



## Krzysztof Marcinek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Katedra Inwestycji i Nieruchomości  
krzysztof.marcinek@ue.katowice.pl

# INWESTYCJE SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNE – MOTYWACJA INWESTORÓW

**Streszczenie:** Inwestowanie społecznie odpowiedzialne staje się coraz bardziej znaczącym elementem rynków finansowych w wielu krajach od ponad dwóch dekad. Jednak stan wiedzy na temat społecznie odpowiedzialnego zachowania inwestorów pozostaje nadal stosunkowo niski. Celem niniejszej pracy jest analiza głównych motywów inwestorów angażujących swoje fundusze w sposób odpowiedzialny społecznie. Artykuł pokazuje, że inwestorzy ci nie stanowią jednolitej grupy, ale różnią się – od dużych inwestorów instytucjonalnych do małych inwestorów indywidualnych, organizacji pozarządowych i innych. Poszczególne rodzaje inwestorów mają różne motywacje i strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania.

**Słowa kluczowe:** inwestycje społecznie odpowiedzialne, decyzje inwestycyjne, motywacje inwestora, zachowanie inwestora.

## Wprowadzenie

Inwestowaniu społecznie odpowiedzialnemu (*socially responsible investment* – SRI) zostało poświęconych w świecie wiele badań. Badania zagraniczne, jak również niektóre zrealizowane w Polsce [Czerwonka, 2013], dotyczą głównie trzech obszarów:

- związków zachodzących pomiędzy inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym a rentownością inwestycji,
- rynków SRI, wolumenu inwestycji oraz strategii inwestowania,
- motywów inwestowania oraz zachowania inwestorów na tym rynku.

W niniejszym artykule uwaga została skoncentrowana na trzecim z wymienionych obszarów, tj. na działalności inwestorów na rynku SRI, w tym w szcze-

gólności na ukazaniu motywacji inwestowania. Motywacja inwestorów jest stosunkowo złożoną kwestią i pojawia się zwykle jako jeden z wątków opracowań poświęconych SRI, pozostając kwestią stosunkowo mniej rozpoznaną. Celem niniejszego artykułu jest próba ukazania złożoności tej problematyki, jak i szerszego spojrzenia na zachowanie inwestorów na rynku SRI.

## 1. Ogólne tendencje na rynku SRI

Rozważając problematykę inwestycji społecznie odpowiedzialnych należy zwrócić uwagę na występującą w literaturze przedmiotu heterogeniczność terminologiczną, odnoszącą się do samej ich nazwy. Inwestycje te bowiem były nazywane najwcześniej inwestycjami etycznymi (*ethical investment*), a następnie inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi. Popularność oba pojęcia zyskały w latach 90. [Pasewark i Riley, 2010]. Wraz z rozwojem tego nurtu inwestowania pojawiło się pojęcie inwestowania opartego na wartości (*value based investing*), a także inwestycji odpowiedzialnych (*responsible investment*) czy też inwestycji zrównoważonych (*sustainable investment*)<sup>1</sup>. W niniejszym opracowaniu stosowane jest pojęcie SRI, przyjmując, że nie odbiega ono w istocie od pozostałych przytoczonych pojęć. Zasadność takiego podejścia potwierdza m.in. pogląd J. Sandberga, który dokonawszy wraz z zespołem analizy światowego dorobku w obszarze SRI, dostrzega tu spójność w nazewnictwie, pisząc „[...] ten nowy rodzaj inwestowania jest często definiowany jako integracja określonych pozafinansowych czynników, takich jak etyczne, społeczne i środowiskowe, w procesie inwestycyjnym” [Sandberg, Juravle, Hedesstrom, Hamilton, 2009, s. 521].

Wymienione inwestycje, nazywane dalej SRI, przyciągają uwagę inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, instytucji finansowych, profesjonalistów z zakresu inwestowania, filantropów, organizacji dobroczynnych, a także innych podmiotów. W ostatnich latach inwestycje te przestają być postrzegane jako inwestycje na rynku niszowym, stając się zyskującym na znaczeniu instrumentem globalnego rynku finansowego. W niektórych częściach

---

<sup>1</sup> Oprócz wymienionych pojęć, stosunkowo nowym, które pojawiło się dopiero w ostatnich latach w rozważaniach nad inwestowaniem odpowiedzialnym, jest „*impact investing*”. Można je ogólnie traktować jako inwestowanie zaangażowane społecznie lub po prostu, inwestycja w społeczeństwo. Jest to jedna ze strategii inwestycyjnych polegająca na świadomym lokowaniu kapitału w projekty, które oprócz wyników finansowych, generują również zysk społeczny lub środowiskowy. Według Fundacji „Case” *impact investment* „[...] to inwestycje dokonywane w przedsiębiorstwa, organizacje oraz fundusze, w celu wygenerowania oprócz zysku finansowego, mierzalnego wpływu społecznego i środowiskowego” [Short Guide..., 2014, s. 4].

świata inwestycje SRI stanowią już nie tylko rzeczywistość rynkową, ale mogą też stać się jednym z coraz bardziej znaczących czynników rozwoju, szczególnie w krajach o gospodarkach wschodzących. O zainteresowaniu omawianymi inwestycjami świadczy ich ilościowy wzrost, mianowicie globalna wartość zrównoważonych inwestycji, wynosząca 13,3 bln USD w 2012 r., która osiągnęła na początku 2014 r. wartość 21,4 bln USD. Wzrost ten, wynoszący 61%, był też wyższy od wzrostu całkowitej wartości aktywów zarządzanych profesjonalnie [2014 Global Sustainable Investment Review, s. 7]. Tabela 1 ukazuje udział SRI w całości profesjonalnie zarządzanych aktywów.

**Tabela 1.** Udział SRI w stosunku do sumy aktywów zarządzanych (w %)

Wyszczególnienia	2012	2014
Europa	49,0	58,8
Kanada	20,2	31,3
USA	11,2	17,9
Australia	12,5	16,6
Azja	0,6	0,8
Ogółem	21,5	30,2

Źródło: [2014 Global Sustainable Investment Review, s. 7].

W przedstawianym okresie największy wzrost SRI wystąpił w USA, następnie w Kanadzie oraz Europie. Tam też skoncentrowana jest zdecydowana większość tych inwestycji.

Z punktu widzenia ogólnych prawidłowości na rynku SRI, jak również przedmiotu niniejszego opracowania, ważne są tendencje, jakie wystąpiły w latach 2012-2014 w zakresie stosowania przez inwestorów głównych strategii, wykorzystywanych w budowie portfeli SRI<sup>2</sup>. Z danych cytowanego raportu GSIA wynika, że największa wartość aktywów SRI w świecie w 2014 r. była związana ze strategią negatywnej selekcji (14,4 bln USD), strategią integracji ESG (12,9 bln USD) oraz strategią zaangażowania korporacyjnego i aktywizmu akcjonariuszy (7 bln USD). Strategia negatywnej selekcji była stosowana w największym stopniu w Europie, natomiast strategia ESG była dominującą w USA, Australii i Nowej Zelandii oraz w Azji. W Kanadzie dominująca była

<sup>2</sup> Do stosowanych współcześnie głównych strategii, przedstawianych obszernie w literaturze przedmiotu należą: strategia negatywnej (wykluczającej) selekcji, strategia selekcji pozytywnej / / selekcji najlepszych aktywów w swojej klasie, strategia selekcji opartej na normach, strategia integracji czynników ekologicznych, społecznych i ładu korporacyjnego (strategia ESG), strategia zrównoważonego inwestowania tematycznego (skupionego na określonych dziedzinach), strategia inwestowania oddziałującego na/w społeczeństwo a także strategia zaangażowania korporacyjnego i aktywizmu akcjonariuszy.

strategia zaangażowania korporacyjnego i aktywizmu akcjonariuszy [2014 Global Sustainable Investment Review, s. 3]. Warto też wskazać, że w omawianym okresie najszybciej rozwijały się strategia zrównoważonego inwestowania tematycznego oraz strategia ESG [2014 Global Sustainable Investment Review, s. 3].

## 2. Podmioty inwestujące na rynku SRI

Jak już wskazano, wiedza na temat motywacji i zachowania inwestorów na rynku SRI jest nadal stosunkowo skromna. W obszarze tym istnieje wiele kwestii dyskusyjnych, np. czy inwestycje SRI stanowią odzwierciedlenie społecznych preferencji inwestorów, czy są oznaką inwestowania w społeczną reputację, czy stanowią substytut darowizn na rzecz organizacji charytatywnych lub też czy stanowią kombinację tych i innych motywów.

