

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania

Maciej Chodziński

(nr albumu 503055)

**Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów
na polskim rynku finansowym**

Dysertacja doktorska

Promotor

Prof. dr hab. Leszek Dziawgo

Katedra Zarządzania Finansami

Promotor pomocniczy

Dr Dariusz Piotrowski

Katedra Zarządzania Finansami

Toruń 2024

Spis treści

Wstęp	5
Rozdział 1. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie	13
1.1. Geneza idei społecznie odpowiedzialnego inwestowania.....	13
1.2. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie a społeczna odpowiedzialność biznesu	17
1.3. Zakres inwestowania społecznie odpowiedzialnego	21
1.3.1. Czynniki ESG.....	21
1.3.2. Konceptcje inwestowania społecznie odpowiedzialnego.....	26
1.3.3. Czynniki wpływające na preferencje inwestycyjne inwestorów w obszarze SRI ...	32
1.3.3.1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w ujęciu klasycznej teorii portfelowej H. Markowitza.....	32
1.3.3.2. Etyczny portfel inwestycyjny	40
1.3.3.3. Czynniki oddziałujące na decyzje inwestycyjne uwzględniające kwestie społecznej odpowiedzialności	41
1.4. Ewolucja strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania.....	47
1.5. Kryteria klasyfikacji inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Unii Europejskiej	56
Rozdział 2. Europejski Zielony Ład jako priorytetowa strategia rozwoju Unii Europejskiej	61
2.1. Ekonomiczne aspekty zmian klimatycznych	61
2.2. Międzynarodowe inicjatywy na rzecz ochrony klimatu i środowiska naturalnego	68
2.2.1. Działania na rzecz środowiska naturalnego w traktatach europejskich	68
2.2.2. Agenda 2030	73
2.2.3. Porozumienie Paryskie	75
2.3. Istota Europejskiego Zielonego Ładu	79
2.4. Sustainable Finance Disclosure Regulation oraz obowiązkowe ujawnienia przedkontraktowe	89
Rozdział 3. Wyniki badań dotyczących wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym	98
3.1. Podejście międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych do kwestii ESG według raportu EY	98
3.2. Podejście sektora bankowego w Polsce według raportu PwC	104
3.3. Postawy środowiskowe polskiego społeczeństwa.....	112

3.4. Postrzeganie aspektów ESG przez inwestorów indywidualnych.....	117
Rozdział 4. Analiza wyników badania ankietowego przeprowadzonego na próbie inwestorów indywidualnych	128
4.1. Koncepcja i metodyka badania	128
4.2. Charakterystyka badanej zbiorowości.....	132
4.3. Analiza wyników badania ankietowego.....	137
4.3.1. Poziom wiedzy finansowej badanych inwestorów indywidualnych w zakresie czynników ESG oraz ich postawa wobec ryzyka	137
4.3.2. Postawa wobec środowiska naturalnego inwestorów indywidualnych	143
4.3.3. Wiedza i zaufanie do zmian wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu.....	151
4.3.4. Intencja wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów indywidualnych.....	154
4.4. Analiza deklarowanego wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych.....	159
Rozdział 5. Analiza wyników badania ankietowego przeprowadzonego na próbie inwestorów profesjonalnych	167
5.1. Koncepcja i metodyka badania	167
5.2. Charakterystyka badanej zbiorowości.....	167
5.3. Analiza wyników badania ankietowego.....	172
5.3.1. Poziom wiedzy finansowej badanych inwestorów profesjonalnych w zakresie czynników ESG oraz ich postawa wobec ryzyka	172
5.3.2. Postawa wobec środowiska naturalnego inwestorów profesjonalnych	178
5.3.3. Wiedza i zaufanie do zmian wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu.....	186
5.3.4. Intencja wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów profesjonalnych.....	188
5.4. Analiza różnic pomiędzy analizowanymi próbami badawczymi.....	198
5.5. Podsumowanie wyników badań własnych.....	204
Zakończenie.....	207
Literatura	213
Spis tabel	232
Spis wykresów	236
Spis schematów	240
Załącznik	242

Wstęp

Inwestycje finansowe stanowią siłę napędową gospodarek, dostarczając niezbędnego kapitału do realizacji postępu zarówno w sferze gospodarczej, jak również technologicznej i społecznej. Najbardziej dynamiczny wzrost znaczenia kapitału dla działalności gospodarczej nastąpił w wyniku rewolucji przemysłowej w XVIII wieku. Zwiększenie poziomu wytwarzania dóbr przyczyniło się do gwałtownego wzrostu zapotrzebowania na kapitał, niezbędny do pozyskania nowoczesnych maszyn, wpływających znacząco na poprawę konkurencyjności produkcji.

Rosnąca wydajność produkcji zapewniała coraz szerszą dostępność dóbr przy jednoczesnym zmniejszeniu ich ceny, co przełożyło się także na ogólny wzrost konsumpcji tych dóbr i wzrost jakości poziomu życia. Dynamicznie rosnąca liczba wytwarzanych produktów przekładała się nie tylko na równie dynamiczny wzrost zapotrzebowanie na energię, ale wiązała się także ze zwiększającym się zużyciem materiałów oraz ilością wytwarzanych odpadów i zanieczyszczeń, będących efektem ubocznym realizowanej działalności gospodarczej.

Negatywne konsekwencje zmian zachodzących w procesie wytwórczym w połączeniu z dynamicznym wzrostem konsumpcji, skłoniły do refleksji nad kwestiami etycznymi w procesie gospodarowania. Pierwsze organizacje zwracające uwagę na te aspekty miały charakter religijny, koncentrując się przede wszystkim na etycznych aspektach oddziaływania fabrykantów na otoczenie. Z czasem, w wyniku coraz silniejszego odczuwania negatywnych skutków działalności przemysłowej, coraz częściej zaczęto poruszać etyczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw. Kwestie etyczne zostały następnie poszerzone o aspekty społeczne i elementy tzw. ładu korporacyjnego, ewoluując w ideę społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility – CSR*).

Stale rosnące zapotrzebowanie przedsiębiorców na niezbędny do prowadzenia działalności kapitał w znacznym stopniu sprawiło, że obok wizji prowadzenia biznesu przez właściciela coraz istotniejsze znaczenie zaczęli odgrywać dostawcy kapitału, czyli instytucje finansowe i inwestorzy. Warunki stawiane przez kapitałodawców oraz ich preferencje dotyczące między innymi poziomu stopy zwrotu oraz ryzyka sprawiły, że zaczęto dostrzegać wpływ tej grupy interesariuszy na kształtowanie i perspektywy rozwoju danego biznesu. Potencjalne oddziaływanie inwestorów i instytucji finansowych z czasem rozszerzono z aspektów wyłącznie finansowych na kwestie związane z ideą społecznej odpowiedzialności,

tworząc podstawy dla koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania (*Socially Responsible Investing – SRI*).

Obie koncepcje zyskujące szczególnie na popularności pod koniec XX wieku miały pomóc w rozwiązaniu problemów związanych z negatywnym oddziaływaniem działalności gospodarczej człowieka na środowisko naturalne, jak również wpłynąć na złagodzenie istniejących problemów społecznych. Szybko jednak okazało się, że skuteczność tych działań była niewystarczająca.

W XXI wieku zaczęły pojawiać się coraz liczniejsze dowody na postępującą degradację środowiska naturalnego i stawia przed ludzkością nowe wyzwania, zmuszając do analizy dotychczasowych problemów z nowej perspektywy. Jednym z kluczowych wyzwań bieżącego półwiecza jest przeciwdziałanie zmianom klimatycznym przede wszystkim poprzez odejście gospodarek od paliw kopalnych celem redukcji poziomu emisji gazów cieplarnianych. Realizacja tak ambitnego celu wymaga skoordynowanego współdziałania wielu państw, a pierwszym tego typu projektem zakrojonym na szeroką skalę jest „Europejski Zielony Ład” (*European Green Deal*), którego ramy przyjęto w 2019 roku. Projekt ten w aspekcie finansowym zakłada, że planowana transformacja gospodarki ma zostać sfinansowana w znacznej mierze poprzez kapitał prywatny. W rezultacie realizacja przyjętych założeń spowodowała konieczność modernizacji dotychczasowego zakresu ujawnianych informacji o charakterze niefinansowym, dostępnych dla dostawców kapitału w ramach obligatoryjnych i wystandardyzowanych ujawnień.

W efekcie modyfikacji wymagają także narzędzia wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Klasyczna analiza finansowa stała się niewystarczającym źródłem informacji dla interesariuszy. W rezultacie w Unii Europejskiej poprzez przyjęcie w 2022 roku dyrektywy w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, wprowadzono wymóg raportowania zintegrowanego – zawierającego zarówno dane finansowe, jak i pozafinansowe. Należy również zwrócić uwagę na to, że w XXI wieku rosnącą popularność zyskują tzw. „zielone finanse”. Obejmują one inwestycje finansowe, których przedmiotem są projekty i inicjatywy realizujące ideę zrównoważonego rozwoju. Niniejsza praca wpisuje się w ten nurt zielonych finansów, wnosząc wkład w lepsze poznanie motywacji inwestorów na polskim rynku finansowym zarówno indywidualnych, jak również profesjonalnych. Obszar badawczy zawężono przy tym do aspektów zrównoważonego inwestowania. Wynika to z faktu, że dostępność informacji prezentowanych na poziomie produktu finansowego inwestorom została znacząco zwiększona w ramach Europejskiego Zielonego Ładu. Europejski Zielony Ład (EZŁ), jako plan

gospodarczy Unii Europejskiej będący w trakcie realizacji, jest innowacyjnym obszarem badań. W szczególności wpływ EZŁ na funkcjonowanie rynków finansowych oraz wpływ na podejmowane przez inwestorów decyzje finansowe dopiero poddawany jest analizie naukowej. Stąd też liczba opracowań naukowych z tego zakresu nie jest obecnie duża.

Podmiotem analizy w niniejszej pracy są inwestorzy inwestujący kapitał na rynku finansowym, zarówno inwestorzy indywidualni jak i inwestorzy profesjonalni. Z kolei przedmiotem niniejszej pracy są kryteria ESG i ich wykorzystanie w decyzjach inwestycyjnych podejmowanych przez inwestorów w Polsce. Z uwagi na relatywnie niewielką liczbę badań odnoszących się do zakresu decyzji inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym w kontekście społecznej odpowiedzialności oraz zmiany w udostępnianych informacjach ESG, dostrzeżono potrzebę dokonania naukowej analizy wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych oraz deklaracji ich uwzględniania w przyszłości.

Przedmiot niniejszej pracy wyznacza jednocześnie jej cel główny, którym jest analiza uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych na polskim rynku finansowym. W szczególności analizie poddano elementy wchodzące w skład „Europejskiego Zielonego Ładu”. Na potrzeby realizacji celu głównego przyjęto następujące cele szczegółowe:

- analiza definicji i terminologii związanej ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem,
- usystematyzowanie wiedzy dotyczącej Europejskiego Zielonego Ładu w kontekście dodatkowych ujawnień realizowanych na poziomie produktu finansowego,
- analiza wyników badań oraz raportów dotyczących inwestowania społecznie odpowiedzialnego, a w szczególności kwestii związanych z aspektami ESG na rynkach finansowych,
- określenie w jakim stopniu inwestorzy indywidualni i inwestorzy profesjonalni na polskim rynku finansowym zamierzają uwzględniać kryteria ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych,
- określenie różnic pomiędzy inwestorami indywidualnymi a inwestorami profesjonalnymi w zakresie preferencji dotyczących społecznie odpowiedzialnych aspektów realizowanych inwestycji.

W literaturze przedmiotu dotychczasowe badania dotyczyły przede wszystkim zagadnień związanych z szeroko rozumianą społeczną odpowiedzialnością biznesu, a tylko nieliczne koncentrowały się na tematyce społecznie odpowiedzialnych bądź ekologicznych inwestycji. Obecnie jest bardzo niewiele badań, dotyczących podejmowania przez inwestorów

indywidualnych decyzji inwestycyjnych, w zakresie implementacji w procesie decyzyjnym kryteriów ESG, które dodatkowo dzięki wprowadzonym przez Europejski Zielony Ład regulacjom prawnym uległy niespotykanej dotąd standaryzacji w ramach Unii Europejskiej.

Aspekty środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego mieszczące się w ramach ESG, ulegają wystandaryzowaniu. W efekcie w UE sformułowano szereg wskaźników, które mają ułatwić interesariuszom ocenę danego podmiotu w zakresie elementów pozafinansowych. W praktyce oznacza to jednak, że inwestorzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych mają możliwość analizy funkcjonowania danego podmiotu w różnych aspektach – zarówno finansowych jak i pozafinansowych. Duża liczba, zakres i szczegółowość dostępnych danych mogą jednak powodować generowanie ryzyka zbędności tych informacji, ponieważ nie są obecnie wykorzystywane przez inwestorów i mogą nie być wykorzystywane w przyszłości. Może też wystąpić zjawisko koncentrowania się inwestorów jedynie na aspektach finansowych. Inwestorzy mogą też pomijać bądź w znacznie mniejszym stopniu zwracać uwagę na elementy ESG, uznając je za mniej znaczące z punktu widzenia szacowanej przez nich stopy zwrotu z danej inwestycji. Dlatego też wydawało się celowe poddanie naukowej analizie i zweryfikowanie, czy inwestorzy indywidualni i profesjonalni w ogóle wykorzystują w swoich decyzjach inwestycyjnych kryteria ESG oraz czy deklarują ich wykorzystywanie w przyszłości.

Z punktu widzenia podejścia do wykorzystania dodatkowych informacji niefinansowych, w tym także związanych z kwestiami ESG, celowe wydaje się wyodrębnienie dwóch podstawowych grup inwestorów: indywidualnych i profesjonalnych. Obie grupy inwestorów mogą odmiennie podchodzić do kwestii związanych z ESG przede wszystkim ze względu na różnice wynikające z: poziomu posiadanej wiedzy i praktyki inwestycyjnej, własności środków będących przedmiotem dokonywanych decyzji inwestycyjnych, a także różnego stopnia sformalizowania całego procesu decyzyjnego.

Dlatego też na potrzeby realizacji przyjętego celu pracy, sformułowano dwie hipotezy badawcze, dotyczące dwóch grup inwestorów: indywidualnych – inwestujących własne środki finansowe oraz profesjonalnych – zawodowo inwestujących powierzone im środki finansowe lub świadczących usługi profesjonalnego doradztwa inwestycyjnego.

H1: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Pozytywna weryfikacja powyższej hipotezy oznaczałaby, że aspekty ESG w opinii inwestorów indywidualnych są ważne i wpływają na wycenę i perspektywy rozwoju danej spółki, stąd też w efekcie są uwzględniane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Takie

podejście inwestorów indywidualnych stanowiłoby także potwierdzenie słuszności zmian dokonywanych przez Unię Europejską w ramach regulacji prawnych związanych z wdrażaniem Europejskiego Zielonego Ładu.

W przypadku negatywnej weryfikacji tej hipotezy konieczne byłoby przeprowadzenie dalszych, szczegółowych badań w celu określenia przyczyn takiego zjawiska. Inwestorzy indywidualni bowiem mogliby na przykład nie przywiązywać znaczenia do aspektów pozafinansowych lub dostępne dane z zakresu ESG (albo ich forma) mogłyby nie uwzględniać oczekiwań tej grupy inwestorów. Wówczas należałoby rozważyć działania mające na celu skorygowanie obowiązujących przepisów prawnych w celu ich lepszego dostosowania do potrzeb inwestorów. Mając na uwadze wymienione czynniki analogicznie sformułowano hipotezę badawczą dotyczącą grupy inwestorów profesjonalnych:

H2: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów profesjonalnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Inwestorzy profesjonalni ze względu na pełnione obowiązki zawodowe mogą posiadać potencjalnie szerszą wiedzę i doświadczenie z zakresu finansów i inwestowania. Czynniki te mogą znacząco oddziaływać na dobór narzędzi, metod i źródeł informacji oraz ich zakresu niezbędnego do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Pozytywna weryfikacja powyższej hipotezy oznaczałaby, że osoby o wysokich kompetencjach w zakresie inwestowania uznają kryteria ESG za ważny element ich procesu decyzyjnego, co świadczyłoby na korzyść wprowadzanych zmian.

Z punktu widzenia podejmowanych decyzji inwestycyjnych w kontekście obu badanych prób uzasadnione wydaje się również poddanie analizie znaczenia stażu inwestycyjnego inwestorów. Różnice w doświadczeniu inwestycyjnym mogą potencjalnie oddziaływać na znaczenie nadawane kryteriom ESG, które przez mniej doświadczonych inwestorów mogą być uznawane za nieważne.

Do osiągnięcia celu głównego oraz weryfikacji przyjętych hipotez zastosowano następujące metody badawcze:

- krytyczna analiza literatury krajowej i zagranicznej,
- analiza aktów prawnych dotyczących Europejskiego Zielonego Ładu,
- metoda ankietowa z wykorzystaniem badania CAWI,
- metoda opisowa,
- metoda porównawcza,
- metoda analizy danych zastanych.

Procedurę badawczą przyjętą w pracy przedstawia schemat 01.

Zrealizowane na potrzeby dysertacji badanie ankietowe zostało przeprowadzone na dwóch próbach badawczych, obejmujących inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych. Realizacja badania ankietowego została powierzona firmie Fieldstat sp. z o.o., będącej członkiem międzynarodowej organizacji zrzeszającej osoby i podmioty związane z badaniami rynku ESOMAR¹. W zrealizowanym badaniu wykorzystano kwestionariusz ankietowy przygotowany według koncepcji autora.

Badania ankietowe zostały przeprowadzone w dniach 15.03 – 29.03.2023 oraz 07.04-21.04.2023, odpowiednio na próbie inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych. Na jego przeprowadzenie pozyskano częściowe finansowanie z grantu UMK nr 90-SIDUB.6102.52.2022.G4NCUS4. Uzyskano łącznie 354 prawidłowo wypełnionych kwestionariuszy ankietowych, z czego 204 wypełnili inwestorzy indywidualni, a 150 inwestorzy profesjonalni.

Otrzymane wyniki zostały poddane analizie z wykorzystaniem programów SPSS Statistics oraz MS Excel. Wizualizację wyników sporządzono przy użyciu obu tych programów.

Na potrzeby realizacji przyjętych celów i weryfikacji postawionych hipotez, praca została podzielona na pięć rozdziałów, z których pierwsze dwa dotyczą zagadnień teoretycznych, natomiast rozdział trzeci poświęcony jest analizie badań obcych dotyczących problematyki ESG wśród instytucji finansowych, podmiotów giełdowych oraz inwestorów profesjonalnych i indywidualnych. Ponadto zawiera on wyniki badań przeprowadzonych na reprezentatywnej próbie społeczeństwa w zakresie przywiązywania wagi do kwestii środowiskowych. Rozdziały czwarty i piąty przedstawiają wyniki autorskich badań empirycznych, przeprowadzonych na próbie inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych w Polsce.

Pierwszy rozdział przedstawia problematykę społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Opisano w nim genezę społecznie odpowiedzialnych inwestycji i ich związek z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu. W rozdziale tym zaprezentowano także problem podejmowania decyzji inwestycyjnych zarówno w oparciu o klasyczne kryteria finansowe, jak również kryteria rozszerzone o kwestie ESG. Wykorzystano w tym celu zagadnienia dotyczące między innymi klasycznej teorii portfelowej Markowitza oraz etycznych

¹ ESOMAR – jest międzynarodową organizacją założoną w 1948 roku, zrzeszającą osoby i podmioty związane z badaniami rynku. Obecnie zrzesza około 5000 profesjonalistów w tej dziedzinie oraz ponad 500 firm w ponad 130 krajach. Organizacja zajmuje się między innymi utrzymywaniem dobrych praktyk

aspektów budowania portfela inwestycyjnego. Scharakteryzowano także nowe ramy klasyfikacyjne, które są obecnie przedmiotem prac Parlamentu Europejskiego, a które mogą zostać w przyszłości przyjęte jako obligatoryjne dla wszystkich europejskich rynków finansowych.

Rozdział drugi poświęcony jest zagadnieniom związanym z Europejskim Zielonym Ładem. Opisano w nim związane ze zjawiskiem zmian klimatycznych zagrożenia jako podstawowe przyczyny wprowadzanych przez Unię Europejską regulacji. Przedstawiono także jak podejmowane przez UE działania na rzecz ochrony środowiska i przeciwdziałania zmianom klimatycznym ewoluowały na przestrzeni ostatnich lat. W rozdziale tym omówiono również szczegółowe zmiany i obowiązujące wytyczne, dotyczące ujawniania oraz prezentowania danych o charakterze środowiskowym i etycznym w przypadku podmiotów oferujących inwestorom produkty finansowe, wprowadzone w ramach realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu.

W rozdziale trzecim przedstawiono analizę dostępnych raportów i badań, dotyczących problematyki ESG wśród uczestników rynku finansowego. W szczególności zwrócono uwagę na banki i instytucje finansowe ze względu na ich znaczenie dla rozwoju rynku finansowego pod względem aspektów ESG oraz szerzej - inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Analizę uzupełniono także o wyniki badań naukowych przeprowadzonych na próbie inwestorów indywidualnych zarówno na polskim jak również zagranicznych rynkach finansowych. Przytoczono tu również wyniki badań dotyczących znaczenia kwestii środowiskowych dla współczesnego społeczeństwa.

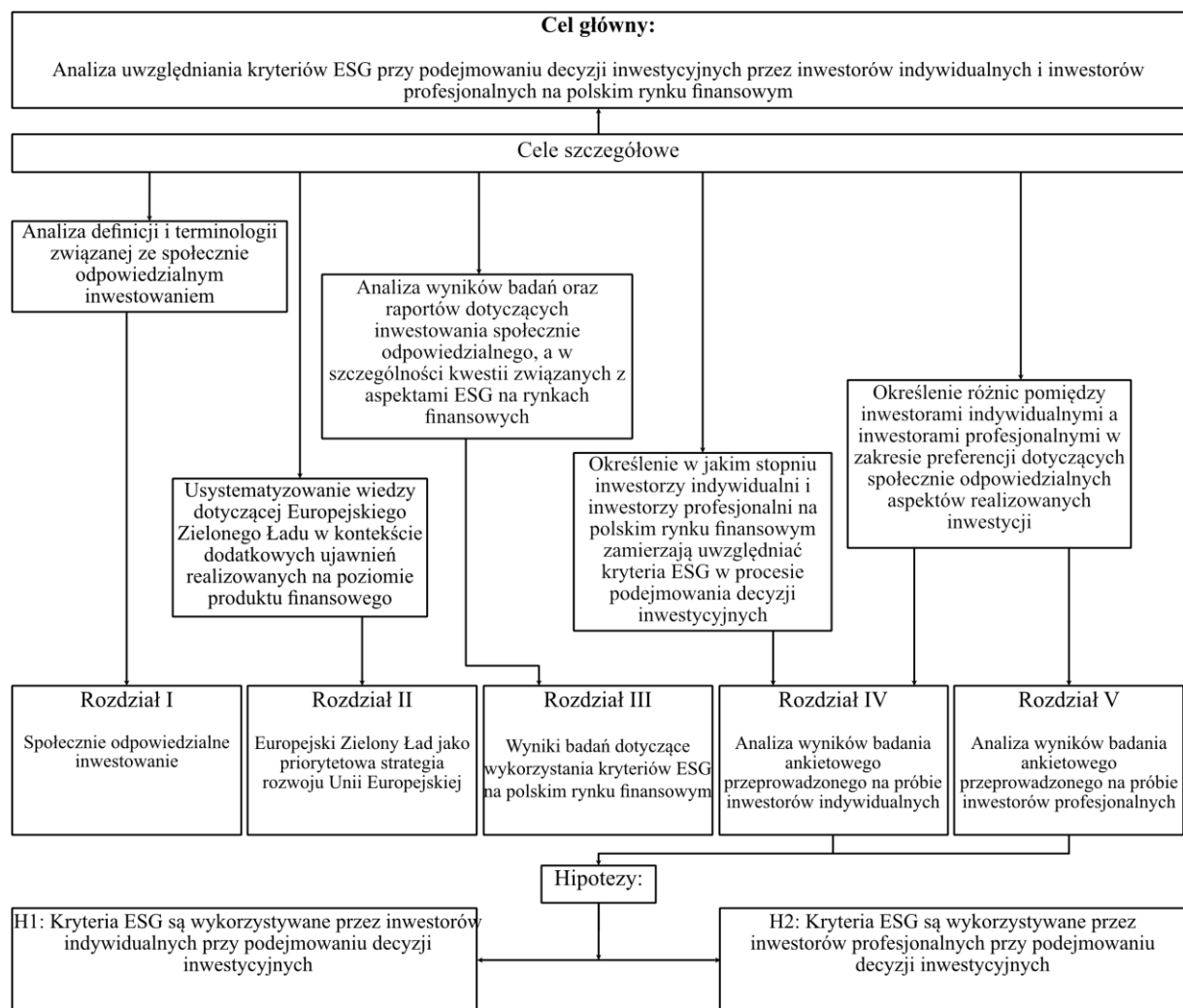
W rozdziale czwartym zaprezentowano wyniki przeprowadzonego badania ankietowego na próbie inwestorów indywidualnych. Przedstawiono tu charakterystykę demograficzną badanej próby oraz wyniki dotyczące wybranych czynników mogących potencjalnie oddziaływać na wykorzystanie przez inwestorów indywidualnych kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych.

Rozdział piąty obejmuje analizę wyników uzyskanych na próbie inwestorów profesjonalnych. Przedstawiono w nim charakterystykę badanej próby wraz z określeniem poziomu wybranych czynników mogących potencjalnie oddziaływać na podejmowane przez inwestorów profesjonalnych decyzje inwestycyjne w kontekście aspektów ESG. W dalszej części rozdziału zaprezentowano ponadto znaczące różnice, które wystąpiły w odpowiedziach obu analizowanych prób badawczych.

Zakończenie stanowi podsumowanie wyciągniętych w pracy wniosków, poszerzone o przedstawienie ograniczeń związanych z realizowanym procesem badawczym. Ponadto ujęte

zostały w nim możliwe kierunki prowadzenia dalszych badań w obszarze podejmowania zrównoważonych decyzji inwestycyjnych w kontekście Europejskiego Zielonego Ładu. Dodatkowo dysertacja została uzupełniona o załącznik, który zawiera kwestionariusz ankietowy wykorzystany w procesie badawczym.

Schemat 0.1. Procedura badawcza



Źródło: opracowanie własne.

Rozdział 1. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie

1.1. Geneza idei społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Początków koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych można doszukiwać się w inwestowaniu zgodnym z religijnymi przekonaniami. Jako przykład można tu wskazać na organizacje religijne, takie jak wywodzący się z Anglii XVIII wieczny ruch protestancki – Kwarków (Religious Society of Friends). Celem Kwarków, było propagowanie idei zbieżnych z dzisiejszym rozumieniem pojęcia społecznej odpowiedzialności. Uznawali oni, że nie należy inwestować w przedsięwzięcia wspierające wojnę i niewolnictwo. Za jednego z prekursorów społecznie odpowiedzialnych inwestycji uważany jest John Wesley żyjący w latach 1703-1791. Był to angielski teolog, założyciel Metodyzmu, autor wielu kazań w tym zatytułowanego „Wykorzystanie Pieniędzy” (The Use of Money), w którym pouczał wiernych, aby swoimi inwestycjami nie szkodzili ani nie ograniczali szans innym². Można więc uznać, że metodyści stosując się do zaleceń Wesley’a zarządzając środkami finansowymi wykorzystywali od ponad 200 lat narzędzia, które obecnie określa się mianem screeningu społecznego³. Metodyści odegrali również znaczącą rolę w rozwoju inwestycji społecznie odpowiedzialnych na początku XX wieku. W Wielkiej Brytanii w latach 20-tych unikali inwestycji w przedsięwzięcia związane ze sprzedażą i produkcją alkoholu, wyrobów tytoniowych, broni oraz wspierających hazard. Wszystkie działania tego typu uznawali za grzeszne⁴.

W Stanach Zjednoczonych fundusz inwestycyjny Pioneer w 1928 roku jako pierwszy zastosował kryteria screeningowe oparte o tradycje religijne, odmawiając tym samym inwestycji w przemysł tytoniowy i alkoholowy. Działania te nie wywarły jednak wówczas znaczącego wpływu na ówczesny rynek a sam fundusz pozostał stosunkowo niewielki. Dynamiczny rozwój inwestycji społecznie odpowiedzialnych nastąpił w latach 60-tych i 70-tych XX wieku. Przyczyniły się do tego intensywne kampanie społeczne nagłaśniające i opowiadające się przeciwko rasizmowi i prowadzonym przez Stany Zjednoczone działaniom

² Czerwonka, M. (2011), Inwestycje odpowiedzialne społecznie (SRI) - inwestowanie alternatywne, „Finanse, Czasopismo Komitetu o Finansach PAN”, nr 1 (4), 135-154;

Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking Finance*, 32(9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>.

³ Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, Vol 43, 189–194. <https://doi.org/10.1023/A:1022981828869>.

⁴ Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible... op. cit.;

Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution* (Society of Investment Professions) (1st ed.). John Wiley & Sons, Chichester, s. 48.

zbrojnym. Uważa się, że w tym okresie po raz pierwszy inwestorzy na szerszą skalę zaczęli brać pod uwagę społeczne konsekwencje podejmowanych decyzji inwestycyjnych. W odpowiedzi na zachodzące zmiany i narastające niezadowolenie społeczne związane z prowadzoną wojną w Wietnamie, utworzono w 1971 roku fundusz Pax World Fund – pierwszy współczesny fundusz inwestycyjny o charakterze etycznym. Specyfika tego funduszu polegała na odrzuceniu dotychczasowych poglądów piętnujących pewien katalog działań, takich jak wspieranie hazardu czy rozpowszechnianie używek. Podstawową zasadą etyczną funkcjonowania funduszu PAX było unikanie inwestycji w przedsiębiorstwa czerpiące zyski z działań wojennych. W zamian za to fundusz miał zaangażować się w promowanie pokoju⁵.

Lata 80-te XX wieku przyczyniły się do jeszcze szybszego wzrostu zainteresowania inwestorów społeczną odpowiedzialnością w wyniku prób nacisku gospodarczego na Republikę Południowej Afryki piętnujących apartheid. Stany Zjednoczone oraz kraje europejskie podejmowały działania na rzecz ograniczenia inwestycji przedsiębiorstw oraz funduszy inwestycyjnych w RPA co miało ograniczyć finansowanie tego państwa⁶. Następnie w kolejnych latach nastąpiła seria katastrof ekologicznych, które podkreśliły znaczenie ekologii w prowadzeniu działalności gospodarczej⁷:

- Bhopal (1984 rok) – największa awaria odnotowana przez przemysł chemiczny w wyniku której doszło do wycieku izocyjanianu metylu prowadzącego do skażenia środowiska skutkującego śmiercią około 2500 osób, a według szacunków około 100 tys. odniosło ciężki uszczerbek na zdrowiu,
- Czarnobyl (1986 rok) – największa katastrofa w historii elektrowni jądrowych. W skutek wybuchu reaktora do atmosfery przedostały się ogromne ilości promieniotwórczych pierwiastków które dokonały skażenia znacznego obszaru wokół elektrowni, a ich obecność została w różnych stężeniach odnotowana w znacznej części krajów europejskich⁸. Obecnie katastrofa ta nadal wpływa na życie ludzi w pobliżu strefy zamkniętej⁹.

⁵ Ibidem, s. 50-51.

⁶ Ibidem, s. 53-54.

⁷ Czerwinka M. (2013). Inwestowanie społecznie odpowiedzialne, Difin, Warszawa, s. 18-19.

⁸ Fabrikant, J. I. (1987). The Chernobyl Disaster: An International Perspective. *Industrial Crisis Quarterly*, 1(4), 2–12. <https://doi.org/10.1177/108602668700100401>.

⁹ Havenaar, J.M. & Bromet, E.J. The Experience of the Chornobyl Nuclear Disaster [w:] López-Ibor, J.J., Christodoulou, G., Maj, M., Sartorius, N. & Okasha A. (red.) (2004) *Disasters and Mental Health*. <https://doi.org/10.1002/047002125X.ch12>.

- Exxon Valdez (1989 rok) – katastrofa tankowca u wybrzeży Alaski, prowadząca do wycieku od 11 do 35 milionów galonów ropy naftowej. Wskutek wycieku skażeniu uległo około 1900 km linii brzegowej stanu Alaska.

Równoległe do rozwoju społecznie odpowiedzialnych inwestycji w Stanach Zjednoczonych następował rozwój tego trendu w Europie. Pierwszym funduszem kierującym się także wartościami etycznymi w procesie inwestowania był Szwedzki AktieAnsvar Aktiefond stworzony przez ruchy popierające abstynencję alkoholową oraz Baptystów¹⁰. W 1984 roku w Wielkiej Brytanii z inicjatywy firmy ubezpieczeniowej Friends Provident (założonej przez Kwarków w 1832 roku) powstał Stewardship Fund, będący jednym z pierwszych funduszy etycznych w tym kraju¹¹. We Francji, pierwszy fundusz etyczny również został założony przez osoby związane z organizacjami kościelnymi. W 1983 roku Nicole Reille – siostra zakonna Kościoła katolickiego utworzyła w Paryżu Nouvelle Strategie Fund¹².

Pod koniec lat 80-tych nastąpiła znacząca zmiana w funkcjonowaniu funduszy kierujących się wartościami etycznymi. Do tej pory inwestorzy brali pod uwagę przede wszystkim czynniki społeczne i etyczne, jednak wskutek przedstawionych katastrof naturalnych które miały miejsce na przestrzeni lat 80-tych coraz większe znaczenie zaczęły odgrywać aspekty środowiskowe¹³. Lata 90-te odznaczały się dynamicznym rozwojem społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Powstała duża liczba znaczących indeksów giełdowych nakierowanych na identyfikowanie i promowanie społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Wybrane z nich przedstawiono w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Wybrane indeksy społecznie odpowiedzialne bazujące na spółkach giełdowych

Nazwa indeksu	Rok utworzenia	Rynek	Obecnie
Domini 400 Social	1990	USA	MSCI KLD 400 Social Index
Natur Aktien Index	1997	Międzynarodowy	Natur-Aktien-Index (NAI)
DJSI STOXX	1999	Europa	-
Dow Jones Global Sustainability Index	1999	Międzynarodowy	DJSI World Indices
Impax ET500	1999	W.Brytania	-

¹⁰ Bengtsson, E. (2007). A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 82(4), 969–983. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9606-y>;

Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. The Ethical Financial Question and the MCDM Framework [w:] Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2014). *Socially Responsible Investment: A Multi-Criteria Decision-Making Approach* (International Series in Operations Research & Management Science Book 219) (2015th ed.). Springer International Publishing, s. 9.

¹¹ Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). *Socially responsible... op. cit.*

¹² Czerwonka, M. (2013). *Inwestowanie... op. cit., s. 18.*

¹³ *Ibidem.*

Ethical Index Euro	2000	Europa	-
Jantzi Social Index	2000	Kanada	Jantzi Social Index
ASPI Eurozone	2001	Europa (strefa euro)	-
FTSE4Good Indices	2001	W. Brytania	-
FTSE4Good World Social Index	2001	W. Brytania, międzynarodowy	-
KLD Social Indices and ESI indices	2002	USA	-
Europe Small Cap and Kempen SNS Smaller Europe SRI Index	2003	Europa	-
Respect Index	2009	Polska	WIG ESG
WIG ESG	2019	Polska	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ballestero, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. The Ethical Financial Question and the MCDM Framework [w:] Ballestero, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2014, November 18). Socially Responsible Investment: A Multi-Criteria Decision-Making Approach (International Series in Operations Research & Management Science Book 219) (2015th ed.). Springer, s. 10.

Lata 90-te XX wieku odznaczały się ponadto tworzeniem pierwszych międzynarodowych organizacji zajmujących się promowaniem wartości społecznej odpowiedzialności w procesach inwestycyjnych. W taki sposób powstało The Sustainable Investment Forum (US SIF) oraz jego europejski odpowiednik – Euro SIF¹⁴. Organizacja Narodów Zjednoczonych w wyniku rosnącego znaczenia kwestii społecznie odpowiedzialnych inwestycji oraz społecznej odpowiedzialności biznesu powołała w 1997 roku Global Reporting Initiative¹⁵.

Znaczący wpływ na rozwój społecznie odpowiedzialnego inwestowania wywarł także tzw. kryzys subprime z roku 2007. Nieodpowiedzialne praktyki sektora bankowego w zakresie kredytowania nieruchomości w Stanach Zjednoczonych skłoniły instytucje nadzoru do zrewidowania wymogów stawianych przed instytucjami finansowymi. W efekcie wprowadzono szereg nowych zasad i wymogów stawianych sektorowi bankowemu, określanych jako tzw. Bazylea III. Regulacja ta zawierała zmiany między innymi w obszarze wymogów kapitałowych, wzrostu współczynnika płynności sektora bankowego, a także redukcji poziomów dźwigni finansowej stosowanej dotychczas przez banki¹⁶. Kryzys ten

¹⁴ EUROSIF - Europe-based national Sustainable Investment Fora. (n.d.). <https://www.eurosif.org/about-us/> (08.09.2022).

¹⁵ GRI - Mission & history. (n.d.). <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/> (08.09.2022).

¹⁶ Ayadi R., On Basel Regulation and Banks' Incentives [w:] Balling, M., Lierman, F., Van den Spiegel, F., Ayadi, R., Llewellyn, D. T. (Eds.). (2012). New paradigms in banking, financial markets and regulation?. Vienna: Larcier; Giustiniani, A., Thornton, J. (2011). Post-crisis financial reform: where do we stand? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(4), 323–336. <https://doi.org/10.1108/13581981111182938>; Dermine, J. (2013). Bank Regulations after the Global Financial Crisis: Good Intentions and Unintended Evil. *European Financial Management*, 19(4), 658–674. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2013.12017.x>.

pozwoili również dostrzec znaczenie aspektów etycznych i zrównoważonego rozwoju dla stabilności systemu bankowego, otwierając tym samym dyskusję na temat konieczności, skuteczności oraz zakresu wprowadzenia do bankowości aspektów społecznej odpowiedzialności¹⁷.

1.2. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie a społeczna odpowiedzialność biznesu

Równoległe z rozwojem społecznie odpowiedzialnych inwestycji rozwijała się koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility – CSR*). Wartości leżących u podstaw idei CSR upatruje się w biblijnych zasadach miłosierdzia i włodarstwa¹⁸. Niektórzy badacze tacy jak E. C. Chaffee doszukują się początków CSR również w prawach starożytnego Cesarstwa Rzymskiego, które zostały przejęte przez część państw średniowiecznej Europy, a następnie rozwijane w kolejnych wiekach¹⁹.

Przytoczone zasady miłosierdzia i włodarstwa stały się inspiracją dla szkockiego przemysłowca i filantropa – Andrew Carnegie, który znacząco przyczynił się do wprowadzenia do literatury naukowej koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. W swoim artykule zatytułowanym „*The Gospel of Wealth*” wymienił on dwie główne zasady: *charity* (dobroczynności) i *stewardship* (powierniczości), które powinny znajdować się u podstaw idei CSR²⁰. Zasada dobroczynności miała na celu zapewnić wsparcie osób potrzebujących, obciążając tym samym przedsiębiorców częściową odpowiedzialnością za warunki życia mieszkańców. Zasada powierniczości natomiast zakładała, podobnie do zasady włodarstwa, że osoby majątne zarządzają posiadaniem majątkiem w imieniu innych. Są one zatem zobowiązane do zarządzania nim w sposób akceptowalny przez resztę społeczeństwa²¹.

Po raz pierwszy koncepcja społecznie odpowiedzialnego biznesu w literaturze naukowej w rozumieniu zbliżonym do współczesnego została przedstawiona w 1953 roku. Wówczas to H. R. Bowen określił zestaw zasad dla korporacji, umożliwiającą wypełnianie

¹⁷ Paulet, E., Parnaudeau, M., & Relano, F. (2014). Banking with Ethics: Strategic Moves and Structural Changes of the Banking Industry in the Aftermath of the Subprime Mortgage Crisis. *Journal of Business Ethics*, 131(1), 199–207. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2274-9>;

Ramlall, I. (2014). *The Impact of the Subprime Crisis on Global Financial Markets, Banks and International Trade: A Quest for Sustainable Policies*, Cambridge Scholars Publishing, Newcastle, s. 14-21.

¹⁸ Łukasiewicz-Kamińska, A. (2011). *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa finansowego*. Difin, Warszawa, s. 16.

¹⁹ Chaffee, Eric C. (2017). The Origins of Corporate Social Responsibility. *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 85, 347-373.

²⁰ Carnegie, A. (2017). *The Gospel of Wealth*. New York: Carnegie Corporation of New York, 2017 (first published in 1889).

²¹ Łukasiewicz-Kamińska, A. (2011). *Społeczna...* op. cit., s. 17.

obowiązków społecznych. Zdefiniował tym samym społeczną odpowiedzialność kadry kierowniczej jako obowiązek realizowania polityki, podejmowania decyzji lub wybieranie kierunków działań, które są pożądane z punktu widzenia celów i wartości społeczeństwa²².

Dalszy rozwój idei społecznej odpowiedzialności biznesu przypadł na lata 70-te i 80-te XX wieku²³. Z punktu widzenia współczesnej teorii CSR jednym z kluczowych momentów było stworzenie przez R. E. Freemana teorii interesariuszy²⁴. W swojej pracy Freeman rozróżnił interesy reprezentowane przez akcjonariuszy (*shareholder*) od pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa (*stakeholder*). Pierwsza grupa zdaniem Freemana zainteresowana jest przede wszystkim osiąganymi przez spółkę wynikami finansowymi. Druga grupa natomiast jest w znacznie większym stopniu zainteresowana funkcjonowaniem przedsiębiorstwa jako całości. Można do niej zaliczyć między innymi pracowników, dostawców, klientów, kredytodawców, społeczność lokalną a także środowisko naturalne. Zdaniem Freemana każde przedsiębiorstwo funkcjonuje w ramach określonego środowiska lokalnego, którego potrzeby powinno w swojej działalności uwzględniać.

Problematyka inwestowania społecznie odpowiedzialnego (*Socially Responsible Investing* – SRI) jest silnie powiązana z tematyką społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR). Pojęcie CSR stanowi swego rodzaju odpowiednik społecznie odpowiedzialnych inwestycji, poruszający kwestie etyki z perspektywy korporacyjnej²⁵.

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne współcześnie nadal pozostaje pojęciem wyjątkowo szerokim, nie posiadającym w konsekwencji jednolitej uniwersalnej definicji. Zdaniem Hordt, Renneboog i Zhang (2007) społecznie odpowiedzialne inwestowanie jest rozumiane jako proces inwestycyjny, biorący pod uwagę zarówno pozytywny jak i negatywny wpływ inwestycji na społeczeństwo i środowisko naturalne, wykorzystując w tym celu twarde przesłanki analizy finansowej²⁶. W literaturze występują zróżnicowane określenia wobec SRI, takie jak: inwestowanie etyczne, społeczne, odpowiedzialne, zrównoważone, zielone inwestowanie lub inwestowanie z misją. Nazewnictwo często uzależnione jest od rodzaju inwestora oraz charakteru i przedmiotu inwestycji. W zależności od wyznawanych przez inwestora wartości lub preferencji można wyróżnić zielone inwestowanie (w przypadku

²² Bowen, H. R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. University of Iowa Press, Iowa City.

²³ Bengtsson, E. (2007). *A History of Scandinavian...* op cit.

