
A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. L, 4

SECTIO H

2016

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. Kolegium Gospodarki Światowej

ALEKSANDRA DULINIEC, JACEK DARIUSZ TOMASZEWSKI

almad@sgh.waw.pl, jtomas2@sgh.waw.pl

Inwestowanie etyczne – zasady i efektywność

Ethical Investing – Rules and Effectiveness

Słowa kluczowe: etyka inwestowania; inwestycje etyczne; inwestycje społecznie odpowiedzialne; kryteria selekcji; efektywność inwestycji

Keywords: investment ethics; ethical investments; socially responsible investments; selection criteria; investment effectiveness

Kod JEL: G11; G23

Wstęp

Dla wielu inwestorów ważnym kryterium wyboru portfela inwestycyjnego jest selekcja akcji spółek ze względu na ocenę, czy spółki te działają etycznie (odpowiedzialnie) czy też nie. Inwestorzy kierują się wówczas nie tylko maksymalizacją własnych korzyści, ale biorą także pod uwagę aspekty etyczne, moralne, religijne i społeczne.

Rynek inwestycji etycznych (obecnie zwanych najczęściej inwestycjami społecznie odpowiedzialnymi) funkcjonuje od dawna, jednak szczególnie dynamicznie rozwinął się w ostatnim dziesięcioleciu. Jedną z przyczyn wzrostu znaczenia zasad etyki w działalności inwestycyjnej był globalny kryzys finansowy, który m.in. unoczniał efekty działania nieetycznego w instytucjach finansowych.

Celem artykułu jest prezentacja zasad etycznego inwestowania i kryteriów selekcji inwestycji etycznych oraz analiza porównawcza efektywności inwestycji

etycznych i nieetycznych. Portfele nieetyczne są przeciwieństwem inwestycji etycznych. Inwestorzy wybierają w skład portfeli nieetycznych spółki, które prowadzą działalność niezgodną z powszechnie stosowanymi zasadami etycznymi, moralnymi. Przeprowadzone badania (analiza literatury przedmiotu i dostępnych baz danych) mają dać odpowiedź na pytanie, czy bycie etycznym inwestorem daje wymierne korzyści finansowe czy raczej inwestowanie nieetyczne przynosi wyższe stopy zwrotu.

1. Etyka inwestowania

Pojęcie „inwestycje etyczne” nawiązuje bezpośrednio do zasad etyki¹, które pomagają określić właściwe i niewłaściwe zachowania jednych podmiotów wobec innych w konkretnym kontekście. Inwestowanie jest działalnością złożoną, wymagającą pozyskania wielu informacji, angażującą różne podmioty, a inwestowany kapitał finansuje różne rodzaje działalności. Prawidłowy przebieg procesu inwestowania wymaga przestrzegania zasad etycznych. Formułowane są cztery fundamentalne zasady etyczne w zakresie inwestowania [Peck, 2011, s. 15–18]:

1. Inwestycje są z natury działalnością złożoną, wieloetapową. Nie należy angażować się w transakcje inwestycyjne, których istoty nie rozumiemy w sposób wystarczający, w szczególności w zakresie źródeł potencjalnych dochodów oraz istniejących zagrożeń.
2. Decyzje inwestycyjne wymagają zebrania i przeanalizowania wielu informacji. Należy zapewnić sobie i innym stronom transakcji inwestycyjnej dostęp do odpowiednich źródeł informacji, a informacje te nie powinny być niewłaściwie wykorzystane lub zniekształcane.
3. Inwestycje dostarczają zasobów finansowych innym podmiotom. Należy być pewnym, że podejmowane inwestycje nie będą finansowały działalności, która może przynosić szkody, naruszać prawa innych podmiotów.
4. W ramach procesu inwestowania kapitałem jednych podmiotów najczęściej zajmują się bezpośrednio lub pośrednio inne podmioty. Podmioty te powinny działać uczciwie i nie nadużywać okazanego zaufania. Dotyczy to w szczególności działalności inwestorów instytucjonalnych.