O złożoności odpowiedzi na pytania dotyczące motywacji inwestowania decyduje wiele czynników, m.in. zwiększająca się różnorodność obszarów (rodzajów) inwestowania społecznie odpowiedzialnego, a także duże zróżnicowanie podmiotów inwestujących społecznie odpowiedzialnie. Sprawia to, że motywy poszczególnych podmiotów są silnie zindywidualizowane, wyrażające ich szczególne preferencje.

Do podstawowych (klasycznych) podmiotów należą: inwestorzy instytucjonalni, inwestorzy indywidualni, instytucje zaliczane do organizacji pozarządowych, a także instytucje sektora finansowego.

Na rynku SRI funkcjonuje wiele rodzajów inwestorów instytucjonalnych. Do typowych należą fundusze inwestycyjne, prywatne i publiczne fundusze emerytalne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Z punktu widzenia analizy działalności inwestorów instytucjonalnych, w tym także motywacji ich postępowania, należy zwrócić uwagę na zróżnicowanie tych inwestorów. Wyraża się ono m.in. tym, że inwestują oni na własny rachunek lub w imieniu klientów i beneficjentów. Inwestorzy instytucjonalni inwestujący na własny rachunek w niewielkim stopniu różnią się w podejściu do SRI od inwestorów indywidualnych. Inwestorzy instytucjonalni, podobnie jak indywidualni poszukują konkurencyjnych stóp zwrotu z inwestycji, często nie przykładając dużej uwagi do poświęcania zysku finansowego na rzecz zbędnych korzyści społecznych. Są oni zmotywowani bardziej potrzebami finansowymi związanymi z realizacją celów instytucji [Fung, Law, Yau, 2010, s. 131].

Nieco inna jest sytuacja inwestorów instytucjonalnych działających jako powiernicy (inwestujących w imieniu innych), którzy są zobowiązani do działania w najlepszym interesie swoich beneficjentów. Ich działalność uzależniona

jest od celów inwestycji jak również od ram prawnych, w których inwestor instytucjonalny funkcjonuje. Inwestorzy ci mogą być prawnie zobowiązani do poszukiwania konkurencyjnych zysków (np. niektóre plany emerytalne w USA) [Fung, Law, Yau, 2010, s. 131].

Niezależnie od wymienionych typowych, do inwestorów instytucjonalnych można zaliczyć również przedsiębiorstwa, które inwestują bezpośrednio w SRI (bezpośrednie inwestycje rzeczowe), czyli te, które podobnie jak inwestorzy instytucjonalni, włączają kwestie ESG w ich proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jednocześnie te same przedsiębiorstwa są podmiotem inwestycji pośrednich, dokonywanych przez fundusze czy inwestorów indywidualnych.

Drugą ważną grupą inwestorów SRI są inwestorzy indywidualni. Pomimo, że inwestorzy indywidualni odgrywają znacznie mniejszą rolę na rynku SRI, ich zainteresowanie omawianymi inwestycjami wzrasta. Wzrost ten obserwowany jest szczególnie w grupie tzw. zamożnych klientów indywidualnych (*high-net-worth individuals* – HNWI), lokujących kapitał głównie w tzw. „inwestycje zielone” oraz energię odnawialną. Równocześnie jednak wielu badaczy wskazuje na bariery, na jakie trafiają ci inwestorzy. Może to być np. bariera asymetrii percepcji, która może wystąpić w relacji omawianych inwestorów z ich doradcami. Ci ostatni mogą nie doceniać bądź też niewłaściwie interpretować zainteresowanie swoich klientów inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi. Inna bariera wiąże się z postrzeganiem przez zamożnych inwestorów indywidualnych omawianych inwestycji jako bardziej zmiennych (nierwałych) od przeciętnych<sup>3</sup>. Takie postrzeżenie ogranicza zaangażowanie w omawiane inwestycje zwłaszcza w sytuacjach, kiedy inwestor ma krótkoterminowy horyzont inwestycyjny<sup>4</sup>.

Jako trzecią grupę inwestorów SRI można uznać podmioty zaliczane do organizacji pozarządowych, m.in. organizacje religijne, związki zawodowe, organizacje praw człowieka, różne organizacje społeczeństwa obywatelskiego, a ponadto plany emerytalne różnego typu, fundusze wieczyste (*endowment fund*)<sup>5</sup>, fundacje, organizacje pozarządowe, organizacje ponadnarodowe. Organizacje pozarządowe są aktywne w obszarze SRI w dwojaki sposób. Same mogą zostać

<sup>3</sup> Niektóre badania wskazują jednak, że ryzyko SRI postrzegane jest jako niższe [Bauer, Smeets, 2015, s. 121-134].

<sup>4</sup> Problematykę barier, na jakie natrafiają inwestorzy indywidualni w inwestowaniu społecznie odpowiedzialnym obszernie przedstawia m.in. [Petzold, Busch, 2014].

<sup>5</sup> *Endowment fund* jest to specjalny fundusz inwestycyjny utworzony (założony przez darczyńców) w celu wsparcia misji (poprzez regularne wypłaty z funduszu) konkretnej instytucji lub grupy instytucji, takich jak uczelnie, szpitale, kościoły, instytucje kulturalne czy stowarzyszenia zawodowe. Fundusze te wykazują tendencje do tolerancji wysokiego ryzyka, gdyż ich działalność nie jest ograniczona w czasie (funkcjonują w sposób wieczysty).

akcjonariuszami i wykorzystać swoje prawa, aby wywierać wpływ na zachowanie przedsiębiorstwa i jego inwestycje, a ponadto mogą stosować bardziej pośrednie strategie, kooperując lub oddziałując na innych akcjonariuszy. Działają wówczas jako orędownicy SRI wobec inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne, stają się doradcami w zakresie kształtowania konkretnych funduszy SRI, oraz/lub stają się sponsorami lub współzałożycielami funduszy SRI [Wagemans, van Koppen, Mol, 2013, s. 237].

Czwartą grupę podmiotów odgrywającą znaczącą rolę w stymulowaniu inwestowania społecznie odpowiedzialnego są instytucje finansowe, a w szczególności banki. Ich znaczenie przedstawił już w 2001 r. M. Jeucken, zwracając uwagę, że banki jako pośrednicy w transferze środków finansowych (dokonywanych według różnych kryteriów, tj. przedmiotu/miejsca, czasu, skali, ryzyka) mają możliwość wpływu na kierunki rozwoju gospodarki, przy czym jest to wpływ nie tylko ilościowy, ale i jakościowy [2001, s. 52]. Autor ten słusznie podkreśla, że banki w pewnym stopniu tworzą możliwości dla zrównoważonego rozwoju poprzez swoją politykę finansowania czy też inne usługi (np. doradztwo), wykorzystując przewagę pod względem wiedzy i informacji dotyczącej gospodarki, ustawodawstwa itd. Banki mogą stosować te instrumenty oraz wiedzę w ukierunkowany sposób w celu stymulowania zrównoważonego rozwoju.

Rozważając rolę banków w kontekście stymulowania SRI można wskazać następujące główne ich aktywności:

- podejmowanie inwestycji oraz innej działalności, spełniających zasady SRI, dostarczanie klientom środków finansowych (kredyty, pożyczki) na realizację projektów inwestycyjnych i pozostałej działalności, spełniających zasady SRI; szczególna rola banków ma miejsce w przypadku dużych infrastrukturalnych projektów, finansowanych na zasadach project finance, które muszą sprostać dużym wymaganiom ekologicznym oraz presji społecznej [Fung, Law, Yau, 2010, s. 153],
- dostarczanie inwestorom możliwości (sposobności) inwestycyjnych, stymulujących zrównoważony rozwój,
- odmawianie finansowania kontrowersyjnych z punktu widzenia zrównoważonego rozwoju projektów inwestycyjnych i innych rodzajów działalności,
- angażowanie się w „mikrofinanse” (udzielanie mikrokredytów), które jest pożądane zarówno z ekonomicznego, jak i przede wszystkim ze społecznego punktu widzenia [Gutierrez-Nieto, Serrano-Cinca, Mar Molinero, 2007],
- współdziałanie z innymi uczestnikami rynku na rzecz zrównoważonego rozwoju.

W dalszych rozważaniach uwagą została skoncentrowana na grupie klasycznych inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, a więc na inwestycjach pośrednich na rynku kapitałowym<sup>6</sup>. Udział inwestorów instytucjonalnych w przypadku SRI, podobnie jak i innych inwestycji na rynkach finansowych, jest większościowy. Biorąc pod uwagę aktywa SRI profesjonalnie zarządzane, łączny udział inwestorów profesjonalnych w całości tych aktywów w Europie, USA i Kanadzie wynosił w latach 2012 i 2014 odpowiednio 89,3% i 86,9% [2014 Global Sustainable Investment Review, s. 10].