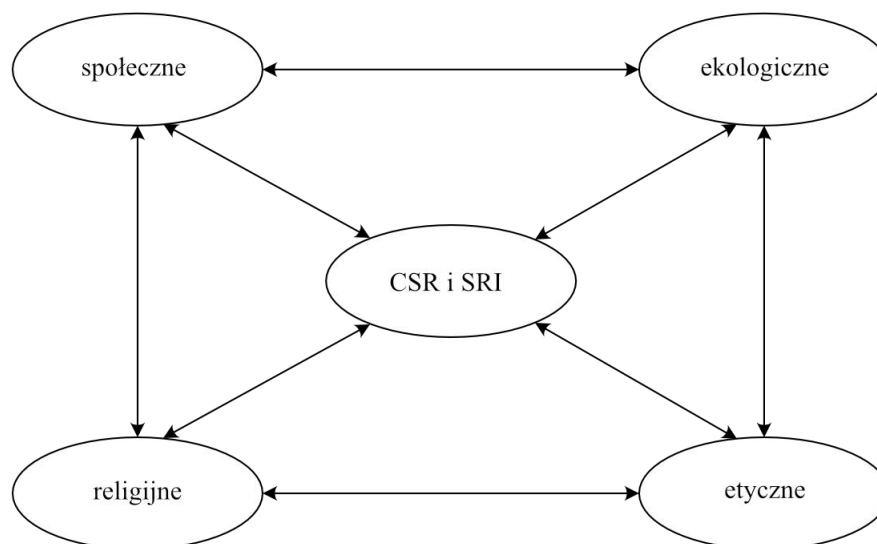
²⁴ Freeman, E. R. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, Cambridge.

²⁵ Czerwonka, M. (2013). *Inwestowanie...* op. cit., s. 22.

²⁶ Hordt J., Renneboog L., & Zhang C. (2007). *Socially responsible investments: Methodology, risk exposure and performance*, *Finance Working Paper*, no. 175, 1-25.

nastawienia na rozwiązania ekologiczne i ochronę środowiska), etyczne inwestowanie w przypadku, gdy inwestor wyklucza ze swojego portfela inwestycje niezgodne z jego wewnętrznymi wartościami lub też zrównoważone inwestowanie w przypadku połączenia aspektów ekologicznych, społecznych, gospodarczych i przestrzennych²⁷.

Schemat 1.1. Współistnienie kryteriów środowiskowych, etycznych, społecznych i religijnych w koncepcji CSR i SRI



Źródło: Dziawgo, L. (2010). Zielony rynek finansowy, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 16.

Jak zauważa L. Dziawgo, koncepcje CSR jak również SRI są wyjątkowo złożone i wielowymiarowe, co utrudnia jednoznaczne wyodrębnienie dominujących w konkretnych działaniach finansowych i gospodarczych aspektów ekologicznych, społecznych, bądź religijnych²⁸. W tym miejscu można przytoczyć kilka innych przykładów definicji opracowanych przez polskich badaczy. B. Janik wyszczególnia trzy obszary koncentracji uwagi społecznie odpowiedzialnych inwestorów²⁹:

- środowisko naturalne,
- dobro społeczne,
- etyka działalności gospodarczej.

W. Rogowski i A. Ulaniuk oraz T. Czerwińska wyróżniają 5 głównych obszarów, wokół których skupiają się inwestorzy społecznie odpowiedzialni³⁰:

²⁷ Ibidem, s. 21.

²⁸ Dziawgo, L. (2010). Zielony rynek finansowy, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 16.

²⁹ Janik B. (2014). Inwestycje finansowe w koncepcji zrównoważonego rozwoju, Difin, Warszawa, s. 40.

³⁰ Czerwińska T. (2009). Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3, 11-27;

- ochrona środowiska – realizowana np. poprzez ograniczanie ocieplenia klimatu oraz wsparcie nowoczesnych technologii umożliwiających redukcję zużycia zasobów nieodnawialnych,
- dobro społeczne – wsparcie społeczności lokalnych, organizacja wolontariatu, współdziałanie z organizacjami pożytku publicznego i non-profit,
- warunki pracy – walka z zatrudnianiem nieletnich, przestrzeganie praw człowieka i zasad bezpieczeństwa pracy, przejrzysty i sprawiedliwy system wynagrodzeń, zapewnienie możliwości rozwoju i podnoszenia kwalifikacji pracownikom,
- etyka w działalności gospodarczej – respektowanie zasad uczciwego handlu i komunikacja z kontrahentami,
- wartości religijne i kulturowe – przejawiające się bojkotem produktów uznawanych za niemoralne takich jak broń czy pornografia.

Zdaniem M. Remlein inwestorzy społecznie odpowiedzialni decydując się na zainwestowanie posiadanych środków zgodnie z ideą społecznie odpowiedzialnego inwestowania, skupiają swoją uwagę przede wszystkim w obszarze: ekonomicznym, społecznym, środowiskowym i etycznym³¹.

Pojęcie społecznie odpowiedzialnego inwestowania zostało również zdefiniowane przez międzynarodowe organizacje zajmujące się wsparciem i promocją zrównoważonego rozwoju na rynkach kapitałowych takich jak Eurosif (*European Sustainable Investment Forum*). Według tej organizacji zrównoważone i odpowiedzialne inwestowanie (SRI jest w tutaj rozumiany jako *Sustainable and Responsible Investment*) stanowi podejście inwestycyjne o charakterze długoterminowym, integrujące czynniki ESG w procesie badania, analizy i selekcji papierów wartościowych do portfela inwestycyjnego. Łączy analizę fundamentalną z oceną czynników ESG w celu lepszego uchwycenia poziomu potencjalnych długoterminowych oczekiwanych stóp zwrotu dla inwestorów oraz zwiększenia korzyści dla społeczeństwa poprzez wpływ na zachowanie prospołeczne przedsiębiorstw³².

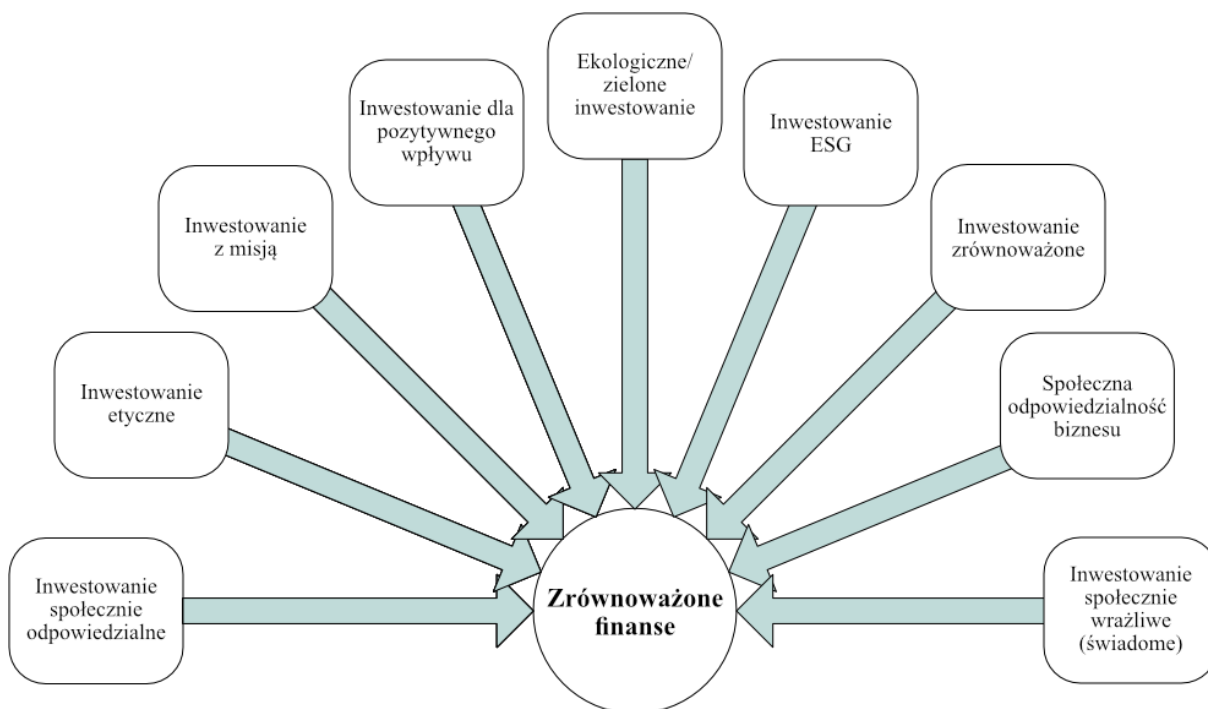
Rogowski, W., Ulianiuk A. (2011). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI), *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 112, 99-115.

³¹ Remlein, M. (2017). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie – analiza europejskiego i polskiego rynku w przekroju strategii inwestowania, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, tom 92 (148), s. 113-129.

³² European Sustainable Investment Forum. (2021). Sustainable investment. EUROSIIF, z: <https://www.eurosif.org/sustainable-investment/> (15.09.2022).

Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania stanowi jeden z elementów zrównoważonych finansów. Różnorodność koncepcji w tym obszarze prezentuje schemat 1.2.

Schemat 1.2. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako jedna z idei zrównoważonych finansów



Źródło: Dziawgo, D. (2021). Programy lojalnościowe dla klientów i inwestorów. Istota - ewolucja - wyzwania. Wydawnictwo Andrzej Marszałek, s. 94.

Przedstawione na schemacie 1.2 koncepcje dotyczą nieco odmiennych obszarów zrównoważonych finansów, w literaturze jednak różnice te często nie są jednoznacznie określone. Równocześnie należy zauważyć, że koncepcja zrównoważonych finansów ciągle ewoluuje.

1.3. Zakres inwestowania społecznie odpowiedzialnego

1.3.1. Czynniki ESG

Definicja SRI sformułowana przez Eurosif wprowadza nowe pojęcie – czynniki ESG. Ujęto je w trzech kategoriach jako:

- czynniki środowiskowe (*Environment*),
- społeczne (*Social*),
- ładu korporacyjnego (*Governance*).

Koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania (SRI) sprowadza się w głównej mierze do implementacji czynników ESG w procesy inwestycyjne³³. Pomimo wielu lat badań nad ESG nadal nie wypracowano jednolitych, sztywnych ram definicyjnych dla tych kryteriów³⁴. W celu lepszego zrozumienia w jaki sposób kryteria te są interpretowane przez najważniejsze podmioty dostarczające opracowane dane z zakresu ESG inwestorom, w tabeli 1.2 przedstawiono elementy kluczowe dla 5 wybranych podmiotów tego typu. Każdy z nich jest obecny na rynku międzynarodowym wraz z publicznie dostępnym opisem czynników, które w stosowanej przez nich metodologii, składają się na obszary *environment*, *social* i *governance*. Z uwagi na pewną swobodę interpretacyjną czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego różne organizacje zajmujące się oceną przedsiębiorstw pod kątem kryteriów ESG mogą nieco inaczej klasyfikować ich poszczególne elementy składowe, co można wyraźnie zaobserwować w tabeli 1.2. Poza różniącymi się nieco kategoriami podlegającymi ocenie w ramach obszaru środowiskowego, społecznego i ładu korporacyjnego, każda z agencji dokonujących oceny przygotowuje własną unikalną metodologię zgodnie z którą przyznawane są punkty przedsiębiorstwu podlegającemu ocenie ESG. Metodologie te różnią się nie tylko co do klasyfikacji poszczególnych kategorii, ale również co do siły wpływu poszczególnych czynników na ocenę ogólną. Przykładowo jedne agencje mogą wyżej oceniać aspekty środowiskowe niż społeczne, a dla innej silniejszy wpływ na ogólną ocenę będą miały kwestie ładu korporacyjnego. Różnice mogą także dotyczyć poszczególnych podkategorii, przyznając przykładowo większe znaczenie dla oceny ogólnej wskaźnikowi zanieczyszczenia powietrza i emisji gazów cieplarnianych niż wskaźnikowi poziomemu zużycia wody pitnej. W przypadku oceny jednego przedsiębiorstwa przez kilka różnych organizacji zajmujących się oceną firm pod kątem kryteriów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego dostarczone wyniki mogą zatem istotnie różnić się od siebie w zależności od tego która organizacja przygotowała ocenę. Jak wskazują badania, rozbieżności w ocenie działalności firm pod kątem ESG mogą być znaczące³⁵.

³³ Krupa, D. (2012). Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 46, 307–316. <https://paperity.org/p/97832533/fundusze-inwestycyjne-odpowiedzialne-spoecznie>.

³⁴ Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>.

³⁵ Park, S. R., Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>.

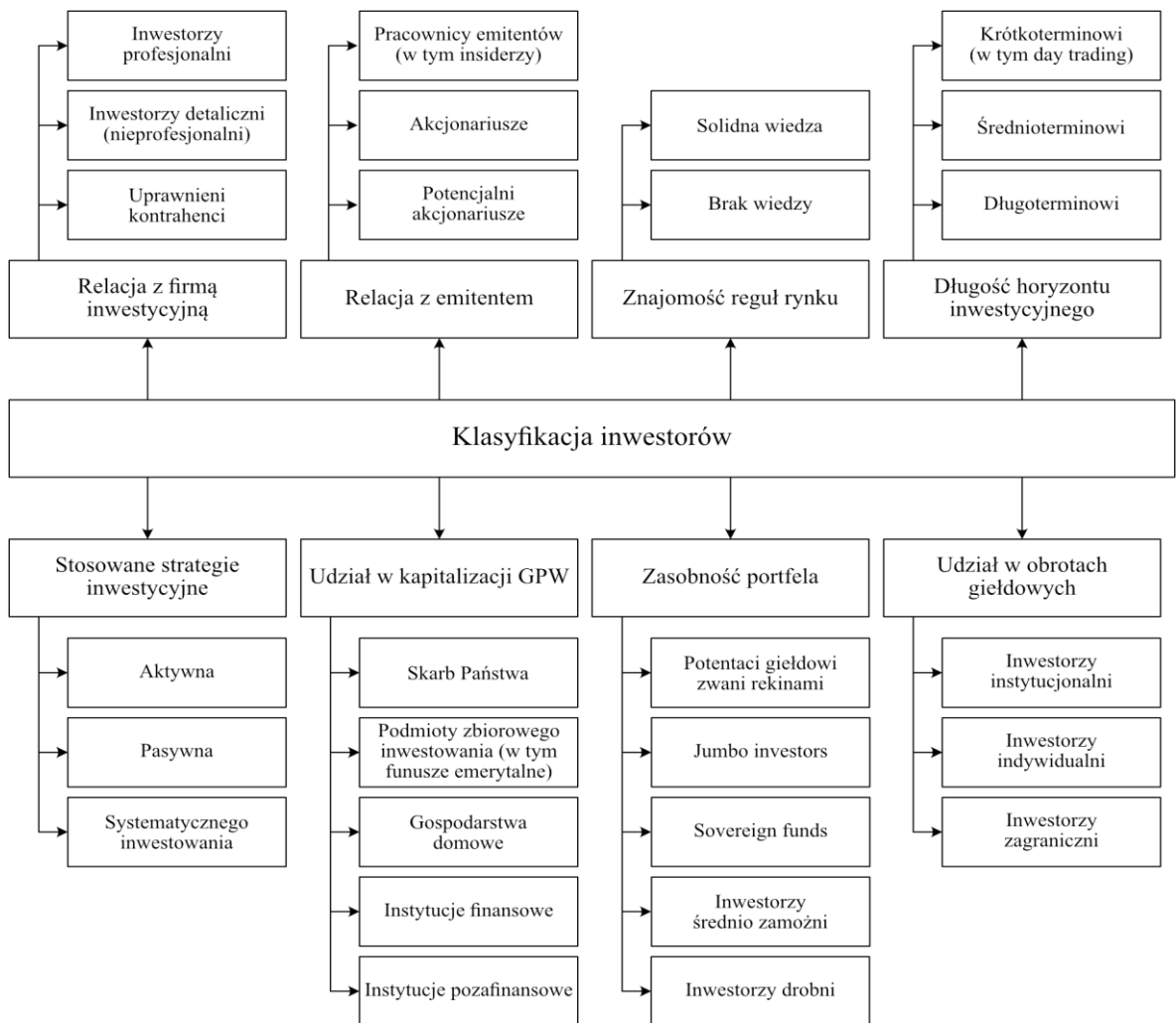
Tabela 1.2. Wybrane czynniki ESG w zależności od źródła informacji

Kryterium	Dostawca informacji ESG				
	Stakeholder Capitalism Matric	SASB	Refinitiv	MSCI	S&P Global
Środowiskowe (E)	<ul style="list-style-type: none"> - Dostępność wody pitnej - Zmiany klimatu - Zanieczyszczenie powietrza - Szkody w środowisku naturalnym - Ulepszanie produktów i usług 	<ul style="list-style-type: none"> - Zarządzanie energią i wodą - Emisja gazów cieplarnianych - Zmiany klimatu - Odpady i materiały niebezpieczne - Projektowanie i zarządzanie cyklem życia produktów - Szkody na środowisku naturalnym - Źródła pozyskiwania materiałów 	<ul style="list-style-type: none"> - Zużycie zasobów - Emisja - Innowacyjność strategii środowiskowej - Kontrowersje związane z działalnością na rzecz środowiska naturalnego 	<ul style="list-style-type: none"> - Czerpanie z zasobów naturalnych - Zmiany klimatu - Zanieczyszczenie i odpady - Strategia środowiskowa 	<ul style="list-style-type: none"> - Operacyjna wydajność ekologiczna - Strategia klimatyczna - Raportowanie środowiskowe - Polityka środowiskowa i system zarządzania
Społeczne (S)	<ul style="list-style-type: none"> - Godność i równość - Zdrowie i dobre samopoczucie - Umiejętności przyszłości - Zatrudnienie i tworzenie bogactwa - Wspólnota i wsparcie społeczne 	<ul style="list-style-type: none"> - Prawa człowieka i relacje społeczne - Kapitał ludzki - Jakość produktu, praktyki dotyczące bezpieczeństwa sprzedaży i oznakowanie produktów - Prywatność klienta - Ochrona danych - Dobro klienta - Dostęp i przystępność informacji 	<ul style="list-style-type: none"> - Prawa człowieka - Wspólnota - Siła robocza - Odpowiedzialność za produkt - Kontrowersje w kwestiach społecznych 	<ul style="list-style-type: none"> - Produkt, kapitał ludzki - Możliwości społeczne - Zadowolenie klienta, pracownika, dostawcy i innych interesariuszy 	<ul style="list-style-type: none"> - Prawa człowieka - Obywatelstwo korporacyjne i filantropia - Wskaźnik praktyk zatrudnienia - Przyciąganie i zatrzymywanie talentów - Zarządzanie relacją z klientami - Bezpieczeństwo i dostępność informacji - Wpływ polityki

					- Raportowanie społeczne
Ładu korporacyjnego (G)	<ul style="list-style-type: none"> - Etyczne zachowania - Cel zarządzania - Nadzór nad ryzykiem i szansami - Zaangażowanie interesariuszy - Jakość organu zarządzającego 	<ul style="list-style-type: none"> - Etyka biznesu - Odporność modelu biznesowego - Zarządzanie otoczeniem prawnoregulacyjnym - Zarządzanie łańcuchem dostaw - Zarządzanie ryzykiem (incydent krytyczny i systemowy) 	<ul style="list-style-type: none"> - Struktura zarządzania i systemu wynagrodzeń - Strategia i raportowanie ESG - Prawa akcjonariuszy - Kontrowersje w kwestiach zarządzania 	<ul style="list-style-type: none"> - Zachowania korporacyjne - Ład korporacyjny 	<ul style="list-style-type: none"> - Kodeksy postępowania w biznesie - Strategia podatkowa - Zarządzanie łańcuchem dostaw - Zarządzanie ryzykiem i sytuacjami kryzysowymi - Ład korporacyjny - Istotność (<i>Materiality</i>)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Park, S. R., Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>.

Schemat 1.3. Klasyfikacja inwestorów z uwagi na wybrane kryteria



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Banaszczak-Soroka, U. Inwestor na rynku papierów wartościowych [w:] Banaszczak-Soroka, U. (red.) (2016). Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny, C.H. Beck, Warszawa, s. 13.

W ostatnich latach w wyniku narastającej presji ze strony społeczeństwa zaniepokojonego nasilającymi się negatywnymi skutkami zmian klimatycznych Unia Europejska (UE) wprowadziła szereg działań mających na celu przede wszystkim ochronę środowiska naturalnego i klimatu (działania te zostaną szerzej opisane w rozdziale 2). Jedną z kluczowych implikacji podjętych przez Unię Europejską prac na rzecz zrównoważonego rozwoju i ochrony środowiska jest stworzenie własnej definicji zrównoważonych finansów oraz czynników ESG. Zgodnie z podejściem instytucji europejskich zrównoważone finanse to to proces uwzględniający aspekty środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego (ESG) przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w sektorze finansowym co skutkuje bardziej długoterminowym podejściem do inwestycji w zrównoważoną działalność gospodarczą i projekty wspierające ochronę środowiska. W rozumieniu polityki UE zrównoważone

finansowanie jest finansowaniem wspierającym wzrost gospodarczy przy jednoczesnym obniżeniu presji na środowisko z uwzględnieniem aspektów społecznych i ładu korporacyjnego³⁶.

Spółecznie odpowiedzialne inwestycje oraz inwestycje ekologiczne mogą być dokonywane zarówno przez sektor finansowy jak również inwestorów zaliczanych do sektora pozafinansowego. Szczegółową klasyfikację inwestorów rynku kapitałowego przedstawia schemat 1.3.

1.3.2. Koncepcje inwestowania społecznie odpowiedzialnego

W obszarze społecznie odpowiedzialnego inwestowania funkcjonują dwie grupy inwestorów. Pierwszą z nich stanowią inwestorzy instytucjonalni, preferujący zazwyczaj inwestycje długoterminowe. Tego rodzaju inwestorzy podejmując społecznie odpowiedzialne decyzje inwestycyjne biorą pod uwagę kryteria jakościowe. Drugą grupę stanowią inwestorzy indywidualni, zainteresowani ulokowaniem posiadanych środków finansowych zgodnie z reprezentowanymi przez nich poglądami religijnymi, politycznymi lub etycznymi³⁷. Obie grupy inwestorów mogą kierować się jedną z wielu filozofii inwestycyjnych, wynikających z ich wartości organizacyjnych lub indywidualnych. Różne filozofie inwestowania umożliwiają w odmiennym stopniu implementację aspektów ESG, przy czym inwestorzy mogą w ramach jednego portfela inwestycyjnego działać zgodnie z więcej niż jedną filozofią, różnicując je np. względem rodzaju aktywów lub branży. Tabela 1.3 zawiera główne filozofie inwestycyjne dla inwestycji społecznie odpowiedzialnych wraz z ich charakterystyką.

Inwestowanie etyczne – stanowi koncepcję najbardziej zbliżoną do pierwotnych form społecznie odpowiedzialnych inwestycji charakterystyczną na przykład dla członków wspólnot religijnych. Osoby takie podejmując decyzje inwestycyjne kierują się wyznawanymi wartościami i dokonują na ich podstawie swego rodzaju negatywnego badania przesiewowego, polegającego na wstępnym odrzuceniu inwestycji, które są zdaniem podejmującego decyzję niemoralne. Wśród chrześcijan niemoralnymi działaniami mogły być np. lichwa, prostytutka lub niewolnictwo, w przypadku wyznawców Islamu alkohol, produkcja i handel wieprzowiną itd. Inwestorzy kierujący się filozofią etycznego inwestowania godzą się z możliwością

³⁶ Overview of sustainable finance. (2021). Finance. z https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en (16.09.2022).

³⁷ Czerwonka M. (2013). Inwestowanie... op. cit., s. 37-38.

osiągnięcia mniejszych stóp zwrotu z inwestycji, przedkładając wyznawane wartości ponad osiągnięte zyski.

Inwestowanie zaangażowane społecznie (*Impact Investing*) jest filozofią inwestowania, ale również rodzajem strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego (strategie inwestycyjne zostaną szerzej omówione w kolejnym podrozdziale). Dla inwestorów kierujących się tą filozofią inwestycyjną zwrot z inwestycji ma istotny wpływ na decyzję inwestycyjną, chociaż część inwestorów potrafi zrezygnować z części zysku na rzecz uzyskania oczekiwanego pozytywnego wpływu na społeczeństwo lub środowisko. Często tego typu podejście do inwestycji bywa stosowane przez organizacje pozarządowe³⁸.

Inwestowanie filantropijne może się wydawać zbliżone do inwestowania zaangażowania społecznie. W obu przypadkach pierwszorzędne znacznie odgrywa wpływ na wybrany konkretny aspekt społeczny lub środowiskowy, jednak w różnicę znajdują się w podejściu do zysków z inwestycji. W przypadku poprzednio omawianego podejścia zysk stanowił istotny aspekt decyzji inwestycyjnej. Inwestowanie filantropijne natomiast jest nakierowane przede wszystkim na podejmowane działanie, a wielkość uzyskanego zwrotu przyjmuje drugorzędny charakter. Podejście to można by porównać do działań charytatywnych w szczególności w przypadku projektów niegenerujących zwrotów finansowych (lub zwroty te są blokowane na rzecz dalszej działalności), jednak w odróżnieniu od nich wycena celów, które mają być zrealizowane dokonywana jest przy użyciu wskaźników finansowych³⁹.

³⁸ Characteristic of impact investing. (n.d.). <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#characteristics-of-impact-investing> (15.11.2022).

³⁹ Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). What is Responsible Investment? *The Responsible Investor*, Routledge, Vol. 4–13. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-2>, s. 9-10.

Tabela 1.3. Zestawienie głównych filozofii inwestycyjnych dla społecznie odpowiedzialnych inwestycji

Filozofia inwestycyjna	Podejście do zwrotu z inwestycji	Podejście do wykluczenia	Podejście do wpływu	Podstawowy czynnik dla decyzji inwestycyjnych	Przykład inwestora
Inwestowanie etyczne	Gotowość do rezygnacji z części zwrotu ze względu na wyznawane wartości	Negatywne badanie przesiewowe (screening negatywny)	Znaczenie wpływu różni się w zależności od inwestorów	Wartości etyczne, osobiste lub organizacyjne	Organizacja religijna, która wyklucza kilka sektorów na podstawie swoich przekonań i wartości
Inwestowanie zaangażowane społecznie (Impact investing)	Zwrot z inwestycji jest ważną częścią podejmowania decyzji chociaż niektórzy inwestorzy są gotowi zrezygnować z części zysków w zamian za pozytywny mierzalny wpływ	Silna negatywna polityka wykluczenia, jeśli występuje niekorzystny wpływ na oczekiwany wynik środowiskowy lub społeczny	Stanowi podstawową motywację decyzji inwestycyjnych	Wymierny pozytywny wpływ na środowisko lub społeczeństwo połączony z akceptowalnym poziomem zwrotu	Organizacja pozarządowa inwestująca darowizny w celu wywarcia pozytywnego wpływu w oparciu o cele i wartości którymi się kieruje
Inwestowanie filantropijne	Zwrot drugorzędny w stosunku do wpływu	Silna negatywna polityka wykluczenia, jeśli występuje niekorzystny wpływ na pożądaną wynik środowiskowy lub społeczny	Jest podstawowym motorem decyzji inwestycyjnych	Wpływ na środowisko, społeczeństwo lub zarządzanie (ład korporacyjny)	Fundacja wspierająca swoje główne cele poprzez inwestycje
Inwestowanie zrównoważone	Maksymalizacja długoterminowego zwrotu przy uwzględnieniu ESG	Wykluczenie oparte na ryzyku	Znaczenie wpływu różni się w zależności od inwestorów	Zwroty skorygowane o ryzyko w połączeniu z kwestiami ESG	Fundusz emerytalny ze zdywersyfikowaną bazą klientów i beneficjentów oraz z wymogami dotyczącymi zwrotów i pozytywnymi wynikami środowiskowymi, społecznymi lub

					wynikającymi z zarządzania (ładu korporacyjnego)
Inwestowanie tradycyjne (bez implementacji czynników ESG)	Maksymalizacja zwrotów w różnych okresach	Brak wyłączeń	Wpływ nie jest uważany za istotny czynnik, ponieważ nie można go określić ilościowo w kategoriach pieniężnych	Zwroty skorygowane o ryzyko	Fundusz inwestycyjny w którym klienci nie widzą wartości w kwestiach ESG

Źródło: Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). What is Responsible Investment? The Responsible Investor, Routledge, 4–13. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-2>, s. 8.

Inwestowanie zrównoważone w odróżnieniu od omówionych wcześniej filozofii inwestycyjnych wyróżnia się wykorzystaniem przez inwestora kryteriów ESG w celu maksymalizacji długoterminowego zwrotu z inwestycji. Według tej koncepcji inwestor traktuje informacje o charakterze niefinansowym w postaci ESG jako dodatkowy element mogący poprawić profil ryzyka posiadanego portfela inwestycyjnego i osiągnąć stopy zwrotu. Zarówno kryteria ESG jak również zysk i ryzyko są jednakowo istotne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Istotność kryteriów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego może się różnić w zależności od preferencji inwestora, jednak zawsze powinien on traktować kwestie ESG jako całość, bez pomijania któregoś z trzech elementów. Inwestowanie zgodnie z przyjętą filozofią inwestycji zrównoważonych pozwala także na zastosowanie różnorodnych strategii inwestycyjnych⁴⁰ (szerzej strategie inwestycyjne zostaną opisane w punkcie 1.4).

Ostatnią z przytoczonych filozofii inwestycyjnych jest inwestowanie tradycyjne. W tej kategorii mieszczą się inwestorzy, dla których nadrzędnym i jedynym celem jest maksymalizacja zwrotów z inwestycji w przyjętym przez siebie okresie czasu. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych inwestor dokonuje kalkulacji ryzyka bez uwzględniania aspektów społecznych, środowiskowych czy ładu korporacyjnego.

Niektórzy badacze uważają, że koncepcje (czy też filozofie) inwestowania społecznie odpowiedzialnego można klasyfikować ze względu na motywy stojące za wyborem konkretnego typu inwestycji z zakresu SRI. Można zatem podzielić inwestycje społecznie odpowiedzialne na⁴¹:

- zielone inwestowanie,
- inwestycje oparte na wartościach moralnych,
- społeczne inwestowanie,
- zrównoważone inwestowanie.

Zielone inwestowanie (lub też inwestowanie proekologiczne) stanowi podejście inwestycyjne najsilniej nakierowane na aspekty środowiskowe spośród wymienionych. Inwestorzy dokonujący zielonych inwestycji integrują czynniki środowiskowe w analizę portfela inwestycyjnego i zarządzanie ryzykiem, koncentrując się na inwestycjach, które⁴²:

- przyczyniają się do ochrony zasobów naturalnych,
- wytwarzają energię z odnawialnych źródeł,

⁴⁰ Hyrske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). What is Responsible... op. cit.

⁴¹ Czerwonka M. (2013). Inwestowanie... op. cit., s. 26-35.

⁴² Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2019). Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments. Routledge, London, s. 208.

- przyczyniają się do poprawy jakości powietrza i wody,
- realizują inne przyjazne dla środowiska praktyki biznesowe.

Inwestycje oparte na wartościach koncentrują się przede wszystkim na sferze etycznej dokonywanych inwestycji (stąd też często są utożsamiane z inwestowaniem etycznym). Ich cechą charakterystyczną jest kierowanie się zasadami właściwymi dla religii, z którą utożsamia się inwestor.

Spółeczne inwestowanie w przytoczonej koncepcji stanowi swego rodzaju połączenie celów inwestorów z celami społecznymi i ekologicznymi. Takie podejście ma zaspokoić podstawowe potrzeby społeczności poprzez integrację działań gospodarczych, politycznych i społecznych przy zachowaniu równowagi przyrodniczej. Działania inwestycyjne tego typu koncentrują się przede wszystkim na relatywnie uboższych społecznościach, wspierając ich rozwój⁴³.

Zrównoważone inwestycje są rozumiane w tej klasyfikacji jako inwestycje koncentrujące się na celach zrównoważonego rozwoju. Zrównoważony rozwój natomiast polega na „zaspokajaniu materialnych potrzeb dzisiejszego społeczeństwa, bez stawiania pod znakiem zapytania szans na normalne życie przyszłych pokoleń”⁴⁴. Kluczowe znaczenie odgrywa w tym przypadku spojrzenie na rozwój w szerszym ujęciu, koncentrującym się nie tylko na wzroście gospodarczym, ale również na integracji problemów ekologicznych, społecznych gospodarczych oraz przestrzennych.

Implementacja czynników ESG w funkcjonowanie przedsiębiorstwa oraz proces podejmowania decyzji inwestycyjnej poza wymiernymi korzyściami dla otoczenia powinna również znaleźć odzwierciedlenie w aspekcie finansowym, wpływając korzystnie na wartość firmy, wiarygodność, a także uzyskiwane przez inwestorów długoterminowe stopy zwrotu. W kwestii wpływu czynników ESG na aspekty finansowe brak jest jednoznacznego konsensusu wśród badaczy⁴⁵.

⁴³ Czerwonka M. (2013). *Inwestowanie...* op. cit., s. 32.

⁴⁴ Czerwonka M. (2013). *Inwestowanie...* op. cit., s. 36 za: M. Carley, P. Spapens. (2000). *Dzielenie się światem – zrównoważony sposób życia i globalnie sprawiedliwy dostęp do zasobów naturalnych w XXI wieku*, Wydawnictwo IiE, Białystok.

⁴⁵ von Wallis, M., & Klein, C. (2014). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61–98. <https://doi.org/10.1007/s40685-014-0015-7>.

Duliniec, A. (2015). *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne - przejściowa moda czy trwała tendencja?* *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 1(937), 39–49. <https://doi.org/10.15678/znupek.2015.0937.0103>.

1.3.3. Czynniki wpływające na preferencje inwestycyjne inwestorów w obszarze SRI

1.3.3.1. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w ujęciu klasycznej teorii portfelowej H. Markowitza

Decyzja to zdaniem A. Koźmińskiego – świadomy oraz nielosowy wybór jednego z rozpoznawanych i (w ocenie decydenta) możliwych do spełnienia wariantów przyszłego działania⁴⁶. W ujęciu klasycznej teorii modelowy uczestnik rynku podejmuje racjonalne decyzje przy alokowaniu posiadanych środków finansowych. Próbę wyjaśnienia zachowania inwestorów przy wyborze odpowiednich instrumentów do swojego portfela inwestycyjnego podjął się w latach 50-tych XX wieku H. Markowitz, czego efektem było sformułowanie nowoczesnej teorii portfelowej. Zgodnie z tą teorią inwestor w swoich decyzjach inwestycyjnych bierze pod uwagę dwa elementy: oczekiwaną stopę zwrotu oraz wariancję stopy zwrotu. Oczekiwana stopa zwrotu stanowi wielkość zysku jaki inwestor oczekuje osiągnąć z danej inwestycji. Wariancja stopy zwrotu wyraża natomiast zmienność potencjalnego wyniku i stanowi odzwierciedlenie ryzyka podejmowanego przez inwestora wiążącego się z inwestycją. Teoria portfelowa Markowitza przyjmuje zatem, że optymalizacja portfela inwestycyjnego następuje pod względem nie tylko maksymalizacji wartości oczekiwanego zysku, ale również ograniczenia potencjalnego ryzyka (wariancji) osiągnięcia rezultatu innego niż oczekiwany. Model zaproponowany przez Markowitza zakłada⁴⁷:

- opisywanie każdej inwestycji przez inwestorów za pomocą rozkładu prawdopodobieństwa oczekiwanych stóp zwrotu w jednakowym okresie czasu,
- maksymalizację jednookresowej oczekiwanej użyteczności,
- wykorzystanie zmienności (wariancji) oczekiwanych stóp zwrotu do szacowania ryzyka portfela,
- podejmowanie decyzji wyłącznie w oparciu o oczekiwane stopy zwrotu i ryzyko,
- preferencję wyższych stóp zwrotu dla danego poziomu ryzyka lub preferencję niższego ryzyka dla danego poziomu oczekiwanej stopy zwrotu.

Ostatnie z postulowanych przez Markowitza założeń, dotyczące preferencji maksymalizacji oczekiwanej stopy zwrotu przy tożsamym poziomie ryzyka (lub minimalizacji ryzyka przy takiej samej oczekiwanej stopie zwrotu) oznacza, że racjonalni inwestorzy powinni wybierać tylko jeden spośród dużej liczby portfeli inwestycyjnych. Tylko jeden z nich będzie bowiem zapewniał najniższe ryzyko przy jednakowej oczekiwanej stopie zwrotu. Podobnie w

⁴⁶ Koźmiński A.K. (1978). Decyzje. Analiza systemowa organizacji, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

⁴⁷ Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1), 77. <https://doi.org/10.2307/2975974>.

przypadku portfeli wyróżniających się jednakowym poziomem ryzyka, tylko jeden z nich będzie gwarantował najwyższą oczekiwaną stopę zwrotu. Są to szczególne portfele, preferowane przez racjonalnych inwestorów, określane mianem portfeli efektywnych⁴⁸. Przedstawione zależności pozwalają także na wskazanie sposobu ograniczenia ryzyka portfela inwestycyjnego. Możliwe jest zmniejszenie ryzyka portfela poprzez włączenie dodatkowych instrumentów o podobnej oczekiwanej stopie zwrotu co pozostałe składniki portfela, ale skorelowane względem nich ujemnie. W praktyce jednak zazwyczaj wystarczająca jest bardzo niska korelacja pomiędzy doboranymi do portfela instrumentami. Takie działanie określane jest mianem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Poziom ryzyka akceptowalny dla danego inwestora może być zróżnicowany i zależy między innymi od indywidualnego podejścia do ryzyka. Wyszczególnia się stosunki do ryzyka takie jak⁴⁹:

- awersja do ryzyka – przejawiana jest przez inwestorów, którzy wolą otrzymać pewną kwotę wypłaty, rezygnując tym samym z wzięcia udziału w loterii (cechującą się większą wariancją),
- skłonność do ryzyka – charakteryzująca inwestorów, którzy preferują wybór wzięcia udziału w loterii bardziej niż otrzymanie pewnej wypłaty pomimo takiej samej wartości oczekiwanej,
- obojętność wobec ryzyka – wykazują ją inwestorzy, dla których obojętne jest, czy otrzymają pewną wypłatę, czy wezmą udział w loterii, jeżeli oba zdarzenia mają taką samą wartość oczekiwaną.

Teoria przedstawiona przez Markowitza stanowiła podstawę dalszych badań, których efektem było między innymi stworzenie przez Wiliama Sharpe'a w 1963 roku modelu CAPM (Capital Assets Pricing Model), umożliwiającego wycenę aktywów kapitałowych. Największą zmianą dokonaną w modelu CAPM względem teorii Markowitza było zastąpienie wariancji i kowariancji dla poszczególnych par aktywów na rzecz pojedynczego parametru beta (β). Podobnie jak w przypadku teorii Markowitza, aby model CAPM mógł funkcjonować konieczne jest przyjęcie specyficznych założeń⁵⁰:

⁴⁸ Jajuga, K., & Jajuga, T. (1996). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

⁴⁹ Zielonka, P. (2022). *Gięda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa, s. 34.

⁵⁰ Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2013). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (9th ed.). Wiley, s. 291.

- brak kosztów kupna i sprzedaży aktywów – ograniczenie wprowadzone ze względu na zmniejszenie zbędnej złożoności modelu. Ponadto przypuszczalnie koszty transakcyjne mają niewielkie znaczenie dla decyzji inwestorów,
- nieskończona podzielność aktywów – inwestorzy mogą zajmować dowolną pozycję w inwestycji, bez względu na wielkość kapitału jakim dysponują,
- brak podatku dochodowego od osób fizycznych – inwestorowi obojętne jest, czy otrzyma zwrot z inwestycji w formie dywidendy czy też zysku z transakcji,
- żaden pojedynczy inwestor nie może wpływać swoim zachowaniem na cenę akcji,
- inwestorzy podejmują decyzje o wyborze składników portfela inwestycyjnego wyłącznie na podstawie wartości oczekiwanej zwrotu oraz ich odchyłeń standardowych,
- dozwolona jest nieograniczona krótka sprzedaż,
- nieograniczone pozyskiwanie i pożyczanie kapitału z oprocentowaniem równym stopie wolnej od ryzyka – inwestor ma możliwość udzielenia pożyczki innemu uczestnikowi rynku dowolnej sumy środków pieniężnych oraz uzyskania pożyczki od innego uczestnika rynku w dowolnej wysokości,
- inwestorzy podejmują decyzję na podstawie średniej i wariancji oczekiwanych zwrotów (lub cen) w jednakowym okresie czasu, przy czym zakłada się, że dla wszystkich inwestorów dany okres czasu jest rozumiany jednakowo,
- wszyscy inwestorzy mają takie same oczekiwania względem niezbędnych danych do podjęcia decyzji inwestycyjnej,
- wszystkie aktywa (w tym także kapitał ludzki) można nabywać lub zbywać na rynku.

Wiele z powyższych założeń w przypadku prób praktycznego zastosowania modelu CAPM do opisanego faktycznych zdarzeń mających miejsce na rynku jest często niemożliwa do spełnienia. Sam model przez lata był przedmiotem wielu opracowań, podejmujących próby jego udoskonalenia lub też udowadniających niedoskonałości modelu. Krytyka dotyczyła między innymi współczynnika beta (β). E. F. Fama i K. R. French przedstawili empiryczne dowody na brak zależności pomiędzy ryzykiem a oczekiwanym zwrotem na rynku kapitałowym w USA⁵¹. Kompleksową a zarazem znacznie rozbudowaną krytykę wobec przydatności modelu CAPM przedstawił w ostatnich latach P. Fernandez, który w swoich badaniach podważa zdolność omawianego modelu do objaśniania zależności między oczekiwanymi zwrotami a ryzykiem. Ponadto szeroko krytykuje osoby przekonane o

⁵¹ Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>.

skuteczności modelu CAPM w ograniczonym zakresie (przy spełnieniu specyficznych warunków) zarzucając, że jego funkcjonowanie oparte jest przede wszystkim na wierze, wynikającej z niedostatecznej wiedzy i analizy danych⁵².

W przypadku teorii portfelowej Markowitza również na przestrzeni lat pojawiło się wiele zastrzeżeń oraz badań kwestionujących jej zdolność do opisywania zjawisk rynkowych. Słabości teorii pozwalają przede wszystkim na jej wykorzystanie przy normatywnym opisie funkcjonowania rynku doskonale racjonalnych inwestorów. Założenia teorii Markowitza ograniczające jej zdolność do opisu rzeczywistych sytuacji rynkowych wskazał między innymi P. Zielonka⁵³. Zauważa on, że sam proces budowy portfela inwestycyjnego składa się z dwóch etapów: formułowania opinii dotyczących przyszłego zachowania analizowanych przez inwestora papierów wartościowych (w oparciu o własne doświadczenie i obserwacje) oraz konstruowania portfela inwestycyjnego. Markowitz w swojej teorii skoncentrował się na wyjaśnieniu drugiego etapu. Praktyka inwestycyjna dowodzi jednak, że większość problemów w obiektywnym modelowaniu zjawisk zachodzących na rynkach dotyczy już pierwszego etapu budowy portfela inwestycyjnego. Formułowanie opinii na temat przyszłych zachowań zmian cen papierów wartościowych może okazać się trudnym zadaniem z wielu powodów. Samo oszacowanie stóp zwrotu oraz wariancji i kowariancji może okazać się problematyczne. Zazwyczaj do tego typu analiz wykorzystywane są dane historyczne, których wykorzystanie może skutkować znaczną podatnością uzyskanych w ten sposób rezultatów na przyjęte założenia początkowe, takie jak punkt początkowy lub długość analizowanego okresu. Problem może również stanowić niestacjonarność procesu stochastycznego, czyli zmienność wartości estymowanych w czasie. Zjawiska tego typu mogą występować np. w okresach gwałtownych spadków cen. Wówczas większość akcji wykazuje dodatnią korelację ceny ze stopą zwrotu⁵⁴. Niestacjonarność może być także spowodowana wydarzeniami rzadkimi, które w krótkim czasie potrafią gwałtownie zmienić sytuację na rynku (tzw. czarne łabędzie – *black swans*). Przykład tego rodzaju zdarzeń mogą stanowić kilkunastoprocentowe spadki cen akcji w ciągu jednej sesji giełdowej⁵⁵.