Powyższe zasady określają nie tylko sam proces podejmowania decyzji inwestycyjnych (zrozumienie istoty, dostęp do informacji, uczciwość postępowania), ale także przedmiot inwestycji etycznych – ma być to taka działalność, która nie szkodzi innym. Jest to wskazówka, że niektóre inwestycje należy eliminować np. ze względów moralnych, religijnych, społecznych, ekologicznych.

¹ Etyka to „ogół norm i wartości moralnych uznawanych w danej zbiorowości za właściwe. Jest to ustalony tradycją lub ścisłym zapisem system poglądów na sprawy moralne, zwłaszcza związany z religią” [Słownik wyrazów obcych, 2001, s. 209].

Zarówno inwestorzy indywidualni, jak i inwestorzy instytucjonalni powinni kierować się w swoich decyzjach zasadami etyki. Warto zaznaczyć, że w przypadku inwestorów instytucjonalnych (podmiotów zarządzających funduszami inwestycyjnymi) zasady etyki i szeroko rozumianej odpowiedzialności społecznej dotyczą nie tylko sposobu tworzenia portfeli spółek, ale również sposobu funkcjonowania samych funduszy, czyli instytucji wspólnego inwestowania. Działalność funduszu powinna respektować zarówno interesy inwestorów powierzających funduszowi swój kapitał, jak i interesy zarządu i pracowników funduszu oraz interes spółek portfelowych i zatrudnionych w nich osób.

2. Kryteria selekcji inwestycji etycznych i nieetycznych

Pojęcie inwestycji etycznych jest znane od dawna. W ostatniej dekadzie coraz częściej zastępowane jest pojęciem „inwestycje odpowiedzialne społecznie” (*socially responsible investments* – SRI) lub „inwestycje zrównoważone”. Są to inwestycje, które – oprócz czynników etycznych – biorą pod uwagę czynniki społeczne i środowiskowe. Wybór portfela inwestycji etycznych jest uzależniony od zastosowanych kryteriów selekcji przedsiębiorstw, w które się inwestuje. Stosowana może być selekcja negatywna i selekcja pozytywna [Kiymaz, 2012, s. 429–430; Renneboog, Ter Horst, Zhang, 2008].

Kierowanie się głównie kryteriami selekcji negatywnej oznacza eliminowanie przedsiębiorstw/spółek ze względu na czynniki moralno-etyczne, społeczne czy religijne. Po pierwsze, odrzucane są inwestycje w branże, których działalność jest uznawana za szkodzącą interesom społecznym i nieetyczną. Do takich branż zalicza się przede wszystkim: przemysł zbrojeniowy, spirytusowy, tytoniowy, hazardowy, pornograficzny. Po drugie, eliminowane są przedsiębiorstwa związane z energetyką jądrową, wytwarzające produkty modyfikowane genetycznie, stosujące testy na zwierzętach, związane z usługami aborcyjnymi, a także przedsiębiorstwa zatrudniające dzieci, dyskryminujące pracowników według rasy, płci lub orientacji seksualnej oraz osoby niepełnosprawne.

Kryteria selekcji negatywnej stosowane w ramach inwestowania etycznego mogą służyć również do konstrukcji portfela inwestycji nieetycznych. Przy takiej strategii inwestycyjnej wybierane są tzw. grzeszne (czyli nieetyczne) branże, głównie związane z hazardem, produkcją alkoholu, tytoniu i uzbrojenia. Praktyka pokazuje, że inwestowanie nieetyczne, choć niewątpliwie naganne moralnie, może w wielu przypadkach przynosić inwestorom wymierne korzyści. Porównanie efektywności inwestycji etycznych i inwestycji nieetycznych będzie przedmiotem analizy w następnej części artykułu.

