowy i globalny PKB w latach 1990-2014 w bln USD.	78
Schemat 4.2. Najczęstsze sposoby komunikacji raportów CSR.	85
Schemat 4.3. Społecznie odpowiedzialne relacje inwestorskie.	86
Schemat 4.4. Społecznie odpowiedzialne produkty i usługi finansowe.	88
Schemat 5.1. Funkcje giełdowych indeksów społecznej odpowiedzialności biznesu	98
Schemat 6.1. Klasyfikacja społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych według dominacji danego czynnika ESG w polityce inwestycyjnej funduszu.	117
Schemat 7.1. Definicje społecznie odpowiedzialnego inwestowania w relacji do celów i etapów procesu inwestycyjnego	138
Schemat 7.2. Ewolucja społecznie odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych	149