Ograniczenia teorii Markowitza i modelu CAPM skłoniły badaczy do prac nad jej udoskonaleniem w taki sposób, żeby lepiej odzwierciedlała rzeczywiste zachowania

⁵² Fernandez, P. (2017). Is It Ethical to Teach That Beta and CAPM Explain Something? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2980847>.

⁵³ Zielonka P. (2022). Giełda... op. cit., s. 26.

⁵⁴ Zielonka P. (2022). Giełda...op. cit., s. 26 za: Warneryd K. E. (2001). Stock-Market Psychology. How People Value and Trade Stocks. Northampton: Edward Elgar.

⁵⁵ Ibidem, s. 26.

występujące na rynku. Powstało w ten sposób wiele wariantów oryginalnej teorii takich jak: CAPM warunkowy, ciągły, międzynarodowy, CAPM w wielu okresach⁵⁶.

Teoria Markowitza i model CAPM pomimo krytyki dotyczącej ich praktycznej przydatności są w ostatnich latach również wykorzystywane do badań nad efektywnością portfeli uwzględniających kryteria ESG⁵⁷. Dołączenie kryteriów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego do teorii portfelowej Markowitza zaproponowali między innymi S. M. Gasser, M. Rammerstorfer i K. Weinmayer⁵⁸ proponując autorski wariant teorii, rozbudowany o ryzyka ESG. W przeprowadzonym badaniu empirycznym (ograniczonym do ponad 6 tys. międzynarodowych spółek indeksowanych w bazie danych Thomson Reuters ASSET4 ESG) autorzy wykazali, że inwestorzy nastawieni na maksymalizację efektów odpowiedzialności społecznej najczęściej osiągają mniejsze stopy zwrotu z inwestycji niż inwestorzy niebiorący pod uwagę kryteriów społecznej odpowiedzialności. Jednocześnie potwierdzona została możliwość osiągnięcia optymalnego portfela inwestycyjnego, nastawionego w pewnym niewielkim stopniu na kryteria ESG. Zdaniem autorów taki portfel można osiągnąć poprzez wykluczenie wszystkich aktywów nieposiadających pozytywnej oceny pod kątem społecznej odpowiedzialności, a następnie optymalizację składu portfela względem oczekiwanej relacji zwrotu w stosunku do ryzyka.

Inne badania, prowadzone na rynku finansowym w USA wskazują, że budowa portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem kryteriów ESG może sprzyjać osiągnięciu niższych zwrotów niż w przypadku odpowiadających im portfeli tradycyjnych, budowanych w ramach indeksu Dow Jones. Wnioski zostały sformułowane na podstawie analizy spółek z lat 2015-2019, a miary aspektów ESG wykorzystane w badaniu dostarczone zostały przez MSCI⁵⁹. Podobne wnioski zostały sformułowane na podstawie badań prowadzonych w oparciu o spółki notowane na nowojorskiej giełdzie NYSE⁶⁰.

⁵⁶ Urbański, S. (2011). Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym - weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, s. 51-57.

⁵⁷ Jin, I. (2022). Systematic ESG Risk and Decision Criteria for Optimal Portfolio Selection. *The Journal of Portfolio Management*, 48(10), 206–225. <https://doi.org/10.3905/jpm.2022.1.418>.

Gasser, S. M., Rammerstorfer, M., Weinmayer, K. (2017). Markowitz revisited: Social portfolio engineering. *European Journal of Operational Research*, 258(3), 1181–1190. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.10.043>.

⁵⁸ Gasser, S. M., Rammerstorfer, M., Weinmayer, K. (2017). Markowitz revisited...op. cit.

⁵⁹ Schmidt, A. B. (2020). Optimal ESG portfolios: an example for the Dow Jones Index. *Journal of Sustainable Finance Investment*, 12(2), 529–535. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1783180>

⁶⁰ López Prol, J., Kim, K. (2022). Risk-return performance of optimized ESG equity portfolios in the NYSE. *Finance Research Letters*, 50, 103312. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103312>.

W przypadku azjatyckich rynków wschodzących analizy w oparciu o chiński indeks CSI 300 pod kątem efektywności portfeli uwzględniających kryteria ESG dokonali Z. Wang, K. Liao oraz Y. Zhang⁶¹. Wnioski wyciągnięte na podstawie analizy ilościowej portfeli o różnym stopniu istotności kryteriów ESG wykorzystywanych przy ich tworzeniu pozwalają stwierdzić, że wybór portfela uwzględniającego ESG obok wartości oczekiwanej i ryzyka wiąże się ze zmniejszeniem osiąganego zwrotu skorygowanego o ryzyko w porównaniu do portfeli nieuwzględniających kwestii ESG. Ponadto autorzy uznają szkodliwość ESG wobec wartości portfela spowodowaną koniecznością wykluczenia akcji o korzystnej charakterystyce oczekiwanej stopy zwrotu w stosunku do ryzyka. Taki styl inwestowania prowadzi zdaniem autorów do dodatkowych kosztów obciążających zarówno zorientowanych na aspekty ESG oraz tych niezainteresowanych ESG.

Przytoczone do tej pory wyniki badań dowodzą gotowości do obniżenia poziomu oczekiwanej stopy zwrotu skorygowanej o ryzyko dla inwestora zainteresowanego implementacją kryteriów ESG. Nie wszystkie badania jednak potwierdzają takie wnioski. Część badań sugeruje korzystny wpływ implementacji kryteriów ESG w budowę portfela inwestycyjnego. Zdaniem R. Samyukth fundusz ESG, który był przedmiotem badania, charakteryzował się ponadprzeciętnym współczynnikiem Sharpe'a, reprezentującym iloraz premii za ryzyko (wyrażonej jako różnicę średniej stopy zwrotu z portfela oraz średniej stopy zwrotu wolnej od ryzyka) i odchylenia standardowego stopy zwrotu portfela w danym okresie⁶². Ch. Geczy, J. Guerard i M. Samonov⁶³ sugerują natomiast, że w niektórych przypadkach informacje ESG mogą przyczyniać się do większych zwrotów uzyskiwanych z portfela inwestycyjnego.

Wyniki badania G. Serafeim przeprowadzonego z wykorzystaniem danych big data dotyczących spółek notowanych na różnych giełdach sugerują, że dynamika nastrojów społecznych wobec działań firmy w zakresie zrównoważonego rozwoju istotnie wpływa na realizowane stopy zwrotu z działalności. Spółki o wysokim poziomie społecznej odpowiedzialności również charakteryzują się wyższą wyceną rynkową mierzoną P/BV (wycena rynkowa w stosunku do wartości księgowej) oraz wyższym wskaźnikiem ROE

⁶¹ Wang, Z., Liao, K., & Zhang, Y. (2021). Does ESG Screening Enhance or Destroy Stock Portfolio Value? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(10), 2927–2941. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2021.2014317>.

⁶² Samyukth, R. (2021). Impact of ESG Rating of Companies on the Portfolio Performance. *Shanlax International Journal of Management*, 8(4), 34–42. <https://doi.org/10.34293/management.v8i4.3726>

⁶³ Geczy, C. C., Guerard, J. B., Samonov, M. (2020). Warning: SRI Need Not Kill Your Sharpe and Information Ratios—Forecasting of Earnings and Efficient SRI and ESG Portfolios. *The Journal of Investing*, 29(2), 110–127. <https://doi.org/10.3905/joi.2020.1.115>.

(wyższą rentownością kapitałów własnych)⁶⁴. Istotność poszczególnych elementów wchodzących w skład ESG oraz ich przełożenie na przyszłość spółek może być zróżnicowane pod względem regionu, branży lub strategii przyjętej przez przedsiębiorstwo (np. kwestia czystości powietrza jest bardziej istotna na obszarze o wysokim stopniu zanieczyszczenia)⁶⁵. Nie wszystkie składowe ESG wydają się zatem mieć takie samo (uniwersalne) znaczenie z punktu widzenia inwestora i przyszłego rozwoju przedsiębiorstwa. Wcześniejsze badania wskazują na istotność obszarów związanych z ESG dla przyszłych wyników spółki. Obszary nieistotne z punktu widzenia zrównoważonego rozwoju nie przyczyniały się znacząco do poprawy sytuacji podmiotu w przyszłości. Spółki wysoko oceniane w obszarach ESG wykazywały się większą efektywnością niż przedsiębiorstwa których ocena w tym obszarze była niższa⁶⁶. Wysoka ocena pod względem kryteriów ESG stanowiła także według niektórych badań zaletę w obliczu pandemii COVID-19. Spółki społecznie odpowiedzialne sprawniej komunikowały się z otoczeniem, a wyceny ich akcji wolniej poddawały się powszechnym spadkom na giełdach całego świata, wywołanym pandemicznymi restrykcjami⁶⁷.

Można również wskazać przykłady badań, które nie dostarczają dowodów na wyraźną poprawę lub pogorszenie wyników uzyskiwanych przez portfele z wysokim lub niskim poziomem implementacji kryteriów ESG. Badanie przeprowadzone przez J. De Spiegeleer i in.⁶⁸ w oparciu o aktywa z indeksów STOXX Europe 600 oraz Russell 1000, wielkość emisji gazów cieplarnianych dowodzą, że portfele o obniżonym poziomie emisji niekoniecznie wiążą się ze zwiększonym ryzykiem lub zmniejszonymi zwrotami w porównaniu do inwestycji skupionych wyłącznie na zwrocie i ryzyku. Pod względem wyników portfeli ograniczonych przez kryteria ESG istotny okazuje się wybór agencji ratingowej, dokonującej oceny aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego⁶⁹.

⁶⁴ Serafeim, G. (2020). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 26–46. <https://doi.org/10.1080/0015198x.2020.1723390>

⁶⁵ Amel-Zadeh, A., Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>.

⁶⁶ Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>.

⁶⁷ Cheema-Fox, A., LaPerla, B. R., Serafeim, G., & Wang, H. (2020). Corporate Resilience and Response During COVID-19. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3578167>.

⁶⁸ De Spiegeleer, J., Höcht, S., Jakubowski, D., Reyners, S., Schoutens, W. (2021). ESG: a new dimension in portfolio allocation. *Journal of Sustainable Finance Investment*, 1–41. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1923336>.

⁶⁹ Qi, Y., Li, X. (2020). On Imposing ESG Constraints of Portfolio Selection for Sustainable Investment and Comparing the Efficient Frontiers in the Weight Space. *SAGE Open*, 10(4), 215824402097507. <https://doi.org/10.1177/2158244020975070>.

Rosnąca popularność inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz coraz większe zainteresowanie społeczeństwa i inwestorów kwestiami ESG doprowadziły do powstania pierwszych bardziej zaawansowanych modeli implementujących kryteria ESG w proces tworzenia portfela inwestycyjnego. Modele te mają umożliwić inwestorom odejście od prostych metod selekcji spółek i uwzględnienie zróżnicowanych preferencji co do zapewnienia satysfakcjonującego poziomu realizacji celów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego. Takie podejście ma zapewnić większą optymalizację oczekiwanych efektów zarówno finansowych jak również środowiskowych. L. H. Pedersen, S. Fitzgibbons i L. Pomorski⁷⁰ opracowali konceptualne ramy dla ilościowego wyrażania kosztów i korzyści związanych z implementacją kryteriów ESG w budowę portfeli inwestycyjnych. W przeprowadzonych badaniach empirycznych, mających na celu walidację zaprezentowanego modelu zauważają dodatkowo, że portfel oparty o aspekty ładu korporacyjnego (a właściwie zmienna reprezentująca aspekty ładu korporacyjnego, skonstruowana na podstawie agresywności firmy w dokonywanych wyborach księgowych w rozliczeniach międzyokresowych zawartych w sprawozdaniach finansowych) daje zauważalnie większe zwroty. Czynniki zaliczane przez autorów do aspektów społecznych S nie wykazały żadnego istotnego związku z uzyskiwanymi stopami zwrotu. W przypadku portfeli opartych o E (reprezentowanych przez poziom emisji dwutlenku węgla) wyższe zwroty udało się badaczom potwierdzić jedynie w przypadku założenia 10% poziomu istotności. Podobne wyniki uzyskano dla zwrotów z portfela ESG (ESG - wyrażone jako ogólny wskaźnik ESG dostarczony przez MSCI)⁷¹.

⁷⁰ Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>.

⁷¹ Ibidem.

1.3.3.2. Etyczny portfel inwestycyjny

W oparciu o model społecznej odpowiedzialności autorstwa Carroll oraz behawioralny portfel inwestycyjny Shefrin i Statman M. Czerwonka sformułowała autorską etyczną teorię inwestowania⁷². Koncepcja ta zakłada odrzucenie przez inwestora zasad klasycznej teorii portfelowej Markowitza na rzecz behawioralnego portfela inwestycyjnego. Rodzaje inwestycji zostały w niej przedstawione w formie trójszczeblowej piramidy, a rozmieszczenie poszczególnych składowych determinowane jest poprzez poziom rentowności oraz satysfakcji. Fundament stanowią inwestycje w podstawowe instrumenty rynku kapitałowego, składające się z instrumentów uznawanych za mało ryzykowne (takie jak obligacje skarbowe) oraz tych bardziej ryzykownych, dających szansę na większy zysk (np. akcje). Odzwierciedlają one zdaniem autorki podstawową potrzebę osiągnięcia zysku z przedsięwzięcia (model Carroll) oraz zapewnienia bezpieczeństwa inwestycji (model Shefrin i Statman). Poziom ten charakteryzuje się najwyższą rentownością przy najniższym poziomie satysfakcji (schemat 1.4).

Drugi poziom modelu portfela etycznego stanowią inwestycje społecznie odpowiedzialne. Inwestor po zaspokojeniu swoich podstawowych potrzeb (zapewnieniu satysfakcjonującej zyskowności inwestycji) zaczyna odczuwać potrzebę spełnienia w zakresie społecznym. Przejawem realizacji tego typu potrzeb mogą być między innymi inwestycje społecznie odpowiedzialne. Przeznaczając część środków na rzecz inwestycji SRI inwestor może zwiększyć poziom satysfakcji. Według modelu przedstawionego na schemacie 1.3 wzrostowi satysfakcji z inwestycji towarzyszy spadek rentowności, chociaż jak zauważa Czerwonka, badania nie wskazują jednoznacznie na niższą rentowność funduszy SRI⁷³. Podobny brak niejednoznaczności wyników badań był widoczny w omawianych wcześniej implementacjach kryteriów ESG do teorii portfelowej Markowitza.

Trzeci i ostatni poziom etycznego portfela inwestycyjnego przedstawionego na schemacie 1.3 stanowi działalność filantropijna. Obejmuje ona dobrowolne, bezinteresowne działanie na rzecz potrzebujących. W przypadku filantropii korporacyjnej motywacją może być na przykład poprawa wizerunku, czy też altruizm zarządzających. W przypadku inwestorów

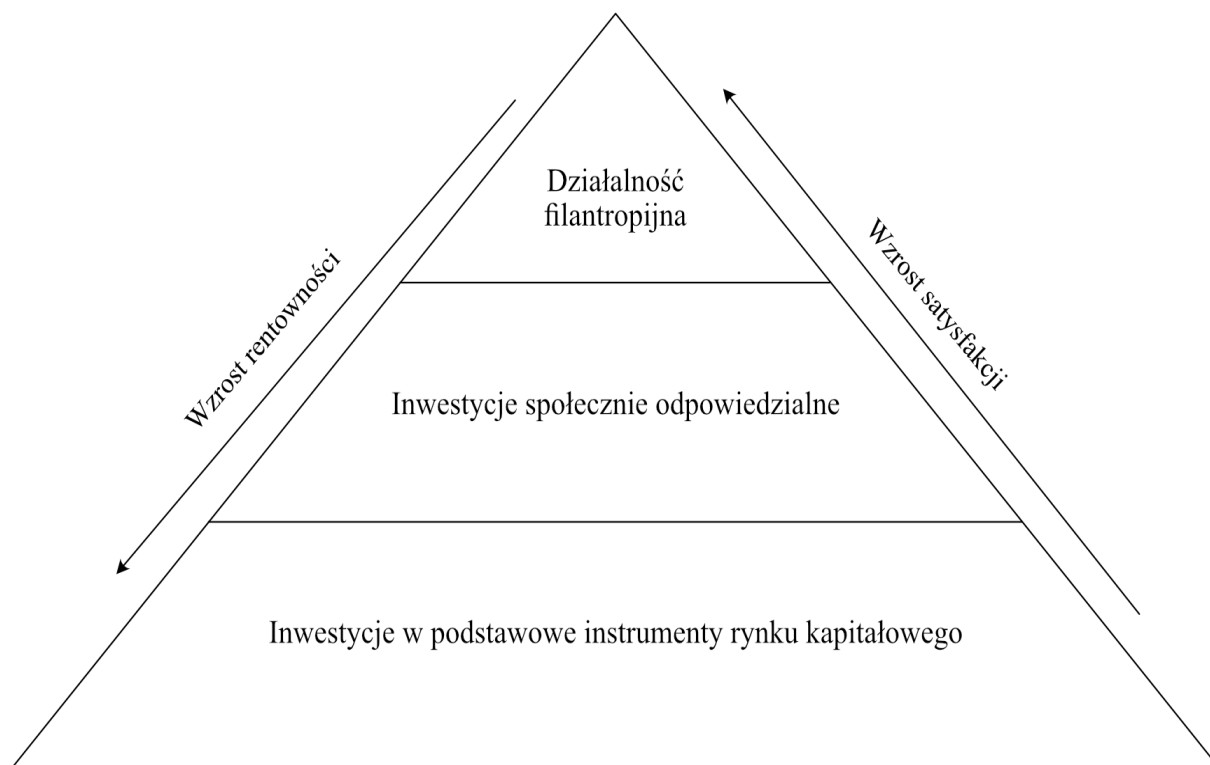
⁷² Czerwonka, M. (2011) Behawioralna i etyczna teoria inwestowania. Studia I Prace Kolegium Zarządzania I Finansów / Szkoła Główna Handlowa, 53–63.

<http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171224849>.

⁷³ Ibidem.

indywidualnych działania filantropijne wynikają z potrzeby zaspokojenia najwyższych szczebli hierarchii wartości⁷⁴.

Schemat 1.4. Piramida etycznego portfela inwestycyjnego



Źródło: Czerwonka, M. (2011) Behawioralna i etyczna teoria inwestowania. Studia I Prace Kolegium Zarządzania I Finansów / Szkoła Główna Handlowa, 53–63.
<http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171224849>.

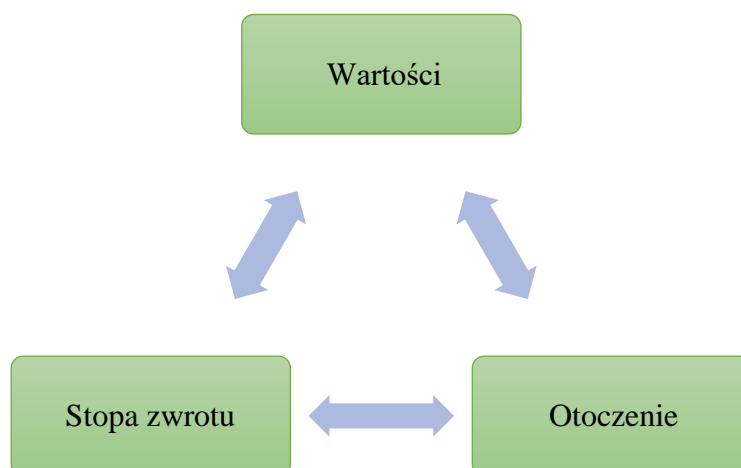
1.3.3.3. Czynniki oddziałujące na decyzje inwestycyjne uwzględniające kwestie społecznej odpowiedzialności

Biorąc pod uwagę znaczną liczbę czynników wpływających na podejmowane przez inwestorów decyzje inwestycyjne w literaturze występuje wiele różnych kryteriów ich klasyfikacji. Z punktu widzenia społecznie odpowiedzialnych inwestycji interesującą koncepcję przedstawia A. Hyske i in⁷⁵., wyszczególniając trzy kluczowe, wzajemnie na siebie oddziałujące czynniki, mające wpływ na ostateczny rezultat procesu decyzyjnego (schemat 1.5).

⁷⁴ Ibidem.

⁷⁵ Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., Sievänen, R. (2022). Drivers of Responsible Investment. The Responsible Investor, Routledge, 22–35. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-4>, s. 22.

Schemat 1.5. Czynniki wpływające na społecznie odpowiedzialne inwestycje



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., Sievänen, R. (2022). Drivers of Responsible Investment. *The Responsible Investor*, Routledge, 22–35. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-4>, s. 22.

Wartości oraz przekonania inwestora można klasyfikować w sposób zaproponowany przez S. H. Schwartz'a, który w swojej teorii wyszczególnił 10 uniwersalnych wartości zaklasyfikowanych do 4 wymiarów (ochrony, samodoskonalenia, otwartości na zmiany oraz samo transcendencji)⁷⁶:

- konformizm – wymiar ochrony,
- tradycja – wymiar ochrony,
- bezpieczeństwo – wymiar ochrony,
- siła – wymiar samodoskonalenia,
- osiągnięcia – wymiar samodoskonalenia,
- hedonizm – wymiar samodoskonalenia (50%), otwartość na zmiany (50%)
- stymulacja – wymiar otwartości na zmiany,
- własny kierunek – wymiar otwartości na zmiany,
- uniwersalizm – wymiar samo transcendencji,
- życzliwość – wymiar samo transcendencji.

Powyższe wartości zdaniem badaczy mogą istotnie oddziaływać na decyzje inwestycyjne w szczególności w kwestiach związanych ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem, stanowiąc solidną podstawę dla przyjmowanych intencji, a w ich konsekwencji ostatecznie podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Wykazano bowiem zależności pomiędzy większością uniwersalnych wartości Schwartz'a. Dla wartości

⁷⁶ Schwartz, S. H. (2012). An Overview of the Schwartz Theory of Basic Values. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1). <http://dx.doi.org/10.9707/2307-0919.1116>, s. 5-7.

hedonicznych udowodniono ujemne powiązanie z kwestiami dbałości o środowisko, zależności miały jednak charakter pośredni, a więc oddziaływały na decyzję poprzez wpływ na prezentowane przez inwestora postawy⁷⁷. Siła i osiągnięcia są istotne z punktu widzenia inwestora społecznie odpowiedzialnego, ponieważ pomagają w aktywnym oddziaływaniu na podmioty w które inwestuje oraz osiągnięciu zamierzonych rezultatów (zarówno finansowych jak również efektów zrównoważonego rozwoju). Życzliwość oraz uniwersalizm jako wartości samo-transcendencji sprzyjają altruistycznemu podejściu do ludzi i świata, przejawiając się między innymi poprzez troskę o środowisko naturalne i społeczeństwo za pomocą inwestycji realizujących założenia społecznej odpowiedzialności. Jak zauważa A. Hyske i in⁷⁸., kierowanie się przez inwestora wyłącznie zyskiem również jest przejawem pewnych wartości. Ponadto uznaje, że decyzja inwestora o dodaniu wartości (w postaci kryteriów ESG) do swoich kryteriów wyboru obok stopy zwrotu i ryzyka oznacza de facto wybór obiektów inwestycyjnych przez pryzmat nie tylko kalkulacji ekonomicznej, ale także uwzględnienia osobistych poglądów i preferencji natury etycznej i moralnej⁷⁹. Znaczenie wartości dla wyboru inwestycji potwierdzają też inne badania⁸⁰.

Stopa zwrotu w klasyfikacji przedstawionej na schemacie 1.6, stanowi istotny zdaniem A. Hyske i in. czynnik, decydujący o ostatecznej decyzji inwestycyjnej. Zysk w tym ujęciu stanowi podstawę działalności inwestycyjnej oraz fundamentalny cel prowadzenia działalności gospodarczej. Spółki działające zgodnie z kryteriami ESG długoterminowo wydają się przy tym bardziej stabilne, mogą oferować inwestorom podobne stopy zwrotu przy niższym ryzyku wynikającym z dodatkowo ujawnianych informacji, a rynki finansowe obecnie wykorzystując jedynie klasyczną analizę finansową mogą nie w pełni wyceniać ryzyko inwestycyjne. Z tych powodów zdaniem A. Hyske i in. wynika dynamicznie rosnące zainteresowanie inwestycjami

⁷⁷ Steg, L., Perlaviciute, G., van der Werff, E., Lurvink, J. (2012). The Significance of Hedonic Values for Environmentally Relevant Attitudes, Preferences, and Actions. *Environment and Behavior*, 46(2), 163–192. <https://doi.org/10.1177/0013916512454730>.

⁷⁸ Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., Sievänen, R. (2022). *Drivers...* op. cit., s. 23.

⁷⁹ Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., Sievänen, R. (2022). *Drivers...* op. cit., s. 24.

⁸⁰ Singh, M., Mittal, M., Mehta, P., Singla, H. (2020). Personal values as drivers of socially responsible investments: a moderation analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(5), 543–565. <https://doi.org/10.1108/rbf-04-2020-0066>.

Chen, M., Mussalli, G. (2020). An Integrated Approach to Quantitative ESG Investing. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 65–74. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.46.3.065>.

de Groot, J. I. M., Steg, L. (2009). Mean or green: which values can promote stable pro-environmental behavior? *Conservation Letters*, 2(2), 61–66. <https://doi.org/10.1111/j.1755-263x.2009.00048.x>.

Pasewark, W. R., Riley, M. E. (2009). It's a Matter of Principle: The Role of Personal Values in Investment Decisions. *Journal of Business Ethics*, 93(2), 237–253. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0218-6>.

SRI oraz wykorzystaniem kryteriów ESG w praktyce inwestycyjnej, zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak również inwestorów instytucjonalnych⁸¹.

Ostatni z elementów przedstawionych na schemacie 1.6 stanowi otoczenie w jakim funkcjonuje rynek i inwestorzy. W skład otoczenia wchodzi takie elementy jak lokalna kultura, charakterystyka rynku, lokalne ustawodawstwo oraz regulacje międzynarodowe. A. Hyske i in. wyszczególnia⁸².

Kultura – jeden z ważniejszych elementów otoczenia oddziałującego na poziom zrównoważonego rozwoju. Posiadane wartości, postawy i praktyki często stanowią odzwierciedlenie kultury, w której żyje i wychowała się dana osoba. Pod tym pojęciem można ująć wszystko co dotyczy danego kraju, regionu lub społeczności. Zgodnie z badaniami Hofstede⁸³ kultury narodowe są zróżnicowane pod względem sześciu wymiarów kulturowych, z których część może wpływać na decyzje związane z aspektami ESG i szeroko rozumianej społecznej odpowiedzialności. Narodowości odznaczające się wysokim poziomem kolektywizmu ze względu na przedkładanie dobra grupy nad dobro jednostki mogą łatwiej akceptować pracę nieletnich w przypadku trudnej sytuacji materialnej niż narodowości silnie indywidualistyczne.

- rozwój rynku finansowego i rozwój ekonomiczny – uważa się, że ryzyka ESG są niższe na rynkach rozwiniętych niż na rynkach wschodzących, a wyższy stopień wdrożenia standardów i konwencji międzynarodowych, bardziej rozwinięte instytucje regulujące, kontrolne, oraz niskie ryzyko krajowe i legislacyjne sprzyjają rozwojowi SRI.
- instytucje i regulacje prawne – dotychczas inwestycje społecznie odpowiedzialne pozostawały w głównej mierze nieuregulowane prawnie. Funkcjonowały jedynie kodeksy dobrych praktyk, kodeksy etyczne lub zalecenia organizacji branżowych i międzynarodowych. Od niedawna można zaobserwować w wielu krajach wzmożone prace legislacyjne nad prawnym uregulowaniem kwestii SRI, określeniem wymogów dotyczących ujawnień pozafinansowych oraz stworzeniem jednolitej taksonomii, których celem jest między innymi ograniczenie *greenwashing*'u. Różne kraje opracowują lub wdrażają rozwiązania prawne w tym zakresie, a wśród nich znajduje się tzw. Europejski Zielony Ład (*European Green Deal*) przygotowywany i już częściowo wdrożony przez Unię Europejską (Europejski Zielony Ład jest opisany szerzej w rozdziale 2).

⁸¹ Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). Drivers... op. cit.

⁸² Ibidem.

⁸³ Por. Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*. 2nd ed. Sage. Thousand Oaks. CA.

- organizację – wdrażanie elementów zrównoważonego rozwoju w organizacjach wymaga zaangażowania kierownictwa oraz pracowników na wszystkich szczeblach organizacji. Organizacja powinna posiadać plan wdrażania zmian oraz przejrzyste zasady pomiaru celów i ich weryfikacji względem przyjętych założeń. Niektóre organizacje zaczynają włączać ryzyka ESG do systemów motywacyjnych swoich pracowników, celem zaangażowania całego zespołu w osiągnięcie jak najlepszych rezultatów.
- reputację – zaufanie do działań prowadzonych przez organizację stanowi istotny czynnik wpływający na ich postrzeganie przez otoczenie. Społecznie odpowiedzialni inwestorzy zwracają szczególną uwagę na wiarygodność spółki i podejmowanych przez nią działań. Reputacja jednak może mieć także znaczenie z punktu widzenia organizacji w szczególności w odniesieniu do dostawców. Zapewnienie kontroli i transparentności nad łańcuchem dostaw jest jednym z istotniejszych problemów związanych z zagwarantowaniem wysokiego poziomu standardów w obszarach ESG. Fundusze inwestycyjne i inne instytucje finansowe opierające swoją działalność w głównej mierze na wspieraniu obszarów społecznie odpowiedzialnych inwestycji chcą przyciągać coraz większe grupy inwestorów zainteresowanych SRI powinny także dbać o swoją reputację, dokładnie analizując aktywa dobierane do portfeli inwestycyjnych.

Z punktu widzenia podejmowanych decyzji inwestycyjnych istotne mogą okazać się także czynniki społeczno-demograficzne. W literaturze przedmiotu opisano wiele badań, zróżnicowanych pod względem geograficznym, potwierdzających istotność różnych czynników. Zestawienie wybranych artykułów wskazujących na występowanie zależności pomiędzy niektórymi czynnikami a decyzjami inwestycyjnymi przedstawia tabela 1.4.

Tabela 1.4. Zestawienie wybranych badań empirycznych na temat istotności czynników społeczno-demograficznych w kwestiach inwestycyjnych

Autorzy	Rok	Tytuł	Istotne czynniki społeczno-demograficzne
Nilsson, J.	2009	Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility.	Płeć, Poziom wykształcenia, Doświadczenie w inwestycjach SRI
Baker, H.K., Kumar, S., Goyal, N. i Gaur, V.	2019	How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases.	Wiek, zatrudnienie, doświadczenie inwestycyjne, poziom wykształcenia
Cheah, E.-T., D. Jamali, J.E.V.	2011	Drivers of corporate social responsibility attitudes: The demography of socially responsible investors.	Płeć, wiek, poziom dochodów,

Johnson, and M.-C. Sung			
Pérez-Gladish, B., Benson, K., Faff R.	2012	Profiling socially responsible investors: Australian evidence. Australian Journal of Management	Płeć, wiek, dochody, poziom wykształcenia,
Sharma, A.	2020	Effect of Demographic Factors in Investment Decisions of Individual Investors – A Case Study in Delhi NCR.	Płeć, wiek, wykształcenie, poziom dochodów
Junkus, J.C., Berry, T.C.	2010	The demographic profile of socially responsible investors.	Płeć, wiek, poziom wykształcenia, poziom dochodów, stan cywilny
Beal, D., Goyen, M.	1998	Putting your money where your mouth is: A profile of ethical investors.	Płeć, poziom dochodów, miejsce zamieszkania
Williams, G.	2007	Some determinants of the socially responsible investment decision: A cross-country study.	Poziom dochodów, wiek (Niemcy), miejsce zamieszkania (Australia), Dostęp do Internetu (USA).
Dziawgo, D.	2021	Acceptance of Sustainability Concept by Polish Individual Investors.	Poziom wykształcenia (10% poz. Istotności), rodzaj wykształcenia (10% poz. istotności)
McLachlan, J., Gardner, J.	2004	A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors.	Wiek, poziom wykształcenia.
Dorfleitner, G., Utz, S.	2014	Profiling German-speaking socially responsible investors.	Płeć, poziom wykształcenia, poziom materialny, miejsce zamieszkania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Dziawgo, D. (2021). Acceptance of Sustainability Concept by Polish Individual Investors. EUROPEAN RESEARCH STUDIES JOURNAL, XXIV (Issue 3), 335–348. <https://doi.org/10.35808/ersj/2357>; Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility. International Journal of Bank Marketing 27(1): 5–31; Pérez-Gladish, B., Benson, K., Faff, R. (2012). Profiling socially responsible investors: Australian evidence. Australian Journal of Management, 37(2), 189–209. <https://doi.org/10.1177/0312896211429158>; Williams, G. (2007). Some Determinants of the Socially Responsible Investment Decision: A Cross-Country Study. Journal of Behavioral Finance, 8(1), 43–57. <https://doi.org/10.1080/15427560709337016>; Beal, D., Goyen, M., (1998). Putting your money where your mouth is: A profile of ethical investors. Financial Services Review, 7(2), 129–143. [https://doi.org/10.1016/s1057-0810\(99\)80007-9](https://doi.org/10.1016/s1057-0810(99)80007-9); Sharma, Aarzo. (2020). Effect of Demographic Factors in Investment Decisions of Individual Investors – A Case Study in Delhi NCR. International Conference of Advance Research & Innovation (ICARI). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3559248>; Cheah, E.-T., D. Jamali, J.E.V. Johnson, and M.-C. Sung. 2011. Drivers of corporate social responsibility attitudes: The demography of socially responsible investors. British Journal of Management 22(2): 305–323; Cheah, E. T., Jamali, D., Johnson, J. E., & Sung, M. C. (2011). Drivers of Corporate Social Responsibility Attitudes: The Demography of Socially Responsible Investors. British Journal of Management, 22(2), 305–323. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00744.x>; Baker, H.K., Kumar, S., Goyal, N. and Gaur, V. (2019), "How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases", Managerial Finance, Vol. 45 No. 1, pp. 124-146. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0003>; McLachlan, J., Gardner, J. (2004). A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors. Journal of Business Ethics, 52(1), 11–25. <https://doi.org/10.1023/b:busi.0000033104.28219.92>.

1.4. Ewolucja strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Inwestorzy na przestrzeni lat modyfikowali stosowane strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Pierwotnie inwestycje społecznie odpowiedzialne wiązały się z wykluczeniem nieetycznych lub niezgodnych z wartościami ważnymi dla osoby lub podmiotu dokonującego inwestycji finansowej. Przykładowo osoba wyrażająca negatywny stosunek do alkoholu na wstępie odrzucała wszystkie przedsiębiorstwa działające w branży alkoholowej, a w przypadku pacyfistycznych poglądów mogła także odrzucić wszystkie firmy zarabiające na przemyśle zbrojeniowym. Taki sposób wykorzystania kwestii społecznej odpowiedzialności przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej określany jest mianem selekcji negatywnej (*negative screening*)⁸⁴. Rozwój tej strategii inwestowania nastąpił w dużej mierze dzięki organizacjom religijnym, które były jej głównym użytkownikiem. Selekcja negatywna może być dokonywana ze względu na obszar działalności (wówczas z góry wykluczane są wszystkie podmioty działające w nieakceptowalnym przez inwestora obszarze) oraz strukturę przychodów (w tym przypadku inwestor dopuszcza pewny niewielki udział przychodów przedsiębiorstwa w nieetycznej działalności, jednak jego przekroczenie skutkuje wycofaniem się z inwestycji)⁸⁵.

Selekcja negatywna, uważana za najstarszą strategię społecznie odpowiedzialnego inwestowania⁸⁶ i skupia się przede wszystkim na „karaniu” przedsiębiorstw za działalność uchodzącą za nieetyczną. Z czasem pojawiła się potrzeba „nagrodzenia” korzystnych z punktu widzenia społecznego przedsiębiorstw. Inwestorzy analizując działalność firm coraz częściej zwracali uwagę na ich pozytywny wpływ na otoczenie (a nie jak w przypadku selekcji negatywnej ocenianie wyłącznie niepożądanych działań). Selekcja pozytywna zwykle jest stosowana w połączeniu ze strategią najlepszy w swojej klasie (*best in class*)⁸⁷.

W odniesieniu do inwestorów indywidualnych obecnych na polskim rynku finansowym zgodnie z badaniem, które przeprowadziła w 2013 roku M. Czerwonka⁸⁸ najistotniejsze na

⁸⁴ Leite, P., Cortez, M. C. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, 30, 248–267. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.007>

⁸⁵ Czerwonka M. (2013). *Inwestowanie...* op. cit., s. 49.

⁸⁶ Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>.

⁸⁷ Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., Corzo Santamaría, T. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29(5), 876–890. <https://doi.org/10.1002/sd.2181>.

⁸⁸ Czerwonka M. (2012) The concept of socially responsible investing (SRI) in Poland, *Journal of Management and Financial Sciences* Vol. V, Issue 8, 76-90.

potrzeby selekcji pozytywnej okazywały się kwestie związane z ochroną środowiska naturalnego, a tuż za nimi uplasowała się ochrona praw pracowniczych oraz bezpieczeństwo oferowanych produktów i usług. W przypadku selekcji negatywnej inwestorzy najczęściej zwracali uwagę na naruszenia praw człowieka, a dopiero w dalszej kolejności na pornografię oraz testy produktów przeprowadzane na zwierzętach. Pełne zestawienie tych wyników przedstawiono w tabeli 1.5.

Tabela 1.5. Najistotniejsze czynniki wskazane przez inwestorów indywidualnych w Polsce na potrzeby selekcji pozytywnej oraz negatywnej (w skali od 1 do 5)

Selekcja pozytywna	Średnia	Selekcja negatywna	Średnia
Ochrona środowiska naturalnego	3,89	Naruszenia praw człowieka	4,45
Ochrona praw pracowniczych	3,81	Pornografia	3,95
Bezpieczeństwo produktów i usług	3,78	Testy na zwierzętach	3,62
Polityka prorodzinna	3,3	Broń	3,35
Funkcjonowanie zgodnie ze swoją religią	2,0	Hazard	3,02
		Tytoń i alkohol	2,52

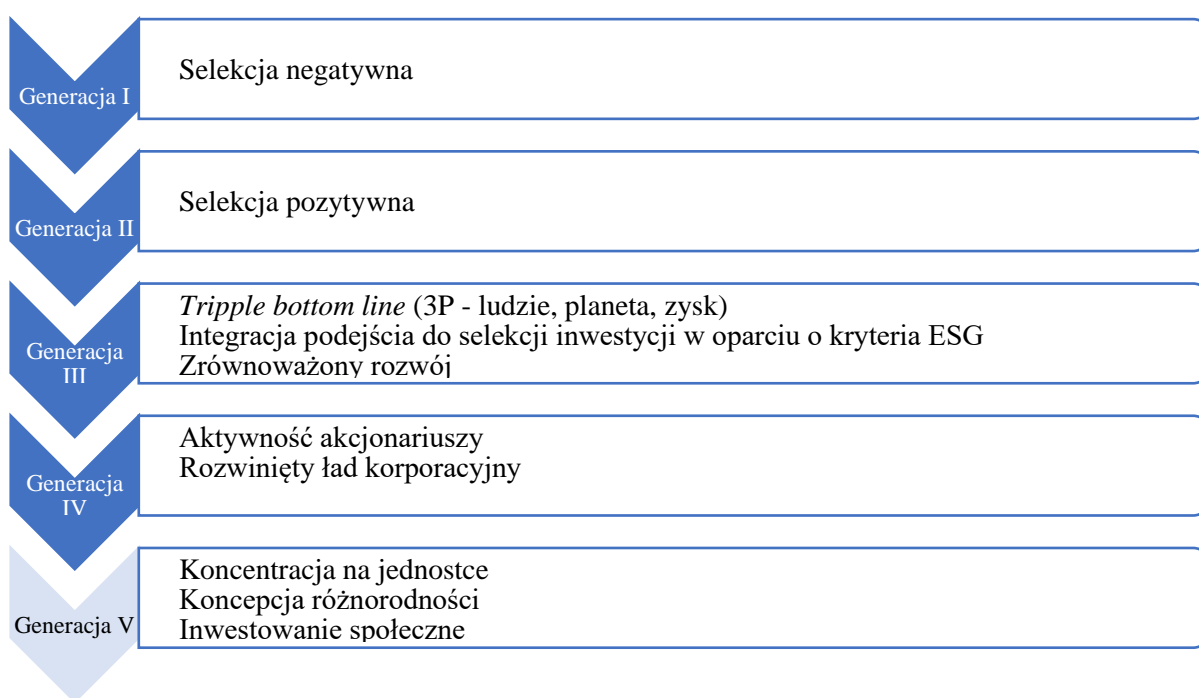
Źródło: Czerwonka M. (2012) The concept of socially responsible investing (SRI) in Poland, Journal of Management and Financial Sciences Vol. V, Issue 8, 76-90.

Opisane do tej pory strategie selekcji pozytywnej i negatywnej stanowią dwa podejścia do społecznie odpowiedzialnych inwestycji, które kształtowały się na przestrzeni lat. Uznawana za pierwotną – selekcja negatywna – stanowi swego rodzaju pierwszą generację strategii SRI. Drugą generację strategii społecznie odpowiedzialnych inwestycji obejmują strategie oparte o selekcję pozytywną. Trzecia generacja strategii SRI jest kontynuacją rozwoju dwóch wcześniejszych. Wykorzystuje ona łącznie zarówno selekcję pozytywną jak również negatywną do wyboru pożądanych przedsiębiorstw do inwestycji. Sama selekcja dokonywana jest jednak w tym przypadku na podstawie kryteriów ekonomicznych, środowiskowych i społecznych. Strategie trzeciej generacji pojawiły się w latach 90-tych, kiedy to coraz częściej zaczęto uzupełniać analizy finansowe o dodatkowe wskaźniki odpowiadające określonym kwestiom społecznym lub środowiskowym. Strategie klasyfikowane jako trzeciej generacji nazywane są także podejściem zrównoważonym lub Triple Bottom Line (3P – ze względu na skupienie się na planecie, ludziach i zysku). Ten typ strategii charakteryzuje się znacznie bardziej kompleksowym podejściem do oceny kryteriów związanych ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem. Fundusze inwestycyjne funkcjonujące w oparciu o strategię trzeciej generacji poszukują spółek spełniających wszystkie kryteria zarówno wobec zrównoważonego rozwoju, środowiska, jak również kontrahentów, pracowników, społeczności

lokalnych i wszystkich innych interesariuszy spółki. Obecnym odpowiednikiem strategii trzeciej generacji jest implementacja w analizę inwestycyjną czynników ESG⁸⁹.

Czwartą generację strategii SRI stanowi podejście uwzględniające wszystkie dotychczas omówione (selekcję negatywną, pozytywną oraz czynniki ESG) poszerzone o aktywność akcjonariuszy, przejawiającą się wywieraniem wpływu przez udziałowców/inwestorów na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Presja może być wywierana poprzez realizację prawa głosu na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy, ale także poprzez bezpośrednie rozmowy z zarządem⁹⁰.

Schemat 1.6. Ewolucja strategii społecznie odpowiedzialnych inwestycji



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>; Czerwonka M., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa 2013, s. 49-50; Kłobukowska, J. (2019). *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce*. Wydawnictwo Naukowe UMK, s. 38-39.

Niektórzy badacze podejmują próby nakreślenia nadchodzącej piątej generacji strategii SRI⁹¹. Jak stwierdza J. Kłobukowska piąta generacja strategii SRI będzie prawdopodobnie skupiała się na kwestiach społecznych, dokonując wyraźnego upodmiotowienia człowieka,

⁸⁹ Czerwonka M. (2013). *Inwestowanie...* op. cit., s. 49-50;

Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). *Socially responsible...* op. cit.