### 3. Motywacja inwestorów SRI

Problematyka motywacji inwestorów, w tym inwestorów społecznie odpowiedzialnych, pozostaje – pomimo wielu badań – niewystarczająco rozpoznana. Ma ona interdyscyplinarny charakter, natomiast wyniki wielu badań, opartych głównie na ankietach, cechuje cząstkowość, a niekiedy sprzeczność. Na problemy te zwraca uwagę szereg autorów, m.in. D. Beal, M. Goyen, P. Phillips pisali już w 2005 r.: „Zrozumienie zachowania inwestora nie jest łatwym zadaniem. Złożoność ludzkiej natury generuje wydającą się nie mieć końca różnorodność zachowania, która przejawia się w interesujących sposobach, w jakich ludzie funkcjonują na rynkach. Szczególnym rodzajem zachowania, który pojawił się w ciągu ostatnich około 20 lat jest chęć inwestowania etycznie” [2005, s. 66].

W cytowanym stwierdzeniu niewątpliwie istotne jest podkreślenie różnorodności zachowania inwestorów. Różnorodność należy jednak odnieść także do motywów kształtujących zachowania. Usiłując zatem ukazać chociaż w ogólny sposób zagadnienie motywacji inwestorów SRI, należy mieć na uwadze, że inwestor w odniesieniu do określonej inwestycji może posiadać więcej niż jeden motyw, przy czym ich znaczenie dla inwestora nie jest jednakowe, czyli poszczególnym motywom nadaje różną wagę. Na kwestię tę zwraca uwagę filozof H. Syse, który analizując motywy odpowiedzialnego inwestowania, pisze: „[...] trudno jest racjonalnie myśleć o świecie inwestycji jako idealnie składają-

<sup>6</sup> Duże zróżnicowanie podmiotów inwestujących w sposób społecznie odpowiedzialny skłania do bardziej szczegółowego ich grupowania dla celów badawczych. Warto przytoczyć tu podział dokonany przez M. Janson i A. Biel. Badając motywacje inwestorów, badacze ci wyróżnili 3 grupy: instytucje, inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów prywatnych. Do instytucji zaliczyli podmioty działające w imieniu innych inwestorów, np. fundusze inwestycyjne czy banki. Jako inwestorów instytucjonalnych uznali organizacje inwestorskie, które inwestują swoje własne pieniądze na giełdzie, np. miasta, organizacje pozarządowe, przedsiębiorstwa oraz organizacje pracy. Inwestorzy prywatni to osoby indywidualne, lokujące swoje własne pieniądze na giełdzie lub w funduszach inwestycyjnych [Jansson, Biel, 2011].

cym się z osób mających jedną motywację i jeden pomysł w swoich głowach jak zarobić pieniądze. Równocześnie brakuje temu [powyższej koncepcji – przyp. K.M.] uszczegółowienia, aby myśleć o etyce jedynie instrumentalnie i właśnie z tej przyczyny nie można myśleć o etyce jako celu motywującym samym w sobie. Jest bardziej użytecznym myślenie w kategoriach motywacji pierwszorzędnych i drugorzędnych” [Syse, 2011, s. 215].

Rozważając motywy inwestowania społecznie odpowiedzialnego, należy również uwzględnić dwa obszary powiązanych wzajemnie zjawisk. Po pierwsze, dzięki wieloletniej ewolucji inwestycje społecznie odpowiedzialne stały się obecnie wielowymiarowym pojęciem, które odnosi się do niejednorodnej grupy inwestorów, a więc inwestorów różniących się motywacją, czyli inaczej mówiąc, różniących się ze względu na charakter korzyści (finansowych oraz pozafinansowych), jakich oczekują od swoich inwestycji. Po drugie, problematyka motywacji inwestorów SRI pojawia się od lat w literaturze, w szczególności przy okazji rozważań na strategiach inwestorów SRI, ale równolegle w świecie zachodzą coraz to nowe zjawiska (tendencje), oddziałujące na motywy i zachowanie inwestorów. Wśród tendencji, ważnych w z punktu widzenia omawianej problematyki należą m.in.:

- Przywiązywanie coraz większego znaczenia do zrównoważonego długofalowego kreowania wartości. W krajach wysoko rozwiniętych w ostatnich kilkunastu latach wystąpiły zmiany w motywacjach konsumentów i inwestorów mające związek z motywami inwestowania w SRI. O ile w przeszłości motywy inwestowania w SRI bazowały w znaczącym stopniu na moralności i religii (np. traktowanie jako moralnie nagannych funduszy inwestycyjnych angażujących się w tytoń i w związku z tym ich pomijanie) o tyle współcześnie motywy te są kształtowane przez coraz większe koncentrowanie uwagi społeczeństwa na zagrożeniach dla zrównoważonego długofalowego kreowania wartości. Przykładem tej tendencji może być zmiana nastawienia do tytoniu, w który inwestowanie jest obecnie postrzegane nie tylko jako moralnie wątpliwe, ale przede wszystkim jako ryzykowne (niepożądane) w kontekście współczesnej wiedzy medycznej, jak również regulacji prawnych.
- Dostęp do informacji. Globalizacja oraz zwiększony dostęp do informacji skłania inwestorów do ponownej oceny swoich strategii inwestycyjnych. Powszechny dostęp do informacji w wymiarze globalnym, umożliwia bowiem inwestorom identyfikację wielu zjawisk, znaczących z punktu widzenia motywów inwestowania, np. umożliwia identyfikację niestabilnych (reżimowych) rządów państw. Tym samym może skłonić inwestora do realokacji inwestycji w celu ograniczenia ryzyka finansowego, przyczyniając się równo-



częściej do uniknięcia zagrożeń dla swojej reputacji. Szybkość rozpowszechniania informacji i łatwa jej dostępność dla społeczeństwa sprawia, że podmioty (szczególnie finansowe) muszą bardziej kontrolować skutki zewnętrzne swoich inwestycji. Dla inwestorów i spółek w które oni inwestują, funkcjonowanie bez uzyskania zgody szerokiego grona interesariuszy stało się praktycznie niemożliwe [*Trends in Responsible Investment...*, 2013, s. 4].

- Reformy księgowości przedsiębiorstw. Skandale w księgowości, jak i kryzys gospodarczy w pierwszej dekadzie XXI w. zwiększyły koncentrację inwestorów na kwestiach ładu korporacyjnego oraz odpowiedzialności finansowej. Społeczność inwestorów stała się bardziej wymagająca w zakresie standardów rachunkowości i finansów, zwracając w swoich decyzjach inwestycyjnych dotyczących spółek większą uwagę na kwestie ESG i CSR.

Wymienione czynniki (tendencje) wpływają w sposób ogólny (systemowy) na motywę inwestorów w odniesieniu od inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Inne czynniki, takie jak np. pozycja na rynku, baza interesariuszy czy też historia i kultura danej organizacji, mają charakter bardziej specyficzny, wpływając m.in. na zróżnicowanie motywów inwestowania poszczególnych podmiotów. Zróżnicowanie to kształtują także coraz liczniejsze regulacje, w tym prawne, dotyczące głównie inwestorów instytucjonalnych.

Wspomniana duża liczba i zróżnicowanie inwestorów a także motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego, czynią ich przedstawienie zadaniem złożonym i trudnym. Poniżej wskazano w sposób ogólny wybrane motywę, które równocześnie można traktować jak siły mobilizujące do podejmowania omawianych inwestycji, mianowicie:

- motywę natury psychologiczno-społecznej – wartości, przekonania, altruizm, filantropia,
- motywę o charakterze prawnym,
- motywę związane z zarządzaniem instytucją,
- motywę związane z korzyściami finansowymi,
- motywę natury psychologiczno-społecznej.

Wyznawane wartości i przekonania stanowią dla wielu inwestorów główny motyw ich aktywności. Mogą być one różnej natury, najczęściej religijnej, moralnej, politycznej ekologicznej, jak również ekonomicznej. Kierując się wierzeniami i przekonaniem, inwestorzy starają się osiągnąć pozytywny wpływ (oddziaływanie) lokowanego przez siebie kapitału na społeczeństwo. W przyjętej w literaturze typologii inwestorów SRI są to tzw. inwestorzy opierający się na wartościach (*values-based investors*) [Kinder, 2007; Kurtz, 2008]. Określa się ich jako tych, którzy względy finansowe traktują jako dodatkowe w trakcie bu-

dowania – zgodnie ze swoimi przekonaniem moralnymi – portfela inwestycyjnego. Do omawianej kategorii należą przede wszystkim kościoły i inwestorzy charytatywni, jak również inwestorzy, którzy decydują się na wyłączenie lub wybór poszczególnych przedsiębiorstw ze względu na ich wpływ na środowisko<sup>7</sup>.