Obecnie przy wyborze inwestycji etycznych – inwestycji odpowiedzialnych społecznie – coraz częściej jest stosowana selekcja pozytywna. Oznacza ona wybór do budowy portfela tych podmiotów, które przestrzegają „zasad dobrych praktyk”

ładu korporacyjnego i których działalność sprzyja interesom społecznym i środowiskowym (tzw. inwestycje *Environmental, Social, Governance* – ESG). Wybierane są przede wszystkim przedsiębiorstwa:

- prowadzące działalność zgodnie z zasadami społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR), szanujące prawa pracowników, nabywców i partnerów biznesowych,
- zaangażowane w działalność chroniącą środowisko naturalne, wykorzystujące energię odnawialną, surowce wtórne, stosujące wysokie standardy ekologiczne,
- wytwarzające produkty wysokiej jakości, bezpieczne zarówno dla konsumentów, jak i środowiska,
- prowadzące badania na rzecz rozwiązań innowacyjnych oszczędzających energię, ograniczających zużycie zasobów naturalnych i emisję gazów cieplarnianych,
- realizujące politykę różnorodności i jednakowego traktowania pracowników bez względu na ich płeć, rasę, religię czy stopień sprawności,
- stosujące zasady ładu korporacyjnego, przejrzystego zarządzania zgodnego z kodeksem etycznym,
- prowadzące działalność na rzecz społeczności lokalnej.

Przy tworzeniu portfela inwestycji etycznych (odpowiedzialnych społecznie) stosuje się najczęściej kilkuetapową selekcję. W pierwszym etapie eliminuje się niektóre spółki ze względu na wybrane kryteria – selekcja negatywna (eliminacja niektórych branż). Następnie poddaje się pozostałe spółki selekcji pozytywnej (np. według czynników ESG). Ostatnim etapem budowy portfela inwestycyjnego jest zazwyczaj wybór spółek „najlepszycy z najlepszych”.

Stosowane na świecie kryteria selekcji inwestycji odpowiedzialnych społecznie (inwestycji etycznych), zarówno na potrzeby konstrukcji indeksów giełdowych SRI, jak i przy tworzeniu portfeli inwestycyjnych zgodnych z zasadami etycznymi, społecznymi, ekologicznymi itp., są bardzo zróżnicowane. Jest to uzależnione od nastawienia samych inwestorów indywidualnych lub instytucjonalnych oraz od sposobu zbierania i analizowania danych dotyczących aktywów SRI przez różne instytucje w różnych regionach świata.

3. Efektywność inwestycji etycznych i inwestycji nieetycznych

Na świecie trwa dyskusja na temat efektywności inwestycji etycznych na tle klasycznych portfeli inwestycyjnych; coraz więcej badań wskazuje, że stosowanie zasad inwestowania etycznego raczej nie pogarsza, a w niektórych przypadkach nawet poprawia efektywność inwestycji portfelowych. Jednocześnie obserwuje się wzrost zainteresowania badaniami efektywności inwestycji stanowiących przeciwieństwo inwestycji etycznych, czyli inwestycji określanych jako nieetyczne (*vice investments*) czy inwestycje grzeszne (*sin investments*).

W literaturze brak jest jednoznacznej, „pozytywnej” definicji inwestycji nieetycznych. Powszechnie stosowanym kryterium identyfikacji grzesznych jest odwrotność kryterium negatywnej selekcji stosowana do budowy portfeli inwestycji etycznych, jak to zostało opisane w drugiej części artykułu. Praktycznie wszystkie badania efektywności inwestycji nieetycznych uwzględniają więc branże: alkoholową, tytoniową, hazardową i zbrojeniową, często również branżę rozrywki dla dorosłych, rzadziej energetyki jądrowej. Niektóre badania inwestycji nieetycznych uwzględniają także nieetyczne praktyki biznesowe jako kryteria identyfikacji grzesznych inwestycji, takie jak wykorzystywanie dziecięcej lub niewolniczej siły roboczej, produkcja wyrobów niebezpiecznych w użyciu, stosowanie nieuczciwych praktyk obrotu gospodarczego czy nawet testowanie produktów na zwierzętach. Stosowanie tego rodzaju kryteriów jest znacznie mniej popularne, gdyż w praktyce często trudno udowodnić występowanie takich praktyk w działalności konkretnych przedsiębiorstw [Lobe, Walkshausl, 2011, s. 7].