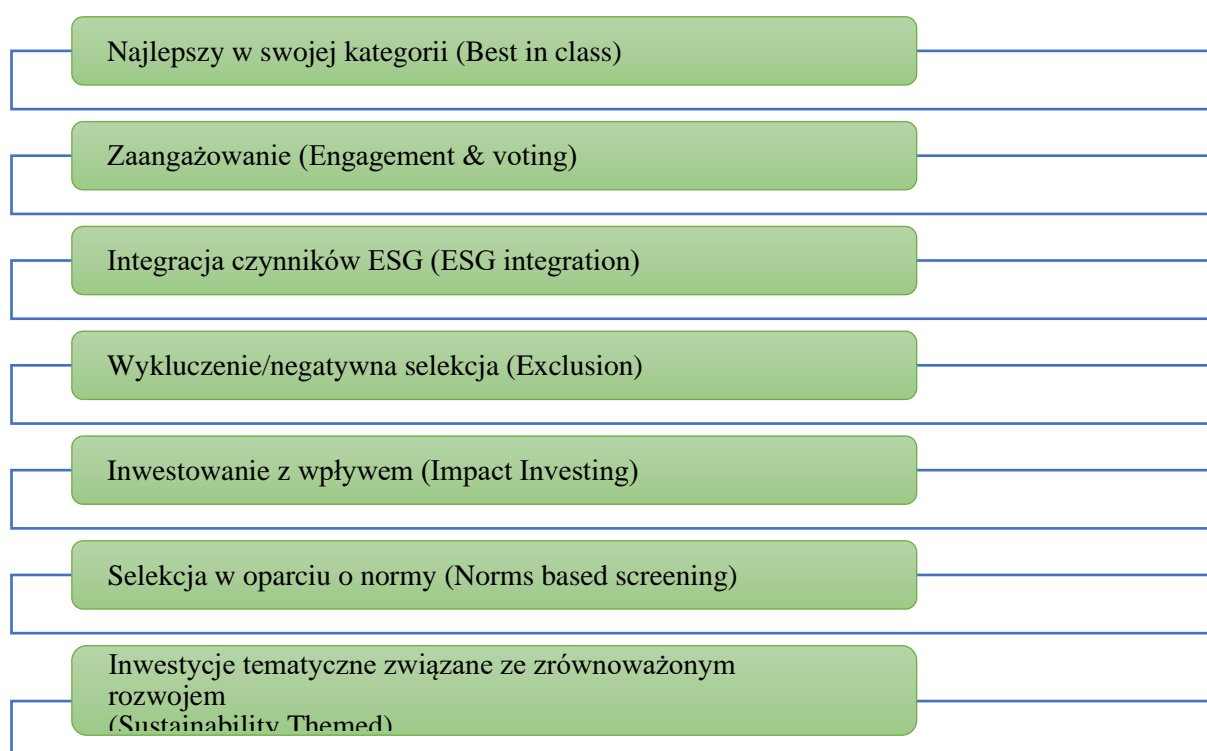
⁹⁰ Ibidem.

⁹¹ Kłobukowska, J. (2019). *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce*. Wydawnictwo Naukowe UMK, s. 38-39.

jego egzystencji w środowisku naturalnym, jego zdrowia, edukacji. Istotne będą również czynniki demograficzne, migracje ludności oraz walka z wykluczeniem społecznym i finansowym. Wszystkie omówione strategie SRI zostały przedstawione na schemacie 1.6.

Aktualnej klasyfikacji strategii inwestycyjnych stosowanych dla inwestycji społecznie odpowiedzialnych dokonują organizacje międzynarodowe zajmujące się rynkiem SRI takie jak Eurosif oraz US Sif. Klasyfikację strategii wykorzystywaną przez Eurosif przedstawiono na schemacie 1.7.

Schemat 1.7. Rodzaje strategii SRI według Eurosif



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (28.09.2022).

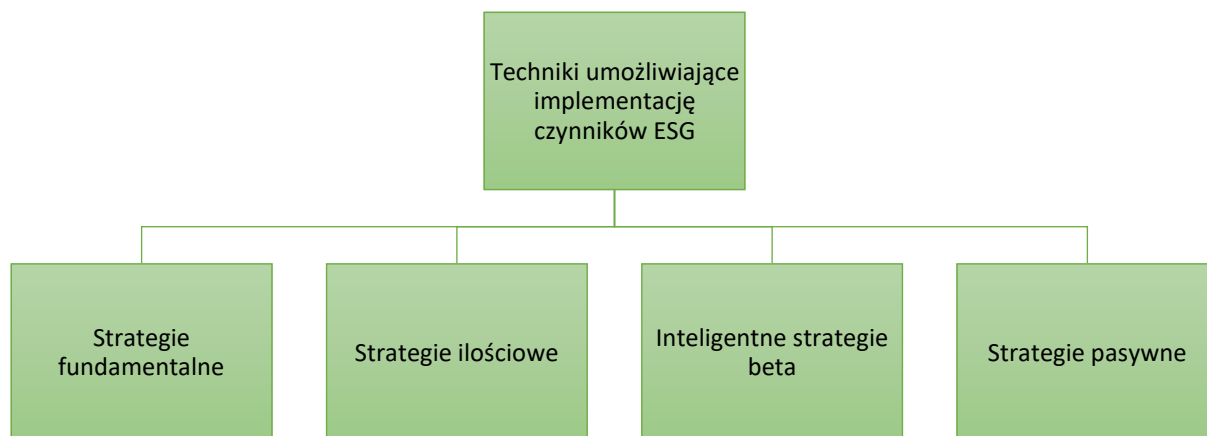
Selekcja na podstawie kryteriów typu *best in class* oznacza podejście: najlepszy z najlepszych lub najlepszy w swojej kategorii. Jest to podejście oparte o ocenę przedsiębiorstwa będącego przedmiotem inwestycji pod kątem kryteriów ESG na tle konkurencji. W oparciu o wyniki w zakresie kryteriów ESG osiągnięte przez spółki w ramach jednej kategorii, klasy lub branży wybiera się firmy będące liderami (osiągające najlepsze wyniki pod względem kryteriów ESG) w analizowanej zbiorowości i na tej podstawie dokonywany jest wybór inwestycji. Ten rodzaj strategii inwestycyjnej obejmuje podejście typu: najlepszy w swojej

klasie (*best in class*), najlepszy we wszechświecie (*best in universe*) oraz najbardziej staranny (*best effort*).

Z kolei strategia oparta na zaangażowaniu akcjonariuszy (*engagement & voting*) charakteryzuje się podejściem długoterminowym, nakierowanym przede wszystkim na przyszłą zmianę złych praktyk występujących obecnie w przedsiębiorstwie, będącym przedmiotem inwestycji. Realizacja tego typu strategii następuje najczęściej poprzez realizację przez inwestora prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, wynikającego z nabytych udziałów. Jeżeli inwestorzy społecznie odpowiedzialni nabędą dostatecznie dużą liczbę udziałów mogą w ten sposób realnie wpłynąć na praktyki spółki w kwestiach środowiskowych, społecznych oraz ładu korporacyjnego.

Integracja czynników ESG (*ESG integration*) stanowi rozszerzenie tradycyjnej analizy finansowej przeprowadzanej przed podjęciem decyzji inwestycyjnej o aspekty ESG. W tego typu strategii inwestor dokonuje regularnej oceny działalności spółki na podstawie wskaźników finansowych oraz informacji niefinansowych. Czynniki związane z kwestiami ESG są analizowane pod kątem ich potencjalnego bądź realnego wpływu (pozytywnego bądź negatywnego) na finanse firmy. Schemat 1.8 przedstawia wykorzystywane strategie implementacji czynników ESG.

Schemat 1.8. Strategie implementacji czynników ESG w podejmowane decyzje finansowe



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sloggett, J. (2016). A practical guide to ESG integration for equity investing, PRI Association, s. 6-7. <https://www.unpri.org/download?ac=10>.

Czynniki ESG mogą być integrowane w analizę inwestycyjną przy pomocy wielu technik, umożliwiających wykorzystanie czynników środowiskowych w podobny sposób jak uwzględniane są klasyczne zmienne finansowe w metodach ilościowych. Spośród stosowanych

technik implementacji czynników ESG (w tym także czynników środowiskowych) można wyróżnić⁹²:

- strategie fundamentalne (znane też jako strategie tradycyjne) – polegają na korygowaniu prognozowanych danych finansowych (np. przychodów, kosztów operacyjnych, wartości księgowej aktywów i nakładów inwestycyjnych) lub modeli wyceny spółek (takich jak modele dyskontowania dywidendy, zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz skorygowanej wartości bieżącej) pod względem oczekiwanego wpływu czynników ESG na daną inwestycję;
- strategie ilościowe (znane także jako strategie systemowe) – oparte o modele skonstruowane przez inwestorów w sposób zapewniający integrację czynników ESG z czynnikami takimi jak wartość, wielkość, dynamika, wzrost i zmienność;
- inteligentne strategie beta (znane także jako strategiczne beta lub alternatywne beta) – polegają na odpowiednim korygowaniu współczynników beta⁹³. W strategiach tych oceny i wyniki z obszaru ESG mogą być wykorzystywane jako wagi przy budowie portfela inwestycyjnego, w celu uzyskania większego zwrotu skorygowanego o ryzyko, zmniejszenia ryzyka straty oraz/lub poprawienia profilu ryzyka całego portfela inwestycyjnego;
- strategie pasywne (znane też jako indeksowanie) oraz rozszerzone strategie pasywne (określane także jako indeksowanie rozszerzone) – polegają na ograniczeniu ogólnego profilu ryzyka związanego z czynnikami ESG lub ekspozycji na określony czynnik ESG, poprzez dostosowanie wag składowych indeksu lub śledzenie indeksu, który już to robi.

Implementacja czynników ESG może w praktyce okazywać się problematyczna. Według J. Godawskiej, do najistotniejszych barier utrudniających wykorzystanie czynników ESG przy analizie finansowej i ocenie inwestycji można zaliczyć⁹⁴:

- długoterminowy charakter skutków wpływu niektórych czynników środowiskowych na wartość spółki oraz jej kondycję finansową. Wiele ryzyk środowiskowych, będących konsekwencją obecnych działań, dopiero po wielu latach wywrze wpływ na działalność przedsiębiorstwa i sytuację rynkową;

⁹² Sloggett, J. (2016). A practical guide to ESG integration for equity investing, PRI Association, s. 6-7. <https://www.unpri.org/download?ac=10>.

⁹³ Klasyczne wykorzystanie współczynników beta w analizie finansowej opisuje szerzej: Gołębiowski, G., Tłaczała, A. (2009). Analiza finansowa w teorii i praktyce, Difin, Warszawa, s. 212-213.

⁹⁴ Godawska, J., (2021). Użyteczność informacji środowiskowych dla inwestorów, seria: Rozprawy. Monografie nr 372, Wydawnictwo AGH, Kraków, s. 156.

- trudności w prawidłowym i adekwatnym przełożeniu informacji niefinansowych środowiskowych na kwestie finansowe;
- jakość informacji środowiskowych, która udostępniana jest inwestorom.

Wykluczenie (lub też selekcja negatywna) stanowi jedną z pierwotnych strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Polega na odrzuceniu inwestycji lub całej klasy inwestycji już na początkowym etapie analizy inwestycyjnej z dopuszczalnego spektrum inwestycyjnego, jeżeli są zaangażowane w określoną grupę działań, które przez inwestora są uważane za niedopuszczalne. Do przykładów takiej działalności można zaliczyć między innymi produkcję i handel bronią, pornografię, produkcję i sprzedaż tytoniu, wykorzystanie zwierząt w celach testowania produktów końcowych lub łamanie praw człowieka. Wykluczenia mogą obejmować nie tylko firmy, ale także całe sektory lub kraje.

Inwestowanie z wpływem (Impact investing) jest terminem sformułowanym i użytym po raz pierwszy w roku 2007 na spotkaniu we Włoszech w Bellagio, poświęconemu filantropii i finansowaniu rozwoju⁹⁵. Najszerszej przytaczana definicja pochodzi jednak z roku 2010 z jednego z raportów J.P. Morgan, the Global Impact Investing Network oraz Fundacji Rockefeller⁹⁶. Impact investing łączy tradycyjne inwestycje nastawione na określoną stopę zwrotu z dodatkową korzyścią w postaci wywarcia oczekiwanego wpływu na społeczeństwo lub środowisko naturalne. Inwestycje tego typu są często związane z konkretnym projektem. Obejmują między innymi mikrofinansowanie, inwestycje społeczne, fundusze społeczne i przedsiębiorczości oraz francuskie fundusze solidarnościowe. Ten rodzaj inwestowania jest wspierany przez Globalną Sieć Inwestowania z Wpływem (Global Impact Investing Network – GIIN) – organizację promującą ten rodzaj inwestycji i gromadzącą globalne dane na ich temat. W 2019 roku GIIN sformułował także praktyki charakteryzujące inwestowanie z wpływem⁹⁷:

- internacjonalność;
- wykorzystanie danych wpływu w projektowaniu inwestycji;
- zarządzanie wydajnością wpływu – pozyskiwanie i analizowanie informacji zwrotnych z realizacji inwestycji pod kątem realizowanego wpływu;

⁹⁵ Bugg-Levine, A., and J. Emerson. (2011). *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*. (wydanie pierwsze). San Francisco: Jossey-Bass A wiley imprint.

⁹⁶ Harji, K., Best, H., Jeyaloganathan, M., Gauthier, K., Reynolds, J., Martin, E., Ulhaq, M., Odendahl, S., Hera, J., Rose, L., Burns, A., Milne, J. (2014). *Financial Social Good: A Primer on Impact Investing in Canada*, Royal Bank of Canada, s. 5.

⁹⁷ <https://thegiin.org/characteristics/> (01.10.2022).

- przyczynianie się do rozwoju branży – inwestorzy stosujący wiarygodne praktyki inwestycyjne dotyczące inwestowania z wpływem wypracowują wskaźniki, konwencje i terminy branżowe do opisywania swoich strategii wpływu, celów i wyników, przyczyniając się tym samym do rozwoju branży i dostarczenia korzyści społecznych i środowiskowych.

W przypadku inwestorów stosujących impact investing uważa się, że jedną z głównych motywacji ich działania stanowi poczucie dużego wpływu na problemy społeczne i możliwość wywołania ogromnej pozytywnej zmiany. Duży potencjał w tej strategii inwestycyjnej dostrzegli także T. Walker, S., D. Kibsey i S. Lee⁹⁸ uznając, że może stanowić jeden z najlepszych sposobów rozwiązywania wielu problemów środowiskowych i społecznych. Późniejsze badania prowadzone na funduszach *venture capital* z wykorzystaniem *hedonic pricing model*, wykazały między innymi gotowość inwestorów do rezygnacji z części zysku na rzecz inwestycji mających wpływ⁹⁹.

Selekcja w oparciu o normy jest swego rodzaju wariantem selekcji negatywnej. W tym przypadku jednak odrzucanie potencjalnych inwestycji następuje w oparciu o międzynarodowe normy i standardy lub kombinacje norm obejmujące czynniki ESG¹⁰⁰.

Ostatnią z wyróżnianych przez Eurosif strategii inwestowania SRI są inwestycje w projekty lub aktywa mające związek ze zrównoważonym rozwojem. Fundusze inwestycyjne inwestujące tematycznie podejmując decyzje inwestycyjne skupiają się na jednej lub wielu kwestiach związanych z czynnikami ESG.

Strategie wyszczególniane przez Eurosif posiadają również swoje odpowiedniki w innych instytucjach międzynarodowych, istotnych z punktu widzenia rynku społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Zestawienie porównawcze zostało przedstawione w tabeli 1.6.

Porównując zestawione w tabeli 1.6 rodzaje strategii SRI według wybranych organizacji można zauważyć znaczną zgodność w odniesieniu do bardziej pierwotnych strategii opartych o selekcję negatywną oraz pozytywną. Różnice pomiędzy poszczególnymi organizacjami przejawiają się jedynie w szczegółach opisujących strategie młodsze i bardziej złożone. W odpowiedniku UN PRI oraz EFAMA nie występują inwestycje z wpływem, a w przypadku

⁹⁸ Walker, T., Kibsey, S., D., Lee, S., Impact investing [w:] Krosinsky, C., Purdom, S. (2016). Sustainable Investing: Revolutions in theory and practice (1st ed.). Routledge.

⁹⁹ Barber, B. M., Morse, A., Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>.

¹⁰⁰ Normy międzynarodowe dotyczące ESG są normami określanymi przez organizacje międzynarodowe, takie jak Organizacja Narodów Zjednoczonych por. <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (03.10.2022).

EFAMA również brak jest podejścia integrującego czynniki ESG. UN PRI wykazuje odmienne podejście dotyczące strategii integracji czynników ESG, określając je mianem zagadnień ESG.

Tabela 1.6. Strategie społecznie odpowiedzialnych inwestycji według Eurosif i ich odpowiedniki

Eurosif	Odpowiednik GSIA¹⁰¹	Odpowiednik UN PRI¹⁰²	Odpowiednik EFAMA¹⁰³
Najlepszy w swojej kategorii	Selekcja pozytywna/Selekcja najlepszy w swojej klasie	Selekcja pozytywna/Selekcja najlepszy w swojej klasie	Polityka Najlepszy w swojej klasie
Integracja czynników ESG	Integracja czynników ESG	Integracja zagadnień ESG	-
Wykluczenie	Selekcja negatywna/wykluczająca	Selekcja negatywna/wykluczająca	Selekcja negatywna lub wykluczenie
Selekcja w oparciu o normy	Selekcja w oparciu o normy	Selekcja w oparciu o normy	Podejście bazujące na normach (typ selekcji)
Zrównoważone inwestycje tematyczne	Zrównoważone inwestycje tematyczne	Zrównoważone inwestycje tematyczne	Inwestowanie tematyczne
Zaangażowanie i głosowanie w kwestiach zrównoważonego rozwoju	Zaangażowanie korporacyjne i działania akcjonariuszy	Aktywna własność i zaangażowanie (trzy rodzaje): - Aktywne władztwo - Zaangażowanie - Głosowanie i uchwały udziałowców	Zaangażowanie (głosowanie)
Inwestycje z wpływem	Inwestowanie z wpływem/inwestowanie społecznościowe	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurosif European SRI Study 2018.

Nieco inne podejście do klasyfikacji strategii inwestycyjnych inwestycji społecznie odpowiedzialnych wykazują instytucje na rynku Stanów Zjednoczonych. W tym przypadku

¹⁰¹ GSIA – Global Sustainable Investment Alliance, jest międzynarodową organizacją zrzeszającą organizacje działające w obszarze zrównoważonych inwestycji. Misją GSIA jest poprawa wpływu i znaczenia inwestycji zrównoważonych w skali globalnej. Patrz <http://www.gsi-alliance.org/about-us/> (03.10.2022).

¹⁰² UN PRI – United Nations Principles for Responsible Investment, jest organizacją mającą na celu popularyzację zasad inwestowania społecznie odpowiedzialnego, wspieranie powszechnego zrozumienia inwestycyjnych konsekwencji czynników ESG, a także ich implementację w inwestycyjne oraz właścicielskie decyzje. Patrz <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (03.10.2022).

¹⁰³ EFAMA – European Fund Asset Management Association, jest branżowym stowarzyszeniem, działającym na rynku europejskim w celu wsparcia rozwoju i funkcjonowania sektora funduszy inwestycyjnych w Europie. Patrz <https://www.efama.org/about-us/our-mission-role> (03.10.2022).

organizacje działające na rzecz rynku SRI takie jak US Sif klasyfikują strategie inwestycyjne SRI na dwie podstawowe grupy obejmujące¹⁰⁴:

- inkorporację ESG – polegającą na włączeniu do tradycyjnych analiz inwestycyjnych danych dotyczących aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego;
- uchwały akcjonariuszy i zaangażowanie inwestorów – obejmują działania na rzecz poprawy dotychczasowych praktyk poprzez działania podejmowane przez inwestujących odpowiedzialnie inwestorów. Zwykle realizowane poprzez prawa głosu na WZA i komunikację z organami zarządzającymi.

Strategia inkorporacji czynników ESG w rozumieniu US SIF posiada dodatkowo pięć następujących podkategorii¹⁰⁵:

- integrację ESG,
- selekcję pozytywną/najlepszy w swojej klasie,
- selekcja negatywna/wykluczająca,
- inwestowanie z wpływem (*Impact Investing*),
- inwestowanie tematyczne związane ze zrównoważonym rozwojem.

1.5. Kryteria klasyfikacji inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Unii Europejskiej

Wzrost popularności inwestycji społecznie odpowiedzialnych, a także stale rosnące zainteresowanie ze strony inwestorów kryteriami ESG (z raportu GSIA wynika, że wartość funduszy klasyfikowanych jako społecznie odpowiedzialne osiągnęła w 2020 roku kwotę 35,3 biliona USD, notując tym samym 15% wzrost w ciągu dwóch lat¹⁰⁶) połączone z wciąż obecną swobodą interpretacyjną w obszarze klasyfikacji inwestycji społecznie odpowiedzialnych, ich przedmiotu, strategii oraz standardów które muszą spełniać, przyczynił się do podjęcia kolejnych prób ustandaryzowania SRI. Wdrożona przez Unię Europejską dyrektywa *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) mająca na celu wsparcie rozwoju rynku społecznie odpowiedzialnych inwestycji, wywołała jednak pewne wątpliwości, które stały się inspiracją do stworzenia nowych schematów klasyfikacyjnych dla zrównoważonych produktów inwestycyjnych. Propozycję klasyfikacji inwestycji zrównoważonych, przedstawioną w ramach białej księgi, przedstawia tabela 1.7. Celem tej księgi ma być otwarcie

¹⁰⁴ US Sif (2020) Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, Washington, s. 14-15.

¹⁰⁵ Ibidem, s. 14.

¹⁰⁶ GSI – Trends Report 2020. (n.d.). <http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/> (15.10.2022).

dyskusji oraz zapoczątkowanie prac nad nowym standardem analizowania inwestycji w zakresie SRI/ESG.

Obecnie proponowane jest podejście polegające na podziale na 5 kategorii inwestycyjnych:

- inwestycje zorientowane na wykluczenia,
- podstawowe inwestycje ESG,
- zaawansowane inwestycje ESG,
- inwestycje dopasowane do wpływu,
- inwestycje generujące wpływ.

Uzasadniono, że nowa klasyfikacja ma się opierać przede wszystkim na poziomie ambicji – jak silnie inwestycja wspiera transformację w kierunku bardziej zrównoważonej gospodarki. Inwestycje o wysokim poziomie ambicji charakteryzują się celem, który znacząco przyczynia się do przekształcenia gospodarki w bardziej zrównoważoną. Z tak rozumianym poziomem ambicji inwestycji wiąże się przede wszystkim jej cel. W przypadku inwestycji zrównoważonych wyróżniono 3 główne rodzaje celów¹⁰⁷:

- przestrzeganie określonych osobistych wartości lub norm,
- zmniejszenie ryzyka finansowego lub poprawa wyników finansowych,
- wkład w rozwiązywanie rzeczywistych wyzwań świata w kontekście ekologicznym i/lub społecznym.

Ponadto podkreślono znaczenie istotności finansowej i istotności wpływu. Istotność finansowa dotyczy kwestii zrozumienia wpływu zrównoważonego rozwoju na wyniki finansowe uzyskiwane przez jednostki będące przedmiotem inwestycji. Istotność wpływu z kolei odnosi się do informacji dotyczących sposobu wpływania na kwestie zrównoważonego rozwoju przez podmiot będący przedmiotem inwestycji. Połączenie wykorzystania istotności wpływu oraz istotności finansowej jest określone w tabeli 1.7 jako podwójna istotność¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., Pruessner, E. (2022). WHITE PAPER. Classification Scheme for Sustainable Investments. Accelerating the just and sustainable transition of the real economy, Hamburg/Brussels.

¹⁰⁸ Ibidem.

Tabela 1.7. Klasyfikacja zrównoważonych inwestycji

				Zrównoważone inwestycje			
Wymiar	Kryteria	Skoncentrowanie na wykluczeniach	Podstawowe ESG	Zaawansowane ESG	Wyrównanie wpływu	Generowanie wpływu	
Charakterystyka	Poziom ambicji	Brak	Marginalny	Niski	Średni	Wysoki	
	Główny cel	Kierowanie się wartościami	Łagodzenie ryzyk ESG	Zarządzanie ryzykami i szansami ESG	Sprostanie wyzwaniom społecznym/ekologicznym	Aktywne zaangażowanie w rozwiązania RWC	
	Istotność	-	Istotność finansowa	Istotność finansowa	Podwójna istotność	Podwójna istotność	
Strategie przed inwestycyjne	Selekcja negatywna	Wykluczenia	Oparte o wartości etyczne	Oparte o ryzyka ESG	Oparte o ryzyka ESG	Oparte o negatywny wpływ	Oparte o nieprzekształcalne działania
			lub	i	i	i	
		Selekcja w oparciu o normy	Tak	Tak	Tak	Oparta o negatywny wpływ	
	i						
	Selekcja pozytywna	Integracja ESG	-	Niskie zaangażowanie	Wysokie zaangażowanie	Skoncentrowanie na pozytywnym wpływie przedsiębiorstwa poprzez selekcję pozytywną	Skoncentrowanie na pozytywnym wpływie inwestorów poprzez ich alokację kapitału
			lub	lub	lub		
		Strategia „Best in class/Best in universe/ Best in progress”	-	Niskie wyrafinowanie	Wysokie wyrafinowanie		
		lub	lub	lub			

		Tematyczne – zrównoważony rozwój	-	-	Możliwości finansowe		
i							lub
Strategie po inwestycyjne	Wpływ i głosowanie	-	-	Transparentność ryzyka i szans ESG	Transparentność wpływu przedsiębiorstwa	Przemiana przedsiębiorstwa poprzez wpływ inwestora	
i							
Pomiar wydajności	Pomiar wydajności	-	Ryzyka ESG	Ryzyka i szanse ESG	Pomiar wpływu przedsiębiorstwa	Pomiar oczekiwanego i generowanego wpływu przedsiębiorstwa i inwestora	
i							
Dokumentacja	Cel	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak	
	Przed inwestycyjna	-	Krótki opis	Szczegółowy opis	Szczegółowy opis	Szczegółowy opis	
	Po inwestycyjna	-	-	Formalne i okresowe raporty	Formalne i okresowe raporty (wpływu przedsiębiorstwa)	Formalne i okresowe raporty (wpływu inwestorów)	
	Pomiar efektywności	-	Przynajmniej jeden KPI	> jednego KPI dla kwestii ESG	> jednego KPI dla wpływu przedsiębiorstwa oraz monitorowanie wpływu	> jednego KPI dla wpływu przedsiębiorstwa i inwestorów oraz monitorowanie tych wpływów	
	Weryfikacja zewnętrzna	-	-	(tak)	Tak	Tak	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., Pruessner, E. (2022). WHITE PAPER. Classification Scheme for Sustainable Investments. Accelerating the just and sustainable transition of the real economy, Hamburg/Brussels.

Przedstawiony w tabeli 1.7 proponowany podział inwestycji społecznie odpowiedzialnych w odróżnieniu od przedstawionych wcześniej podziałów, podchodzi do inwestycji w sposób bardziej kompleksowy. Wcześniejsze kryteria klasyfikacji koncentrowały się przede wszystkim na stosowanej przez inwestora metodzie doboru instrumentów do portfela inwestycyjnego. Zaproponowany schemat klasyfikacji inwestycji rozszerza tę perspektywę o działania podejmowane przez inwestora już po dokonaniu inwestycji oraz raportowanie osiągniętych rezultatów.

Rozdział 2. Europejski Zielony Ład jako priorytetowa strategia rozwoju Unii Europejskiej

2.1. Ekonomiczne aspekty zmian klimatycznych

Zdaniem klasyków teorii ekonomii takich jak John Stuart Mill, David Ricardo czy Adam Smith gospodarka do sprawnego funkcjonowania potrzebowała zasobów naturalnych. W swoich rozważaniach zaliczali oni ziemię (rozumianą jako zasoby naturalne) do podstawowych czynników produkcji. Dla Adama Smitha kwestia ograniczoności zasobów (w przypadku rozważań nad dynamiką przyrostu naturalnego i niedostatecznie wzrastającej podaży żywności) w krótkim okresie prowadzi do ograniczenia produkcji, jednak w długim okresie przyczynia się do przyspieszenia rozwoju technologicznego, umożliwiającego pozyskanie nowych zasobów lub ograniczenie zapotrzebowania. David Ricardo wzorując się na teorii T.R. Malthusa uważał natomiast, że granicę wzrostu gospodarczego wyznacza niedobór zasobów przyrodniczych. Ostatecznie rewolucja przemysłowa nie potwierdziła teorii Malthusa. Postęp technologiczny umożliwił efektywniejsze wykorzystanie zasobów nie hamując dynamiki wzrostu gospodarczego¹⁰⁹.

Rozwój gospodarki przemysłowej doprowadził do zainteresowania ekonomistów przede wszystkim pracą i kapitałem, a z biegiem czasu także technologią, jako głównymi czynnikami produkcji. Takie podejście znalazło swoje odzwierciedlenie między innymi w funkcji produkcji Cobba-Douglasa. Do lat 60-tych XX wieku zasoby naturalne nie były w większym stopniu włączana w decyzje gospodarcze na szerszą skalę¹¹⁰. Za jedno z pierwszych wydarzeń zmieniających podejście opinii społecznej do kwestii ochrony środowiska naturalnego uważa się publikację w 1962 roku książki, opisującej niekorzystne dla zdrowia i środowiska skutki stosowania insektycydu znanego pod nazwą DDT, autorstwa R. Carson¹¹¹.

W kręgach ekonomicznych uznawaną za pierwszą publikację zwracającą uwagę na problem nadmiernego zużywania paliw kopalnych jest raport Klubu Rzymskiego wydany w 1972 roku zatytułowany *Granice Wzrostu*¹¹². Przedstawiona w nim analiza wskazywała, że

¹⁰⁹ Niedziółka, P. (2021) Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości. Difin, Warszawa 2021, s. 14-15.

¹¹⁰ Bohdanowicz, Z., Giergiczny, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody w: Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). Klimatyczne ABC. Interdyscyplinarne podstawy współczesnej wiedzy o zmianie klimatu, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, s. 118-119.

¹¹¹ The story of Silent spring. Be a Force for the Future. (2015). <https://www.nrdc.org/stories/story-silent-spring> (18.05.2023).

¹¹² Meadows, D., H., Meadows, D., L., Randers, J., Behrens III, W., W. (1972) The limits to growth: A report for the Club of Rome's project on the predicament of mankind, Universe Books, New York.

stały wzrost gospodarczy prowadzi do nieuchronnego wyczerpania zasobów naturalnych, którego konsekwencją będzie załamanie gospodarki. Autorzy raportu reprezentowali neomaltuzjańską myśl ekonomiczną (koncentrującą się na wyczerpalności zasobów naturalnych, a nie jak w przypadku oryginalnej myśli Malthusa problemie przeludnienia i dostępności żywności¹¹³). Stanowisko przedstawione w raporcie było wówczas poddane silnej krytyce, między innymi przez R. M. Solow'a (późniejszego laureata nagrody Nobla, przekonanego o nieistnieniu granic wzrostu gospodarczego oraz związanego z nim wzrostu dochodu narodowego per capita¹¹⁴) oraz innych ekonomistów takich jak: Wallach, Kneese oraz Riker¹¹⁵. Głównym zarzutem kierowanym do autorów raportu Klubu Rzymskiego jest twierdzenie, że wzrost ceny dobra spowodowany jego niedoborem pozwoli na przyspieszenie wdrażania innowacji pozwalających na wytworzenie substytutów zaspokajających dotychczasowy popyt¹¹⁶.

Ekonomicznego uzasadnienia problemów wywoływanych przez nadmierną eksploatację zasobów naturalnych oraz przyczyn utrzymującego się zbyt wysokiego poziomu zanieczyszczeń emitowanych do środowiska można doszukiwać się w teorii efektów zewnętrznych. Efekty zewnętrzne są jednym z przejawów nieefektywności rynku, o których szerzej pod kątem kwestii środowiskowych wspomina między innymi J. Stiglitz¹¹⁷. Efektami zewnętrznymi może być nadmierna produkcja dóbr szkodliwych dla środowiska (wywołujących negatywne efekty zewnętrzne) oraz niedostateczna ilość produkowanych dóbr korzystnie wpływających na środowisko (wywołujących pozytywne efekty zewnętrzne). Do takich sytuacji może dochodzić wówczas, gdy działania podejmowane przez przedsiębiorstwo, osobę lub inny podmiot wywierają wpływ na inne przedsiębiorstwa, osoby lub podmioty (np. poprzez środowisko naturalne w którym funkcjonują), który nie wiąże się z odpowiednią płatnością. Przykładowo przedsiębiorstwo, którego działalność wiąże się z wytwarzaniem dużej ilości zanieczyszczeń ma możliwość inwestycji w określone środki techniczne znacząco neutralizujące liczbę zanieczyszczeń emitowanych do środowiska. W wewnętrznych analizach finansowych taki podmiot dostrzega jednak jedynie koszty wdrożenia takich technologii, a zwykle nie ma możliwości odnotowania korzyści, co przekłada się na niechęć do ponoszenia

¹¹³ Niedziółka, P. (2021) Zielona... op. cit., s. 13-14.

¹¹⁴ Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65. <https://doi.org/10.2307/1884513>.

¹¹⁵ Bohdanowicz, Z., Giergiczyński, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody w: Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). *Klimatyczne...* op. cit., s. 120.

¹¹⁶ Niedziółka, P. (2021) Zielona... op. cit., s. 16.

¹¹⁷ Stiglitz, J. E., & Rapacki, R. (2007). *Ekonomia sektora publicznego*. Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 253-256.

nakładów na ograniczenie emisji zanieczyszczeń. Powstało też wiele rozwiązań problemu efektów zewnętrznych, obejmujących zarówno rozwiązania prywatne (polegające przede wszystkim na ich internalizacji w ramach podmiotu gospodarczego) oraz publiczne (oparte na mechanizmie rynkowym, karach, podatkach i subsydiach)¹¹⁸.

Rozwiązania prywatne problemu efektów zewnętrznych w przypadku ochrony środowiska zwykle są trudne do realizacji, dlatego też coraz częściej stosowane są rozwiązania o charakterze publicznym¹¹⁹. Rozwiązania o charakterze publicznym są realizowane w odniesieniu do emisji gazów cieplarnianych między innymi w formie podatków od działalności przyczyniającej się do dużej emisji oraz poprzez system handlu uprawnieniami do emisji (ETS). Jak zauważa P. Niedziółka, rozwiązania mające charakter publiczny również mają pewne wady, takie jak¹²⁰:

- trudności w precyzyjnym określeniu spektrum podmiotów podlegających przepisom,
- właściwa wycena kosztów zewnętrznych, której poziom zapewniałby stosowanie alternatywnych rozwiązań (niegenerujących kosztów zewnętrznych), a jednocześnie nie stanowiłyby ograniczenia działalności gospodarczej,
- sformułowanie regulacji prawnych w taki sposób, aby uniemożliwić działania arbitrażowe, polegające np. na przeniesieniu produkcji do innego (bardziej liberalnego pod względem ekologicznym) kraju.

Kilka lat po publikacji raportu Klubu Rzymskiego ekonomiczną stronę problematyki zmian klimatu podjął W. Nordhaus. W latach 70-tych analizował on zależność pomiędzy wzrostem gospodarczym a wzrostem średniej temperatury. Efektem prac W. Nordhaua we współpracy z J. Tobinem było opracowanie uniwersalnego indeksu zrównoważonego ekonomicznego dobrobytu (*Index of Sustainable Economic Welfare*)¹²¹. W wyniku prowadzonych ówczesnie analiz Nordhaus uznał graniczną wartość globalnego wzrostu średniej temperatury na poziomie 2-3 stopni Celsjusza (względem okresu przedprzemysłowego), jako optymalny punkt, dla którego koszty ochrony klimatu nie stanowią jeszcze zbyt dużego obciążenia gospodarki i gwarantują wzrost globalnego PKB. Ponoszenie

¹¹⁸ Ibiem, s. 264-267.

¹¹⁹ Ibiem, s.264.

¹²⁰ Niedziółka, P. (2021) Zielona... op. cit., s. 24.

¹²¹ Nordhaus, W. D., & Tobin, J. (1973). Is Growth Obsolete. NBER Chapters, 509–564. <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/3621.html>.

większych nakładów na przeciwdziałanie zmianom klimatu wiązałyby się ze zmniejszeniem globalnego PKB w wyniku nadmiernych kosztów, a pozwolenie na ocieplenie średniej temperatury o więcej niż 3 stopnie Celsjusza wiązałyby się z nadmiernymi kosztami będącymi konsekwencją katastrof naturalnych będących następstwem wzrostu temperatur¹²².

W kolejnych latach Nordhaus kontynuował swoje badania nad ekonomicznymi skutkami wzrostu średniej temperatury. W latach 90-tych sformułował interdyscyplinarny, zintegrowany model ilościowy DICE (*Dynamic Integrated model of Climate and the Economy*), uwzględniający zależności pomiędzy zmianami klimatycznymi, ilością zużywanej energii oraz wzrostem gospodarczym¹²³. Z biegiem czasu był on udoskonalany¹²⁴. Powstał także model RICE¹²⁵ (*Regional Integrated model of Climate and the Economy*), będący modyfikacją modelu DICE, w którym różnicowane są regiony świata z uwagi na ich dotychczasowy poziom rozwoju gospodarczego. Model DICE zakłada trzy scenariusze, różniące się między sobą podejściem do polityki klimatycznej i emisji gazów cieplarnianych¹²⁶:

- wariant bazowy – zakłada brak działań podejmowanych na rzecz ochrony klimatu,
- wariant optymalny – polegający na działaniach mających na celu maksymalizację wzrostu gospodarczego w skali globalnej,
- wariant agresywny – polegający na podejmowaniu działań mających na celu przede wszystkim ograniczenie emisji gazów cieplarnianych i redukcję wzrostu średniej temperatury do poziomu 2,5 stopnia Celsjusza względem epoki przedprzemysłowej.

Model DICE od lat 90-tych był przedmiotem krytyki. Do głównych zarzutów wobec modelu W. Nordhaua można zaliczyć niedoszacowanie kosztów spowodowanych zmianami klimatu, mających wpływ na wielkość spadku tempa wzrostu gospodarczego, stan biosfery oraz zbyt daleko idące uproszczenia. Zarzucano także szkodliwość wniosków wynikających z badań

¹²² Bohdanowicz, Z., Giergiczny, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody w: Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). Klimatyczne..., s. 123.

¹²³ Nordhaus, W. D. (1992). An Optimal Transition Path for Controlling Greenhouse Gases. *Science*, 258(5086), 1315–1319. <https://doi.org/10.1126/science.258.5086.1315>.

¹²⁴ Nordhaus, W., D. (1995). Managing the global commons: the economics of climate change. *Choice Reviews Online*, 32(11), 32–6292. <https://doi.org/10.5860/choice.32-6292>. <https://williamnordhaus.com/dicerice-models> (18.01.2023).

¹²⁵ Nordhaus, W. D., Yang, Z. (2016). A Regional Dynamic General-Equilibrium Model of Alternative Climate-Change Strategies. *The American Economic Review*, 86(4), 741–765. <https://www.jstor.org/stable/pdfplus/2118303.pdf>.

¹²⁶ Orczyk, M., Ochrona środowiska a wolność gospodarcza, [w:] Kotecki, L. (red.). Zielone finanse w Polsce, European Financial Congress, Instytut Odpowiedzialnych Finansów 2020, s. 73. https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finanse-nowa-wersja.pdf (16.01.2023).

W. Nordhausa, ponieważ dawały one przyzwolenie decydom na niepodejmowanie wystarczających działań na rzecz ochrony klimatu. Niedoszacowanie strat spowodowanych wzrostem średniej temperatury zdaniem krytyków ma wynikać między innymi z przyjętego w modelu DICE założenia, że zależność między poziomem wzrostu gospodarczego a wzrostem temperatury ma charakter liniowy. W rzeczywistości ekosystemy zmieniają swój sposób funkcjonowania po przekroczeniu pewnych punktów krytycznych, a występujące obecnie zależności przestają funkcjonować. Ponadto zmiany temperatury wpływają także na inne elementy klimatu (takie jak ilość opadów, częstotliwość występowania gwałtownych zjawisk pogodowych itp.), podczas gdy model DICE zakłada się, że wszystkie inne czynniki klimatyczne poza średnią temperaturą są niezależne i stałe¹²⁷.

W 2006 roku przedstawiony został raport dotyczący przewidywanych ekonomicznych skutków zmian klimatycznych, autorstwa N. Sterna i jego zespołu¹²⁸. Wnioski płynące z raportu Sterna wskazują na konieczność podjęcia bardziej zdecydowanych działań na rzecz ochrony klimatu. Wzrost temperatury w dłuższej perspektywie będzie oddziaływał na wiele aspektów ludzkiego życia takich jak dostęp do wody czy produkcji żywności. Wskutek ocieplania klimatu wiele osób może być zmuszonych do migracji z uwagi na gwałtowne zjawiska pogodowe, susze lub powodzie. Szacowane przez Sterna straty mogą sięgać 20% PKB.

Opinie po publikacji raportu Sterna w środowisku naukowym oraz wśród polityków i decydentów były podzielone. Jedni przyjęli wnioski płynące z raportu z aprobatą, inni wyrażali się o nim krytycznie¹²⁹. Jedną z bardziej krytycznych opinii w swojej recenzji wyraził Nordhaus, którego najpoważniejszy zarzut dotyczył wielkości przyjętej przez Sterna stopy dyskontowej, przy pomocy której ustalona została bieżąca wartość przyszłych szacowanych strat¹³⁰. Krytyczną opinię wyraził również B. Lomborg, autor książek takich jak: *The Skeptical Environmentalist: Measuring the Real State of the World*¹³¹ oraz *Cool It: The Skeptical Environmentalist's Guide to Global Warming* (stanowiącą odpowiedź na wnioski

¹²⁷ Keen, S. (2019). The Cost of Climate Change. Evonomics. <https://evonomics.com/steve-keen-nordhaus-climate-change-economics/> (16.01.2023).

¹²⁸ Stern, N. (2007). The Economics of Climate Change: The Stern Review, document dostępny na stronie: http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview_report_complete.pdf (19.01.2023).

¹²⁹ Bohdanowicz, Z., Giergiczyński, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody [w:] Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). Klimatyczne..., s. 122.

¹³⁰ Nordhaus, W., D. (2007). A Review of the Stern Review on the Economics of Climate Change. *Journal of Economic Literature*, 45(3), 686–702. <https://doi.org/10.1257/jel.45.3.686>.

¹³¹ Por: Lomborg, B. (2001). *The Skeptical Environmentalist: Measuring the Real State of the World*. Cambridge University Press.

zaprezentowane przez zespół Sterna w 2006 roku)¹³². W swoich publikacjach Lomborg poddaje w wątpliwość ocieplanie klimatu oraz potencjalne przyczyny zachodzących zmian. Sugeruje wręcz, że globalne ocieplenie może być zjawiskiem, które przyczyni się do mniejszej śmiertelności z powodu wychłodzenia. W tym sensie uważa on wzrost średniej temperatury za zjawisko pozytywne. Sternowi Lomborg zarzucił przede wszystkim wyolbrzymianie negatywnych skutków zmian klimatycznych i związanych z nimi kosztów. Zasugerował on także, że redukcja emisji dwutlenku węgla nie jest skutecznym rozwiązaniem problemu, a środki potrzebne do ograniczenia emisji gazów cieplarnianych powinny zostać wykorzystane na inne, ważniejsze cele (np. wsparcie humanitarne dla biedniejszych, mniej rozwiniętych państw, walczących z głodem lub epidemiami). Poglądy Lomborga z upływem czasu spotykały się z krytyką¹³³

Z czasem pojawiało się coraz więcej danych dotyczących faktycznego tempa ocieplania się klimatu oraz mechanizmów które podwyższająca się średnia temperatura może uruchomić. Sam Stern w 2013 roku stwierdził, że pomimo zarzucanego mu nazbyt alarmistycznego tonu raportu z 2006 roku, nie doszacował on w pełni ryzyka związanego ze zmianami klimatycznymi, a zdolność do pochłaniania dwutlenku węgla wydaje się być niższa niż początkowo zakładano¹³⁴.