Problematyka roli wartości i przekonań osobistych w kształtowaniu decyzji inwestycyjnych jest niezwykle złożona, co potwierdzają liczne badania, podejmowane w wielu krajach od kilkudziesięciu lat. Ich analizę, jak również własne interesujące badania w tym zakresie, przeprowadzili w ostatnich latach W. Pasewark i M. Riley [2010]. Autorzy ci wskazali główne ograniczenia przeprowadzonych wcześniej badań, m.in. to, że pozwalały one zrozumieć jedynie zbiorowe zachowanie dotyczące inwestycji społecznie odpowiedzialnych, a nie wyjaśniały procesu podejmowania decyzji przez inwestorów prywatnych. Inne ograniczenie stwierdzono w badaniach roli etyki w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, polegające na badaniu inwestorów pod względem ich postaw i cech demograficznych. Badania te pozwalały zidentyfikować podejścia i cechy odróżniające inwestorów społecznie odpowiedzialnych od inwestorów konwencjonalnych, jednakże nie umożliwiały stwierdzenia różnic pomiędzy tymi inwestorami w procesie podejmowania decyzji.

W. Pasewark i R. Riley, stosując inną metodykę (eksperyment) w badaniach nad wpływem wartości i przekonań na decyzje inwestycyjne, sformułowali dwa główne wnioski. Po pierwsze, inwestorzy biorą pod uwagę osobiste wartości jako dodatkowe wobec czynników finansowych. Konkluzja ta jest zgodna z wynikami badań wcześniejszych, m.in. przeprowadzonych przez wspomnianych autorów D. Beal, M. Goyen i P. Phillipsa. Po drugie, wartości osobiste wchodzi w interakcję z oczekiwanymi stopami zwrotu przyjmowanymi w wyborze inwestycji. Mianowicie, kiedy inwestycja związana z tytoniem oferowała stopę zwrotu o 1% wyższą od innej inwestycji (bez tytoniu), skłonność do wyboru inwestycji bez tytoniu była silnie uzależniona od obaw badanego (potencjalnego inwestora) dotyczących społecznych konsekwencji jego inwestycji.

Przedstawione badania umożliwiły ich autorom sformułowanie bardziej ogólnych spostrzeżeń. Mianowicie, sugerują oni celowość odejścia od typowego w literaturze dychotomicznego podziału inwestorów na społecznie odpowiedzialnych lub nie. Zdaniem autorów, w przypadku pojedynczego zagadnienia, takiego jak palenie tytoniu, klasyfikowanie inwestora bazujące na różnych wartościach może być nierealistyczne. Ponadto inwestorzy znacznie różnią się

---

<sup>7</sup> Podział inwestorów, uwzględniający kategorię inwestorów „opierających się na wartościach” przedstawiono w dalszej części artykułu.

w swoich opiniach dotyczących palenia tytoniu. Dlatego też w opinii autorów dychotomiczny podział inwestorów jest potencjalnym uproszczeniem, w związku z czym w przyszłych badaniach bardziej właściwe będzie mierzenie społecznej odpowiedzialności w skali ciągłej, a nie dychotomicznej.

Godne uwagi są także wskazane przez autorów implikacje praktyczne, wynikające ze skłonności inwestorów do poszukiwania sposobności inwestycyjnych, zgodnych z ich osobistymi wartościami. Po pierwsze, konwencjonalne fundusze inwestycyjne, wykazujące tendencję do podkreślania swoich aspektów finansowych, powinny brać pod uwagę fakt, że niektórzy inwestorzy uwzględniają w swoich decyzjach inwestycyjnych wartości społeczne. Powinno to motywować menedżerów funduszu, którzy poszukują tych inwestorów, do powiększania wiedzy (świadomości) na temat kryteriów selekcji inwestycji funduszu. Po drugie, badania wymienionych autorów potwierdziły wcześniejsze ustalenia, że inwestorzy zorientowani społecznie są skłonni zaakceptować niższe zyski. Kadra zarządzająca powinna zatem mieć na uwadze, że tworzenie świadomości społecznie pożądanego zachowania może obniżyć koszt kapitału.

Warto w tym miejscu wskazać także na kwestię społecznej odpowiedzialności oraz wartości i przekonań w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, w kontekście etyki deontologicznej. W szczególności chodzi o stanowisko głoszące, że istnieje wewnętrzny obowiązek przestrzegania tzw. wartości chronionych (*protected values*) – tj. wartości wynikających z normatywnych zasad moralnych, ze swej natury dobrych<sup>8</sup>. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez J. Baron i M. Spranca, w przypadku zwracania uwagi na chronioną etyczność, decydent może odejść od racjonalności. Emocjonalne przywiązanie do wartości chronionych sprawia, że ludzie (inwestorzy) mogą stać odporni na uwzględnianie ekonomicznej użyteczności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych [Baron i Spranca, 1997].

Motywy inwestowania społecznie odpowiedzialnego, który również posiada charakter psychologiczno-społeczny, jest altruizm, rozumiany jako ponoszenie nakładów przez jednostkę na rzecz innych jednostek lub grupy. W ekonomii psychologicznej altruizm jest traktowany jako znaczący motyw w alokacji inwestycji. Inwestorom, którzy w swoich decyzjach kierują się zainteresowaniem prospołecznym, przypisuje się altruistyczne motywy inwestycyjne. Jako inwestorzy zorientowani prospołecznie są gotowi do poświęcenia swojego zysku. Warto tu dodać, że inwestorzy o wysokim wskaźniku podejścia pro-

<sup>8</sup> Wartości chronione są to wartości odporne na kompromisy z innymi wartościami, zwłaszcza finansowymi. Przykładowo ludzie nie decydują się na pewne czynności bez względu na to, jakie one przyniosą korzyści.

społecznego w odniesieniu do kwestii inwestowania społecznie odpowiedzialnego są – jak wynika z badań J. Nillsona – bardziej skłonni do ulokowania większej części środków swojego portfela inwestycyjnego w funduszach o profilu SRI [2008].

Rozwinięciem altruizmu inwestora jest działalność filantropijna, polegająca na bezinteresownej pomocy innym podmiotom, np. osobom, instytucjom czy społeczeństwu. Formy tej działalności, znanej od starożytności, podlegają ewolucji, stając się także znaczącymi z punktu widzenia inwestowania zrównoważonego. Współczesna filantropia zrodziła się z połączenia zmian gospodarczych, postępu technicznego i zmian pokoleniowych. Nie polega ona już np. na periodycznym przekazywaniu pieniędzy na określone cele (przede wszystkim charytatywne). Współcześni filantropi coraz częściej wykazują tendencje do przekazywania pieniędzy na projekty o ściśle określonych celach i jasnej koncepcji zapewniającej tym projektom zrównoważony rozwój, tj. uwzględniający czynniki ESG. Są więc filantropami „świadomymi”, którzy nieraz dokonują własnych badań, aby poznać rezultaty projektu.

Filantropi stosują podejście bardziej zbliżone do biznesowego, zwracając uwagę na cel i długotrwały efekt swoich działań. Uważają, że konieczne jest bardziej innowacyjne podejście do zrównoważonego rozwoju, koncentrując się na talencie przedsiębiorczości oraz na transparentności, odpowiedzialności oraz długotrwałych efektach. W odróżnieniu od filantropii tradycyjnej, skupiającej się na przekazywanych środkach, obecne, strategiczne podejście koncentruje się na rezultatach swojej działalności. W wielu przypadkach, podejście to opiera się na przedsiębiorczej tradycji tworzenia wartości i rozumieniu, że w podejściu biznesowym korzyści z inwestycji (zarówno finansowe, środowiskowe i społeczne) są tym, co jest niezbędne dla trwałej zmiany społecznej [*Strategic Philanthropy...*, br., s. 5-6].

Filantropi stanowią współcześnie zróżnicowaną grupę podmiotów, obejmującą filantropów indywidualnych, jak i zinstytucjonalizowanych, w tym różnego rodzaju instytucje, np. fundacje niezależne, fundacje korporacji, fundacje społeczne, fundacje rządowe). Bardzo zróżnicowane są też ich motywy ich postępowania, głównie filantropów indywidualnych, będące przedmiotem wielu badań, głównie natury psychologicznej [Sadeh, Tonin, Vlassopoulos, 2014]. Oprócz typowych motywów o charakterze zachowania prospołecznego, ważnym jest też chęć spowodowania pozytywnych zmian, czyli rozwiązania określonego problemu społecznego.