Historia badań nad inwestycjami nieetycznymi jest znacznie krótsza niż badania inwestycji etycznych, a liczba dostępnych opracowań jest znacznie skromniejsza. Jednym z pierwszych, który zajął się tą problematyką, był Merton [1987, s. 483–510], który użył pojęcia firm odrzuconych (*neglected firms*). Dowodził on, że spółki tego typu oferują oczekiwane stopy zwrotu – wyższe niż dla całej populacji spółek publicznych – z tytułu premii za ryzyko wynikające z podwyższonego ryzyka procesów odszkodowawczych przeciwko takim firmom.

Większa liczba badań sektora inwestycji nieetycznych powstała po 2000 r. Zdecydowana większość wyników tych badań wskazuje, że stopy zwrotu z inwestycji nieetycznych są wyższe od stóp zwrotu z inwestycji tradycyjnych, jak również wyższe od stóp zwrotu z inwestycji etycznych.

Kim i Venkatachalam [2011, s. 440–441], dostrzegając ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji w akcje „grzesznych” spółek, weryfikowali tezę, czy nadzwyczajne zyski wynikają z niskiej jakości raportowania finansowego takich spółek. Uzyskane wyniki wskazały, że spółki z branż nieetycznych w istocie wykazują ponadprzeciętną jakość sprawozdań finansowych, by przyciągnąć uwagę inwestorów finansowych i analityków. Spółki z tej grupy wykazują także wyższe niż przeciętne zyski na akcję, wyższy poziom wskaźnika wartości rynkowej do wartości księgowej i większą przewidywalność przyszłych strumieni pieniężnych. Unikanie takich spółek przez inwestorów nie wynika więc z gorszych wskaźników finansowych, lecz jest skutkiem presji norm społecznych. Hong i Kacperczyk [2009, s. 35–36] podzielają pogląd Mertona, że nadzwyczajne stopy zwrotu z inwestycji nieetycznych uwzględniają premię za ryzyko prawne takich inwestycji i jednocześnie zwracają uwagę na niski udział inwestorów instytucjonalnych w akcjonariatach spółek nieetycznych. Dotyczy to jednak tylko niektórych kategorii inwestorów instytucjonalnych, takich jak banki, fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe, które jako instytucje szczególnego zaufania publicznego wykazują najsilniejszą wrażliwość na społeczny odbiór swoich strategii inwestycyjnych. Podobnej ostrożności nie wykazują tradycyj-

ne fundusze inwestycyjne oraz fundusze hedgingowe, które pełnią rolę naturalnych arbitrażystów na rynkach finansowych i bez oporów nabywają akcje grzesznych spółek, jeśli ich ceny są uznawane za niedoszacowane.

Salaber [2009, s. 12–13], analizując inwestycje w akcje spółek nieetycznych na rynku amerykańskim, również odnotowała występowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z takich inwestycji. Autorka wskazuje, że spółki nieetyczne wykazują najwyższe wartości współczynnika alfa (interpretowanego jako miara zysków nadzwyczajnych) w okresach spowolnienia i recesji gospodarczej. Wynika to z faktu, że klasyczne branże grzeszne (alkohol, tytoń, hazard) są związane z ludzkimi nałogami i w konsekwencji popyt na ich produkty i usługi wykazuje niską wrażliwość na zmiany koniunktury gospodarczej czy poziomu dochodu konsumentów. W odrębnym badaniu ta sama autorka przeanalizowała inwestycje nieetyczne na rynkach 18 państw europejskich [Salaber, 2007, s. 19–20]. I w tym przypadku akcje spółek nieetycznych wykazywały stopy zwrotu istotnie wyższe niż cały rynek akcji. Porównanie międzynarodowe pozwoliło dostrzec, że oprócz norm społecznych na unikanie niektórych branż przez inwestorów wpływ mają też czynniki o charakterze lokalnym, takie jak dominująca religia, regulacje prawne czy system podatkowy.