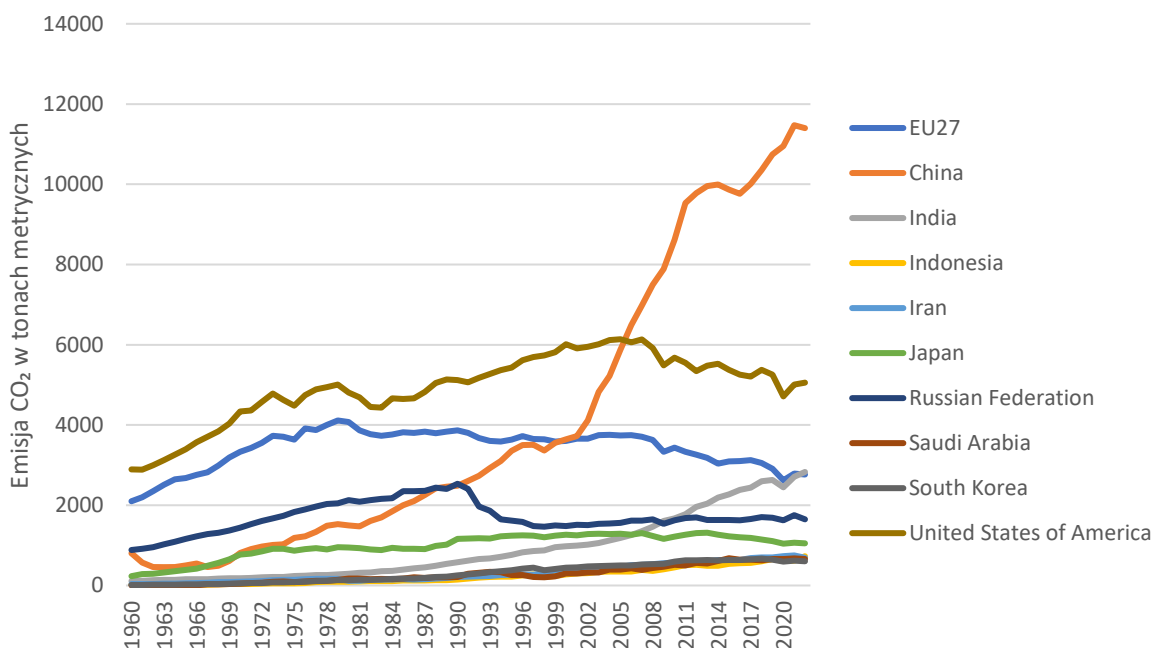
¹³² Ibiem.

¹³³ O'Neill, B.C. (2008). "Book Review: "Cool It: The Skeptical Environmentalist's Guide to Global Warming" by Bjorn Lomborg". *Population and Development Review*. 34 (2): 359–362. doi:10.1111/j.1728-4457.2008.00224.x. Ackerman, F. (2008). Hot, it's not: Reflections on Cool It, by Bjorn Lomborg. *Climatic Change*, 89(3–4), 435–446. <https://doi.org/10.1007/s10584-008-9403-3>.

Friel, H., Lovejoy, T. E. (2011). *The Lomborg Deception: Setting the Record Straight About Global Warming*. Yale University Press.

¹³⁴ Bohdanowicz, Z., Giergiczyński, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody [w:] Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). *Klimatyczne...*, s. 122.

Wykres 2.1. Emisja dwutlenku węgla według poszczególnych państw i regionów w latach 1960 - 2022 (w milionach ton rocznie)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.globalcarbonatlas.org/en/CO2-emissions> (18.01.2023).

Z danych dotyczących emisji CO₂ przedstawionych na wykresie 2.1 wynika, że największymi emitentami w skali globalnej są Chiny i Stany Zjednoczone. W przypadku Chin i Indii utrzymuje się nadal wyraźny trend wzrostowy. Stany zjednoczone na skutek licznych porozumień klimatycznych, podobnie jak państwa Unii Europejskiej, stopniowo redukują ilość emitowanego do atmosfery dwutlenku węgla. Unia Europejska planuje jednak wysunąć się na pozycję lidera w zakresie ochrony klimatu, czego przejawem są liczne porozumienia zawierane już od wielu lat w obszarze zrównoważonego rozwoju całej Wspólnoty Europejskiej. O znaczeniu zrównoważonego rozwoju dla Unii Europejskiej może chociażby stanowić fakt wpisania ochrony środowiska jako jednego z obowiązujących wymogów przy ustalaniu nowych polityk i działań Unii w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE)¹³⁵.

¹³⁵ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana), Dz. U. UE C 2016.202.47, art. 11.

2.2. Międzynarodowe inicjatywy na rzecz ochrony klimatu i środowiska naturalnego

2.2.1. Działania na rzecz środowiska naturalnego w traktatach europejskich

Znaczenie kwestii środowiskowych w funkcjonowaniu Unii Europejskiej wzrastało stopniowo od lat 90-tych. Wówczas w ramach posiedzenia Rady UE w roku 1997 w Amsterdamie przyjęto tzw. Traktat Amsterdamski. Dokument ten odpowiadał przede wszystkim społecznym aspektom zrównoważonego rozwoju. W jego treści zostały zapisane podstawowe wartości wokół których funkcjonować mają państwa członkowskie, takie jak: wolność oraz poszanowanie podstawowych swobód i praw człowieka. Ponadto na mocy tego traktatu Rada UE została zobowiązana do przeciwdziałania dyskryminacji ze względu na pochodzenie etniczne, płeć, orientację seksualną przekonania religijne oraz niepełnosprawność¹³⁶.

Kolejnym istotnym krokiem zwiększającym znaczenie idei zrównoważonego rozwoju było przyjęcie w 2000 roku planu społeczno-gospodarczego, nazywanym także Strategią Lizbońską. Ten 10-letni plan miał na celu przekształcenie Unii Europejskiej w najdynamiczniej rozwijający się rejon świata o wysokiej konkurencyjności. Potrzebę zmian wywołały przede wszystkim niekorzystne dla państw członkowskich prognozy demograficzne oraz pogłębiające się różnice pomiędzy rozwojem gospodarczym i technologicznym pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a państwami europejskimi¹³⁷. Szczególny nacisk miał zostać położony na wzrost zatrudnienia połączony z utrzymaniem trwałego rozwoju oraz poprawa spójności społecznej. Rok później na czerwcowym szczycie w Goeteborgu została przez Radę Europejską przyjęta Strategia Zrównoważonego Rozwoju, dodając tym samym do Strategii Lizbońskiej trzeci wymiar – wymiar ekologiczny¹³⁸. Strategia Zrównoważonego Rozwoju przyjęta w Goeteborgu wraz ze Strategią Lizbońską nie przynosiła oczekiwanych rezultatów. O efektach wdrażanego planu krytycznie wyraził się w raporcie przedłożonym Komisji Europejskiej Wim Kok¹³⁹. Negatywne oceny skłoniły decydentów Unii Europejskiej do podjęcia prób

¹³⁶ Kamiński, R. (2022). Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego, PWE, Warszawa, s. 91.

¹³⁷ Breński, W., Oleksiuk, A. (2008). Strategiczne szanse polskiej gospodarki w kontekście globalizacji. Difin, Warszawa, s. 52.

¹³⁸ Kuczevska, J., Ropela, E., Strategia Lizbońska a konkurencyjność przedsiębiorstw, [w:] Noga, M., Stawicka, M., K. (red.). (2008). Globalizacja a konkurencyjność w gospodarce światowej, CeDeWu, Warszawa, s. 109-110.

¹³⁹ Kok, W. T. (2003). Enlarging the European Union: Achievements and Challenges. Report of Wim Kok to the European Commission.

naprawczych. Doprowadziło to między innymi do przyjęcia odnowionej Strategii Zrównoważonego rozwoju w roku 2006, której głównym celem było:

*Zaspokojenie potrzeb obecnego pokolenia bez konieczności narażania zdolności przyszłych pokoleń do zaspokajania własnych potrzeb oraz zabezpieczenie zdolności Ziemi do podtrzymywania zróżnicowanego życia wedle zasad demokracji, równości płci, solidarności, poszanowania praw podstawowych, w tym wolności i równych szans dla wszystkich oraz poszanowania różnorodności kulturowej*¹⁴⁰.

Nowa strategia w zdecydowanie większym stopniu kładła nacisk na aspekty środowiskowe rozwoju gospodarczego państw członkowskich. Zostało w niej zawartych również szereg zadań i wyzwań stojących przed wspólnotą europejską. W myśl zaktualizowanego planu główne zadania miały dotyczyć¹⁴¹:

- gospodarczego dobrobytu,
- społecznej spójności oraz sprawiedliwości,
- ochrony środowiska naturalnego,
- realizacji zobowiązań Unii Europejskiej w międzynarodowej skali.

Do kluczowych wyzwań zaliczono¹⁴²:

- zapobieganie zmianom klimatycznym i wytwarzanie czystej energii,
- rozwój zrównoważonego transportu,
- zrównoważoną konsumpcję i produkcję,
- zrównoważone gospodarowanie zasobami naturalnymi,
- ochrona zasobów naturalnych,
- zdrowie publiczne,
- wyzwania demograficzne, migracyjne oraz integrację społeczną,
- wyzwania w zakresie trwałego rozwoju i problemu globalnego ubóstwa.

Realizacja strategii lizbońskiej, pomimo na bieżąco nanoszonych poprawek nie przyniosła oczekiwanych rezultatów. Pierwsze głosy sceptyczne co do wykonalności przyjętych założeń pojawiły się krótko po wdrożeniu w życie odnowionej Strategii Zrównoważonego Rozwoju¹⁴³. Ostateczne rozliczenie efektów 10-cio letnich działań było

¹⁴⁰ Council of The European Union. (2006). Review of the EU Sustainable Development Strategy (EU SDS) – Renewed strategy. <https://data.consilium.europa.eu/doc/documents/ST%2010917%202006%20INIT/EN/pdf>, podaję za: Kamiński, R. (2022). Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego, PWE, Warszawa, s. 92.

¹⁴¹ Kamiński, R. (2022). Zrównoważony...op. cit., s. 92.

¹⁴² Ibiem.

¹⁴³ Lee, M. (2007). Sustainable Development in the Eu: The Renewed Sustainable Development Strategy 2006. Environmental Law Review, 9(1), 41–45. <https://doi.org/10.1350/enlr.2007.9.1.41>.

tematem podejmowanym przez polityków oraz ekspertów. Ostatnie lata realizacji Strategii Lizbońskiej przypadają na lata szwedzkiej prezydencji w Unii Europejskiej. Wówczas to Fredrik Reinfeldt (pełniący funkcję premiera Szwecji) otwarcie przyznał, że większość celów nie została zrealizowana a sam plan można uznać za porażkę, pomimo poczynienia pewnych postępów w niektórych obszarach¹⁴⁴.

Do głównych przyczyn niepowodzeń związanych z wdrożeniem i realizacją Strategii Lizbońskiej w obszarze gospodarczym zalicza się między innymi¹⁴⁵:

- zbyt powolne wprowadzanie ułatwień dla prowadzenia działalności gospodarczej,
- zbyt niski poziom środków finansowych przeznaczanych na cele badawczo-rozwojowe, przekładający się na niską innowacyjność i konkurencyjność gospodarczą krajów członkowskich,
- programy kształcenia niedostosowane do oczekiwań rynku i pracodawców,
- nieprecyzyjność i niestabilność uchwalanych krajowych regulacji prawnych oraz ograniczony dostęp do pomocy prawnej dla przedsiębiorców.

Z punktu widzenia rozwoju i gospodarki UE po 10 latach realizacji Strategii Lizbońskiej dystans technologiczny dzielący Unią Europejską a USA nie został zmniejszony, a pozycja UE została dodatkowo osłabiona ze względu na rosnące znaczenie Chin i Indii w gospodarce międzynarodowej. Po zakończeniu okresu realizacji planu za główne przyczyny niepowodzeń w realizacji kluczowych celów uznano przede wszystkim¹⁴⁶:

- niewystarczającą spójność celów oraz ich nadmierną różnorodność i rozbudowanie, utrudniające ich efektywną realizację,
- niską efektywność mechanizmów wspólnotowych, stosowanych do uzgadniania i wdrażania nowych polityk społecznych i gospodarczych,
- uzależnienie realizacji strategii od decyzji rządów państw członkowskich, dla których cele ważne dla Unii Europejskiej nie zawsze były najistotniejsze w skali polityki krajowej,
- niewystarczającą pomoc finansową ze środków europejskich,

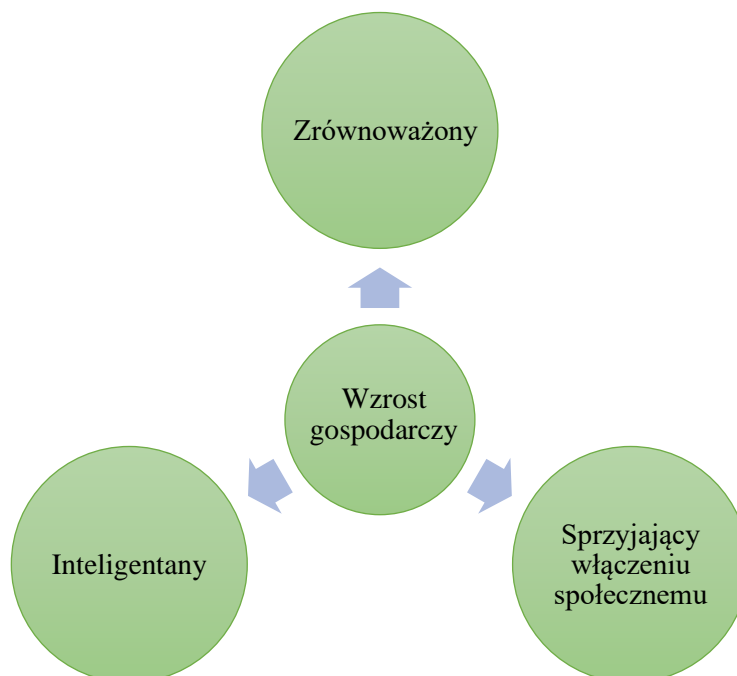
¹⁴⁴ Sweden admits Lisbon Agenda “failure.” (2009). Www.Euractiv.Com. <https://www.euractiv.com/section/eu-priorities-2020/news/sweden-admits-lisbon-agenda-failure/> (20.01.2023).

¹⁴⁵ Greta, M., Unijna polityka spójności w strategii lizbońskiej i jej wpływ na podnoszenie konkurencyjności „starego kontynentu”, [w:] Noga, M., Stawicka, M., K. (red.). (2008). Globalizacja a konkurencyjność w gospodarce światowej, CeDeWu, Warszawa, s. 106-107.

¹⁴⁶ Żmuda, M. (2011). Strategia Europa 2020 jako plan rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu. *Ekonomia*, 16, 200–210. <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171204071>.

- światowy kryzys finansowy subprime z lat 2007-2009, który dodatkowo utrudnił osiągnięcie zamierzonych celów w ostatnich latach realizacji planu.

Schemat 2.1. Priorytety strategii Europa 2020



Źródło: opracowanie własne na podstawie Komunikat Komisji – Europa 2020. Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu. Bruksela, 03.03.2010. KOM(2010) 2020 wersja ostateczna (2010) (Unia Europejska). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A52010DC2020>.

Wyciągając wnioski z problemów pojawiających się przy realizacji Strategii Lizbońskiej sformułowano nową strategię na lata 2010-2020 o nazwie Europa 2020. Strategia ta została określona jako długookresowy program rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej, którego celem krótkoterminowym jest pomyślne wyjście z kryzysu, a w perspektywie długoterminowej szczególny nacisk położono na trzy spójne, powiązane ze sobą priorytety (schemat 2.2), będące filarami wzrostu gospodarczego¹⁴⁷:

- rozwój gospodarki opartej na innowacji i wiedzy, wspierającej prowadzenie badań nad nowymi technologiami – inteligentny rozwój,
- wsparcie gospodarki bardziej przyjaznej dla środowiska i konkurencji, efektywniej wykorzystującej dostępne zasoby – zrównoważony rozwój,

¹⁴⁷ Komunikat Komisji – Europa 2020. Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu. Bruksela, 03.03.2010. KOM(2010) 2020 wersja ostateczna (2010) (Unia Europejska). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A52010DC2020>.

- wsparcie wysokiego poziomu zatrudnienia, zapewniającego spójność społeczną i terytorialną – rozwój sprzyjający włączeniu społecznemu.

W odróżnieniu od wcześniej realizowanej Strategii Lizbońskiej w nowym planie wyraźniej zarysowane zostały kwestie zrównoważonego rozwoju i ekologii. Poza określeniem priorytetów dla nowej strategii zadbano także o lepsze niż do tej pory przygotowanie mierników, mających pomóc w weryfikacji stopnia wykonania planu, które zostały przedstawione w tabeli 2.1.

Tabela 2.1. Nadrzędne cele i główne wskaźniki Strategii Europa 2020

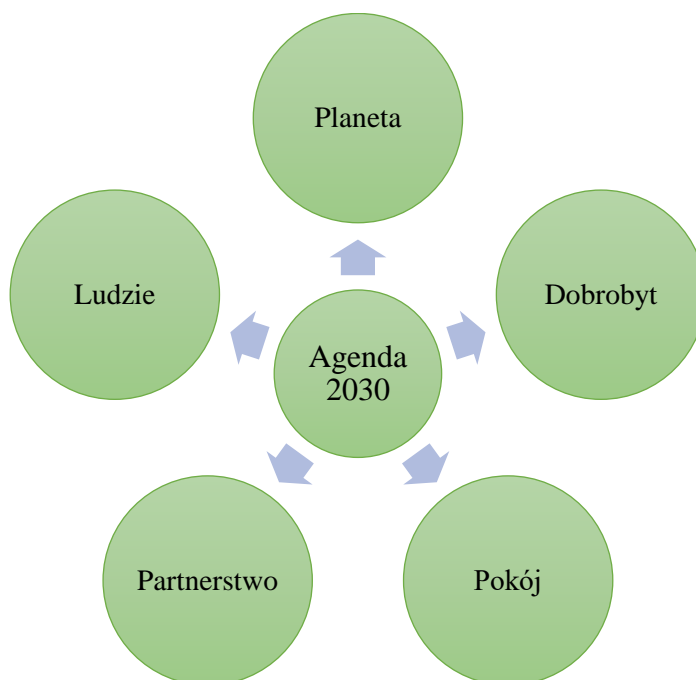
Cele nadrzędne	Wskaźniki główne
Stopa zatrudnienia osób w wieku 20-64 lat powinna wzrosnąć do poziomu co najmniej 75%	Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 20-64 lat.
Przeznaczanie 3% PKB na działalność badawczo-rozwojową	Nakłady na badania i rozwój wyrażone jako procent PKB.
Ograniczenie emisji dwutlenku węgla o co najmniej 20% w porównaniu z poziomem z 1990 roku. Zwiększenie udziału odnawialnych źródeł energii (OZE) w ogólnym zużyciu energii do 20% oraz wzrost efektywności wykorzystania energii o 20%. Jeżeli pozwolą na to warunki ograniczenie emisji może być zwiększone nawet do 30%.	Emisja gazów cieplarnianych (1990 przyjęty jako rok bazowy).
	Udział energii z odnawialnych źródeł energii w końcowym zużyciu energii brutto.
	Zużycie energii pierwotnej.
Wzrost poziomu wykształcenia poprzez ograniczenie odsetka osób kończących naukę szkolną przedwcześnie do poziomu 10% oraz zwiększenie odsetka osób z wyższym wykształceniem w wieku 30-34 lat do co najmniej 40%.	Młodzież niekontynuująca nauki.
	Osoby w wieku 30-34 lat posiadające wykształcenie wyższe.
Ograniczenie odsetka osób żyjących poniżej krajowej granicy ubóstwa o 25% (krajowa granica ubóstwa stanowi próg 60% krajowej mediany rozporządkalnego dochodu w każdym państwie członkowskim).	Wskaźnik zagrożenia ubóstwem lub wykluczeniem społecznym (wskaźnik zbiorczy składający się z trzech poniższych):
	Wskaźnik bardzo niskiej intensywności pracy w gospodarstwie domowym.
	Wskaźnik zagrożenia ubóstwem (po uwzględnieniu transferów społecznych)
	Wskaźnik pogłębionej deprivacji materialnej.

Źródło: Wskaźniki strategii Europa 2020 https://stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/POZ_Wskazniki_Europa2020.pdf. (03.01.2023).

2.2.2. Agenda 2030

Po raz pierwszy w długoterminowym planie rozwoju Unii Europejskiej zostały wyraźnie zadeklarowane cele o charakterze ekologicznym (redukcja emisji dwutlenku węgla o co najmniej 20% w perspektywie dziesięcioletniej). Realizacja wszystkich założeń jak się później okazało pozostała znacznie zróżnicowana między poszczególnymi państwami członkowskimi¹⁴⁸. Jednak jeszcze przed zakończeniem realizacji planu Europa 2020 w kwestii zrównoważonego rozwoju podjęto działania przez Organizację Narodów Zjednoczonych (ONZ). We wrześniu 2015 roku w Nowym Jorku przyjęto jednomyślną decyzją 193 państw członkowskich Agendę na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030¹⁴⁹. Agenda 2030 została sformułowana wokół pięciu głównych obszarów przedstawionych na schemacie 2.2.

Schemat 2.2. Główne obszary Agendy 2030



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r. https://www.unic.un.org.pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf.

W oparciu te obszary sformułowano 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju, a do każdego z nich przypisano poszczególne zadania (łącznie 169 zadań). W zamyśle twórców Agenda 2030 ma stać się narzędziem umożliwiającym integrację i wspólne koordynowanie

¹⁴⁸ Dziawgo, E. (2017). Implementation of “Europe 2020” strategy in the countries of the European Union. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 478, 142–151. <https://doi.org/10.15611/pn.2017.478.13>.

¹⁴⁹ Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r. https://www.unic.un.org.pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf.

działań mających na celu rozwiązanie globalnych problemów, nie tylko ekologicznych, ale także gospodarczych i społecznych¹⁵⁰. Wszystkie cele przyjęte w ramach Agendy 2030 przedstawiono w tabeli 2.2.

Tabela 2.2. Cele Zrównoważonego Rozwoju według Agendy 2030

1.	Eliminacja ubóstwa we wszystkich formach na całym świecie
2.	Eliminacja głodu i zapewnienie bezpieczeństwa żywnościowego, lepszego odżywiania oraz promocji zrównoważonego rolnictwa
3.	Zapewnienie zdrowego życia wszystkim ludziom niezależnie od wieku oraz promocja dobrobytu
4.	Zapewnienie wysokiego poziomu edukacji oraz promocja <i>lifelong learning</i> (uczenia się przez całe życie)
5.	Równość płci i wzmocnienie pozycji kobiet
6.	Zapewnienie dostępu do wody i warunków sanitarnych dla wszystkich ludzi dzięki zrównoważonej gospodarce zasobami wodnymi
7.	Zapewnienie dostępu do zrównoważonej, stabilnej, nowoczesnej i przystępnej cenowo energii
8.	Promowanie zrównoważonego, stabilnego oraz inkluzywnego wzrostu gospodarczego, przy zachowaniu pełnego i produktywnego zatrudnienia, zapewniającego godną płacę dla wszystkich ludzi
9.	Budowa stabilnej infrastruktury, promocja zrównoważonego uprzemysłowienia oraz wspieranie innowacyjności
10.	Zmniejszenie nierówności w krajach i pomiędzy nimi
11.	Uczynienie miast i osiedli ludzkich bezpiecznymi, zrównoważonymi, stabilnymi i sprzyjającymi włączeniu społecznemu
12.	Zapewnienie wzorców zrównoważonej produkcji i konsumpcji
13.	Podjęcie pilnych działań na rzecz przeciwdziałania zmianom klimatu i ich skutkom
14.	Ochrona mórz, oceanów i ich zasobów oraz wykorzystywanie ich w sposób zrównoważony
15.	Przywrócenie, promocja oraz ochrona zrównoważonego wykorzystywania ekosystemów lądowych, zrównoważona gospodarka leśna, zwalczanie pustynnienia, powstrzymanie i odwracanie procesu degradacji gleby, a także przeciwdziałanie utracie bioróżnorodności
16.	Promocja inkluzywnego i pokojowego społeczeństwa, zapewnienie dostępu do wymiaru sprawiedliwości wszystkim ludziom oraz budowa skutecznych i odpowiedzialnych instytucji na wszystkich szczeblach, sprzyjających włączeniu społecznemu
17.	Wzmocnienie środków wdrażania i ożywienie globalnego partnerstwa na rzecz zrównoważonego rozwoju

Źródło: Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r. https://www.unic.un.org.pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf.

¹⁵⁰ Greszta, M. (2021). Przekształcamy nasz świat: Agenda na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030 | Kampania 17 Celów. Kampania 17 Celów | Biznes Na Rzecz Realizacji Celów Zrównoważonego Rozwoju W Polsce. <https://kampania17celow.pl/raporty/przekształcamy-nasz-swiat-agenda-na-rzecz-zrownawazonego-rozwoju-2030/> (31.01.2023).

2.2.3. Porozumienie Paryskie

Kilka miesięcy po przyjęciu Agendy 2030 odbyła się w Paryżu Konferencja Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu (COP21). Efektem tych prac było wypracowanie międzynarodowego porozumienia klimatycznego nazywanego także Porozumieniem Paryskim. Jest to prawnie wiążąca umowa regulująca kwestie środowiskowe, będąca rozwinięciem postanowień protokołu z Kioto z 1997 roku, który wygasł do roku 2020, a którego założenia okazały się niewystarczające w zapobieganiu pogłębianiu się zmian klimatycznych. Protokół z Kioto nie zapewniał także dostatecznych możliwości egzekwowania przyjętych założeń przez kraje rozwinięte, które zobligowały się w jego ramach do ograniczenia emisji gazów cieplarnianych¹⁵¹. Obraz światowej gospodarki i związanej z nią emisji zanieczyszczeń od lat 90-tych uległ drastycznym przemianom. Głównym emitentem przestały być zachodnie gospodarki rozwinięte, a ich miejsce zajęła przede wszystkim dynamicznie rosnąca gospodarka chińska. Znaczny udział w emisji gazów cieplarnianych osiągnęły również inne gospodarki wschodzące, takie jak Indie. Zależności te można zauważyć na wykresie 2.2, przedstawiającym zmiany w wielkości emisji dwutlenku węgla w ostatnich kilkudziesięciu latach według poszczególnych państw, przedstawionym w podrozdziale dotyczącym problematyki efektu cieplarnianego. Porozumienie Paryskie stało się pierwszym porozumieniem, obejmującym państwa odpowiedzialne za większość światowej emisji dwutlenku węgla (około 98% światowej emisji zostało objęte krajowymi planami działań na rzecz klimatu, przygotowanych przez kraje które zaakceptowały porozumienie, w tym także wspomniane wcześniej Chiny i Indie). Określa ogólny plan działań, mających uchronić świat przed groźbą zmian klimatycznych, dzięki osiągnięciu przez świat neutralności klimatycznej w drugiej połowie bieżącego wieku. W celu umożliwienia realizacji tego celu w porozumieniu zawarto następujące elementy¹⁵²:

- długofalowy cel, jakim jest ograniczenie wzrostu średniej globalnej temperatury do poziomu znacznie mniejszego niż 2 stopnie Celsjusza w odniesieniu do poziomu średniej temperatury sprzed epoki przemysłowej. Pożądane jest natomiast dążenie do poziomu wzrostu średniej temperatury do 1,5 stopnia Celsjusza;

¹⁵¹ Paryskie porozumienie klimatyczne. (2023). European Council.

<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/climate-change/paris-agreement/> (31.01.2023).

¹⁵² Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady. Po konferencji w Paryżu: ocena skutków porozumienia klimatycznego z Paryża – komunikat towarzyszący wnioskowi dotyczącemu decyzji Rady w sprawie podpisania w imieniu Unii Europejskiej porozumienia klimatycznego z Paryża przyjętego w ramach Ramowej konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu, Komisja Europejska, COM(2016) 110 final, Bruksela 2016, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex:52016DC0110>.

- sygnał dla wszystkich zainteresowanych stron, polityków, społeczeństwa obywatelskiego, przedsiębiorstw i inwestorów, że czysta energia jest przyszłością i należy odejść od wykorzystywania zanieczyszczających środowisko paliw kopalnych;
- mechanizm dynamicznego dokonywania bilansu i zwiększania poziomu ambicji wraz z upływem czasu. Od 2023 roku strony Porozumienia Paryskiego będą spotykać się co pięć lat w celu przeanalizowania dokonanych w tym czasie postępów w ograniczeniu światowej emisji dwutlenku węgla, dostosowaniu do zmian klimatycznych oraz oceny wsparcia udzielonego i pozyskiwanego w celu realizacji długoterminowych założeń;
- prawne zobowiązanie stron umowy do przyjmowania krajowych środków łagodzących, mających za zadanie osiągnięcie celów przewidzianych dla własnych wkładów;
- przejrzystość i odpowiedzialność zapewnioną dzięki wymogom przedkładania co dwa lata przez wszystkie strony danych dotyczących wielkości emisji gazów cieplarnianych oraz informacji umożliwiających śledzenie postępów w jej ograniczeniu. Ponadto strony zobowiązane są udostępniać techniczny przegląd ekspercki, wielostronną analizę postępów wszystkich stron porozumienia;
- ambitny pakiet solidarnościowy dotyczący finansowania działań podejmowanych przez poszczególne państwa na rzecz walki ze zmianą klimatu, przystosowaniem do zmian klimatycznych oraz pokrycia strat i szkód będących konsekwencjami zmian klimatycznych.

Porozumienie Paryskie zapoczątkowało zmiany w podejściu do wpływu kwestii środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego na realizację podstawowych obowiązków inwestora takich jak obowiązek powierniczy. Uważa się, że nieuwzględnianie w praktyce biznesowej długoterminowych czynników wpływających na wartość inwestycji (takich jak czynniki ESG) stanowi naruszenie obowiązku powierniczego¹⁵³. Konsekwencją tak zmodyfikowanego podejścia zgodnie z przewidywaniami po zakończeniu COP21 może być konieczność modyfikacji definicji ostrożności w bankowości w sposób, który umożliwiłby np. implementację czynników klimatycznych w standardową procedurę oceny ryzyka. Wraz z przyjęciem porozumienia nastąpiła akceptacja włączenia czynników ESG w procesy inwestycyjne. Umożliwienie takiego podejścia w praktyce wymagało jeszcze dopracowania ram prawnych obejmujących odpowiedni system finansowych zachęt i obowiązków, zapewniający przekierowanie dostatecznego strumienia środków finansowych na rozwój

¹⁵³ PRI, Global Compact, UNEP Finance Initiative and UNEP Inquiry (2015). Fiduciary duty in the 21st Century <http://2xjmlj8428u1a2k5o3411m71.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/Fiduciary-duty-21st-century.pdf> (01.02.2023).

inwestycji wspierających cele klimatyczne. Porozumienie Paryskie stanowi swego rodzaju zarys strategii wykorzystania do realizacji celów klimatycznych systemu finansowego opartego w znacznej mierze na mechanizmach rynkowych i wykorzystaniu niższych szczebli organizacyjnych (niż dotychczasowe globalne postanowienia) do wyznaczania bieżących celów oraz egzekwowania ich realizacji w poszczególnych regionach¹⁵⁴. Rozwiązanie tego typu zostało opracowane przez zdobywczynię Nagrody Nobla z dziedziny ekonomii w 2009 roku (Elinor Ostrom) i określane jest mianem podejścia policentrycznego¹⁵⁵.

Podczas negocjacji porozumienia pojawiały się protesty ze strony aktywistów ekologicznych¹⁵⁶, jedne miały na celu wyrażenie poparcia dla negocjowanych na szczycie zmian, a inne zarzucały przyjęcie zbyt mało ambitnych celów oraz niekorzystnego dla ich realizacji warunku mówiącym, że porozumienie staje się wiążące w momencie, gdy zostanie ratyfikowane przez 55 stron odpowiedzialnych za co najmniej 55% światowej emisji. Pomimo przedstawianych obaw udało się spełnić ten warunek i umowa stała się wiążąca¹⁵⁷. Niezależnie od sygnalizowanych wątpliwości, Porozumienie Paryskie w połączeniu z Agendą 2030 stanowiło impuls między innymi dla Unii Europejskiej, do wdrażania nowych planów, w jeszcze większym stopniu nastawionych na zrównoważony rozwój i walkę z problemami ekologicznymi.

W roku 2016 Unia Europejska zaprezentowała propozycję podejścia do realizacji Agendy 2030 i związanych z nią długoterminowych celów. Do najważniejszych działań wyszczególnionych przez Komisję Europejską można zaliczyć¹⁵⁸:

- uznanie zrównoważonego rozwoju za kluczową zasadę wszystkich polityk oraz włączenie celów zrównoważonego rozwoju do polityk i inicjatyw unijnych. Zmiany mają uwzględniać zrównoważony rozwój składający się z trzech filarów, obejmujących kwestie środowiskowe, społeczne i gospodarcze. W tym celu powołano grupę ekspertów wysokiego szczebla (HLEG), pełniącą funkcje

¹⁵⁴ Robins, N. How Paris Became the Capital of Climate Finance [w:] Krosinsky, C., Purdom, S. (red.) (2016). Sustainable Investing: Revolutions in Theory and Practice. Taylor & Francis.

¹⁵⁵ Ostrom, E. (2009). A polycentric approach for coping with climate change (English). Policy Research working paper; no. WPS 5095 Washington, D.C.: World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/480171468315567893/A-polycentric-approach-for-coping-with-climate-change>.

¹⁵⁶ BBC News. (2015). COP21: Rallies call for Paris climate change action. BBC News. <https://www.bbc.com/news/world-34956825> (02.02.2023).

¹⁵⁷ Paryskie porozumienie klimatyczne. (2023). European Council. <https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/climate-change/paris-agreement/> (01.02.2023).

¹⁵⁸ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Kolejne kroki w kierunku zrównoważonej przyszłości Europy. Europejskie działania na rzecz zrównoważonego rozwoju, COM(2016) 739 final, Strasburg 2016, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&from=EN>.

doradcze w zakresie budowy strategii UE implementujących wyzwania stawiane w szczególności sektorowi finansowemu, w związku z zagrożeniami wynikającymi ze zmianami klimatycznymi i środowiskowymi,

- monitorowanie, sprawozdawczość i regularna ocena postępów od 2017 roku, dotycząca realizacji celów zrównoważonego rozwoju zawartych w programie działania,
- promocję zrównoważonego rozwoju na arenie międzynarodowej we współpracy z partnerami zewnętrznymi Unii Europejskiej z wykorzystaniem dostępnych w ramach polityk zewnętrznych narzędzi (w szczególności dotyczących wsparcia krajów rozwijających się),
- zobowiązanie Komisji do dalszej współpracy z Radą i Parlamentem Europejskim, władzą budżetową Unii Europejskiej oraz innymi instytucjami europejskimi oraz innymi zainteresowanymi stronami przy kontynuowaniu realizacji przyjętego programu działań,
- stworzenie wielostronnej platformy, której zadaniem będzie umożliwienie wymiany najlepszych praktyk związanych z realizacją celów zrównoważonego rozwoju na szczeblu krajowym i unijnym w poszczególnych sektorach,
- opracowanie i przedstawienie dogłębnej analizy dotyczącej długoterminowej wizji dalszego rozwoju po 2020 roku.

W odpowiedzi na potrzebę realizacji wymienionych działań Unia Europejska zaprezentowała sześć priorytetów prowadzonej polityki na lata 2019-2024, przedstawionych na schemacie 2.3.

Schemat 2.3. Priorytety przeznaczone do realizacji przez Unię Europejską w latach 2019-2024



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Priorytety (2019–2024). (n.d.). Komisja Europejska. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024_pl (01.02.2023).

2.3. Istota Europejskiego Zielonego Ładu

Odpowiadając na potrzeby wynikające z Agendy 2030 i Porozumienia Paryskiego, dotyczące w szczególności kwestii ograniczenia negatywnego wpływu gospodarki na klimat i środowisko naturalne, w 2018 roku Komisja Europejska przedstawiła komunikat prezentujący plan działania dotyczący finansowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Do najważniejszych celów przedstawionych w komunikacie zaliczono¹⁵⁹:

¹⁵⁹ Komunikat Komisji. Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, COM(2018) 97 final, Bruksela 2018 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097#footnote13>.

- 1) przekierowanie przepływów kapitału do inwestycji zrównoważonych, które zapewnią sprzyjający włączeniu społecznemu zrównoważony wzrost gospodarczy. Zdaniem Komisji bez zwiększenia poziomu inwestycji zrównoważonych, wypełniającego szacowaną na prawie 180 mld euro lukę inwestycyjną, niemożliwe będzie osiągnięcie długoterminowych celów w obszarze energetyki i klimatu. Przekształcenie gospodarki w bardziej zrównoważoną nie tylko ma być korzystne z punktu widzenia klimatu i środowiska. W założeniu tak funkcjonująca gospodarka ma być bardziej odporna na czynniki destabilizujące (obieg zamknięty i odnawialne źródła energii obniżają wrażliwość na zmiany cen surowców nieodnawialnych).
- 2) uwzględnianie ryzyka finansowego wynikającego ze zmian klimatycznych, wyczerpywania się zasobów naturalnych, degradacji środowiska oraz kwestii społecznych.

Włączenie ryzyka związanego z pogłębiającymi się skutkami zmian klimatycznych ma na celu zwiększenie stabilności sektora finansowego w przyszłości oraz ograniczenie skutków negatywnych zdarzeń naturalnych. Banki także są narażone na zwiększone ryzyko z tytułu ryzyka środowiskowego i społecznego. Coraz bardziej gwałtowne i nieprzewidywalne zjawiska pogodowe, które zagrażają przedsiębiorstwom kredytowanym przez banki, będą coraz silniej oddziaływać na ich rentowność. W przypadku ryzyk społecznych szkody mogą dotyczyć w większym stopniu wiarygodności i reputacji firmy, co również może przełożyć się na konkretne straty finansowe;

- 3) wspieranie transparentności i długoterminowego podejścia w działalności gospodarczej i finansowej.

Przejrzystość działań wszystkich uczestników rynku jest niezbędnym warunkiem dla funkcjonowania systemu finansowego. Transparentność działań przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju umożliwia dokonanie właściwej oceny wartości inwestorom i instytucjom finansowym. Ponadto ujmowanie w publikowanych informacjach zagrożeń długoterminowych (takich jak ryzyka klimatyczne) będzie sprzyjało długoterminowym inwestycjom ze względu na pełniejszą informację pozwalającą na lepsze prognozowanie przyszłej wartości inwestycji. Aktualnie na rynku finansowym panuje wyraźna preferencja inwestowania i pomnażania zysków w perspektywie krótkoterminowej, jednym z głównych celów działań Komisji ma być odwrócenie tej tendencji w kierunku długoterminowego horyzontu inwestycyjnego.

W przedstawionym przez Komisję Europejską planie działania na potrzeby realizacji powyższych celów dokonano wyznaczenia dziesięciu działań, na których w najbliższych latach powinna skupić się praca Komisji i Parlamentu Europejskiego. Ich zestawienie przedstawia tabela 2.3.

Tabela 2.3. Plan działania wobec finansowania zrównoważonego rozwoju z 2018 roku wraz z wyjaśnieniem poszczególnych działań

Działanie 1	Ustanowienie unijnego systemu klasyfikacji zrównoważonych działań Komisja zapowiedziała powołanie grupy ekspertów technicznych (TEG), których zadaniem jest stworzenie jednolitej systematyki UE związanej z działaniami na rzecz przeciwdziałania zmianom klimatu oraz na rzecz środowiska naturalnego i społeczeństwa. Kluczowe dla rozwoju zrównoważonych inwestycji ma być ujednoczenie ich interpretacji dla wszystkich państw członkowskich. W pierwszej kolejności mają zostać określone wytyczne dotyczące systematyki kwestii związanych z łagodzeniem skutków zmian klimatu i dostosowaniem się do nich, a w dalszych etapach zostaną objęte systematyką pozostałe działania środowiskowe i społeczne (przy założeniu, że jeden aspekt zrównoważonego rozwoju nie może wpływać niekorzystnie na pozostałe).
Działanie 2	Stworzenie norm i oznaczeń dla ekologicznych produktów finansowych Grupa ekspertów technicznych (TEG) ma sporządzić raport zawierający normy dla obligacji ekologicznych, a Komisja Europejska określi perspektywy emisyjne dla obligacji ekologicznych, aby zapewnić inwestorom dostęp do dodatkowych informacji.
Działanie 3	Wspieranie inwestycji w zrównoważone projekty Komisja zobowiązuje się do podejmowania dalszych działań zwiększających skuteczność i wpływ instrumentów, które wspierają zrównoważone inwestycje w Unii Europejskiej i państwach partnerskich.
Działanie 4	Uwzględnienie zrównoważonego rozwoju w usługach doradztwa finansowego Zapowiedzenie zmian w dyrektywach w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) oraz w sprawie dystrybucji ubezpieczeń, mających na celu zagwarantowanie uwzględniania preferencji w obszarze zrównoważonego rozwoju przy ocenie adekwatności.
Działanie 5	Opracowanie wskaźników referencyjnych zrównoważonego rozwoju Wskaźniki referencyjne odgrywają istotną rolę w alokacji kapitału przez inwestorów i znacząco wpływają na kształtowanie się cen instrumentów finansowych. Zdaniem Komisji tradycyjne wskaźniki referencyjne odzwierciedlają kwestie zrównoważonego rozwoju jedynie w ograniczonym zakresie. Dotychczas podmioty tworzące wskaźniki i indeksy na własną rękę tworzyły wskaźniki ESG na podstawie których dokonywały oceny. Często jednak podmioty różnie podchodzą do poszczególnych składowych, odnoszących się do aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego, nadając im różne wagi. Brak ujednoczenia metodologii przekłada się często na niską wiarygodność takich wskaźników oraz ogranicza ich porównywalność. Komisja zobowiązała się przygotować przepisy, mające na celu poprawę przejrzystości metod i cech wskaźników referencyjnych. Grupa ekspertów technicznych (TEG) została także zobowiązana do opublikowania

	<p> sprawozdania na temat metod dotyczących ustalania referencyjnego wskaźnika niskoemisyjności w terminie do drugiego kwartału 2019 roku.</p>
Działanie 6	<p>Pełniejsze uwzględnienie zrównoważonego rozwoju w usługach ratingowych i badaniach rynku</p> <p>Uwzględnianie przez agencje ratingowe podmiotów w zakresie zrównoważonego rozwoju przyczynia się do bardziej zrównoważonej alokacji kapitału. Główną przeszkodą występującą na rynku jest brak ujednoczonych i powszechnie akceptowanych standardów dotyczących oceny wyników przedsiębiorstw w obszarze zrównoważonego rozwoju. Podobnie jak w przypadku wskaźników referencyjnych, również w przypadku tworzonych ratingów zróżnicowany stopień uwzględniania różnych aspektów zrównoważonego rozwoju stanowi jedną z głównych barier w ich wykorzystywaniu przez interesariuszy. Komisja zobowiązała się zobowiązać podmioty do wyraźnego i proporcjonalnego uwzględniania czynników ESG.</p>
Działanie 7	<p>Doprecyzowanie obowiązków inwestorów instytucjonalnych i podmiotów zarządzających aktywami</p> <p>Dotychczas inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami praktycznie nie uwzględniają w analizach czynników zrównoważonego rozwoju. Ponadto nie informują oni w wystarczającym stopniu klientów o tym w jakim stopniu uwzględniają aspekty zrównoważonego rozwoju przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W skutek takich działań inwestorzy są pozbawieni możliwości podejmowania decyzji inwestycyjnych uwzględniających kwestie dotyczące zrównoważonego rozwoju, a co wpływa na zmniejszenie dopływu kapitału dla inwestycji realizujących zrównoważone cele. Działania Komisji mają dotyczyć przedstawienia wniosku ustawodawczego w którym inwestorzy instytucjonalni i podmioty zarządzające aktywami zostaną zobowiązane do uwzględniania kwestii zrównoważonego rozwoju przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Ponadto ma zostać poprawiony dostęp inwestorów do informacji w tym zakresie.</p>
Działanie 8	<p>Uwzględnienie zrównoważonego rozwoju w wymogach ostrożnościowych</p> <p>Komisja ma na celu zapewnienie włączenia ryzyka związanego z czynnikami klimatycznymi i środowiskowymi przez instytucje finansowe do swoich polityk zarządzania ryzykiem. System ten miałby funkcjonować w oparciu o przygotowaną przez Unię Europejską systematykę.</p>
Działanie 9	<p>Pełniejsze ujawnianie informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju i sprawniejsze tworzenie zasad rachunkowości</p> <p>Dotychczas na podstawie dyrektywy dotyczącej ujawniania informacji niefinansowych duże jednostki są zobowiązane do wykazywania informacji kluczowych z zakresu środowiska, polityki społecznej oraz ładu korporacyjnego. Przepisy te jednak pozostawiają niemalże całkowitą elastyczność co do prowadzenia sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju. Nowe regulacje mają na celu wprowadzenie większego stopnia standaryzacji w taki sposób, aby zwiększyć wartość informacyjną oraz przeciwdziałać negatywnym zjawiskom takim jak <i>greenwashing</i>.</p>
Działanie 10	<p>Wspieranie zrównoważonego ładu korporacyjnego i przeciwdziałanie krótkowzrocznemu podejściu na rynkach kapitałowych</p> <p>Ład korporacyjny jest postrzegany przez Komisję jako element mogący znacząco przyczynić na rzecz zrównoważonego rozwoju. Sprawnie funkcjonujący ład korporacyjny, oparty o przejrzyste zasady sprzyja realizacji innych działań wyznaczonych przez Komisję, takich jak długoterminowa perspektywa</p>

	inwestycyjna oraz dostępność do ustandaryzowanej, użytecznej i wiarygodnej informacji dotyczącej aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego danego podmiotu.
--	--

Zródło: opracowanie własne na podstawie: Komunikat Komisji. Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, COM(2018) 97 final, Bruksela 2018 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097#footnote13>.