Z punktu widzenia przedmiotu niniejszego opracowania należy wskazać na tzw. filantropię korporacyjną<sup>9</sup>. Pojęcie to nie doczekało się sprecyzowania, stąd

<sup>9</sup> Filantropia korporacyjna jest przedmiotem wielu badań prowadzonych za granicą. W literaturze polskiej problematykę tę, zawierającą obszerny przegląd badań, przedstawia m.in. M. Kwiecińska [2015].

też poniżej przyjęto ogólnie, że jest to działalność polegająca na dobrowolnym przysparzaniu przez przedsiębiorstwo korzyści bądź to swoim pracownikom, społeczności lokalnej, krajowej czy nawet międzynarodowej – w formie darowizn finansowych, dóbr niematerialnych, takich jak czas, wiedza czy też dóbr materialnych, np. komputerów, książek. Brak precyzyjnego określenia filantropii korporacyjnej powoduje, że pojęcie to jest nierzadko błędnie utożsamiane ze znacznie szerszą kategorią, tj. społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstwa. Można jednak przyjąć, iż w obszarze filantropii korporacyjnej mogą znaleźć się przedsięwzięcia mające charakter inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

Jak wcześniej wskazano, w obszarze filantropii zachodzą określone tendencje, które dotyczą również filantropii korporacyjnej. Polegają one na większym zorientowaniu przedsiębiorstwa na wspieranie wybranych przedsięwzięć, z reguły angażujących interesariuszy przedsiębiorstwa (np. organizacje non-profit), służących ostatecznie celom biznesowym, a więc przynoszących długotrwałe wymierne korzyści, np. wzrost konkurencyjności. Należy tu jednak podkreślić, że istniejące ograniczenia, głównie natury metodycznej, dotyczące kwalifikacji różnych aktywności do filantropii korporacyjnej, jak również dotyczące kwantyfikacji tych aktywności (głównie po stronie efektów) powoduje, że wykazanie wpływu filantropii korporacyjnej na konkurencyjność przedsiębiorstwa nie jest łatwe.

### **3.1. Motywy o charakterze prawnym**

O ile wyznawane wartości i przekonania uznawane są jako dominujące motywy inwestowania dla inwestorów indywidualnych, o tyle w przypadku inwestorów instytucjonalnych, ważną przyczyną (motywem) dla zaangażowania się w inwestycje społecznie odpowiedzialne są regulacje (ustawodawstwo). Regulacje te bowiem często powstają pod presją opinii publicznej, stymulowanej przez działalność organizacji pozarządowych i przekazywanej za pośrednictwem mediów. Związek regulacji z motywacją inwestorów i w konsekwencji rozwojem SRI notowany jest od wielu lat. Jednym z przykładów jest wzrost SRI w Wielkiej Brytanii w 2000 r. Jak podają R. Sparkes i Ch. Cowton wzrost SRI wynikał z połączenia przymusu legislacyjnego i nacisku ze strony aktualnych beneficjentów. Zdaniem tych autorów prawdopodobnie najbardziej gwałtowny wzrost SRI w Wielkiej Brytanii został wywołany przez ustawodawstwo państwowe. Rząd brytyjski, który nie wymagał wcześniej od funduszy emerytalnych zaangażowania w SRI, w lipcu 1998 r. ogłosił regulacje, obowiązujące od lipca 2000 r. Zobowiązywały one fundusze do wykazania (raportowania społecznych, środowi-

skowych i etycznych kwestii włączonych w decyzje inwestycyjne) swojej polityki w zakresie SRI. Regulacje te spowodowały znaczący rozwój strategii SRI [Sparkes i Cowton, 2004, s. 49].

W podobny sposób w krajach skandynawskich, ustawodawstwo we wcześniejszych latach pierwszej dekady XXI w. silnie zmotywowało fundusze emerytalne w dążeniu do inwestowania społecznie odpowiedzialnego. W Szwecji w 2000 r. pięć największych funduszy kontrolowanych przez państwo zostało zmuszonych przez prawo do włączenia kwestii środowiskowych i etycznych do swojej polityki inwestycyjnej, a także do rocznego raportowania rządowi o wywiązywaniu się z tego obowiązku. Z kolei największy szwedzki związek zawodowy Landsorganisationen podkreślił konieczność uwzględniania międzynarodowych konwencji w procesie inwestycyjnym. Podobnie, trzy wpływowe organizacje pozarządowe społeczeństwa obywatelskiego zakwestionowały stosowność inwestowania przez publicznych inwestorów w firmy produkujące tytoń. Warto też wskazać, że zagadnienia środowiskowe stały się ważnym elementem wyceny przedsiębiorstw [Bengtsson, 2008, s. 969].

W Norwegii przykładem motywowania poprzez ustawodawstwo do inwestowania społecznie odpowiedzialnego jest założony w 2001 r. Norweski Fundusz Środowiska będący prekursorem powstałego w 2006 r. Government Pension Fund – Global. Fundusz ten został nastawiony na stosowanie najwyższych wymagań środowiskowych oraz negatywnej selekcji w inwestowaniu. Fundamentalną motywacją było nie tylko realizowanie celów finansowych, lecz również takie zarządzanie funduszem, które uwzględniałoby przyszłe pokolenia (misją funduszu jest zapewnienie i budowa dobrobytu finansowego przyszłych pokoleń). Wymagało to przyjęcia zbioru zasad etycznych, opartych na zasadach normatywnych, uzgodnionych w ramach szerokiego konsensu społecznego, a także prawdopodobnie będących podzielanymi przez przyszłe pokolenia. Fundusz uruchomił także komisję prawa międzynarodowego, która oceniała czy określone inwestycje nie pozostawały w sprzeczności z zobowiązaniem Norwegii, wynikającym z prawa międzynarodowego. Rezultatem tych działań było m.in. wycofanie kapitału z przedsięwzięcia w Singapurze związanego z produkcją min lądowych; tym samym pierwsza SRI motywowana publiczną dezinvestycją stała się faktem [Bengtsson, 2008, s. 976].

W Danii rozwój SRI dokonywał się nieco inaczej, mianowicie stymulowany był regulacjami inwestorów pozarządowych. W 2004 r. zarząd funduszu emerytalnego ATP został zobowiązany do dążenia do adekwatnego zabezpieczenia, utrzymania realnej wartości aktywów i osiągnięcia możliwych stóp zwrotu z inwestycji, w których względy etyczne były postrzegane jako ich istotny element [Bengtsson, 2008, s. 976].

### 3.2. Motywy natury ekonomiczno-strategicznej

Niezależnie od wartości i przekonań czy też regulacji prawnych, motywem i tym samym siłą napędową do podejmowania inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest grupa różnych zjawisk o charakterze ekonomiczno-strategicznym. W niniejszym opracowaniu wskazano jedynie dwie, mianowicie: dbałość o dobrą reputację oraz transparentność i zapewnienie informacji, głównie dotyczącej CSR.

Zarządzanie reputacją ma umożliwić m.in. wyróżnienie podmiotu wśród konkurencji, a także zdefiniowanie wartości i pozycji rynkowej jak również aktywizację i integrację jego pracowników. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne w dobrą reputację może przybierać różne formy; zróżnicowane są też jego korzyści dla firmy. Przykładowo, korzyści uzyskane dzięki działaniom charytatywnym firmy, rozpatrywane z marketingowego punktu widzenia, szeroko przedstawiają P. Kotler i N. Lee [2005]. Z kolei P. Portney podkreśla, że przekonanie firmy, że zachowanie wychodzące ponad standardy pomoże zdobyć przychylność obecnych i potencjalnie przyszłych klientów jest prawdziwe, szczególnie w przypadku firm w sektorze żywności i produktów konsumpcyjnych [2008].

Dbałość o dobrą reputację stanowi obecnie znaczący motyw inwestowania społecznie odpowiedzialnego w sektorze finansowym w Holandii [*Trends in Responsible Investment*, 2013, s. 6]. Sektor ten jest silnie skonsolidowany, w efekcie czego występuje w nim duża presja, aby dorównywać lub przekraczać atrakcyjność ofert inwestycyjnych konkurentów. W tych warunkach wiele instytucji finansowych w Holandii poszukuje sposobów na przyciągnięcie kapitału, aby poprawić swój bilans. Sposobem tym, sprzyjającym tworzeniu przewagi konkurencyjnej, mogą być oferty inwestycji społecznie odpowiedzialnych, jak i dobra reputacja wynikająca z umiejętności zarządzania ryzykiem ESG.