Kosterman [2013, s. 21–23], analizując wpływ kryzysu finansowego na inwestycje w grzeszne spółki, stwierdził, że dla portfela spółek obejmującego branże: alkoholową, tytoniową, hazardową, zbrojeniową i energii nuklearnej, w okresie badania obejmującym lata 2004–2012 oraz w podokresie po kryzysie finansowym (2008–2012) sektor inwestycji grzesznych nie wykazywał ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji. Niewielkie nadzwyczajne stopy zwrotu zostały odnotowane jedynie dla okresu przed kryzysem finansowym (2004–2007). Wynik taki stoi w sprzeczności z wcześniejszymi badaniami sugerującymi, że portfele spółek grzesznych mają charakter antyrecesyjny. Ograniczenie portfela spółek nieetycznych wyłącznie do branży alkoholowej, tytoniowej i rozrywkowej spowodowało jednak wygenerowanie znacznych nadzwyczajnych stóp zwrotu dla całego badanego okresu (2004–2012). I w tym przypadku wynik ten był głównie efektem wysokiej nadzwyczajnej stopy zwrotu dla okresu przed wybuchem kryzysu finansowego. Ponadto badanie, które przeprowadzili Fabozzi, Ma i Oliphant [2008, s. 82–94] również zwraca uwagę na zróżnicowanie dochodowości inwestycji nieetycznych ze względu na analizowaną branżę. Analizując akcje 267 spółek z sześciu branż (alkohol, tytoń, hazard, przemysł zbrojeniowy, rozrywka dla dorosłych, biotechnologia) w latach 1970–2007, odnotowano nadzwyczajne stopy zwrotu ważone ryzykiem w skali rocznej, wahające się w przedziale od 1,4% (dla sektora rozrywki dla dorosłych) do 45,19% (dla sektora hazardu). Jednocześnie portfel wszystkich sześciu branż w całym badanym okresie odnotował znacząco wyższe średnioroczne stopy zwrotu (19,02%) niż szeroki rynek akcji (7,87%).

W badaniach efektywności inwestycji nieetycznych należy podkreślić jeszcze jeden aspekt. Jest nim ewolucja w czasie systemu norm etycznych i zachowań akceptowalnych społecznie. Zwrócił na to uwagę Olsson [2005, s. 31], analizując

inwestycję w branżę tytoniową. Autor wskazuje, że palenie papierosów zaczęło być odbierane negatywnie w latach 60. XX w. Dopiero od tego okresu stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek tytoniowych zaczęły generować stopy zwrotu wyższe w porównaniu z szerokim rynkiem akcji.

Zdecydowana większość badań efektywności inwestycji nieetycznych opiera się na konstrukcji hipotetycznych portfeli, konstruowanych z papierów wartościowych dostępnych na rynkach. Nie uwzględnia więc praktycznych aspektów zarządzania portfelem, takich jak umiejętności zarządzających, płynność rynku, koszty zarządzania. Podejście takie wynika z bardzo niewielkiej ilości dostępnych na rynku produktów inwestycyjnych oferujących strategię inwestycyjną oparte w całości na inwestycjach nieetycznych. Jednym z nielicznych wyjątków od tej zasady jest powstały we wrześniu 2002 r. amerykański fundusz inwestycyjny Vice Fund (VICEX), zarządzany przez grupę finansową USA Mutuals. Fundusz ten, zaliczany do funduszy rynku akcji inwestujących w akcje dużych spółek wzrostowych i dochodowych (strategia *Large Cap Blend* według klasyfikacji Morningstar), koncentruje się na inwestycjach w akcje spółek z branży alkoholowej, tytoniowej, hazardowej i zbrojeniowej.

W celu prezentacji efektywności portfela inwestycji nieetycznych na realnym rynku przeanalizowano wyniki funduszu VICEX dla okresu od 2003 r. (pierwszy pełny rok działalności funduszu) do 2014 r. Wyniki porównano z wynikami dwóch sztanदारowych funduszy SRI: Domini Social Equity Fund oraz Calvert Equity Fund, oraz ze średnimi wynikami całej populacji funduszy akcyjnych dużych spółek (strategia *large cap blend*) uwzględnionych w bazie Morningstar. Wyniki zestawiono w tab. 1.