Dążąc do realizacji założeń dotyczących zrównoważonego rozwoju Unia Europejska opracowała i przedstawiła w grudniu 2019 roku Europejski Zielony Ład. Jest to strategia na rzecz wzrostu i rozwoju, która ma na celu przekształcenie Unii Europejskiej w obszar neutralny klimatycznie do roku 2050 oraz uniezależnienie wzrostu gospodarczego od stopnia wykorzystania zasobów naturalnych. Jednocześnie społeczeństwo UE ma funkcjonować w zasobooszczędnej, nowoczesnej i konkurencyjnej gospodarce¹⁶⁰. O znaczeniu Europejskiego Zielonego Ładu dla Unii Europejskiej mogą świadczyć wypowiedzi przewodniczącej Komisji Europejskiej Ursuli von der Leyen:

Europejski Zielony Ład jest naszą nową strategią na rzecz wzrostu – wzrostu, którego korzyści są większe niż koszty. Europejski Zielony Ład pokazuje, jak zmienić nasz styl życia i pracy, sposób produkcji i konsumpcji, tak abyśmy żyli zdrowiej, a nasze przedsiębiorstwa były innowacyjne. Wszyscy możemy włączyć się w ten proces i skorzystać z szans, jakie stwarza. Pomożemy gospodarce UE stać się światowym liderem, jeśli będziemy działać szybko, nie oglądając się na innych. Bardzo nam zależy na powodzeniu tej strategii dla dobra naszej planety i życia, jakie ona podtrzymuje – aby ocalić dziedzictwo naturalne Europy, różnorodność biologiczną, nasze lasy i morza. Jeżeli pokażemy reszcie świata, w jaki sposób osiągnąć zrównoważoną i konkurencyjną gospodarkę, możemy przekonać inne państwa do działania razem z nami¹⁶¹.

Znaczenie Europejskiego Zielonego Ładu dla przyszłości Unii Europejskiej podkreślił także wiceprzewodniczący wykonawczy – Frans Timmermans:

Mamy do czynienia z kryzysem klimatycznym i ekologicznym. Europejski Zielony Ład stwarza szansę na poprawę zdrowia i dobrostanu Europejczyków dzięki transformacji naszego modelu gospodarczego. W naszym planie przedstawiliśmy, w jaki sposób ograniczyć emisje, uzdrowić nasze środowisko naturalne, chronić dziką faunę i florę, stworzyć nowe możliwości gospodarcze i poprawić jakość życia obywateli. Wszyscy mamy do odegrania ważną rolę, a proces transformacji obejmie każdy sektor przemysłu i każde państwo. Co więcej, spoczywa na

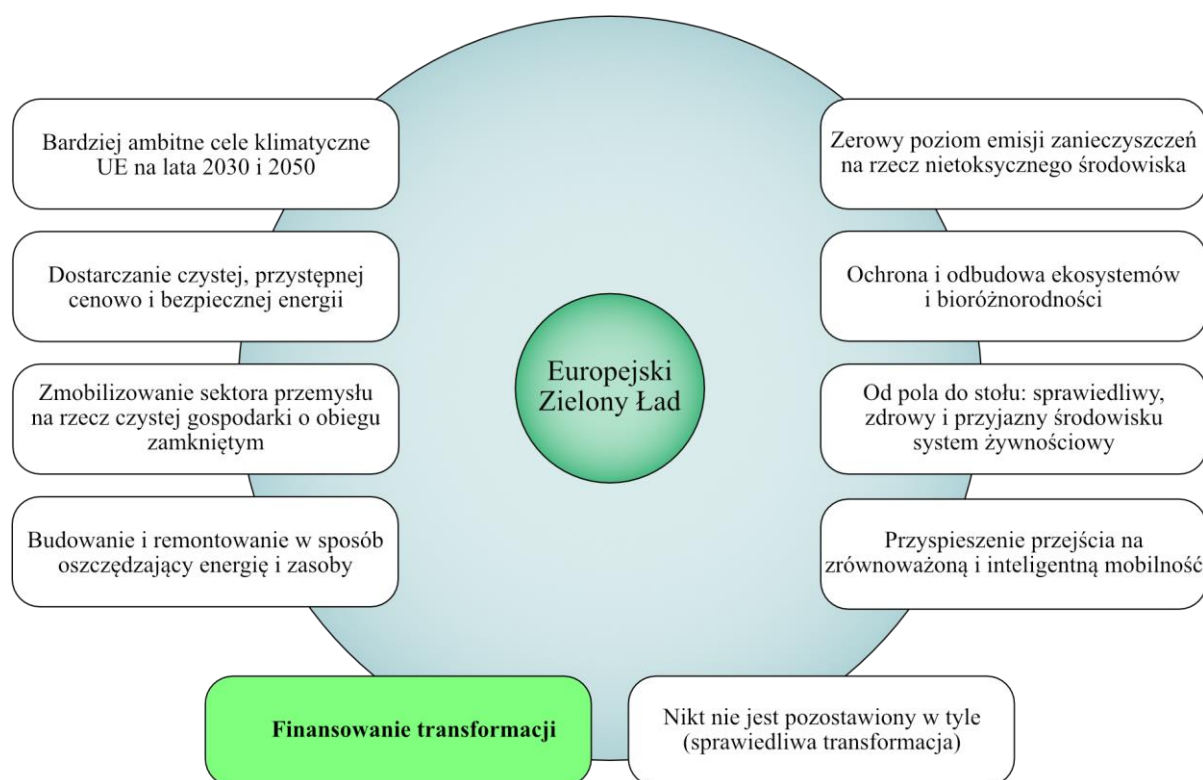
¹⁶⁰ Komunikat Komisji. Europejski Zielony Ład, COM(2019) 640 final, Bruksela 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%3A52019DC0640> (02.02.2023)

¹⁶¹ Komunikat prasowy. (n.d.). European Commission - European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip_19_6691 (02.02.2023).

nas odpowiedzialność, aby transformacja była sprawiedliwa i aby w trakcie realizacji Europejskiego Zielonego Ładu nikt nie pozostał w tyle¹⁶².

Europejski Zielony Ład jest pierwszą tak kompleksową strategią na świecie, nastawioną na realizację celów zrównoważonego rozwoju. W jego skład wchodzi wiele obszarów funkcjonowania gospodarki i społeczeństwa państw członkowskich. Europejski Zielony Ład stanowi swego rodzaju kulminację budowanego przez lata podejścia Unii Europejskiej do zrównoważonego rozwoju i problemów środowiskowych¹⁶³. Transformacja w kierunku zrównoważonej i neutralnej klimatycznie gospodarki ma odbywać się wokół poszczególnych elementów, przedstawionych na schemacie 2.4.

Schemat 2.4. Pierwotne założenia Europejskiego Zielonego Ładu



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Komunikat Komisji. Europejski Zielony Ład, COM(2019) 640 final, Bruksela 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%-3A52019DC0640> (02.02.2023).

Odnosząc się do schematu 2.4. należy zaznaczyć, że bardziej ambitne cele klimatyczne Unii Europejskiej na lata 2030 i 2050 oznaczają neutralność klimatyczną do 2050 roku oraz

¹⁶² Komunikat prasowy. (n.d.). European Commission - European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip_19_6691 (02.02.2023).

¹⁶³ Bongardt, A., Torres, F. (2021). The European Green Deal: More than an Exit Strategy to the Pandemic Crisis, a Building Block of a Sustainable European Economic Model*. JCMS: Journal of Common Market Studies, 60(1), 170–185. <https://doi.org/10.1111/jcms.13264>.

redukcję emisji gazów cieplarnianych przynajmniej do poziomu 50-55% w stosunku do poziomu z roku 1990¹⁶⁴.

Z kolei dostarczenie czystej, przystępnej cenowo i bezpiecznej energii – przebudowa systemu energetycznego, który jest odpowiedzialny za ponad 75% emisji gazów cieplarnianych. Połączenie europejskiego rynku energii w celu zapewnienia stabilności dostaw z różnych źródeł oraz utrzymania możliwie niskich kosztów energii dla odbiorców. Znaczną rolę w produkcji energii mają odgrywać obszary morskie na terenie których będzie pozyskiwana odnawialna energia z farm wiatrowych.

Zmobilizowanie sektora przemysłu na rzecz czystej gospodarki o obiegu zamkniętym – dynamicznie rosnące wydobycie surowców naturalnych. Transformacja ma odbyć się na dwóch płaszczyznach – transformacji zielonej i cyfrowej. Gałęzie przemysłu niezbędne do funkcjonowania gospodarek państw europejskich (takie jak produkcja stali, cementu, produktów chemicznych itp.) mają zostać zmodernizowane w sposób maksymalizujący redukcję emisji gazów cieplarnianych. Zwiększony zostanie również udział produktów poddawanych recyklingowi oraz wymogi dopuszczenia produktu do obrotu na rynku europejskim. Rozszerzoną odpowiedzialność za wytworzone produkty będą także ponosili ich producenci. Przedsiębiorstwa będą także zachęcane do wykorzystywania produktów wielokrotnego użytku. Do 2030 roku według planu wszystkie opakowania dostępne na rynku Unii Europejskiej mają nadawać się do ponownego wykorzystania lub recyklingu w ekonomicznie opłacalny sposób. Ponadto poszerzone zostaną standardy dotyczące informowania klientów o ekologiczności produktów, tak aby konsument mógł przed zakupem dysponować możliwie najlepszymi informacjami. Technologie cyfrowe takie jak sztuczna inteligencja, 5G, czy chmura obliczeniowa mają również w znacznym stopniu przyczynić się do osiągnięcia celów klimatycznych.

Budowa i remontowanie w sposób oszczędzający energię i zasoby – budynki odpowiadają za około 40% zużycia energii, dlatego też, aby osiągnąć cele klimatyczne należy zwiększać efektywność energetyczną poprzez zainicjowanie fali remontowej w obiektach użyteczności publicznej oraz nieruchomościach prywatnych. Budynki mają być także bardziej odporne na zmiany klimatu i ich konsekwencje, między innymi poprzez zwiększenie stopnia ich cyfryzacji. Ograniczenie zużycia energii cieplnej ma także pozytywnie przełożyć się na koszty utrzymania obiektów poddawanych renowacji.

¹⁶⁴ Komunikat Komisji. Europejski Zielony Ład, COM(2019) 640 final, Bruksela 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%3A52019DC0640>.

Zerowy poziom emisji zanieczyszczeń na rzecz nietoksycznego środowiska – poprawa jakości i czystości powietrza, wody i gleby we wszystkich krajach członkowskich. Przegląd obowiązujących przepisów i modyfikacje norm jakości powietrza. Ponadto lepiej kontrolowane mają być chemikalia powstające na każdym etapie produkcji i użytkowania wyrobów. Podjęte zostaną także wysiłki na rzecz przeciwdziałania awariom przemysłowym, a w wyniku prac legislacyjnych mają zostać utworzone przepisy spójne z polityką klimatyczną, energetyczną i systemem gospodarki o obiegu zamkniętym.

Ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów – polegająca przede wszystkim na zwiększeniu powierzchni poszczególnych ekosystemów w różnych częściach Europy. Zwiększenie programu zalesiania, zwiększenie udziału zasobów morskich i oceanicznych jako źródeł pozyskiwania białka oraz wzrost udziałów obszarów chronionych w ogólnej powierzchni krajów UE. Zaznacza się jednak, że wszystkie unijne polityki powinny sprzyjać odbudowie bioróżnorodności.

Od pola do stołu: sprawiedliwy zdrowy i przyjazny środowisku system żywnościowy – strategia obejmująca wszystkie etapy łańcucha dostaw produktów żywnościowych. Zmiany mają zapewnić wysoką jakość żywności, ale także uczynić jej proces wytwarzania, transportu, przechowywania i przetwarzania bardziej przyjaznym dla klimatu i środowiska naturalnego. Ograniczenia mają dotyczyć także stosowania nawozów, antybiotyków oraz chemicznych pestycydów. W odróżnieniu od wcześniejszych polityk Unii Europejskiej, strategia ta ma się nie ograniczać do ustanowienia przepisów obejmujących listę zakazów i ich egzekwowania. Wprowadzone mają zostać systemy oparte o efektywność realizacji celów, które będą nagradzały najefektywniejszych rolników.

Przyspieszenie przejścia na zrównoważoną i inteligentną mobilność – w sektorze transportu planowana redukcja emisji gazów cieplarnianych do 2050 roku sięga 90%. Podstawą tego elementu Europejskiego Zielonego Ładu jest zagwarantowanie alternatywnych, czystszych, tańszych, zdrowszych i bardziej dostępnych środków transportu niż wykorzystywane obecnie. Główny udział w tym przedsięwzięciu ma mieć zwiększenie form transportu kolejowego i transportu wodami śródlądowymi (w szczególności w przypadku transportu towarowego), przy jednoczesnym ograniczeniu transportu drogowego.

Wszystkie powyższe plany mają zostać zrealizowane przy zapewnieniu wsparcia dla projektów badawczo-rozwojowych, które istotnie przyczynią się do osiągnięcia celów klimatycznych i poprawy efektywności gospodarczej. Skala inwestycji wymaga jednak zapewnienia wsparcia ze strony Unii Europejskiej, która zamierza na ten cel przeznaczyć środki z programu Horyzont Europa oraz innych programów. W przypadku programu Horyzont

Europa zakłada się przeznaczenie około 35% środków na cele badawczo-rozwojowe w zakresie istotnych z punktu widzenia Europejskiego Zielonego Ładu nowych rozwiązań. Dodatkowe wsparcie ma być zapewnione także dla sektora MŚP oraz innowacyjnych przedsiębiorstw typu start-up¹⁶⁵.

Planowane szeroko zakrojone zmiany w funkcjonowaniu gospodarek państw całej Unii Europejskiej, obejmujące niemal wszystkie gałęzie przemysłu, wymagają innowacyjnych form finansowania. Dotychczasowe środki przekazywane w formie dotacji i preferencyjnych pożyczek na realizację celów wskazywanych przez Unię Europejską będą w tym przypadku niewystarczające. Transformacja energetyczna na rzecz nisko- lub zero-emisyjnych źródeł energii wymaga wsparcia ze strony budżetów krajowych, ale przede wszystkim kluczową rolę ma odegrać rynek kapitałowy i środki prywatne¹⁶⁶.

Takie podejście znajduje także potwierdzenie w badaniach naukowych dowodzących, że sektor prywatny i pochodzące z niego środki mogą efektywniej przyczynić się do finansowania zielonej transformacji, a w konsekwencji osiągnięcia celów klimatycznych¹⁶⁷. Jako przyczyny korzystniejszego wpływu finansowania kapitałowego na obniżenie emisji gazów cieplarnianych podaje się dwa argumenty: większą innowacyjność, która występuje w krajach o lepiej rozwiniętym systemie finansowania kapitałowego niż systemie finansowania poprzez system bankowy¹⁶⁸ oraz chęć ograniczania ryzyka przez inwestorów kapitałowych, którzy postrzegają przedsiębiorstwa bardziej ekologiczne, jako potencjalnie mniej ryzykowne z punktu widzenia przyszłych kosztów sądowych będących konsekwencją ewentualnych katastrof ekologicznych¹⁶⁹. Zdaniem De Haas i Popov takie uzasadnienie nie wyjaśnia w pełni pozytywnego wpływu inwestycji z rynków kapitałowych na ograniczenie emisji w przeliczeniu na jednostkę produkcji w sektorach wysokoemisyjnych. Dopuszczają oni działanie innych czynników takich jak inwestorzy indywidualni o innych celach zrównoważonego rozwoju niż banki¹⁷⁰.

Najnowsze badania prowadzone w latach 2020-2023 (a więc już kilka lat po przedstawieniu pierwotnych założeń Europejskiego Zielonego Ładu) potwierdzają, że spadek

¹⁶⁵ Komunikat Komisji. Europejski Zielony Ład, COM(2019) 640 final, Bruksela 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%3A52019DC0640>.

¹⁶⁶ Ibiem.

¹⁶⁷ De Haas, R., Popov, A. I. (2019). Finance and decarbonisation: why equity markets do it better. *Research Bulletin*, 64(64). https://econpapers.repec.org/article/ecbecbrbu/2019_3a0064.htm.

¹⁶⁸ Brown, J. R., Martinsson, G., Petersen, B. C. (2017). Stock markets, credit markets, and technology-led growth. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 45–59. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.07.002>.

¹⁶⁹ Klassen, R. D., McLaughlin, C. P. (1996). The Impact of Environmental Management on Firm Performance. *Management Science*, 42(8), 1199–1214. <https://doi.org/10.1287/mnsc.42.8.1199>.

¹⁷⁰ De Haas, R., Popov, A. I. (2019). Finance... op. cit.

emisji w gospodarkach z wysokorozwiniętymi rynkami kapitałowymi następuje szybciej i jest powiązany ze zwiększonym w tych krajach ryzykiem skutków ewentualnych zmian klimatu. Dynamice spadków emisji sprzyja także wysoki rozwój technologiczny. Badacze Al. Mamun i inni¹⁷¹ podkreślili jednak rolę zielonych obligacji, jako kluczową wobec zaobserwowanych zależności. W przypadku przeglądu badań dokonanego przez Penasco, Anadon i Verdolini¹⁷² wyniki sugerują większą skuteczność instrumentów o charakterze kapitałowym, przy jednoczesnym wykazaniu bardzo niskiego wpływu dotychczas wykorzystywanych mechanizmów ograniczania emisji – takich jak handel emisjami, czy podatki. Sami autorzy jednak przyznają, że interpretacja ich wyników jest skomplikowana między innymi z uwagi na zróżnicowanie dostępnych badań w tym obszarze pod względem metodologicznym, geograficznym oraz pod względem zakresu danych i niekoniecznie wnioski wyciągnięte z ich analizy mogą przełożyć się na faktyczną redukcję (lub jej brak) emisji w jakimś konkretnym przypadku zastosowania przez państwo/region danego narzędzia.

W przypadku Chin (największej gospodarki Azjatyckiej a zarazem największego emitenta gazów cieplarnianych na świecie, por. wykres 2.2) ostatnie badania również wskazują na znaczącą rolę rynków kapitałowych w finansowaniu zielonej transformacji¹⁷³. Podkreślają one jednak znaczenie zewnętrznych czynników, niezbędnych do występowania takiego pozytywnego wpływu. Autorzy stwierdzają, że finansowanie zorientowane na zrównoważony rozwój sprzyja również wzrostowi innowacyjności i modernizacji przemysłu, a czynniki takie jak dostępność do Internetu, poziom finansowy społeczeństwa oraz wyższe wykształcenie (a więc elementy zawierające się w omówionym wcześniej Europejskim Zielonym Ładzie i innych programach europejskich) odgrywają istotną rolę jako czynniki moderujące dla dynamiki dekarbonizacji.

Istnieją także inne przeglądy dotychczasowych badań, które nie potwierdzają istotnego wpływu finansowania zrównoważonego rozwoju w Stanach Zjednoczonych, Rosji i Chinach na dynamikę spadku emisji dwutlenku węgla¹⁷⁴. Q. Jia spodziewa się zaobserwowania wpływu w niedalekiej przyszłości. Za najszerzej stosowane narzędzie służące do realizacji założeń

¹⁷¹ Al Mamun, M., Boubaker, S., Nguyen, D. K. (2022). Green finance and decarbonization: Evidence from around the world. *Finance Research Letters*, 46, 102807. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102807>.

¹⁷² Peñasco, C., Anadón, L. D., Verdolini, E. (2021). Systematic review of the outcomes and trade-offs of ten types of decarbonization policy instruments. *Nature Climate Change*, 11(3), 257–265. <https://doi.org/10.1038/s41558-020-00971-x>.

¹⁷³ Lee, C. C., Wang, F., Lou, R., Wang, K. (2023). How does green finance drive the decarbonization of the economy? Empirical evidence from China. *Renewable Energy*, 204, 671–684. <https://doi.org/10.1016/j.renene.2023.01.058>.

¹⁷⁴ Jia, Q. (2022). The impact of green finance on the level of decarbonization of the economies: An analysis of the United States', China's, and Russia's current agenda. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 110–119. <https://doi.org/10.1002/bse.3120>.

klimatycznych uznano zielone obligacje. Inne narzędzia nie zostały wdrożone na szerszą skalę, aby mogły realnie wpływać na gospodarki analizowanych państw¹⁷⁵.

Warto także zaznaczyć, że wraz z realizacją kolejnych etapów Europejskiego Zielonego Ładu pojawia się coraz więcej głosów krytycznych wobec przeprowadzanych zmian. Bieżącą sytuację Unii Europejskiej na początku 2024 roku skomentował w wywiadzie udzielonym dla portalu BANK.pl L. Dziawgo:

*Obserwując, jak to wszystko wygląda w praktyce, uważam, że zbyt dużo wagi przywiązuje się do pozyskania środków, a zbyt mało na sformułowanie celów, którym te pieniądze mają służyć. Mam zresztą wrażenie, że Unia Europejska też coraz bardziej odrywa się od życia i przychodzi czas na zmianę warty. Nie widzę sukcesów KE pod rządami Ursuli von der Leyen, które przekonałyby mnie, że Europa jest bezpiecznym i bogatym organizmem.*¹⁷⁶

Coraz częściej pojawiające się wątpliwości wobec bilansu korzyści i kosztów prowadzonej transformacji mogą skłonić w przyszłości rządzących do pewnych ustępstw w realizowanej polityce, które znacząco mogą przełożyć się na stopień realizacji pierwotnych założeń. Obecnie jednak trudno jest jednoznacznie stwierdzić, jaki może być zakres przyszłych korekt, a także czy ambitne cele klimatyczne będą w znacznym stopniu zagrożone z tego powodu.

2.4. Sustainable Finance Disclosure Regulation oraz obowiązkowe ujawnienia przedkontraktowe

W celu realizacji założeń przyjętych w ramach Europejskiego Zielonego Ładu i poprawy dostępności i jakości informacji finansowych Unia Europejska przyjęła Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych¹⁷⁷. Rozporządzenie to jest określane także jako SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) i stanowi jeden z pierwszych kroków mających na celu zaangażowanie rynków kapitałowych we wsparcie zrównoważonego rozwoju i dekarbonizację gospodarek państw członkowskich.

¹⁷⁵ Ibidem.

¹⁷⁶ Anioł, M. (2024). Bankowość i Finanse | Gospodarka | Sukcesem jest to, że gospodarka wytrzymała. BANK.pl - Portal Finansowy. <https://bank.pl/bankowosc-i-finanse-gospodarka-sukcesem-jest-to-ze-gospodarka-wytrwala/> (27.04.2024).

¹⁷⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>.

Podstawowym celem rozporządzenia SFDR jest zapewnienie większej transparentności w sposobie analizowania ryzyk dotyczących zrównoważonego rozwoju, występujących w ramach działalności prowadzonej przez doradców finansowych i uczestników rynku finansowego¹⁷⁸, przy czym do uczestników rynku finansowego rozporządzenie SFDR zalicza¹⁷⁹:

- zakłady ubezpieczeń, udostępniające ubezpieczeniowy produkt inwestycyjny,
- firmy inwestycyjne, świadczące usługi zarządzania portfelem,
- instytucje pracowniczych programów emerytalnych,
- twórców produktów emerytalnych,
- zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi,
- dostawców ogólnoeuropejskich indywidualnych produktów emerytalnych,
- zarządzających kwalifikowalnymi funduszami typu venture capital,
- zarządzających kwalifikowalnymi funduszami na rzecz przedsiębiorczości społecznej,
- spółki zarządzające instytucjami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe,
- instytucje kredytowe świadczące usługi zarządzania portfelem.

Wymienieni uczestnicy rynku finansowego i doradcy finansowi zostali zobowiązani do dodatkowych ujawnień na temat oferowanych produktów finansowych w obszarze zrównoważonego rozwoju, których zakres powinien objąć co najmniej¹⁸⁰:

- 1) informacje dotyczące przyjętej strategii dla podejmowanych decyzji inwestycyjnych wobec ryzyk dla zrównoważonego rozwoju uwzględniające: opis metody określania listy ryzyk wraz z hierarchizacją kluczowych negatywnych skutków dla zrównoważonego rozwoju i związanych z nim wskaźników; opis głównych niekorzystnych skutków na rzecz zrównoważonego rozwoju wraz z opisem wszelkich działań w związku z nimi podjętych; informacje dotyczące przestrzegania kodeksów dotyczących odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej oraz przestrzeganych międzynarodowych standardów sprawozdawczości i due diligence,

¹⁷⁸ Co oznacza SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)? Deloitte Polska.
<https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/co-oznacza-SFDR-Sustainable-Finance-Disclosure-Regulation.html> (04.03.2021).

¹⁷⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, art. 2, ust. 1.

¹⁸⁰ Co oznacza SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)? Deloitte Polska.
<https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/co-oznacza-SFDR-Sustainable-Finance-Disclosure-Regulation.html> (04.03.2021).

- 2) ujawnień prezentujących negatywne oddziaływanie podjętych decyzji inwestycyjnych na aspekty zrównoważonego rozwoju,
- 3) informacje o polityce wynagrodzeń dotyczące sposobu zagwarantowania spójności polityki wynagrodzeń z wprowadzeniem do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju.

Zgodnie z SFDR za produkty finansowe uważane są¹⁸¹:

- portfele zarządzane zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy 2014/65/UE,
- alternatywne fundusze inwestycyjne,
- ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne,
- produkty i programy emerytalne,
- Przedsiębiorstwa Zbiorowego Inwestowania w Zbywalne Papiery Wartościowe (UCITS),
- Ogólnoeuropejski Indywidualny Produkt Emerytalny (OIPE).

Rozporządzenie SFDR ma w założeniu przyczyniać się do niwelowania asymetrii informacyjnej w zakresie zrównoważonego rozwoju na rynku finansowym pomiędzy inwestorami powierzającymi swoje pieniądze a instytucjami finansowymi zarządzającymi w ich imieniu powierzonym kapitałem oraz doradcami finansowymi. Poza wymaganymi ujawnieniami, które mają znaleźć się na stronie internetowej podmiotu SFDR nakłada także obowiązki, których realizacja ma nastąpić jeszcze przed zawarciem umowy. Do obowiązkowych ujawnień realizowanych na poziomie produktu można zaliczyć¹⁸²:

- dla każdego produktu finansowego – w przypadku, gdy uczestnik rynku finansowego bierze pod uwagę w swojej działalności niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju ujawniane informacje powinny wyjaśniać czy i w jaki sposób produkt finansowy uwzględnia główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju, a także powinny zawierać oświadczenie o dostępności informacji na ten temat na zasadach opisanych w art. 11 ust. 2 SFDR. Jeżeli uczestnik rynku finansowego nie uwzględnia ryzyk dla zrównoważonego rozwoju powinien on do każdego produktu finansowego dołączyć oświadczenie oznajmiające takie podejście i wskazać w nim przyczyny takiego postępowania;
- dla produktów promujących aspekty środowiskowe lub społeczne – w przypadku, gdy spółki, w które dokonywane są inwestycje stosują dobre praktyki z zakresu zarządzania – ujawnienia powinny zawierać informacje w jaki sposób dany produkt finansowy

¹⁸¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, art. 2, pkt. 12.

¹⁸² Ibidem, art. 7, 8 i 9.

uwzględnia oba aspekty. Jeżeli produkt posiada wyznaczony wskaźnik referencyjny w formie indeksu ujawnienia powinny dotyczyć także informacji na temat zgodności tego indeksu z oboma aspektami. Szczegóły zostaną doprecyzowane w standardach technicznych;

- dla produktów wspierających zrównoważone inwestycje – w przypadku, gdy celem produktu finansowego są zrównoważone inwestycje i wyznaczono indeks pełniący funkcję wskaźnika referencyjnego do ujawnianych informacji – powinny być dołączone informacje na temat dostosowania wybranego indeksu do tego celu oraz wyjaśnienie powodów i sposobu w jaki wyznaczony i dostosowany indeks różni się od ogólnego indeksu rynkowego. W przypadku gdy nie wyznaczono indeksu referencyjnego należy przedstawić wyjaśnienie w jaki sposób cel produktu finansowego ma zostać osiągnięty. W przypadku celów dotyczących obniżenia emisji dwutlenku węgla ujawniane informacje powinny dotyczyć ekspozycji z tytułu niskiej emisji. Ponadto uczestnik rynku finansowego powinien wskazać, gdzie znajduje się opisana metoda stosowana do obliczania indeksów i wskaźników referencyjnych. Szczegóły dotyczące ujawnień zostaną zawarte w standardach technicznych.

W odniesieniu do inwestycji dokonywanych za pośrednictwem Internetu, uczestnicy rynku finansowego są zobowiązani do udostępnienia dla każdego produktu finansowego na stronie internetowej wszystkich wymienionych wcześniej informacji dla produktów promujących zrównoważone inwestycje oraz produktów realizujących cele zrównoważone. Ponadto mają obowiązek dołączyć¹⁸³:

- opis aspektu środowiskowego lub społecznego lub celu dotyczącego zrównoważonego inwestowania,
- informacje dotyczące stosowanych metod oceny, pomiaru i monitorowania aspektu środowiskowego lub społecznego lub wpływu zrównoważonych inwestycji dla danego produktu finansowego.

W ramach rozporządzenia SFDR wprowadzono też dodatkowe obowiązki ujawnień dokonywanych w sprawozdaniach okresowych, pozwalające na lepsze określenie wpływu danego produktu finansowego na kwestie zrównoważonego rozwoju¹⁸⁴. Rozporządzenie to ma na celu także przyczynienie się do standaryzacji danych niefinansowych, ograniczając tym

¹⁸³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, art. 10, ust. 1.

¹⁸⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, art. 11.

samym możliwość manipulowania danymi o tym charakterze. Możliwość manipulacji tego typu danymi po wprowadzeniu obowiązkowego ujawniania informacji o charakterze niefinansowym według badań stanowiła dotychczas istotną obawę praktyków rachunkowości w Polsce¹⁸⁵.

Funkcjonowanie Europejskiego Zielonego Ładu oraz jego finansowanie nie mogłoby być zatem realizowane bez stworzenia jednolitych ram klasyfikacyjnych, pozwalających na określenie która działalność uznawana jest za zrównoważoną, a która powinna zostać uznana za oddziałującą negatywnie na rzecz środowiska naturalnego i społeczeństwa. Wytyczne dotyczące systematyki zostały przedstawione w raporcie końcowym¹⁸⁶ Grupy Ekspertów Technicznych z marca 2020 roku oraz raporcie technicznym¹⁸⁷ z czerwca 2019. Raporty te dostarczyły szczegółowych kryteriów niezbędnych do uznania poszczególnych działań za zgodne (lub nie) z celem przeciwdziałania zmianom klimatu oraz dostosowaniem do zmian klimatycznych. W dokumentach tych wprowadzono także pojęcie Taksonomii UE (lub inaczej Systematyki UE) jako narzędzia wspierającego transformację gospodarki w kierunku zrównoważonego rozwoju. Taksonomia określa progi wydajności (określane jako techniczne kryteria klasyfikacji), definiując tym samym jakie działania są zgodne z celami zrównoważonego rozwoju (np. dla ograniczenia negatywnych skutków zmian klimatu, przy wytwarzaniu 1 kWh energii elektrycznej przedsiębiorstwo nie powinno przekroczyć emisji powyżej 100g CO₂, aby działalność mogła być uznana za zrównoważoną. W przypadku działań mających na celu przystosowanie do skutków zmian klimatu limit ten został ustalony na poziomie 270g CO₂ na 1 kWh¹⁸⁸).

Kilka miesięcy po opublikowaniu raportu końcowego przygotowanego przez TEG Parlament Europejski przyjął rozporządzenie w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje¹⁸⁹. Na mocy tych przepisów określono uniwersalne kryteria klasyfikacji dla inwestycji, które mogą być uznane za zrównoważone środowiskowo. W rozporządzeniu zostały wyszczególnione następujące cele środowiskowe¹⁹⁰:

¹⁸⁵ Adamek, J., Bąk, M., & Kogut, J. (2019). Non-Financial Information - Sources of Imperfections in the Opinion of Polish Accounting Practitioners. W P. Krnacova (Red.), 19th International Joint Conference Central and Eastern Europe in the Changing Business Environment : proceedings (s. 10–23). Vydavateľ'stvo EKONOM.

¹⁸⁶ Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020). https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy_en (18.02.2023).

¹⁸⁷ Taxonomy Technical Report. (2019). https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf (18.02.2023).

¹⁸⁸ Michalski, D. (2022). *Finanse zielonej transformacji*, Difin, Warszawa, s. 187

¹⁸⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088.

¹⁹⁰ Ibidem, art. 9.

- łagodzenie zmian klimatu,
- adaptacja do zmian klimatu,
- zrównoważone wykorzystanie i ochrona zasobów wodnych i morskich,
- przejście na gospodarkę o obiegu zamkniętym,
- zapobieganie zanieczyszczeniu i jego kontrola,
- ochrona i odbudowa bioróżnorodności i ekosystemów.

Rozporządzenie 2020/852 zawiera także szczegółowe ramy umożliwiające określenie działań, które można zaliczyć do poszczególnych celów środowiskowych. Działalność gospodarcza lub inwestycja może zostać uznana za zrównoważoną w myśl tego rozporządzenia wówczas, gdy w znaczący sposób przyczynia się do realizacji przynajmniej jednego z sześciu wymienionych celów środowiskowych, a ponadto, nie wyrządza znaczącej szkody wobec któregokolwiek z pozostałych celów. Ze względu na pilną potrzebę przeciwdziałania postępującym zmianom klimatycznym najwyższy priorytet przy tworzeniu rozporządzenia nadano kwestiom środowiskowym (często też spotyka się utożsamianie w badaniach zrównoważonych inwestycji z inwestycjami o prośrodowiskowym charakterze¹⁹¹). W pierwszej kolejności wdrożeniu podlegały ramy dotyczące pierwszych dwóch celów tj. łagodzenie zmian klimatu oraz adaptacji do zmian klimatycznych¹⁹². Przepisy te zostały następnie rozszerzone i zmienione przez Rozporządzenie 2021/2139 z 4 czerwca 2021 roku¹⁹³, a następnie Rozporządzenie 2022/1214 z 9 marca 2022 r.¹⁹⁴.

Po przyjęciu rozporządzenia 2020/852 regulującego kwestie systematyki UE, rozpoczęto prace nad aktem wykonawczym we współpracy z Europejskim Urzędem Nadzoru Bankowego (EBA), Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz Europejskim Urzędem Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych

¹⁹¹ Schütze, F., Fürst, S., Mielke, J., Steudle, G., Wolf, S., Jaeger, C. (2017). The Role of Sustainable Investment in Climate Policy. *Sustainability*, 9(12), 2221. <https://doi.org/10.3390/su9122221>.

¹⁹² Janik, J. (2020). Taksonomia, czyli jak UE standaryzuje definicję zrównoważonych aktywów | Obserwator Finansowy: Ekonomia | Gospodarka | Polska | Świat. *Obserwator Finansowy: Ekonomia, Debata, Polska, Świat*. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/taksonomia-czyli-jak-ue-standaryzuje-definicje-zrownowazonych-aktywow/> (18.02.2023).

¹⁹³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2139 z dnia 4 czerwca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych, L 442/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139>.

¹⁹⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32022R1214>.

(EIOPA) obejmującym regulacyjne standardy techniczne (RTS)¹⁹⁵. W ostatecznej formie standardy techniczne zostały przyjęte przez Parlament Europejski w formie aktu delegowanego z dnia 6 kwietnia 2022 roku, którego postanowienia mają obowiązywać od dnia 1 stycznia 2023 roku. W załączeniu do przyjętych standardów technicznych określono wzór przedstawienia informacji związanych z aspektami zrównoważonego rozwoju dla danego produktu finansowego, który ma być dołączany do umowy zawieranej z nabywcą. Informacje prezentowane przed zawarciem umowy pomiędzy uczestnikiem rynku finansowego a nabywcą produktu finansowego mają dotyczyć informacji, czy dany produkt finansowy służy celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji, czy też skupia się on jedynie na promocji aspektów środowiskowych/społecznych. Ponadto uczestnik rynku finansowego powinien wskazać w załączniku do umowy wyrażony procentowo minimalny udział w zrównoważonych inwestycjach służących celowi środowiskowemu lub społecznemu. Jeżeli produkt finansowy nie bierze udziału w zrównoważonych inwestycjach, a jedynie promuje aspekty środowiskowe/społeczne, to również informacja na ten temat powinna zostać zawarta. Główne ujawnienia przedkontraktowe wynikające z aktu delegowanego przedstawia tabela 2.4.

W przypadku produktów finansowych, które służą celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji uczestnik rynku finansowego jest zobowiązany dodatkowo do wskazania konkretnego celu (lub celów) realizowanych poprzez daną inwestycję oraz określenia, czy zostały wyznaczone wskaźniki referencyjne służące do pomiaru stopnia osiągnięcia celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji (jeżeli tak, to należy przedstawić jakie wskaźniki). Ponadto w ujawnieniach powinna być także zawarta informacja dotycząca głównych niekorzystnych skutków dla czynników zrównoważonego rozwoju (czy są one brane pod uwagę w ramach danego produktu finansowego, a jeśli są, to wyjaśnić sposób w jaki zostały uwzględnione w ramach produktu). Wymagane jest także przedstawienie szczegółowej struktury alokacyjnej aktywów w ramach nabywanego produktu finansowego pod względem udziału inwestycji uznawanych według klasyfikacji UE za zrównoważone środowiskowo oraz społecznie. Na ostatniej stronie załącznika powinien być wskazany adres strony internetowej, na której znajduje się więcej szczegółowych informacji na temat produktu i związanych z nim aspektach środowiskowych i społecznych¹⁹⁶.

¹⁹⁵ Fierla, A., Węgrzyn, P., Wierzbicka, E. (2021). Zrównoważone inwestycje. Finansowanie obligacjami i zabezpieczenie. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 41.

¹⁹⁶ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych

Tabela 2.4. Główne ujawnienia przedkontraktowe dla produktów finansowych, wynikające z rozporządzenia delegowanego 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022

Produkty finansowe służące celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji	Produkty finansowe promujące aspekty środowiskowe/społeczne
Wykazanie (w %) minimalnego udziału w zrównoważonych inwestycjach służących celowi środowiskowemu (w działalność gosp. kwalifikującą się jako zrównoważona oraz niekwalifikującą się zgodnie z systematyką UE) lub społecznemu.	Wykazanie czy produkt finansowy promuje aspekty środowiskowe/społeczne oraz czy posiada minimalny udział w zrównoważonych inwestycjach służących celowi środowiskowemu (dla działalności zgodnej oraz niezgodnej z systematyką UE) lub społecznemu.
Wskazanie celu inwestycji oraz w jaki sposób przyczynia się on do osiągnięcia celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji.	Wskazanie aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych przez dany produkt finansowy.
Wskazanie czy wyznaczono wskaźnik referencyjny dla realizacji celu (celów) dotyczącego zrównoważonych inwestycji.	Wskazanie czy wyznaczono wskaźnik referencyjny w celu uwzględnienia aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych w ramach danego produktu.
Przedstawienie wskaźników zrównoważonego rozwoju, które mają zastosowanie do pomiaru stopnia osiągnięcia celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji, któremu służy dany produkt finansowy.	Przedstawienie wskaźników zrównoważonego rozwoju, które mają zastosowanie do pomiaru stopnia uwzględnienia aspektów środowiskowych lub społecznych dla danego produktu finansowego.
Wyjaśnienie w jaki sposób zrównoważone inwestycje nie wyrządzają poważnych szkód względem jakiegokolwiek środowiskowego lub społecznego celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji.	Jeżeli produkt posiada minimalny udziały w zrównoważonych inwestycjach to powinny być wskazane cele dotyczące zrównoważonych inwestycji, które mogą zostać częściowo zrealizowane i w jaki sposób inwestycja przyczynia się od ich realizacji oraz czy nie wyrządzają one znaczących szkód względem jakiegokolwiek celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji.
Określenie, czy w ramach danego produktu finansowego brane są pod uwagę główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju (jeśli tak, to należy wyjaśnić sposób w jaki wzięto je pod uwagę w ramach danego produktu finansowego).	Określenie, czy w ramach danego produktu finansowego brane są pod uwagę główne niekorzystne skutki dla czynników zrównoważonego rozwoju (jeśli tak, to należy wyjaśnić sposób w jaki wzięto je pod uwagę w ramach danego produktu finansowego).
Przedstawienie strategii inwestycyjnej, mającej zastosowanie dla danego produktu finansowego w tym także opisanie podejścia do oceny dobrych praktyk w zakresie zarządzania spółkami, w które dokonywane są inwestycje.	Przedstawienie strategii inwestycyjnej, mającej zastosowanie dla danego produktu finansowego w tym także opisanie podejścia do oceny dobrych praktyk w zakresie zarządzania spółkami, w które dokonywane są inwestycje.
Szczegółowe przedstawienie struktury alokacyjnej aktywów w ramach danego produktu finansowego z podziałem na inwestycje zrównoważone środowiskowo (zgodne z systematyką UE i niezgodne), zrównoważone społecznie i niezrównoważone.	Szczegółowe przedstawienie struktury alokacyjnej aktywów w ramach danego produktu finansowego z podziałem na inwestycje zrównoważone środowiskowo (zgodne z systematyką UE i niezgodne), zrównoważone społecznie i niezrównoważone.

informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej, Załącznik II-V, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32022R1214> (dostęp: 18.03.2023).