Czynnikiem motywującym instytucje finansowe w Holandii do inwestowania społecznie odpowiedzialnego jest działalność środowiska organizacji pozarządowych. Środowisko to wykazuje dużą aktywność na rzecz ukierunkowania sektora finansowego i wprowadzania nowych zagadnień do jego programu społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Dzięki omawianej aktywności, zostało zainicjowane rozwiązanie wielu problemów, m.in. dotyczących produkcji broni, warunków pracy w przemyśle odzieżowym, łamania praw człowieka przez korporacje, dobrostanu zwierząt, zagarnięcia ziemi, wykorzystania oleju palmowego oraz kontrowersyjnego demontażu statków.

Drugą z wymienionych kwestii, związaną z motywacją do inwestowania społecznie odpowiedzialnego, to transparentność i zapewnienie informacji. Wszelkstronna informacja o działalności przedsiębiorstwa, a w szczególności o jego społecznej odpowiedzialności jest fundamentalnym warunkiem zaufania

inwestora do przedsiębiorstwa, a ponadto zmniejsza presję interesariuszy oraz ryzyka sporów. Informacja o realizowanej działalności CSR stanowi warunek wstępny dla podjęcia SRI [Hummels, Timmer, 2004]. Jako przykład można podać rezultaty badań I. Barredy-Tarazona, J. Matallina-S'aeza i M. Balaguer-Franch. Wykazali oni, że inwestorzy inwestujący w fundusze inwestycyjne, jakkolwiek kierują się przede wszystkim stopą zwrotu oraz dywersyfikacją, inwestują znacznie więcej w fundusz wówczas, kiedy są wyraźnie informowani o jego społecznie odpowiedzialnym charakterze [2011, s. 307].

### 3.3. Motyw finansowy

Ostatnim z przedstawionych motywów angażowania się inwestorów w inwestycje społecznie odpowiedzialne jest motyw finansowy, a w szczególności zysk, który od dawna, a co najmniej od czasu narodzin kapitalizmu, jest podstawowym motywem podjęcia przedsięwzięcia gospodarczego, w tym inwestycji.

Wynik finansowy jest również przedmiotem zainteresowania inwestora RSI, jednakże w swoich działaniach na rzecz jego poprawy, inwestor uwzględnia związane z tym ryzyko, poprzez pryzmat czynników ESG. Naruszanie bowiem tych czynników, np. poprzez podjęcie wytwarzania kontrowersyjnych produktów, zwiększa ryzyko operacyjne, prawne oraz reputacji firmy i w konsekwencji wywiera negatywny wpływ na długoterminową kondycję finansową. Równocześnie, zdecydowana gotowość do uwzględniania ryzyka ESG, poprzez przyjęcie odpowiedniej polityki oraz systemu zarządzania, może pomóc firmie w lepszym zarządzaniu ryzykiem operacyjnym, przyczyniając się do osiągnięcia lepszych wyników finansowych [*Trends in Responsible Investment...*, 2013, s. 7].

Zależności pomiędzy wynikami finansowymi firmy a podejmowaną przez nią działalnością społecznie odpowiedzialną stanowią od lat przedmiot licznych badań. Pomimo to, trudno byłoby dzisiaj sformułować ogólne stwierdzenie, sumujące całokształt uzyskanych wyników. Wynika to stąd, że sama problematyka SRI jest stosunkowo nowa, co rzutuje na brak ścisłości wielu występujących w jej ramach pojęć. Poszczególne badania są zróżnicowane pod wieloma względami, m.in. pod względem regionów, których dotyczą, zastosowanej metodyki badań (w tym wielkości próby badawczej), horyzontu czasowego badań, a także zmiennych (parametrów) opisujących zarówno działalność zrównoważoną firmy, jak i jej finansowe wyniki. Nie mniej jednak, rośnie przekonanie, że długoterminowa integracja zmiennych ESG z procesem inwestycyjnym nie wpływa negatywnie na wynik finansowy, natomiast może mieć pozytywny wpływ na stopę zwrotu uwzględniającą ryzyko (dostosowaną do ryzyka). Jak wynika



z niektórych opracowań uogólniających badania pierwotne (metaanaliz), więcej jest dowodów na istnienie dodatniej korelacji pomiędzy uzyskanym wynikiem finansowym a spełnianiem ESG aniżeli korelacji ujemnych [*Trends in Responsible Investment...*, 2013, s. 8].

Rozważając wyniki inwestycji SRI, szczególnie w fundusze inwestycyjne, należy mieć także na uwadze, że mają one charakter finansowy, tzn. ustalone są z punktu widzenia osiągniętej przez inwestora stopy zwrotu. Można zatem sądzić, że w przypadku gdyby ich oceny dokonano w inny sposób, zbliżony w swej istocie do zasad analizy kosztów-korzyści, wynik oceny byłby inny. Inwestycje SRI charakteryzują się bowiem krótkotrwałym ponoszeniem nakładów i równocześnie przynoszeniem długookresowego zrównoważonego strumienia korzyści.

W ocenie znaczenia motywu finansowego, można również odnieść się do ryzyka, traktując je jako uzupełnienie (punkt odniesienia) kryterium zasadniczego, tj. stopy zwrotu. Pozostaje ono bowiem w ścisłej relacji do stopy zwrotu, stanowiąc jeden z zasadniczych elementów decyzji inwestycyjnej. O jego roli jako motywu inwestowania w SRI świadczą m.in. wyniki badań inwestorów instytucjonalnych w krajach niemieckojęzycznych (Niemcy, Austria, Szwajcaria). Prawie 74% badanych inwestorów uznała jako najważniejszy motyw ich decyzji inwestycyjnej w SRI dywersyfikację ryzyka, wyprzedzając motyw ekologiczny, finansowy oraz etyczny [Clasen, Röder, 2009, s. 21].

#### **4. Rodzaje inwestorów a motywy inwestowania**

Pozostając w sferze rozważań na temat motywacji inwestorów SRI, celowe jest podkreślenie generalnego podobieństwa oraz różnicy zachowania tych inwestorów w stosunku do tzw. inwestorów konwencjonalnych. Problematykę tę przedstawiają m.in. L. Renneboog, J. Ter Horst i C. Zhang, których zdaniem podobieństwo wyraża się w tym, że zarówno inwestorzy SRI, jak i konwencjonalni inwestują w spółki realizujące przedsięwzięcia przynoszące akcjonariuszom dodatnią wartość bieżącą netto (NPV), a ponadto spółki te funkcjonują zgodnie z zasadami społecznie odpowiedzialnego biznesu (wykazują pozytywną CSR). Równocześnie podobieństwo wyraża się w tym, że inwestorzy obydwu typów nie angażują się w spółki niespełniające obydwu wymienionych warunków. Z kolei różnica między omawianymi typami inwestorów polega na tym, że tylko inwestorzy konwencjonalni angażują się w spółki podejmujące przedsięwzięcia o dodatniej NPV, niewykazujące dodatniej CSR, natomiast tylko inwestorzy SRI angażują się w przedsięwzięcia o dodatniej CSR, nawet pomimo ujemnej NPV [Renneboog, Ter Horst, Zhang, 2008, s. 1734].

Ogólną charakterystykę inwestorów SRI ze względu na motywę działania przedstawia także S. Schueth. Dzieli on tych inwestorów na dwie kategorie:

- Inwestorzy, którzy odczuwają potrzebę lokowania swoich pieniędzy w sposób, który jest ściślej powiązany z ich osobistymi wartościami i priorytetami. Inwestorzy motywowani osobistymi wartościami nazywani są niekiedy „*feel good investors*”, a więc są to inwestorzy, którzy przypuszczalnie są zadowoleni ze swoich portfeli inwestycyjnych zawierających SRI.
- Inwestorzy, którzy odczuwają silną potrzebę lokowania swojego kapitału w taki sposób, aby wspierać i zachęcać do poprawy życia. Są oni zatem bardziej skoncentrowani na inwestowaniu, które stanowiłoby katalizator przemian w społeczeństwie [Schueth, 2003, s. 189].