Tab. 1. Inwestycje etyczne a fundusz VICEX lata 2003–2014

Lata	Vice Fund	Calvert Fund	Domini Fund	Large Cap Blend
Roczne stopy zwrotu w %				
2014	0,78	11,04	13,97	14,38
2013	32,19	30,42	32,85	32,46
2012	21,16	15,52	11,33	17,98
2011	10,82	-2,23	0,74	1,56
2010	18,04	17,23	13,69	12,91
2009	12,71	33,41	35,56	44,37
2008	-41,57	-35,53	-37,88	-41,87
2007	17,76	9,94	1,46	12,34
2006	23,15	10,16	12,58	5,68
2005	6,41	4,16	2,03	3,43
2004	24,37	6,69	9,26	0,19
2003	34,33	22,31	27,13%	30,65
Średnioroczna stopa zwrotu 2010–2014	16,12	13,91	14,06	15,44
Średnioroczna stopa zwrotu 2005–2014	7,93	7,60	6,60	7,76

Lata	Vice Fund	Calvert Fund	Domini Fund	Large Cap Blend
Roczne stopy zwrotu w %				
Średnioroczna stopa zwrotu 2003–2014	11,23	8,68	8,40	8,84
Statystyki ryzyka roczne (średnia – horyzont 5 lat: 2010–2014)				
Alfa	0,16	-0,68	-2,54	-1,81
Odchylenie standardowe	13,26%	11,97%	12,46%	12,20%
Współczynnik Sharpe’a	1,04	1,07	0,94	0,97
Statystyki ryzyka roczne (średnia – horyzont 10 lat: 2005–2014)				
Alfa	1,15	0,37	-1,58	-0,75
Odchylenie standardowe	15,53%	15,12%	15,97	15,46%
Współczynnik Sharpe’a	0,51	0,50	0,39	0,38

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.morningstar.com; www.yahoo.finance.com].

Dla całego analizowanego okresu średnioroczna stopa zwrotu z inwestycji w fundusz VICEX była znacząco wyższa zarówno od przeciętnej stopy zwrotu dla funduszy akcji dużych spółek, jak i dla funduszy inwestycji etycznych. Różnica wahała się od 239 do 283 p.b. w skali rocznej na korzyść funduszu nieetycznego. Podobną przewagę wykazywał fundusz nieetyczny dla 5-letniego okresu inwestycji, obejmującego lata po kryzysie finansowym. Dla horyzontu 10-letniego, obejmującego lata kryzysu finansowego, stopy zwrotu wszystkich analizowanych strategii były bardzo zbliżone. Fundusz VICEX, jako jedyny z analizowanych, wykazał również dodatnią nadzwyczajną stopę zwrotu mierzoną współczynnikiem alfa, zarówno w 5-letnim, jak i 10-letnim horyzoncie inwestycji. Fundusz VICEX charakteryzował się natomiast wyższym poziomem ryzyka mierzonego zmiennością stopy zwrotu, w szczególności dla okresu 2010–2014. Wyższą zmienność można tłumaczyć słabszą dywersyfikacją sektorową funduszu koncentrującego się na czterech sektorach gospodarki. Na korzyści wynikające z dywersyfikacji sektorowej funduszy etycznych zwracali już uwagę w podobnych badaniach Jo i in. [2009, s. 9]. Różnica zmienności stóp zwrotu wszystkich analizowanych funduszy znika jednak dla horyzontu 10-letniego. W konsekwencji wyższego poziomu ryzyka syntetyczne miary efektywności zarządzania dla okresu 5-letniego są bardzo zbliżone dla funduszu VICEX i funduszy etycznych oraz dla całej populacji funduszy dużych spółek. W dłuższym horyzoncie czasowym inwestycji fundusz VICEX wykazuje najwyższą wartość współczynnika Sharpe’a.

Przeprowadzone badanie potwierdza, że portfel inwestycji nieetycznych w długim horyzoncie czasowym przynosi wyższe stopy zwrotu od portfela szerokiego rynku akcji i od portfeli inwestycji etycznych. Ze względu na słabą dywersyfikację portfeli inwestycji grzesznych wysokie stopy zwrotu mogą być okupione wzrostem ryzyka inwestycyjnego.