Przedstawienie sposobu w jaki zastosowanie instrumentów pochodnych przyczynia się do osiągnięcia celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji.	Przedstawienie sposobu w jaki zastosowanie instrumentów pochodnych przyczynia się do uwzględnienia aspektów środowiskowych lub społecznych promowanych w ramach danego produktu finansowego.
Informacje o tym, czy wyznaczono indeks referencyjny, umożliwiający pomiar osiągnięcia celu dotyczącego zrównoważonych inwestycji dla danego produktu. Jeżeli wyznaczono to wykazać należy informacje w jaki sposób uwzględnia on czynniki zrównoważonego rozwoju, jak jest dostosowywany, czym różni się od ogólnego indeksu rynkowego i gdzie można znaleźć metodę jego obliczania.	Informacje o tym, czy wyznaczono indeks referencyjny, umożliwiający ustalenie, czy dany produkt finansowy jest zgodny z aspektami środowiskowymi lub społecznymi, które promuje. Jeżeli wyznaczono indeks referencyjny to należy wskazać w jaki sposób dostosowuje się on do każdego aspektu środowiskowego lub społecznego promowanego w ramach danego produktu, sposób dostosowywania strategii inwestycyjnej do metody obliczania indeksu, czym różni się on od ogólnego indeksu rynkowego oraz gdzie znajduje się opis metody jego obliczania.
Odnośnik do strony internetowej, zawierającej szczegółowe informacje na temat produktu finansowego.	Odnośnik do strony internetowej, zawierającej szczegółowe informacje na temat produktu finansowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32022R1214>.

Rozdział 3. Wyniki badań dotyczących wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym

3.1. Podejście międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych do kwestii ESG według raportu EY

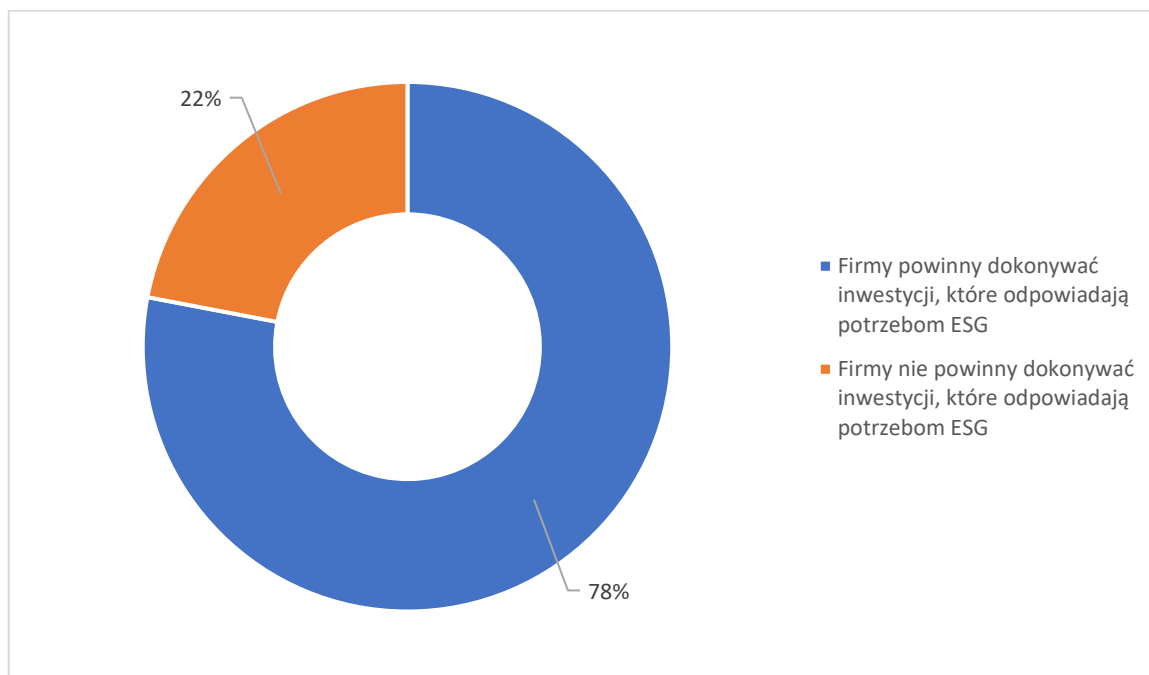
Problematyka społecznej odpowiedzialności, a także wiążące się z nią aspekty ESG są przedmiotem analiz prowadzonych nie tylko na lokalnych rynkach, ale również, z uwagi na rosnącą popularność, stają się coraz częściej przedmiotem opracowań różnych raportów obejmujących międzynarodowy rynek finansowy. Celem tego typu publikacji najczęściej jest próba uchwycenia globalnych trendów oraz ułatwienie zarówno przedsiębiorstwom, jak również inwestorom poznanie swoich wzajemnych oczekiwań i potrzeb.

Według międzynarodowych badań realizowanych przez firmę EY z 2022 roku około 78% ankietowanych inwestorów z całego świata (zarządzających funduszami inwestycyjnymi lub dokonującymi inwestycji w imieniu dużych korporacji) uważa, że przedsiębiorstwa powinny dokonywać inwestycji odpowiadających potrzebom działań na rzecz środowiska i społeczeństwa. Co więcej, uznają oni kwestie ESG za istotne, nawet jeśli w krótkim okresie czasu wiążą się ze zmniejszeniem osiąganego zysku. W odróżnieniu od inwestorów osoby zarządzające przedsiębiorstwami jedynie w nieco ponad połowie przypadków są przekonani, że ich firma powinna zająć się istotnymi kwestiami ESG, nawet jeśli zmniejszałoby to krótkoterminową rentowność i efektywność finansową (wykres 3.1)¹⁹⁷.

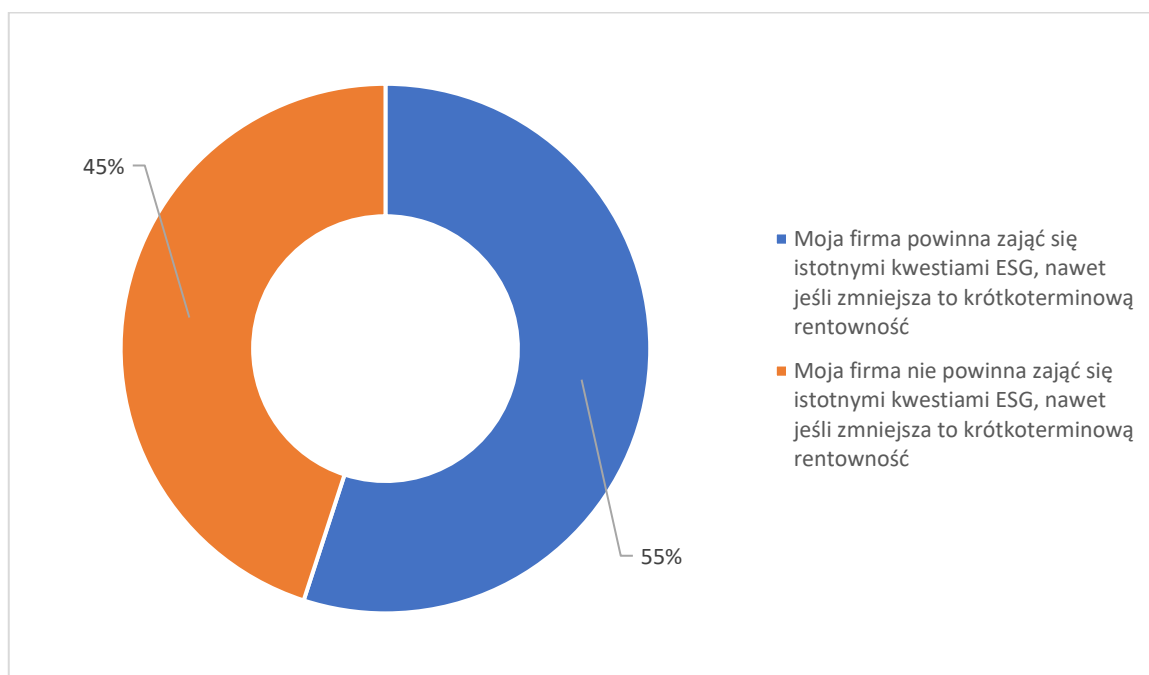
¹⁹⁷ Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Wykres 3.1. Podejście inwestorów i zarządzających przedsiębiorstwami do kwestii ESG

a) Opinia inwestorów



b) Opinia firm



Źródło: Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Według badań przeprowadzonych przez EY istnieje rozbieżność pomiędzy inwestorami a osobami zarządzającymi przedsiębiorstwami dotyczący podejścia do kwestii generowania krótkoterminowych zysków i tworzenia długoterminowej wartości. Znacznie bardziej

prawdopodobne jest, że inwestorzy będą zwracać uwagę na długoterminowe tworzenie wartości, nawet kosztem zmniejszenia krótkoterminowych zysków (76% ankietowanych inwestorów wyraziło taką chęć), podczas gdy zarządzający przedsiębiorstwami są znacznie mniej skłonni do takiego kompromisu¹⁹⁸. Powody takiego postępowania około 76% ankietowanych inwestorów przedstawia tabela 3.1.

Tabela 3.1. Powody dla których inwestorzy są skłonni dokonywać zrównoważonych, długoterminowych inwestycji, akceptując tym samym niższe krótkoterminowe stopy zwrotu

	Ameryka Północna i Południowa	Europa*	Azja i Pacyfik
1.	Zwiększony potencjał wzrostu wartości w dłuższej perspektywie inwestycyjnej przedsiębiorstw wysoko ocenianych pod względem ESG (43%)	Spółki zaangażowane w kwestie ESG rozwijają się lepiej w dłuższej perspektywie (46%)	Klienci zwracający uwagę na ESG akceptują niższe zyski firm wywierających korzystny wpływ na środowisko i społeczeństwo (39%)
2.	Budowanie reputacji marki jako wiodącego inwestora ESG i realizacja oczekiwań klientów w zakresie oferowanych produktów inwestycyjnych z obszaru ESG (38%)	Większa odporność na ryzyko dzięki przedsiębiorstwom osiągającym wysokie wyniki w obszarach ESG prowadzi do stabilniejszych wyników finansowych w dłuższej perspektywie (35%)	Większa odporność na ryzyko dzięki przedsiębiorstwom osiągającym wysokie wyniki w obszarach ESG prowadzi do stabilniejszych wyników finansowych w dłuższej perspektywie (36%)
3.	Budowanie portfolio zorientowanego na wysoko oceniane spółki pod względem ESG przynosi korzyści w dłuższym okresie czasu (33%) Klienci zwracający uwagę na aspekty ESG mogą zaakceptować niższą stopę zwrotu w zamian za korzystny wpływ na środowisko i społeczeństwo (33%)	Klienci zwracający uwagę na aspekty ESG mogą zaakceptować niższą stopę zwrotu w zamian za korzystny wpływ na środowisko i społeczeństwo (31%)	Budowanie reputacji marki jako wiodącego inwestora ESG i realizacja oczekiwań klientów w zakresie oferowanych produktów inwestycyjnych z obszaru ESG (34%)

Uwaga: pytanie zostało zadane jedynie 76% respondentów, którzy zgodzili się zaakceptować niższą stopę zwrotu z inwestycji, gdy docelowa inwestycja ma korzystny wpływ na planetę lub ludzi.

*Europa = respondenci z Francji, Wielkiej Brytanii, Holandii, Szwecji i Norwegii.

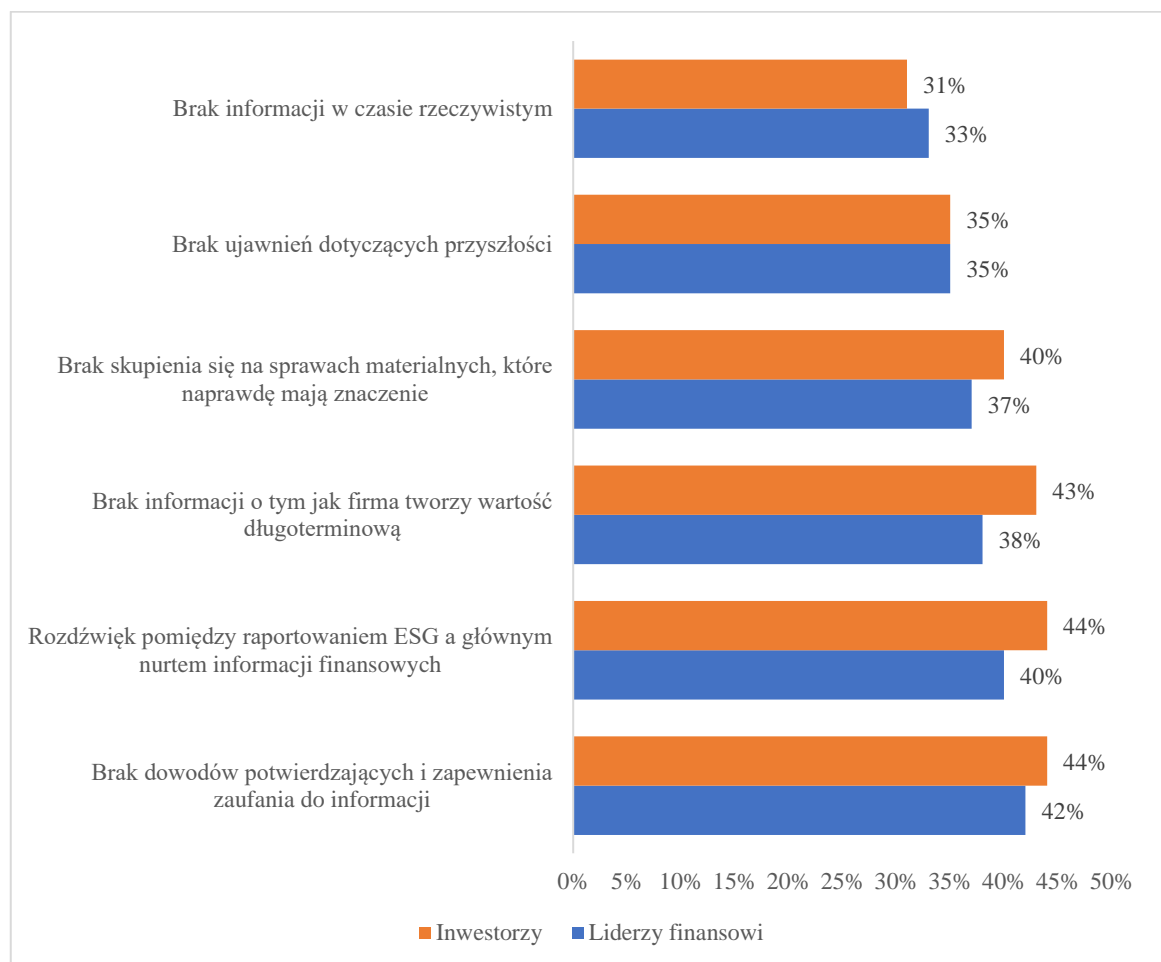
Źródło: Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Pomimo wysokiego odsetka inwestorów skłonnych do rezygnacji z części krótkoterminowych zysków na rzecz realizacji korzystniejszego wpływu na rzecz środowiska i społeczeństwa około 80% z nich uważa, że zbyt wiele firm nie potrafi należycie uzasadnić

¹⁹⁸ Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate... op. cit.

podejmowanych przez siebie działań na rzecz zrównoważonego rozwoju, poddając w wątpliwość skuteczność komunikacji działalności w obszarze ESG. Przedsiębiorstwa natomiast w nieco ponad połowie przypadków są przekonane, że ich działania długoterminowe na rzecz zrównoważonego rozwoju nie są należycie doceniane¹⁹⁹.

Wykres 3.2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Który z poniższych aspektów stanowi wyzwanie dla przydatności i skuteczności ujawnianych przez spółki informacji na temat zrównoważonego rozwoju?”



Źródło: Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Pomimo znaczącej różnicy zdań w obszarze komunikacji, obie strony wydają się być zgodne co do wyzwań stojących przed skuteczną sprawozdawczością działalności z obszaru ESG. Obie grupy za najistotniejsze wyzwanie uznają brak dowodów potwierdzających i poświadczeń zapewniających rzetelność informacji z obszaru ESG. Nieznacznie niżej znalazła

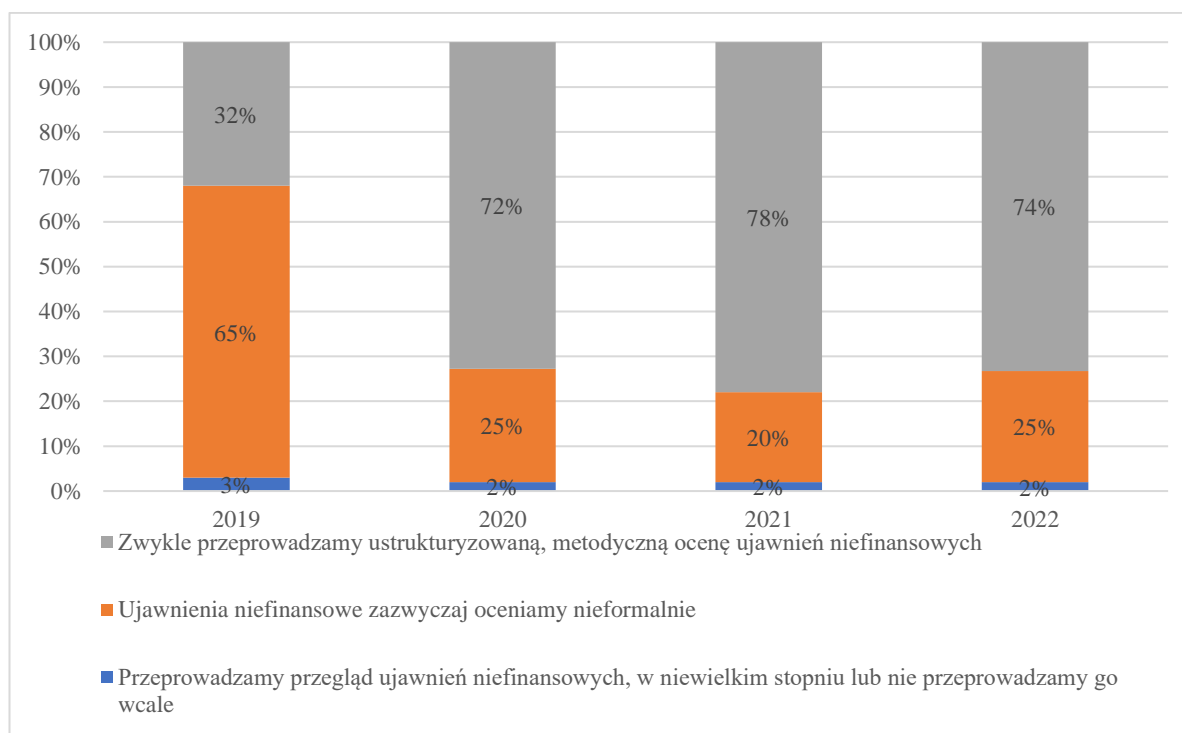
¹⁹⁹ Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate... op. cit.

się kwestia rozdziwisku pomiędzy raportowaniem ESG a głównym nurtem informacji finansowych dostępnych w klasycznych sprawozdaniach (wykres 3.2).

Dalsze miejsca zajęły odpowiedzi dotyczące braku informacji o sposobie tworzenia wartości długoterminowej przez przedsiębiorstwo. Ankietowani wskazywali także na brak skupienia się na sprawach materialnych, które mają największe znaczenie, brak ujawnień dotyczących przyszłości oraz brak informacji w czasie rzeczywistym.

Przedstawione wyzwania oraz problemy wynikające z różnicy oczekiwań mogą przynajmniej częściowo zostać rozwiązane przez zmiany w zakresie systemu sprawozdawczości. Jak wskazano w dalszej części raportu od 2020 roku większość inwestorów profesjonalnych dokonuje oceny aspektów środowiskowych i społecznych w sposób ustrukturyzowany i metodyczny. Około 20-25% ankietowanych inwestorów twierdziło natomiast na przestrzeni lat 2020-2022, że oceniają oni kwestie niefinansowe w sposób niesformalizowany. Jedynie około 2% ankietowanych uznało, że nie przeprowadza przeglądu ujawnień niefinansowych lub przeprowadza w niewielkim stopniu (wykres 3.3).

Wykres 3.3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Które ze stwierdzeń najlepiej opisuje sposób w jaki Ty i Twój zespół inwestycyjny oceniacie ujawnienia niefinansowe, odnoszące się do aspektów środowiskowych lub społecznych?”

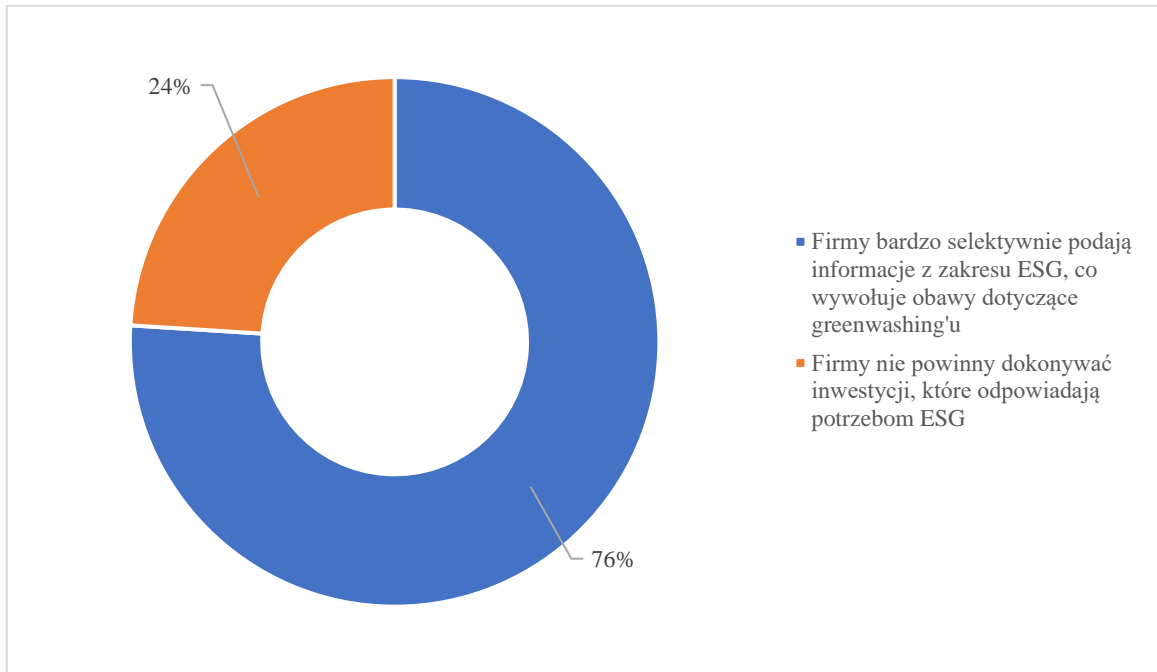


*dane z lat 2020 i 2022 nie sumują się do 100% z uwagi na zaokrąglenia.

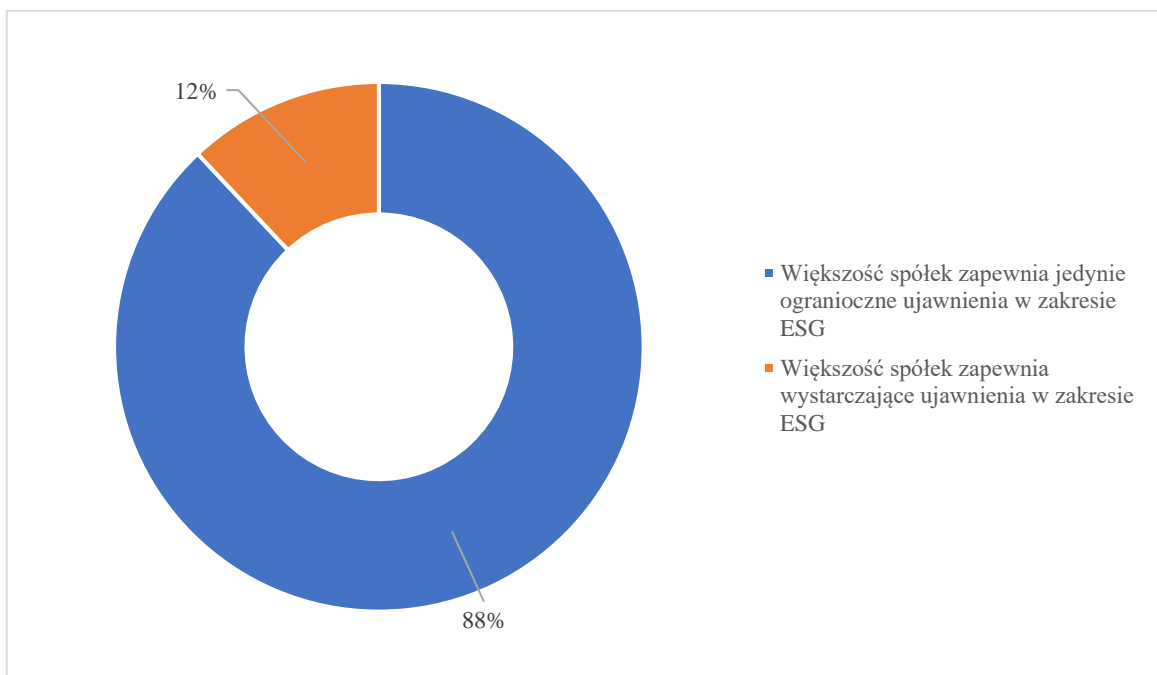
Źródło: Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Wykres 3.4. Opinia inwestorów na temat jakości raportowanych informacji niefinansowych przez spółki

a) Obawy związane z greenwashing



b) Sceptycyzm wobec przejrzystości udostępnianych informacji



Źródło: Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.

Osoby zarządzające przedsiębiorstwami zostały poproszone o wyrażenie opinii o satysfakcji z faktu, że dostarczają inwestorom odpowiednie raporty i informacje dotyczące

zrównoważonego rozwoju. W przypadku tak postawionego pytania jedynie nieco ponad połowa respondentów określiła odczuwaną satysfakcję jako znaczącą lub bardzo znaczącą, z czego najniższy wynik na poziomie 49% uzyskano dla respondentów z Europy, a najwyższy dla ankietowanych z Ameryki Północnej i Południowej (56%)²⁰⁰. Opinie inwestorów na temat informacji udostępnianych przez przedsiębiorstwa przedstawia wykres 3.4.

3.2. Podejście sektora bankowego w Polsce według raportu PwC

Kwestie związane z aspektami ESG stanowią swego rodzaju rozwinięcie dotychczas istniejących koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu oraz społecznie odpowiedzialnego inwestowania, które to zostały szerzej omówione w rozdziale pierwszym. Biorąc pod uwagę przedstawioną dotychczas skalę reform, mających miejsce w szczególności w ramach państw Unii Europejskiej tematyka ESG jest coraz bardziej popularna w sferze finansowej, gospodarczej, ale również publicznej. Pomimo zaawansowanych prób ujednoczenia kwestii związanych ze środowiskiem, społeczeństwem oraz ładem korporacyjnym, zarówno w sferze raportowania jak i zbierania tego typu informacji niektóre zagadnienia nadal pozostają niejednoznaczne²⁰¹. Jedną z nich jest chociażby kwestia definicji ryzyka ESG, które nadal posiada pewną swobodę interpretacyjną którą mogą posługiwać się podmioty raportujące informacje ESG. Kwestia ta jest szczególnie istotna z uwagi na to, iż jak wskazuje M. Zioło, A. Spoz i E. Kulińska-Sadłocha, ryzyka środowiskowe będą coraz częściej przekładały się na ryzyko finansowe²⁰². Transmisja ryzyka klimatycznego na inne rodzaje ryzyka instytucji finansowych przedstawia schemat 3.1.

Jak zauważa M. Zioło, ryzyko klimatyczne może zostać przeniesione na ryzyko finansowe instytucji finansowych poprzez²⁰³:

- ryzyko kredytowe,
- ryzyko rynku,
- ryzyko utraty płynności oraz
- ryzyko operacyjne.

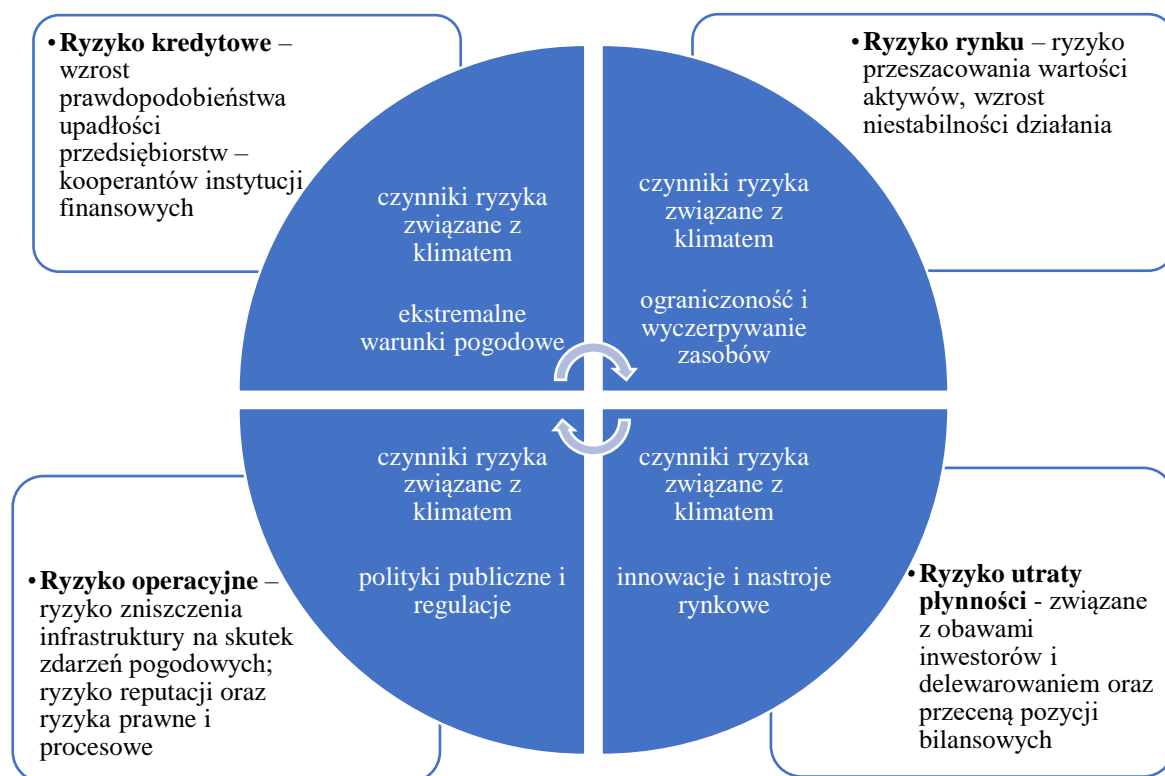
²⁰⁰ Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate... op. cit.

²⁰¹ Zioło, M., Spoz, A., Kulińska-Sadłocha, E. (2021). Zrównoważone rynki finansowe, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 15.

²⁰² Zioło, M. (2023). Rynki finansowe wobec zmian klimatu. Dylematy i wyzwania a cele zrównoważonego rozwoju. *Studia BAS*, 74(2). <https://doi.org/10.31268/studiabas.2023.11>.

²⁰³ Ibiem.

Schemat 3.1. Transmisja ryzyka klimatycznego na inne rodzaje ryzyka instytucji finansowych



Źródło: Ziolo, M. (2023). Rynki finansowe wobec zmian klimatu. Dylematy i wyzwania a cele zrównoważonego rozwoju. *Studia BAS*, 74(2). <https://doi.org/10.31268/studiabas.2023.11>.

Nośnikiem w tym przypadku mogą być ekstremalne warunki pogodowe, ograniczoność i wyczerpywanie się zasobów naturalnych, wdrażane innowacje oraz nastroje rynkowe, a także realizowane polityki publiczne i regulacje prawne. Możliwe zależności pomiędzy poszczególnymi rodzajami ryzyka przedstawiono w tabeli 3.2. Warto zaznaczyć, że poza wymienionymi rodzajami ryzyka, instytucje finansowe mogą być także narażone na ryzyko utraty reputacji, które zdaniem niektórych badaczy powinno być indywidualnie wyodrębniane, jednak zarządzanie nim powinno odbywać się w sposób zintegrowany z innymi obszarami ryzyka²⁰⁴.

²⁰⁴ Koleśnik, J. (2020). Strategiczne wyzwania w zakresie pomiaru i zarządzania ryzykiem utraty reputacji w bankach. *Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse I Marketing*, 23(72), 45–56. <https://doi.org/10.22630/pefim.2020.23.72.4>.

Tabela 3.2. Transmisja ryzyka środowiskowego na ryzyko finansowe

Ryzyko środowiskowe	Ryzyko finansowe			
	Ryzyko rynku	Ryzyko kredytowe	Ryzyko utraty płynności	Inne rodzaje ryzyka
Ekstremalne warunki pogodowe	x	x	x	x
Zanieczyszczenie ekosystemów	x	x	-	x
Zmiana polityk publicznych	x	x	-	-
Zmiany technologiczne	x	x	-	-
Zmiana nastrojów i preferencji	x	x	x	-

Zródło: Ziolo, M. (2023). Rynki finansowe wobec zmian klimatu. Dylematy i wyzwania a cele zrównoważonego rozwoju. *Studia BAS*, 74(2). <https://doi.org/10.31268/studiabas.2023.11>.

Sektor bankowy poprzez dystrybucję podmiotom gospodarczym kapitału stanowią znaczący element transformacji gospodarczej, której celem jest osiągnięcie między innymi celów klimatycznych przyjętych w ramach Europejskiego Zielonego Ładu. Niektórzy badacze podkreślają także ważną rolę w zakresie społecznej odpowiedzialności, jaką powinien realizować bank centralny, zaliczając do niej między innymi edukację finansową społeczeństwa²⁰⁵. Banki komercyjne również mogą w tym obszarze przyczynić się znacząco do realizacji celów środowiskowych, między innymi poprzez edukację społeczeństwa z zakresu finansów cyfrowych, których wdrażanie może znacząco zmniejszyć negatywne skutki środowiskowe wiążące się z koniecznością odwiedzania oddziału banku przez klientów. Niezbędne do tego celu wiedza i kompetencje cyfrowe obecnie nadal stanowią domenę młodszych klientów instytucji finansowych²⁰⁶. Ponadto obserwuje się również znaczące różnice w dostępie do usług cyfrowych, takich jak chociażby płatności bezgotówkowe w zależności od regionu Polski²⁰⁷.

W najnowszej edycji raportu PwC dotyczącego zielonej transformacji banków funkcjonujących na polskim rynku przedstawiono szczegółowy obraz polskiego sektora

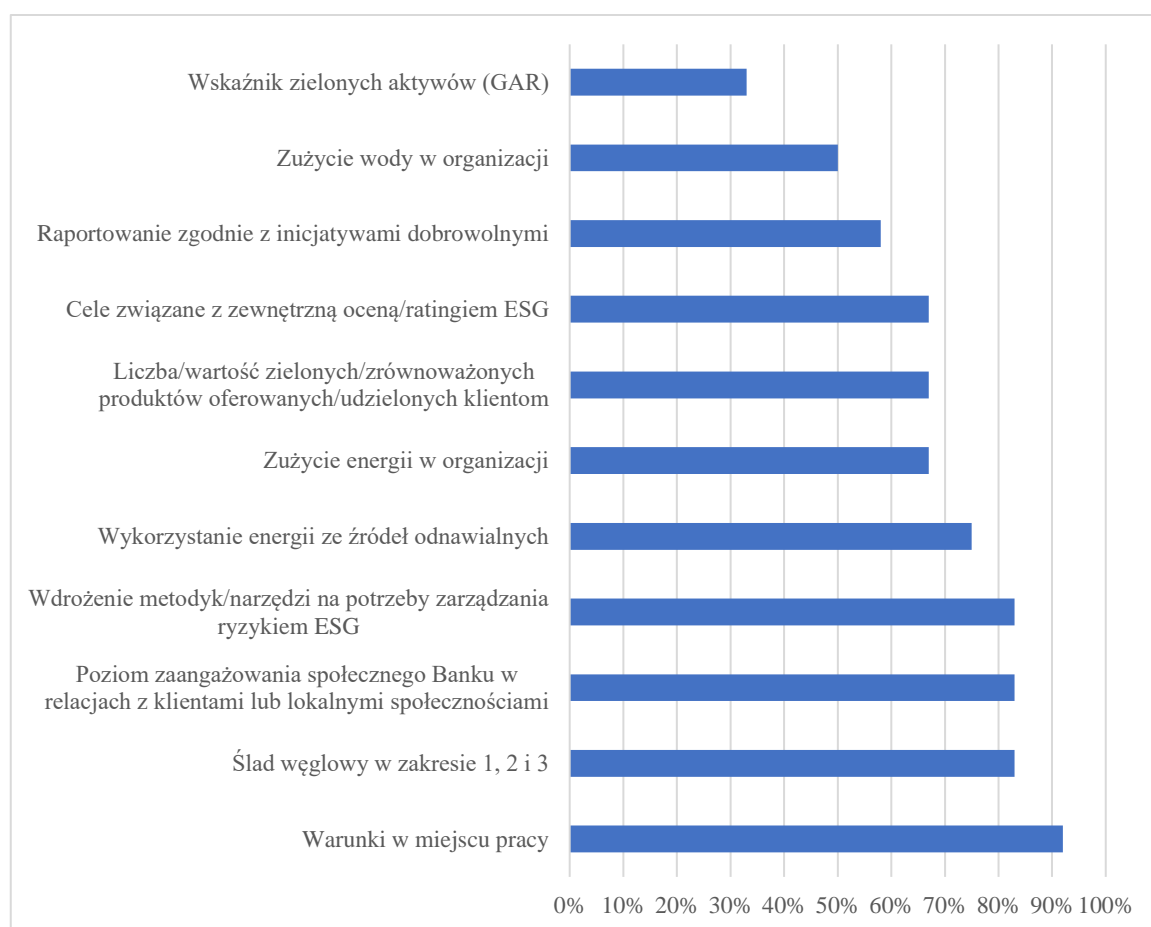
²⁰⁵ Koleśnik, J. (2016). Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 437. <https://doi.org/10.15611/pn.2016.437.21>.

²⁰⁶ Solarz, M., & Adamek, J. (2022). Determinants of digital financial exclusion as a barrier to the adoption of mobile banking services in Poland. *Ekonomia I Prawo*, 21(2), 503–525. <https://doi.org/10.12775/eip.2022.028>.

²⁰⁷ Bolibok, P., & Żukowski, M. (2015). The impact of inequalities in regional economic development on disparities in spatial distribution of cashless payment infrastructure in Poland. *Journal of Economics and Management*, (21), 173–188.

bankowego pod względem aspektów ESG²⁰⁸. Analizując wykres 3.5 przedstawiający listę wskaźników/celów wykorzystywanych najczęściej przez instytucje bankowe na potrzeby ustalania i realizacji strategii w obszarze ESG można zauważyć, że na pierwszym miejscu pozostają nadal warunki pracy zapewniane pracownikom. Aspekty środowiskowe znajdują się na drugim planie, chociaż ich popularność, w przypadku kwestii dotyczących śladu węglowego, na poziomie 83% można uznać za stosunkowo wysoką. Chociaż w tej sprawie nie bez znaczenia na pewno są nałożone niedawno na spółki giełdowe przez Unię Europejską obowiązki informacyjne w zakresie udziału w globalnej emisji gazów cieplarnianych. Na podobnym poziomie znalazła się także dostępność oddziałów dla wszystkich klientów banku oraz wdrażanie narzędzi umożliwiających zarządzanie ryzykiem ESG.

Wykres 3.5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Które spośród poniższej listy wskaźników/celów są wykorzystywane przez Państwa instytucję na potrzeby ustalania i realizacji strategii w obszarze ESG?”



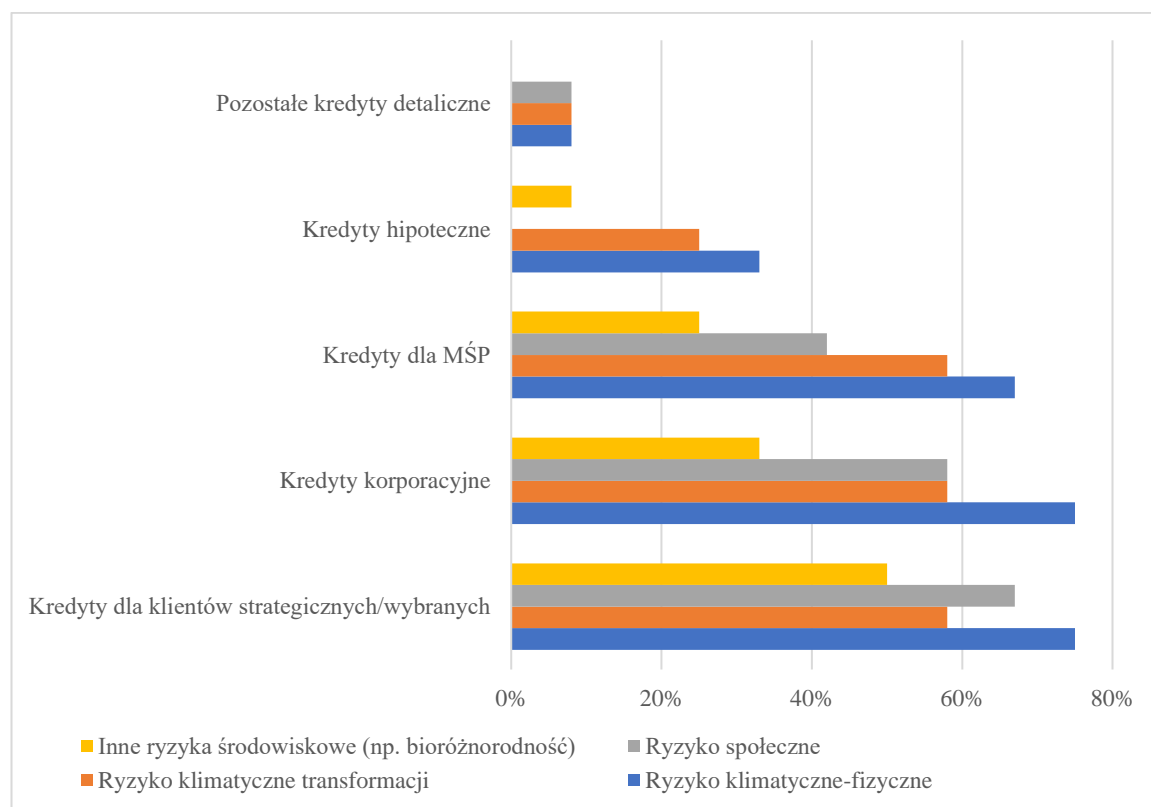
Źródło: Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.

²⁰⁸ Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.

Dalsze miejsca zajęły kwestie związane z wykorzystaniem energii ze źródeł odnawialnych, ogólne zużycie energii przez organizację czy liczba produktów oferowanych klientom, związanych ze zrównoważonym rozwojem. Najrzadziej wybieranym elementem okazał się wskaźnik zielonych aktywów (GAR) na który uwagę zwróciła jedynie co trzecia instytucja biorąca udział w badaniu.