Bardziej rozbudowany podział inwestorów przedstawiają P. Kinder oraz L. Kurtz, którzy na podstawie analizy ich zachowania (motywy postępowania, rodzaje wybieranych inwestycji, stosowane strategie) wyróżniają 3 kategorie:

- Inwestorzy opierający się na wartościach (zostali już wcześniej scharakteryzowani).
- Inwestorzy poszukujący wartości (*value seeking investors*) – są to inwestorzy, którzy wykorzystują dane wynikające z rozważań finansowych do określenia długoterminowego wpływu czynników ESG na wyniki ich portfela inwestycyjnego. A zatem inwestorzy ci integrują analizę ESG z tradycyjną analizą finansową i analizą ryzyka. Podejście to jest najbardziej popularne wśród inwestorów instytucjonalnych.
- Inwestorzy zwiększający wartość (*value-enhancing investors*) – jest to grupa inwestorów, która stosuje strategie aktywizmu oraz zaangażowania w celu zwiększenia wartości inwestycji, koncentrując się na kwestiach ładu korporacyjnego. Ten typ inwestorów funkcjonuje głównie w USA [Kinder, 2007; Kurtz, 2008].

Wiedza o motywach i zachowaniu inwestorów SRI została wzbogacona w ostatnich latach, głównie dzięki badaczom skandynawskim. Jak pracę badawczą, która wniosła nowe wątki do tej rozległej problematyki należy uznać studium porównawcze dokonane przez wspomnianych wcześniej badaczy M. Jansson i A. Biel [2011]. Autorzy ci wykazali odmienność motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego w trzech badanych grupach inwestorów, tj. instytucjach, inwestorach instytucjonalnych oraz inwestorach indywidualnych<sup>10</sup>. Uzyskane wyniki pozwoliły m.in. na następujące stwierdzenia:

<sup>10</sup> W badaniach ankietowych przeprowadzonych w Szwecji uczestniczyło 60 pracowników z 19 instytucji inwestycyjnych, 453 prywatnych inwestorów oraz 71 inwestorach indywidualnych.

- W grupie inwestorów instytucjonalnych i prywatnych, wartości samotranscendentne (odnoszące się w większości do kwestii środowiskowych, etycznych i społecznych) stanowiły motyw w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych; nie miały one większego znaczenia wśród menedżerów funduszu pracujących w instytucjach inwestycyjnych.
- We wszystkich grupach inwestorów panowało przekonanie, że w krótkim okresie wyniki osiągnięte przez SRI są gorsze od wyników osiągniętych przez inwestycje tradycyjne. W odniesieniu do wyników SRI uzyskiwanych w długim okresie, inwestorzy indywidualni pozostawali nadal sceptyczni, podczas gdy inwestorzy instytucjonalni oraz instytucje finansowe byli przekonani o przewadze SRI.
- We wszystkich grupach inwestorzy uznawali, że motywem do podejmowania SRI jest redukcja ryzyka inwestowania. Instytucje finansowe wykazywały tu tendencję do przeceniania korzyści finansowych beneficjentów i do niedoszacowania znaczenia kwestii (motywu) etycznego, środowiskowego i społecznego dla beneficjentów. Wyniki badań wskazują, że inwestorzy indywidualni i instytucjonalni/beneficjenci dają szerszą interpretację obowiązku powierniczego niż robią to instytucje inwestycyjne.

Innym interesującym wątkiem problematyki motywacji inwestowania społecznie odpowiedzialnego, badanym również przez cytowanych autorów, jest kwestia przekonań inwestorów instytucjonalnych i wpływu na decyzje inwestycyjne. Pogłębiona analiza porównawcza inwestorów instytucjonalnych, inwestujących w sposób społecznie odpowiedzialny oraz inwestujących konwencjonalnie, pozwala na stwierdzenie podobieństw oraz różnic dotyczących przekonań odnośnie do opłacalności inwestowania oraz ryzyka finansowego. Na uwagę zasługuje szczególnie konkluzja, że przyszłe inwestycje SRI są związane z czynnikami psychologicznymi jedynie wśród inwestorów inwestujących w sposób społecznie odpowiedzialny. Sugeruje to, że dla dużych inwestorów instytucjonalnych motywem do podjęcia SRI jest uzasadnienie biznesowe. Wartości środowiskowe i społeczne nie stanowią u omawianych inwestorów motywów dla inwestycji społecznie odpowiedzialnych [Janson, Biel, br.].

Wśród badań inwestorów indywidualnych, w szczególności poświęconych ich podejściu i przekonaniom w podejmowaniu decyzji, uwagę zwracają prace J. Nilssona [2008; 2009], przeprowadzone na podstawie inwestycji w fundusze inwestycyjne w Szwecji.

Celem pierwszego z badań było rozpoznanie wpływu czynników społecznych, wyników finansowych oraz czynników społeczno-demograficznych na inwestowanie w SRI, aby wyjaśnić dlaczego inwestorzy, budując swoje port-

fele inwestycyjne w zróżnicowanych proporcjach, inwestują w fundusze inwestycyjne profilowane przez SRI [Nilsson, 2008]. Badania wykazały m.in., że zarówno czynniki „altruistyczne”, jak i „zorientowane na zysk” wpływają na uczestników funduszu, jeśli chodzi o ich zaangażowanie w fundusze profilowane (SRI). Oznacza to, że decyzje inwestycyjne zwykle nie są podejmowane tylko na podstawie maksymalizacji zysku. Inwestorzy społecznie odpowiedzialni włączają w proces decyzyjne – w określonym stopniu – kwestie społeczne i ekologiczne. Inwestorzy, którzy uznają kwestie społeczne, etyczne i środowiskowe (SEŚ) jako ważniejsze, a ponadto wierzą, że ich decyzje jako inwestorów pomogą rozwiązać określony problem, inwestują większą część swoich pieniędzy w fundusze profilowane przez SRI częściej aniżeli inni inwestorzy. Inwestycje społecznie odpowiedzialne nie są jednakże dokonywane wyłącznie ze względu na czynniki prospołeczne. Widać bowiem wyraźny związek między wynikami finansowych funduszu a wartością zainwestowanych kwot w fundusze profilowane SRI. Inwestorzy, którzy wierzą, że fundusze SRI przynoszą lepsze wyniki od funduszy „regularnych” w długim okresie, więcej inwestują w fundusze SRI aniżeli inwestorzy postrzegający te fundusze jako przynoszące rezultaty takie same lub gorsze. Biorąc pod uwagę wymienione wyniki badań, autor formułuje ogólny wniosek, że inwestorzy w funduszach profilowanych przez SRI biorą pod uwagę zarówno postępowanie zgodne z ich wartościami SEŚ, jak i uzyskanie satysfakcjonującego zysku [Nilsson, 2008, s. 321].

Głębszemu rozpoznaniu motywów inwestorów indywidualnych, a w szczególności określeniu wpływu stopy zwrotu oraz społecznej odpowiedzialności na decyzje o inwestowaniu w fundusze profilowane przez SRI poświęcone jest kolejne badanie J. Nilssona [2009]. Autor analizował inwestorów w podziale na trzy grupy różniące się pod względem ważności (znaczenia) nadawanej finansowemu zyskowi oraz społecznej odpowiedzialności. Badania potwierdziły, że inwestorzy pierwszego segmentu, tj. „głównie zainteresowanych zyskiem”, bardziej cenią zysk od społecznej odpowiedzialności, inwestorzy drugiego segmentu, czyli „głównie zainteresowani społeczną odpowiedzialnością”, bardziej cenią społeczną odpowiedzialność od zysku, natomiast inwestorzy trzeciego segmentu, „motywowani zarówno zyskiem, jak i społeczną odpowiedzialnością”, cenią na równi zysk ze społeczną odpowiedzialność podejmując decyzje inwestycyjne. Wyniki te pozwoliły sformułować dwa ogólne wnioski. Po pierwsze, istnieje grupa inwestorów dla której finansowe względy są ważniejsze od społecznej odpowiedzialności. Wynika stąd, że nie można zakładać, iż inwestorzy indywidualni, którzy zainwestowali w SRI, są inwestorami społecznie odpowiedzialnymi. Inwestorzy, którzy zainwestowali w fundusze SR, mogą być równie dobrze in-

westorami maksymalizującymi zysk, zaś SRI wybrali jedynie ze względów finansowych. Po drugie, istnieje wyraźna grupa ludzi, którzy w podejmowaniu decyzji o inwestowaniu w fundusze profilowane SRI, przedkładają społeczną odpowiedzialność ponad finansową opłacalność.