Inwestycje grzeszne, choć są w stanie oferować atrakcyjne stopy, wiążą się z negatywną oceną społeczną samych inwestorów. Presja społeczna jest na tyle silna, że na rynku dostępnych jest bardzo mało produktów inwestycyjnych oferujących strate-

gie oparte na inwestycjach w produkty nieetyczne. Konsekwencje presji społecznej widać m.in. w decyzji firmy USA Mutuals, która w 2014 r. postanowiła zmienić nazwę funduszu VICEX na Barrier Fund. Choć polityka inwestycyjna funduszu nie uległa zmianie, to fakt koncentracji na inwestycjach w grzeszne sektory nie jest obecnie eksponowany. Firma zarządzająca podkreśla, że strategia funduszu opiera się na inwestycjach w firmy działające w branżach o wysokich naturalnych barierach wejścia dla nowych podmiotów (stąd nazwa funduszu), popycie na produkty/usługi firm niezależnym od fazy cyklu koniunkturalnego i wysokim potencjale do tworzenia wolnych przepływów pieniężnych, a w konsekwencji – wypłaty dywidend [*Barrier Fund Fact Sheet*, 2014].

Podsumowanie

Od początku XXI w. jest obserwowany znaczący wzrost zainteresowania wykorzystaniem kryteriów ESG i zasad inwestowania etycznego do budowy strategii inwestycyjnych na rynku kapitałowym. W konsekwencji rośnie wartość aktywów zarządzanych zgodnie z zasadami inwestycji odpowiedzialnych społecznie (SRI).

Wydaje się, że istotnym czynnikiem, który będzie miał wpływ na dalszy rozwój inwestycji odpowiedzialnych społecznie, jest ocena efektywności dotychczas dokonywanych inwestycji odpowiedzialnych społecznie (inwestycji etycznych) w porównaniu do efektywności tradycyjnych inwestycji portfelowych oraz efektywności typowych inwestycji nieetycznych na rynkach kapitałowych. Wnioski wynikające z różnego rodzaju porównań nie są jednoznaczne.

Liczne badania efektywności inwestycji SRI na tle inwestycji tradycyjnych w większości przypadków sugerują, że uwzględnienie kryteriów ESG w budowie portfela ma neutralny wpływ na wyniki portfela etycznego na tle portfeli tradycyjnych, rzadko wpływ ten jest pozytywny. Występują jednak zauważalne różnice zarówno ze względu na stosowane narzędzia selekcji inwestycji etycznych, jak i specyfikę regionalną. Negatywny wpływ selekcji inwestycji według kryteriów etycznych jest obserwowany w krajach, w których branże nieetyczne należą tradycyjnie do najbardziej dochodowych w gospodarce.

Przeciwieństwem inwestycji SRI są inwestycje nieetyczne/grzeszne, oparte na wyborze do portfela spółek odrzucanych w procesie selekcji inwestycji etycznych (alkohol, tytoń, hazard, broń itp.). Przeprowadzone badania efektywności takich inwestycji wskazują, że ich odrzucanie jest efektem raczej presji moralnej na inwestorów, a nie złych wyników inwestycyjnych. Z większości przeprowadzonych badań wynika bowiem, że stopy zwrotu z inwestycji nieetycznych są wyższe niż dla portfeli tradycyjnych czy portfeli inwestycji etycznych. Część badań wskazuje przy tym, że inwestycje „grzeszne” mają charakter antycykliczny ze względu na uzależniający charakter produktów tych branż; są one w stanie oferować relatywnie najbardziej atrakcyjne stopy zwrotu w okresach recesji i spowolnienia gospodarczego.

Bibliografia

Barrier Fund Fact Sheet, Q4-2014.

Fabozzi F.J., Ma K.C., Oliphant B.J., *Sin Stock Returns*, "Journal of Portfolio Management" 2008 (Fall),

DOI: <https://doi.org/10.3905/JPM.2008.35.1.82>.

Hong H., Kacperczyk M., *The Price of Sin: The Effect of Social Norms on Markets*, "Journal of Financial Economics" 2009, No. 1.