## **Podsumowanie**

Inwestycje społecznie odpowiedzialne stają się coraz ważniejszym elementem globalnego sektora finansowego, zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak instytucjonalnych. Równocześnie koncepcja (idea) inwestycji społecznie odpowiedzialnych ulega stałemu rozwojowi, pod wpływem różnych wyzwań współczesnego świata, głównie wyzwań natury społecznej, ekologicznej itd. Naturalną więc konsekwencją jest różnorodność i rozwój w zakresie motywów inwestowania w omawiane aktywa.

Inwestorzy mają zróżnicowaną motywację do uwzględniania zagadnień zrównoważonego rozwoju w ich decyzjach inwestycyjnych. Ogólnie biorąc, decyzje o inwestowaniu w SRI mogą być podjęte zarówno ze względów pozafinansowych, jak i finansowych, a także bardzo często z obydwu łącznie. Motywacja do inwestowania w SRI jest więc złożonym zagadnieniem, gdyż obejmuje (łączy) czynniki o charakterze finansowym, a więc przynoszące korzyści bezpośrednio inwestorowi (stopa zwrotu, ograniczenie ryzyka itd.) z czynnikami natury pozafinansowej: społecznej, środowiskowej i innej.

Badania prowadzone w świecie nad SRI umożliwiły identyfikację wielu motywów inwestowania, jak również dały podstawę do odkrycia oraz sformułowania prawidłowości dotyczących motywacji i zachowania poszczególnych rodzajów inwestorów. Można jednak sądzić, że ich wyniki są obciążone różnymi ograniczeniami (dotyczącymi np. rodzaju inwestora, próby badawczej, lokalizacji inwestora, uwarunkowań prawnych na danym rynku), które utrudniają formułowanie wniosków bardziej uniwersalnych. Wspomniana różnorodność inwestorów, jak i specyfika warunków, w jakich podejmują decyzje dotyczące SRI, pozwala sądzić, że motywacja inwestowania ma charakter indywidualny, stanowiąc każdorazowo unikatową konfigurację kilku pojedynczych motywów.

## **Literatura**

2014 Global Sustainable Investment Review, GSIA, [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA\\_Review\\_download.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf) (dostęp: 5.12.2016).

- Bauer R., Smeets P. (2015), *Social Identification and Investment Decisions*, "Journal of Economic Behavior & Organization", Vol. 117, s. 121-134.
- Baron J., Spranca M. (1997), *Protected Values*, "Organizational Behavior and Human Decision Processes", Vol. 70(1), s. 1-16.
- Barreda-Tarazona I., Matallin-S'aez J. i Balaguer-Franch M. (2011), *Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds*, "Journal of Business Ethics", Vol. 103, No. 1, s. 305-330.
- Beal D., Goyen M., Phillips P. (2005), *Why Do We Invest Ethically?* "The Journal of Investing" Fall, Vol. 14, No. 3, s. 66-78.
- Bengtsson E. (2008), *A History of Scandinavian Socially Responsible Investing*, "Journal of Business Ethics", Vol. 82, Iss. 4, s. 969-983.
- Clasen Ch., Röder S. (2009), *Socially Responsible Investments. Motives, Aspects and Trends from the Perspective of Institutional Investors*, Leuphana Universität Lüneburg – BankInvest, Lüneburg.
- Czerwonka M. (2013), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa.
- Fung H., Law S., Yau J. (2010), *Socially Responsible Investment in Global Environment*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Gutierrez-Nieto B., Serrano-Cinca C., Mar Molinero C. (2007), *Social Efficiency in Microfinance Institutions*, "Journal of the Operational Research Society", Vol. 60, No. 1, s. 1-16.
- Hummels H., Timmer D. (2004), *Investors in Need of Social, Ethical, and Environmental Information*, "Journal of Business Ethics" June, Vol. 52(1), s. 73-84.
- Janson M., Biel A. (br.), *Institutional Investors' Beliefs about and Attitudes toward Socially Responsible Investment (SRI): A Comparison between SRI and non-SRI Management*, University of Gothenburg, <http://www.sirp.se/getfile.ashx?cid=48377&cc=3&refid=6> (dostęp: 4.03.2016).
- Jansson M., Biel A. (2011), *Motives to Engage Sustainable Investment: A Comparison between Institutional and Private Investors*, "Sustainable Development", Vol. 19, s. 135-142.
- Jeucken M. (2001), *Sustainable Finance & Banking. The Financial Sector and the Future of the Planet*, Earthscan Publications, London.
- Kotler P., Lee N. (2005), *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*, Hoboken, Wiley, New Jersey.
- Kinder P. (2007), *Socially Responsible Investing: An Evolving Concept in a Changing World*, KLD Research & Analytics, Boston.
- Kurtz L. (2008), *Socially Responsible Investment and Shareholder Activism* [w:] A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D.S. Siegel (eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Corporate Behavior*, Oxford University Press, Oxford.
- Kwiecińska M. (2015), *Filantropia korporacyjna i jej znaczenie dla konkurencyjności przedsiębiorstw – przegląd badań* [w:] G. Bełz, E. Głuszek (red.), *Zmiana warunkiem sukcesu. W poszukiwaniu źródeł trwałej konkurencyjności*, Prace Naukowe, nr 400, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław.

- Nilsson J. (2008), *Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior*, "Journal of Business Ethics", Vol. 83 (2), s. 307-325.
- Nilsson J. (2009), *Segmenting Socially Responsible Mutual Fund Investors. The Influence of Financial Return And Social Responsibility*, "International Journal of Bank Marketing", Vol. 27, No. 1, s. 5-31.
- Pasewark W.R., Riley M.E. (2010), *It's a Matter of Principle: The Role of Personal Values in Investment Decisions*, "Journal of Business Ethics", Vol. 93(2), s. 237-253.
- Petzold F., Busch T. (2014), *Cognitive Barriers to Sustainable Investing: Unleashing the Power of Wealthy Private Investors*, Policy Paper, March, No. 41, Duisenberg School of Finance, <http://www.dsf.nl> (dostęp: 1.03.2016).
- Portney P. (2008), *The (Not So) New Corporate Social Responsibility: An Empirical Perspective*, "Review of Environmental Economics and Policy", 2008, Vol. 2(2), s. 261-275.
- Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. (2008), *Socially Responsible Investment: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior*, "Journal of Banking & Finance", No. 32.
- Sadeh J., Tonin M., Vlassopoulos M. (2014), *Why Give Away Your Wealth? An Analysis of the Billionaires' View. Economics Division*, University of Southampton, September, [http://www.personal.soton.ac.uk/mv1u06/Pledge\\_Sep\\_2014.pdf](http://www.personal.soton.ac.uk/mv1u06/Pledge_Sep_2014.pdf) (dostęp: 29.03.2016).
- Sandberg J., Juravle C., Hedesstrom T.M., Hamilton I. (2009), *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, "Journal of Business Ethics", Vol. 87(4), s. 519-533.
- Schueth S. (2003), *Socially Responsible Investments in the USA*, "Journal of Business Ethics", Vol. 43, Iss. 3, s. 189-194.
- Short Guide to Impact Investing*, The Case Foundation, September 2014.
- Sparkes R., Cowton Ch. (2004), *The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility*, "Journal of Business Ethics" June, Vol. 52(1), s. 45-57.
- Strategic Philanthropy: Unlocking Entrepreneurial Potential*, White Paper 01. Credit Suisse, <https://www.credit-suisse.com/media/pb/docs/us/privatebanking/wealthservices/white-paper-philanthropy.pdf> (dostęp: 2.03.2016).
- Syse H. (2001), *Why Responsible Investing?* [w:] W. Vandekerckhove, J. Leys, K. Alm, B. Scholtens, S. Signori, H. Schafer (eds.), *Responsible Investment in Time of Turmoil*, Springer, Berlin.
- Trends in Responsible Investment. The Evolution of Responsible Investment in the Netherlands over the Past 5 years*, October 2013, <http://www.sustainalytics.com/node/1773/lightbox2> (dostęp: 31.10.2016).
- Wagemans F., Koppen C. van, Mol A. (2013), *The Effectiveness of Socially Responsible Investment: A Review*, "Journal of Integrative Environmental Sciences", Vol. 10, Iss. 3-4, s. 235-252.

**SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENTS – INVESTORS’ MOTIVATION**

**Summary:** Socially responsible investing (SRI) is becoming an increasingly important element of the financial markets in many countries for more than two decades. However, knowledge about the socially responsible investors behavior is still not enough recognized. The purpose of this paper is to analyze the main motives of investors in allocating their funds in a socially responsible way. The article reveals, that these investors are not a uniform group but range from large institutional investors to small individual investors, NGOs and others. The different types of investors have different motivations and strategies for SRI.

**Keywords:** socially responsible investors, investment decision; investor motives , investor behavior.