Jo H., Saha T., Sharma R., Wright S., *Socially Responsible Investing vs. Vice Investing*, Working Paper, Academic and Business Research Institute, 2009.

Kim I., Venkatachalam M., *Are Sin Stocks Paying the Price for Their Accounting Sins?*, "Journal of Accounting, Auditing and Finance" 2011, No. 26 (2).

Kiyamaz H., *SRI Mutual Fund and Index Performance*, [w:] H.K. Baker, J.R. Nofsinger (eds.), *Socially Responsible Finance and Investing. Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists*, John Wiley & Sons, Hoboken 2012.

Kosterman W., *Sin Stock Returns and the 2008 Economic Downturn*, Universiteit van Amsterdam 2013.

Lobe S., Walkshausl C., *Vice vs. Virtue Investing Around the World*, Working Paper, SSRN 2011, <http://ssrn.com/abstract=1089827> [data dostępu: 10.03.2016].

Merton R.C., *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, "Journal of Finance" 1987, No. 3.

Olsson M., *Do the Nice Guys Go Home Empty Handed?*, Unpublished master thesis, Lunds Universitet 2005.

Peck S., *Investment Ethics*, John Wiley & Sons, Hoboken 2011.

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C., *The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds*, "Journal of Corporate Finance" 2008, No. 3.

Salaber J.M., *Sin Stock Returns Over the Business Cycle*, Working Paper, Université Paris-Dauphine 2009.

Salaber J.M., *The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on the European Market*, Working Paper, Université Paris-Dauphine 2007.

Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Europa, Wrocław 2001.

www.morningstar.com [data dostępu: 10.03.2016].

www.yahoo.finance.com [data dostępu: 10.03.2016].

Ethical Investing – Rules and Effectiveness

The main goal of the article is to present the rules for ethical investing and criteria for selecting an ethical portfolio as well as comparative analysis of the effectiveness of ethical and unethical investments. The article points out the evolution in the approach to the construction of ethical portfolios from the one based on the negative selection (exclusion of companies from "undesired" industries) toward positive selection, concentrated on selecting companies following good practices of corporate governance and having a positive social and environmental impact. Research on the effectiveness of SRI investment versus traditional investments show that in most cases the inclusion of ESG criteria in portfolio selection has a neutral impact on portfolio performance and in some cases that impact becomes positive. The research conducted for the purpose of this article, comparing the performance of real life portfolios of ethical, unethical and traditional investments, during the period of 2003–2014 has shown the dominance of portfolio returns generated by the unethical portfolio although accompanied by the higher variation of these returns, resulting from limited sectoral diversification of unethical portfolio.

Inwestowanie etyczne – zasady i efektywność

Głównym celem artykułu jest prezentacja zasad etycznego inwestowania i kryteriów selekcji inwestycji etycznych oraz analiza porównawcza efektywności inwestycji etycznych i nieetycznych. Artykuł wskazuje na ewolucję sposobu podejścia do budowy portfeli inwestycji etycznych: od podejścia opartego na negatywnej selekcji (wykluczenia z portfela spółek działających w branżach „niepożądanych”) w kierunku selekcji pozytywnej, koncentrującej się na wyborze spółek, które przestrzegają „zasad dobrych praktyk” ładu korporacyjnego i których działalność sprzyja interesom społecznym i środowiskowym. Badania efektywności inwestycji SRI na tle inwestycji tradycyjnych w większości przypadków sugerują, że uwzględnienie kryteriów ESG w budowie portfela ma neutralny wpływ na wyniki portfela etycznego, na tle portfeli tradycyjnych, i jedynie niekiedy wpływ ten jest pozytywny. Przeprowadzone dla potrzeb artykułu badanie porównawcze realnych portfeli inwestycji etycznych, nieetycznych i tradycyjnych dla okresu 2003–2014 wykazało natomiast dominację stóp zwrotu z portfela inwestycji nieetycznych, okupioną jednak wyższą zmiennością stóp zwrotu, wynikającą z niskiej dywersyfikacji sektorowej portfela nieetycznego.