W raporcie przedstawiono także rodzaje ryzyk ESG jakie są uwzględniane przez instytucje finansowe w procesach kredytowych. Na podstawie uzyskanych wyników warto podkreślić, że zarówno ryzyko klimatyczne-fizyczne, jak również ryzyko klimatyczne transformacji, ryzyko społeczne oraz inne ryzyka środowiskowe najczęściej są uwzględniane w przypadku kredytowania największych klientów, uznawanych przez daną instytucję za strategicznych partnerów biznesowych. Nieco niżej znalazły się kredyty korporacyjne i kredyty dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Najmniejszą rolę ryzyka ESG odgrywały w przypadku kredytów hipotecznych oraz innych kredytach o charakterze detalicznym (wykres 3.6).

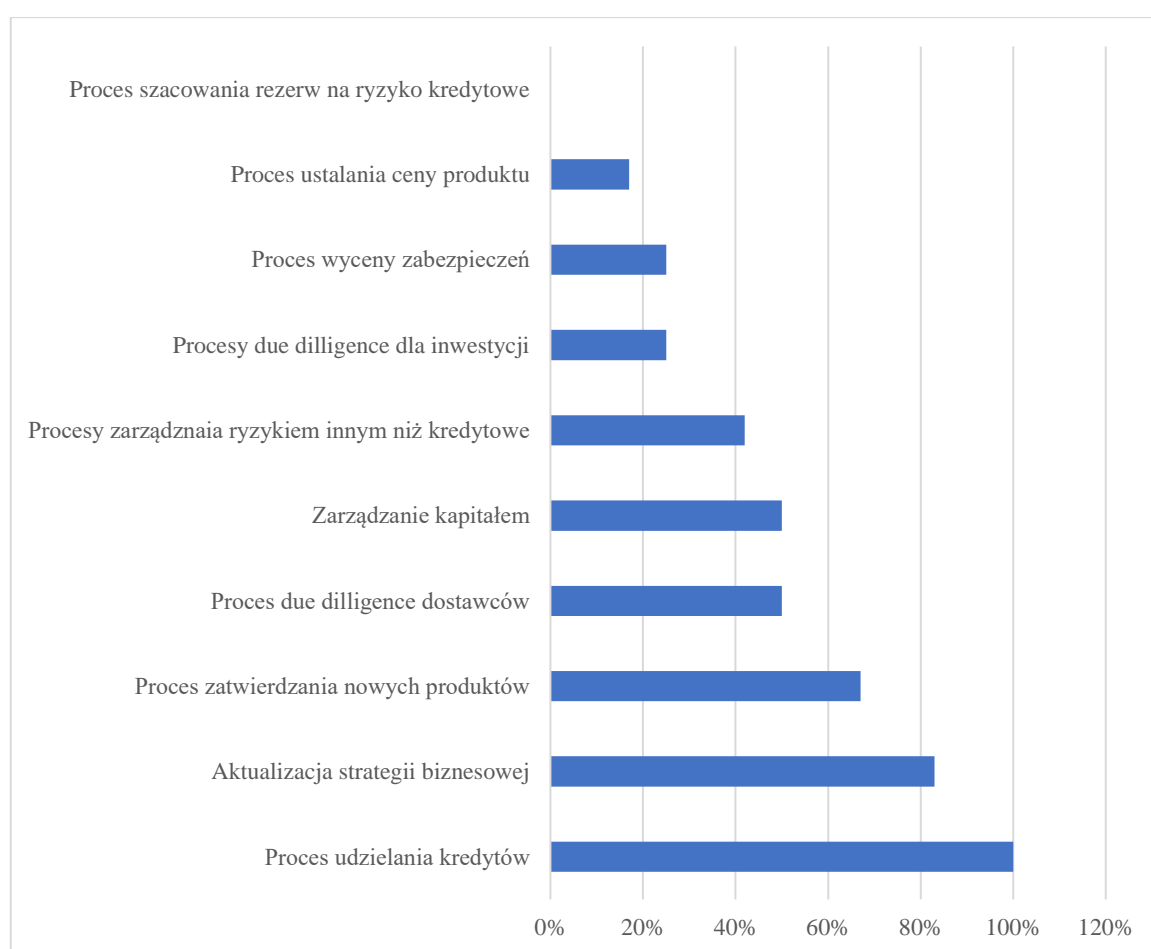
Wykres 3.6. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jakie rodzaje ryzyka ESG uwzględnia Państwa instytucja w procesach kredytowych dla poszczególnych segmentów klientów/segmentów produktowych?”



Źródło: Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.

W kwestii obszarów wykorzystywania wyników oceny ryzyka ESG badane banki były zgodne i jednomyślne wobec procesu udzielania kredytów. Ten obszar działalności uzyskał 100% odpowiedzi. Na drugim miejscu znalazła się aktualizacja strategii biznesowej lub modelu biznesowego. Popularność tych dwóch wariantów wynika zapewne po części z nowych regulacji prawnych wprowadzonych w ramach Europejskiego Zielonego Ładu. Około dwie trzecie instytucji bankowych wskazało, że wykorzystuje wyniki oceny ryzyka ESG w procesie zatwierdzania nowych produktów (wykres 3.7).

Wykres 3.7. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Proszę wskazać w jakich obszarach działalności wykorzystywane są wyniki oceny ryzyka ESG?”



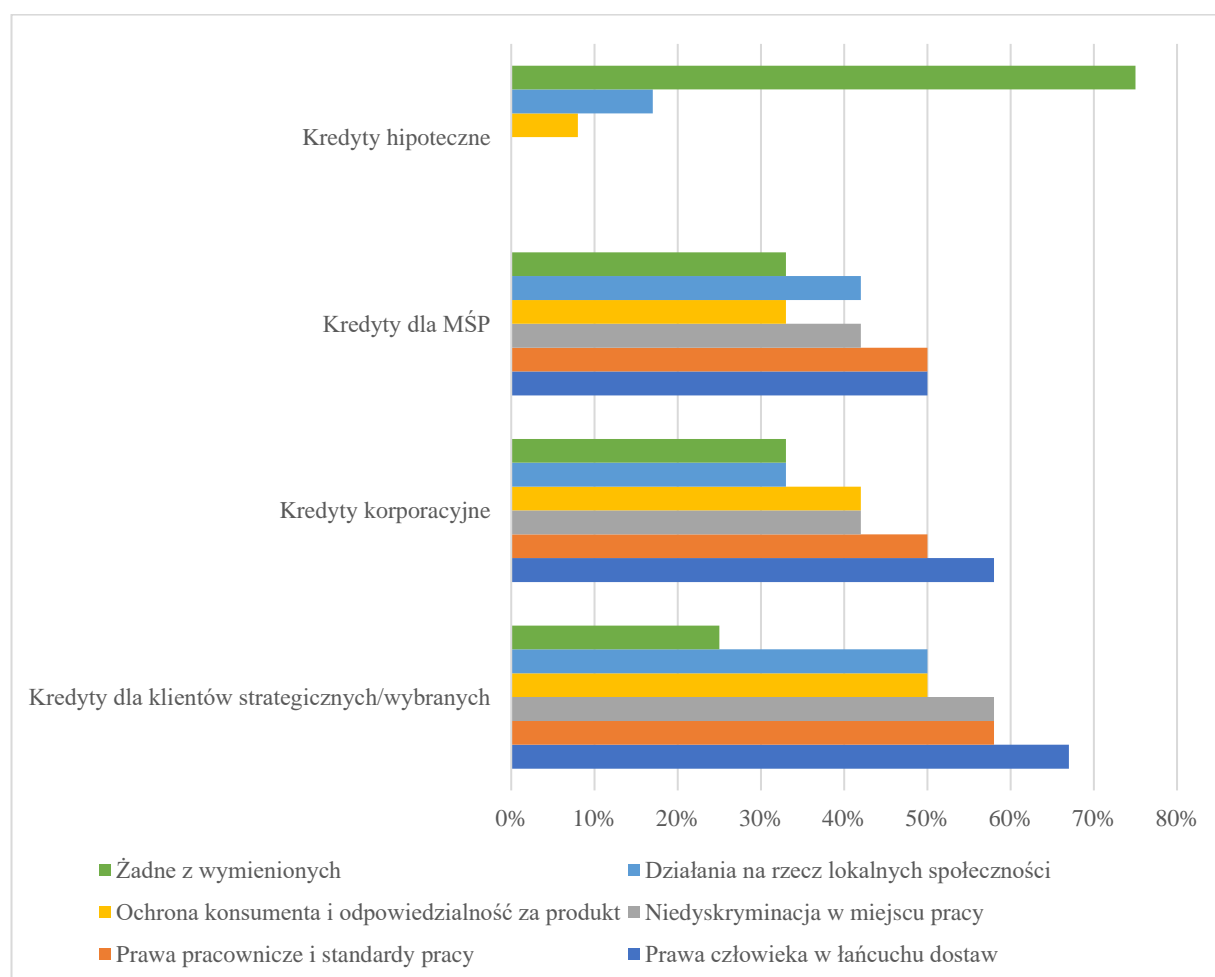
Źródło: Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.

W przypadku połowy instytucji finansowych biorących udział w badaniu wyniki oceny ryzyka ESG są także wykorzystywane w procesach due dilligence dostawców, a także na potrzeby zarządzania kapitałem/ICAAP. Nieco mniej niż połowa (42%) wskazała natomiast, że wykorzystuje ocenę ryzyka ESG w procesach zarządzania ryzykiem w innych obszarach niż ryzyko kredytowe (ryzyko operacyjne, rynkowe, płatności itp.). Jedynie jedna czwarta

ankietowanych stwierdziła, że ocena ryzyka ESG jest przydatna w procesach due dilligance realizowanych dla inwestycji oraz w procesie wyceny zabezpieczeń. Najrzadziej spośród dostępnych wariantów odpowiedzi respondenci wskazywali proces ustalania cen produktu, a żaden z ankietowanych nie wskazał, że wykorzystuje wyniki oceny ryzyka ESG w procesie szacowania rezerw na ryzyko kredytowe.

W przeprowadzonym badaniu instytucji finansowych poproszono respondentów o wybranie czynników, które są uwzględniane w procesach kredytowych do poszczególnych segmentów klientów/segmentów produktowych z obszaru czynników społecznych (wykres 3.8).

Wykres 3.8. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jakie czynniki społeczne są uwzględniane w procesach kredytowych dla poszczególnych segmentów klientów/segmentów produktowych?”



Źródło: Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.

W odniesieniu do kredytów przeznaczonych dla klientów strategicznych (a więc przeznaczonych dla największych, wybranych kontrahentów) najczęściej uwzględnianym

czynnikiem społecznym są prawa człowieka w łańcuchu dostaw (67% odpowiedzi). Nieco rzadziej wybierane były kwestie dotyczące praw pracowniczych i standardów pracy oraz niedyskryminacji w miejscu pracy. Połowa ankietowanych wskazała także czynniki takie jak ochrona konsumenta i odpowiedzialność za produkt oraz działania na rzecz lokalnych społeczności. W przypadku 25% odpowiedzi wskazano w tym obszarze inne niż wymienione czynniki społeczne. W przypadku segmentu kredytów korporacyjnych struktura odpowiedzi prezentuje się stosunkowo podobnie do tej przedstawionej dla klientów strategicznych. Największa część ankietowanych (58%) wskazała na prawa człowieka w łańcuchu dostaw. Połowa odpowiedzi dotyczyła praw pracowniczych i standardów pracy, a nieco rzadziej wskazywano także niedyskryminowanie w miejscu pracy oraz ochronę konsumenta i odpowiedzialność za produkt. Najmniej ankietowanych instytucji wskazało wśród kredytów korporacyjnych na wykorzystanie w procesach kredytowych działań na rzecz lokalnych społeczności.

W przypadku kredytów dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw wykorzystanie czynników społecznych rozłożyło się bardziej równomiernie. Połowa ankietowanych Wskazała na wykorzystanie kwestii praw człowieka w łańcuchu dostaw oraz praw pracowniczych i przestrzegania standardów pracy. Niedyskryminacja w miejscu pracy znalazła się na nieco dalszym miejscu z 42% odpowiedzi, wraz z działaniami na rzecz lokalnej społeczności. Najmniej odpowiedzi w tej kategorii dotyczyło ochrony konsumenta i odpowiedzialności za produkt, a także innych czynników niż wymienione.

Kredyty hipoteczne ze względu na swój charakter i specyfikę w 75% uwzględniały zdaniem ankietowanych inne niż wymienione czynniki społeczne w procesach kredytowych. Działania na rzecz lokalnych społeczności zostały wskazane przez 17% respondentów, a na odpowiedź dotyczącą ochrony konsumenta i odpowiedzialności za produkt zdecydowało się 8% z nich. Czynniki takie jak: ochrona praw człowieka w łańcuchu dostaw, prawa pracownicze i standardy pracy oraz niedyskryminacja w miejscu pracy, ze względu na cel udzielania kredytu hipotecznego nie znalazły zastosowania w procesach kredytowych.

Warto zaznaczyć, że podejmowanie przez banki przedstawionych działań na rzecz ESG, pomimo ich pozytywnego wpływu na gospodarkę i społeczeństwo, niekoniecznie musi przekładać się na postrzeganie tych instytucji jako etycznych. Z badań przedstawionych przez D. Piotrowskiego wynika, że największe obawy klientów dotyczące kwestii etycznych związane są z uczciwością doradców finansowych pracujących w placówkach banku, którzy często łamią zasady etyki podczas wykonywania swoich obowiązków. Zjawisko to wydaje się

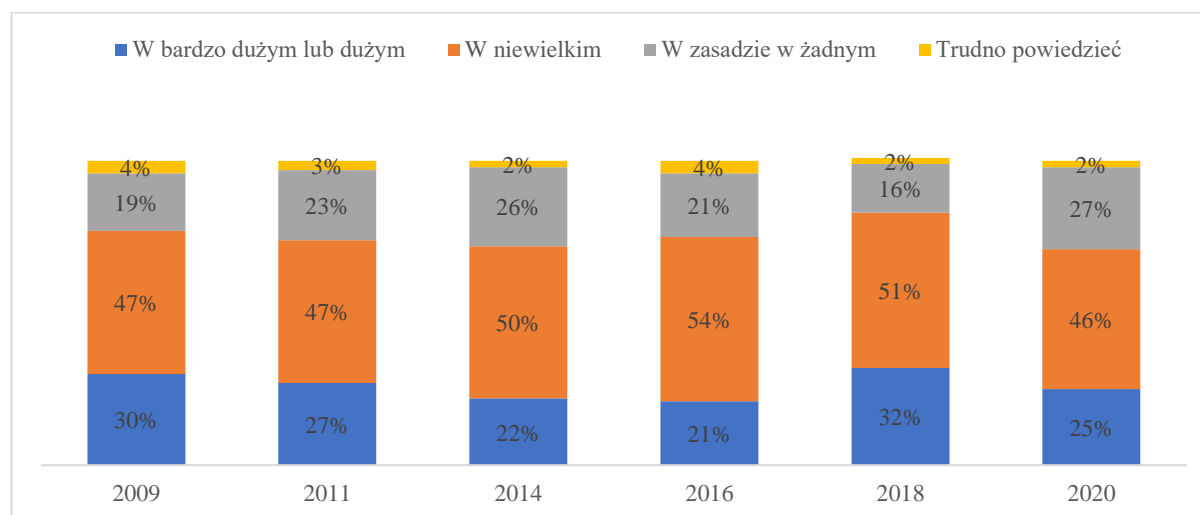
być na tyle silne, że klienci banków w Polsce mają tendencję do wykazywania większego poziomu zaufania wobec elektronicznych form kontaktu i robo-doradztwa²⁰⁹.

Podkreślenia również wymaga fakt, że poza oczekiwaniami w kwestii realizacji przez banki celów środowiskowych, implementacji nowych rodzajów ryzyka w podejmowane decyzje, sektor ten musi także stawić czoła zagrożeniom związanym między innymi z kwestią kredytów frankowych lub niepewną płynnością niektórych SKOK²¹⁰.

3.3. Postawy środowiskowe polskiego społeczeństwa

Inwestorzy indywidualni stanowią specyficzną grupę inwestorów. Inwestując bezpośrednio prywatny kapitał podejmują decyzje inwestycyjne najczęściej jednoosobowo, co często wiąże się z mocno ograniczonymi kryteriami oceny inwestycji lub ich dynamicznymi zmianami w czasie. Jednoosobowe podejmowanie decyzji inwestycyjnych sprawia także, że inwestor w znacznie większym stopniu może ulegać posiadany poglądom, które często nie muszą wiązać się ze sferą finansową. Mając na uwadze powyższe przeprowadzoną analizę postaw inwestorów indywidualnych na polskim rynku finansowym warto poszerzyć o analizę postaw wobec kwestii ochrony środowiska.

Wykres 3.9. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego w miejscowości, w której Pan(i) mieszka, jest powodem obaw i niepokoju?”



Źródło: Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.

²⁰⁹ Piotrowski, D. (2022). Consumer perceived ethicality of banks in the era of digitalisation: The case of Poland. *The Poznań University of Economics Review*, 8 (22)(1), 90–114. <https://doi.org/10.18559/ebr.2022.1>.

²¹⁰ Żukowski, M. (2021). Rentowność sektora bankowego w niestabilnym otoczeniu. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 105, 381–395. <https://doi.org/10.26485/spe/2017/105/21>.

W przeprowadzonym przez CBOS badaniu (wykres 3.9) respondenci w kolejnych edycjach byli proszeni o określenie odczuwanych obaw i niepokoju wynikającego ze stanu środowiska naturalnego²¹¹. Badanie to zostało przeprowadzone w roku 2020 w ramach procedury mixed-mode na reprezentatywnej imiennej próbie pełnoletnich mieszkańców Polski, wylosowanej z rejestru PESEL. Z uwagi na jego cykliczność raport zawiera także zestawienia wyników z lat wcześniejszych. Na podstawie uzyskanych rezultatów w zakresie obaw i niepokoju wobec stanu środowiska naturalnego w miejscowości zamieszkania, a więc dotyczących najbliższej okolicy respondenta, można zauważyć, że najczęściej wybieranym wariantem odpowiedzi przez ankietowanych był „w niewielkim”. Tendencja ta utrzymywała się przez wszystkie edycje.

Zestawiając powyższe rezultaty z wynikami uzyskanymi w przypadku podobnie skonstruowanego pytania, ale odnoszącego się do stanu środowiska naturalnego w skali kraju można zaobserwować pewne różnice (tabela 3.3). W tym przypadku ankietowani wykazywali się znacznie większym poziomem obaw i niepokoju. W kolejnych latach około 40-60% respondentów stwierdziło, że ich obawy są na poziomie bardzo dużym lub dużym.

Tabela 3.3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego w naszym kraju jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?”

W jakim stopniu stan środowiska naturalnego w naszym kraju jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?	Wskazania respondentów według terminów badań											
	1993	1997	1999	2000	2006	2008	2009	2011	2014	2016	2018	2020
	W procentach											
W bardzo dużym lub dużym	78	71	58	51	40	61	50	46	41	45	68	53
W niewielkim	13	20	30	36	45	28	38	40	43	43	25	35
W zasadzie żadnym	3	4	6	7	7	5	7	8	10	4	4	7
Trudno powiedzieć	6	5	5	6	8	6	5	6	6	8	4	5

Źródło: Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.

Interesujący może być także fakt, że w przypadku, gdy ankietowani zostali poproszeni o określenie swoich obaw i niepokoju w związku ze stanem środowiska naturalnego na świecie, odsetek odpowiedzi na poziomie bardzo dużym lub dużym wzrósł jeszcze bardziej. W

²¹¹ Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.

analizowanych latach odsetek najbardziej zaniepokojonych respondentów kształtował się na poziomie około 60-70%. Warto także zaznaczyć, że niezależnie od skali problemów środowiskowych, w zasadzie nie zmieniał się odsetek odpowiedzi „w zasadzie żadnym” oraz „trudno powiedzieć”. Wraz ze zmianą obszaru, którego dotyczyło pytanie, coraz więcej respondentów deklarujących odpowiedź „w niewielkim stopniu” dla najbliższej okolicy, decydowało się na odpowiedzi „w dużym lub bardzo dużym”. Takie wyniki świadczą o dobrej świadomości społecznej dotyczącej problemów środowiskowych, ale połączonej z przekonaniem, że dotyczą one głównie terenów odległych, co może prowadzić do mniejszej chęci podejmowania działań na rzecz ochrony przyrody (tabela 3.4).

Tabela 3.4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego na Ziemi, na całym świecie jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?”

W jakim stopniu stan środowiska naturalnego na Ziemi, na całym świecie jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?	Wskazania respondentów według terminów badań						
	2006	2008	2009	2014	2016	2018	2020
	W procentach						
W bardzo dużym lub dużym	58	69	61	63	71	79	70
W niewielkim	27	19	26	24	16	12	18
W zasadzie żadnym	5	5	6	4	4	2	4
Trudno powiedzieć	10	7	7	9	9	7	8

Źródło: Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.

Wykres 3.10. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jak Pan(i) ocenia, czy Pan(i) osobiście Pana(i) sposób życia, ma wpływ na stan środowiska naturalnego?”



Źródło: Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.

Zdecydowana większość ankietowanych pomimo poczucia, że problemy środowiskowe są dla nich bardziej znaczące w odleglejszych obszarach świata, pozostaje przekonana, że działania pojedynczych ludzi mają realny wpływ na środowisko naturalne. Taka postawa powinna zatem sprzyjać podejmowaniu działań na rzecz ochrony przyrody, nawet w przypadku drobnych czynności, które z pozoru mogłyby wydawać się nieistotne lub poczucie ich istotności mogłoby być zniekształcone przez efekt skali (wykres 3.10).

Według badań przeprowadzonych przez L. Dziawgo²¹² około 43% społeczeństwa uznaje zaangażowanie banków, instytucji finansowych oraz spółek giełdowych w ochronę środowiska naturalnego za potrzebne. Warto jednak zaznaczyć, że jednocześnie 18% ankietowanych określiło tego typu zaangażowanie jako powierzchowne. Zdaniem 15% respondentów podejmowane działania w tej kwestii są dokonywane na pokaz (tabela 3.5).

Tabela 3.5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jaka jest Twoja opinia na temat zaangażowania banków, instytucji finansowych oraz spółek giełdowych w ochronę środowiska naturalnego?”

Wyszczególnienie	Próba reprezentatywna
Potrzebne	43%
Niepotrzebne	3%
Wiarygodne	11%
Niewiarygodne	10%
Poważne	12%
Powierzchowne	18%
Znaczne	14%
Na pokaz	15%
Trudno powiedzieć	14%

Zródło: Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” European Research Studies Journal, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>.

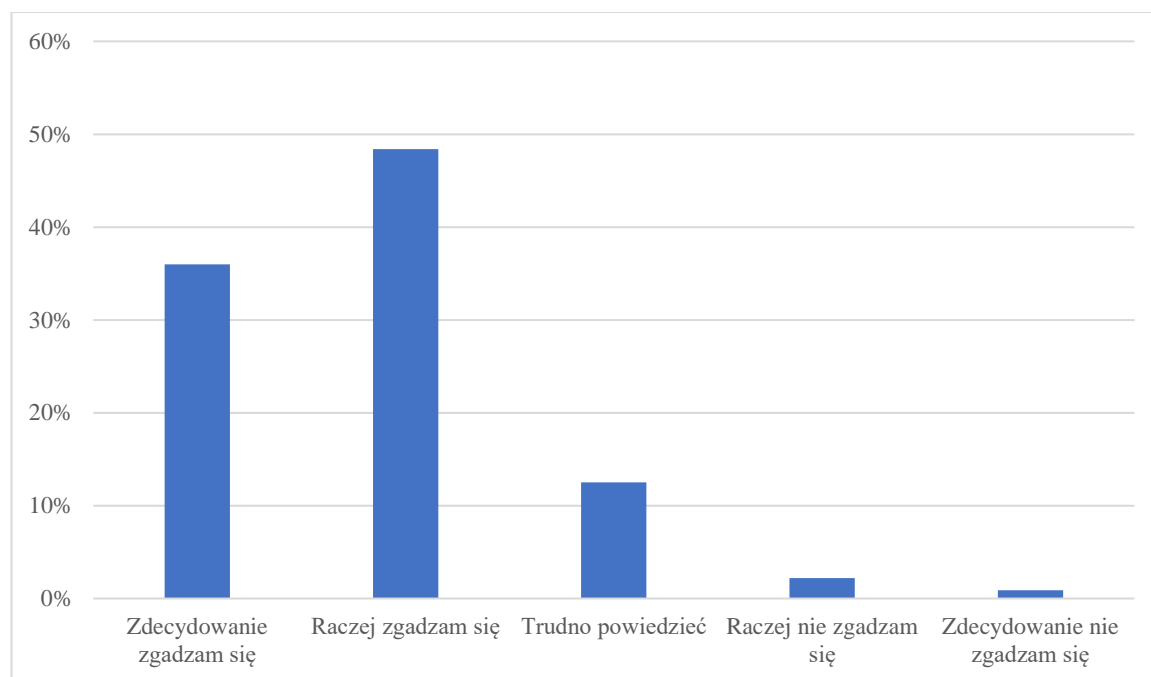
Konsumenci indywidualni nie tylko deklarują preferencje wobec spółek realizujących ideę społecznie odpowiedzialnego biznesu, ale także zdaniem D. Walczak i in. w zdecydowanej większości są przekonani o dużej uwadze jaką przywiązują do kwestii ekologicznych w codziennych decyzjach²¹³. Z przeprowadzonych badań wynika, że 36% inwestorów indywidualnych zdecydowanie zgadza się ze stwierdzeniem dotyczącym kierowania się czynnikami ochrony środowiska przy podejmowaniu codziennych decyzji. Niemal 50% ankietowanych stwierdziło, że raczej się zgadza z takim stwierdzeniem, a jedynie 12,5%

²¹² Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” European Research Studies Journal, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>.

²¹³ Walczak, D., Dziawgo, L., Dziawgo, D., Buszko, M., Pawłowski, J., Żołądkiewicz-Kuzioła, A., & Krupa, D. (2021). Attitudes and behaviors regarding environmental protection in the financial decisions of individual consumers. *Energies*, 14(7), 1934. <https://doi.org/10.3390/en14071934>.

wybrało odpowiedź trudno powiedzieć. Odpowiedzi negatywne wykazały się jeszcze mniejszą popularnością, osiągając łącznie 3,1% (wykres 3.11).

Wykres 3.11. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz, że w swoich codziennych decyzjach kierujesz się czynnikami ochrony środowiska?”



Źródło: Walczak, D., Dziawgo, L., Dziawgo, D., Buszko, M., Pawłowski, J., Żołądkiewicz-Kuzioła, A., & Krupa, D. (2021). Attitudes and behaviors regarding environmental protection in the financial decisions of individual consumers. *Energies*, 14(7), 1934. <https://doi.org/10.3390/en14071934>.

W przypadku ankiety przeprowadzonej przez D. Walczak i in.²¹⁴ aż 70% respondentów zadeklarowało, że nigdy nie podjęło żadnych działań proekologicznych wiążących się ze swoimi prywatnymi finansami. Pozostałe 30% inwestorów, którzy udzielili odpowiedzi twierdzące, zostali poproszeni o wskazanie jakiego rodzaju prywatne decyzje finansowe były związane z ochroną środowiska. Najwięcej z nich zadeklarowało działania związane z redukcją odpadów z gospodarstwa domowego i recyklingiem oraz ograniczeniem konsumpcji (odpowiednio po 9%). Na dalszych miejscach znalazły się działania związane z ochroną środowiska naturalnego (7%), zużyciem energii oraz źródłem jej pochodzenia (4%) oraz rynkiem finansowym (1%) (wykres 3.12). Uzyskane wyniki wskazują na nadal stosunkowo małą popularność aspektów ekologicznych.

²¹⁴ Walczak, D., Dziawgo, L., Dziawgo, D., Buszko, M., Pawłowski, J., Żołądkiewicz-Kuzioła, A., & Krupa, D. (2021). Attitudes... op. cit.

Wykres 3.12. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek podjąłeś decyzję o działaniach proekologicznych, która była związana z Twoimi prywatnymi finansami?”



Źródło: Walczak, D., Dziawgo, L., Dziawgo, D., Buszko, M., Pawłowski, J., Żołądkiewicz-Kuzioła, A., & Krupa, D. (2021). Attitudes and behaviors regarding environmental protection in the financial decisions of individual consumers. *Energies*, 14(7), 1934. <https://doi.org/10.3390/en14071934>.

Na podstawie zaprezentowanych danych można stwierdzić, że polskie społeczeństwo w znacznej mierze jest zainteresowane stanem środowiska naturalnego i dostrzega potrzebę jego ochrony, jednak jednocześnie wykazuje skłonność do traktowania problemów środowiskowych jako zjawiska odległego, niezwiązanego z miejscem zamieszkania respondenta i jego najbliższą okolicą. Traktowanie problemów środowiskowych bardziej w skali makro wydaje się także przekładać na prywatne finanse społeczeństwa.

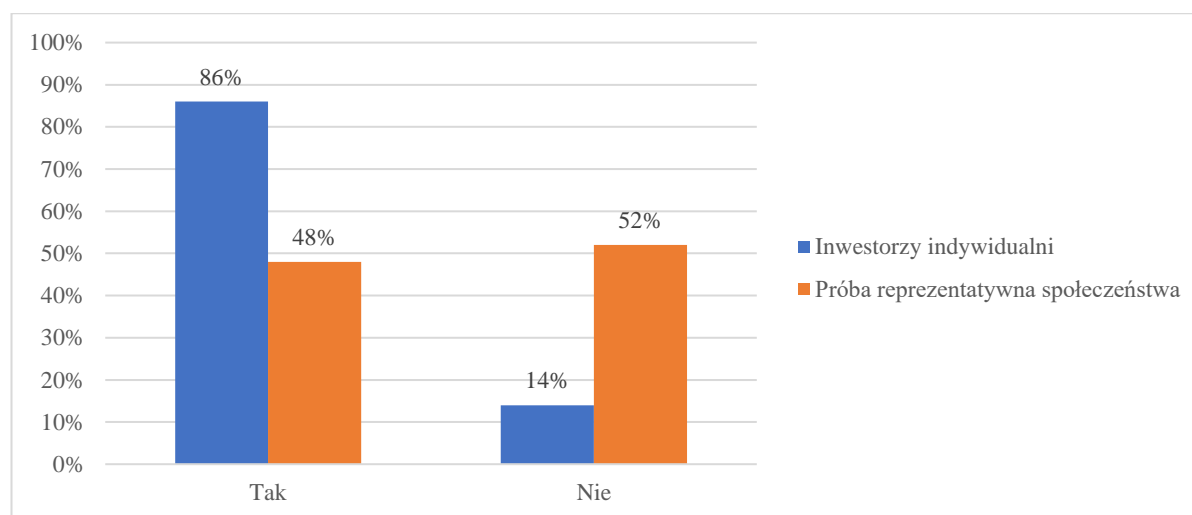
3.4. Postrzeganie aspektów ESG przez inwestorów indywidualnych

Popularność aspektów ESG wśród instytucji finansowych niekoniecznie musi przekładać się na innych uczestników rynku finansowego. W celu oceny sytuacji wśród inwestorów indywidualnych warto sięgnąć po inne dotychczasowe badania realizowane na próbach różnych uczestników rynku finansowego.

Jak zauważa L. Dziawgo, aż 86% inwestorów indywidualnych na polskim rynku finansowym słyszało o pojęciu społecznej odpowiedzialności biznesu lub społecznie

odpowiedzialnego inwestowania²¹⁵. Jest to znaczący wzrost względem reprezentatywnej próby społeczeństwa, gdyż w tym przypadku jedynie w około połowie przypadków ankietowani zadeklarowali znajomość tych pojęć (wykres 3.13).

Wykres 3.13. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy słyszał Pan/Pani o społecznej odpowiedzialności biznesu lub społecznie odpowiedzialnym inwestowaniu?”



Źródło: Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” *European Research Studies Journal*, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>.

Warto również zwrócić uwagę, że według badań prowadzonych przez L. Dziawgo znaczna część inwestorów indywidualnych (48%) uważa zaangażowanie banków i innych instytucji finansowych w ochronę środowiska za potrzebne, ale jednocześnie realizowane głównie na pokaz. Opinia ta była zdecydowanie bardziej powszechna wśród inwestorów niż w przypadku reprezentatywnej próby polskiego społeczeństwa, omówionej w poprzednim rozdziale (tabela 3.6).

Tabela 3.6. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jaka jest Twoja opinia na temat zaangażowania banków, instytucji finansowych oraz spółek giełdowych w ochronę środowiska naturalnego?”

Wyszczególnienie	Inwestorzy indywidualni
Potrzebne	48%
Niepotrzebne	8%
Wiarygodne	8%
Niewiarygodne	22%
Poważne	8%
Powierzchowne	35%
Znaczne	14%

²¹⁵ Dziawgo, L. (2021). Energy... op. cit.

Na pokaz	48%
Trudno powiedzieć	10%

Źródło: Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” *European Research Studies Journal*, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>.

Według badań przeprowadzonych przez L. Dziawgo²¹⁶ znacznie częściej inwestorzy indywidualni wskazywali także na powierzchowność zaangażowania instytucji finansowych i banków w ochronę środowiska naturalnego (35% odpowiedzi). Warto także zauważyć, że najrzadziej wybieraną odpowiedzią w przypadku próby reprezentatywnej oraz próby inwestorów indywidualnych było stwierdzenie, że działania instytucji finansowych i banków na rzecz ochrony środowiska są niepotrzebne. Wyniki te sugerują występowanie potrzeby proekologicznego zaangażowania sektora finansowego, ale jednocześnie zwracają uwagę na wiążące się z tym problemy.

Na podstawie przeprowadzonych przez L. Dziawgo badań można także zauważyć występowanie w społeczeństwie potrzeby angażowania się instytucji finansowych w kwestie ochrony środowiska. Rosnące zainteresowanie tematyką ochrony środowiska i przeciwdziałania zmianom klimatycznym można zaobserwować między innymi poprzez coraz częściej wdrażane innowacyjne projekty transformacji przestrzeni miejskiej w sposób zapewniający większy komfort życia mieszkańcom przy jednoczesnej trosce o lokalną przyrodę, jak np. tzw. zielone dachy²¹⁷.

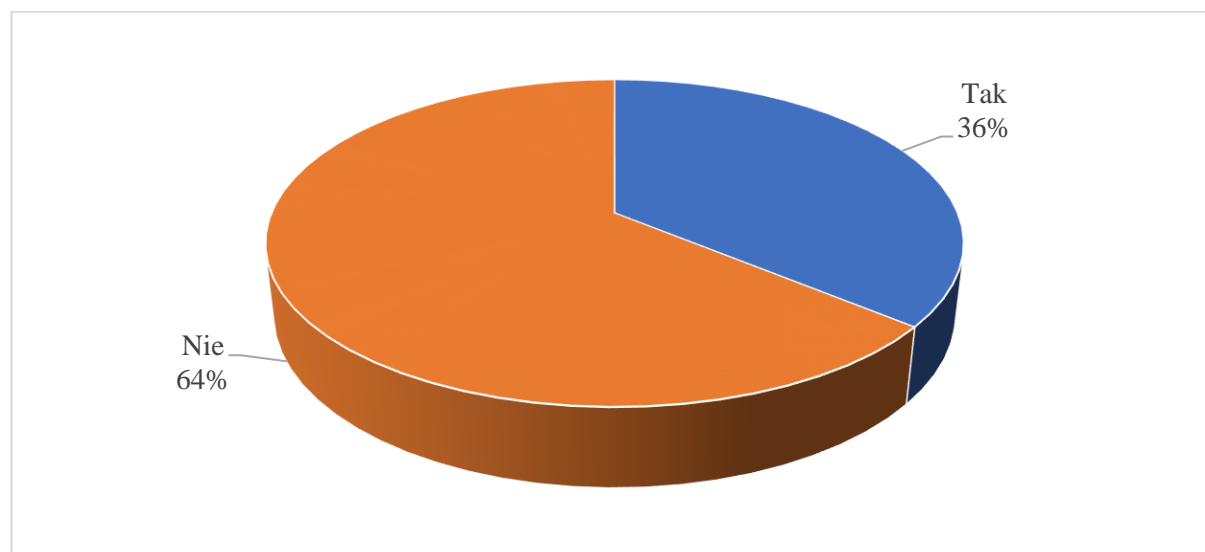
W odniesieniu do rynku finansowego oraz prywatnych finansów polskiego społeczeństwa z dotychczas przeprowadzonych badań można zauważyć, że pomimo znacznych oczekiwań w kwestii ochrony środowiska od instytucji, w kwestii prywatnych wyborów finansowych społeczeństwo w Polsce nie jest w tak duży stopniu skłonne do uwzględniania kwestii ekologicznych. Z wyników badania przeprowadzonych przez L. Dziawgo²¹⁸ można zauważyć, że jedynie 36% badanych zadeklarowało, że podjęło przynajmniej jedno działanie powiązane z prywatnymi finansami mające związek z ochroną środowiska. Pozostałe 64% ankietowanych zaprzeczyło (wykres 3.14).

²¹⁶ Dziawgo, L. (2021). *Energy...* op. cit.

²¹⁷ Bus, A., Szelągowska, A. (2021). Green Water from Green Roofs—The Ecological and Economic Effects. *Sustainability*, 13(4), 2403. <https://doi.org/10.3390/su13042403>.

²¹⁸ Dziawgo, L. (2021). *Energy...* op. cit.

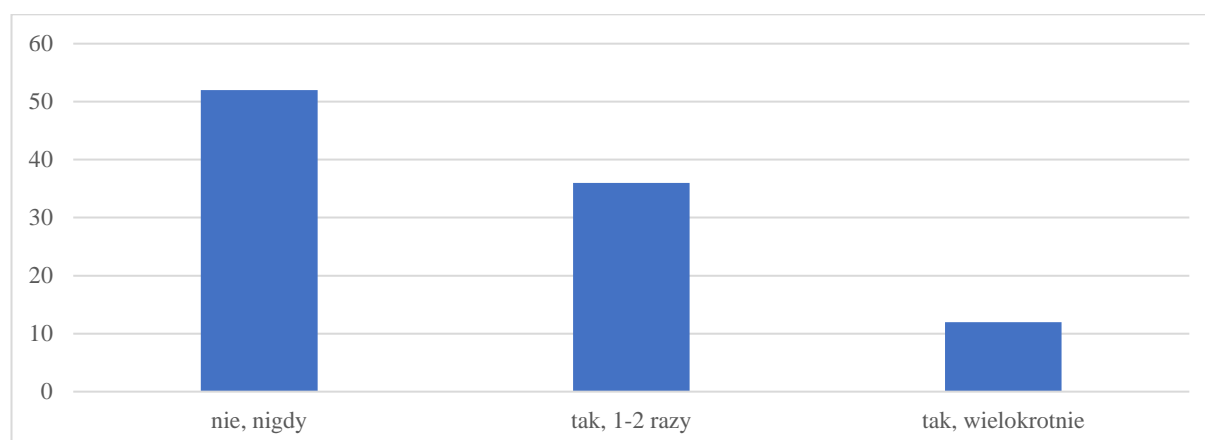
Wykres 3.14. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek podjąłeś decyzję o działaniach proekologicznych, która była związana z Twoimi prywatnymi finansami?”



Źródło: Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” European Research Studies Journal, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>

Na występowanie podobnego podziału pomiędzy inwestorami wskazują także inne badania. W przypadku inwestycji związanych z nieekologicznymi praktykami lub uznawanych powszechnie za nieetyczne 52% inwestorów zadeklarowało, że nigdy nie brało udziału w tego typu inwestycjach. Wśród osób, które udzieliły odpowiedzi twierdzącej, większa część uznała, że dokonała nieetycznych inwestycji raz lub dwa. W przypadku 12% ogółu respondentów tego typu inwestycje występowały wielokrotnie (wykres 3.15).

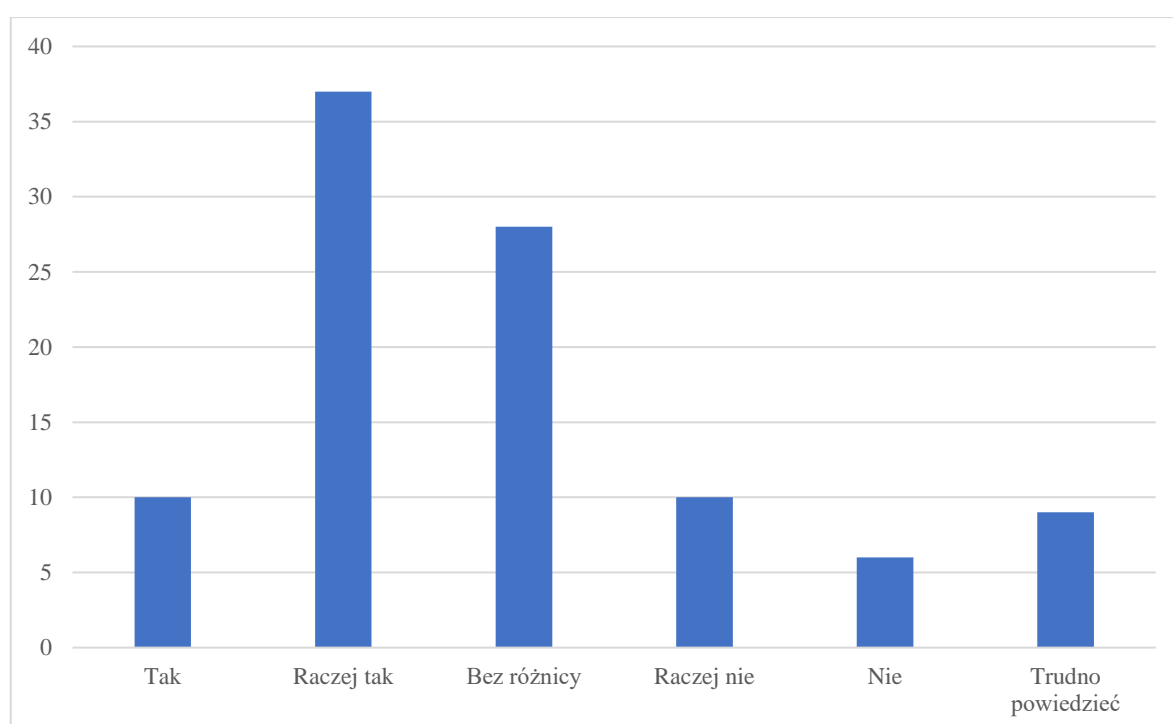
Wykres 3.15. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek zrezygnowałeś z inwestycji ze względu na nieetyczne/nie-ekologiczne praktyki emitentów?”



Źródło: Dziawgo, D. (2021). Acceptance of sustainability concept by Polish individual investors. European Research Studies Journal, XXIV(Issue 3), 335–348. <https://doi.org/10.35808/ersj/2357>.

Osobom z tej samej próby badawczej, zadano także pytanie dotyczące wpływu przestrzegania przez emitenta zasad CSR na podejmowane decyzje inwestycyjne. Ankietowani zdecydowanie skłaniali się w tym przypadku częściej wobec odpowiedzi przedstawiających pozytywny wpływ oceny emitenta pod kątem CSR (odpowiedzi tak oraz raczej tak) niż wobec odpowiedzi negatywnych (nie i raczej nie). Znaczącą grupę obejmującą 28% badanych stanowią osoby, dla których kwestia oceny emitenta pod kątem CSR z inwestycyjnego punktu widzenia jest bez znaczenia (wykres 3.16).

Wykres 3.16. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy przestrzeganie przez emitenta zasad CSR ma pozytywny wpływ na podejmowane przez Państwa decyzje inwestycyjne?”



Źródło: Dziawgo, L. (2022). Environmental aspects of investing in the Polish stock exchange market according to individual investors. *Financial Internet Quarterly*, 18(4), 50–60. <https://doi.org/10.2478/fiqf-2022-0027>.

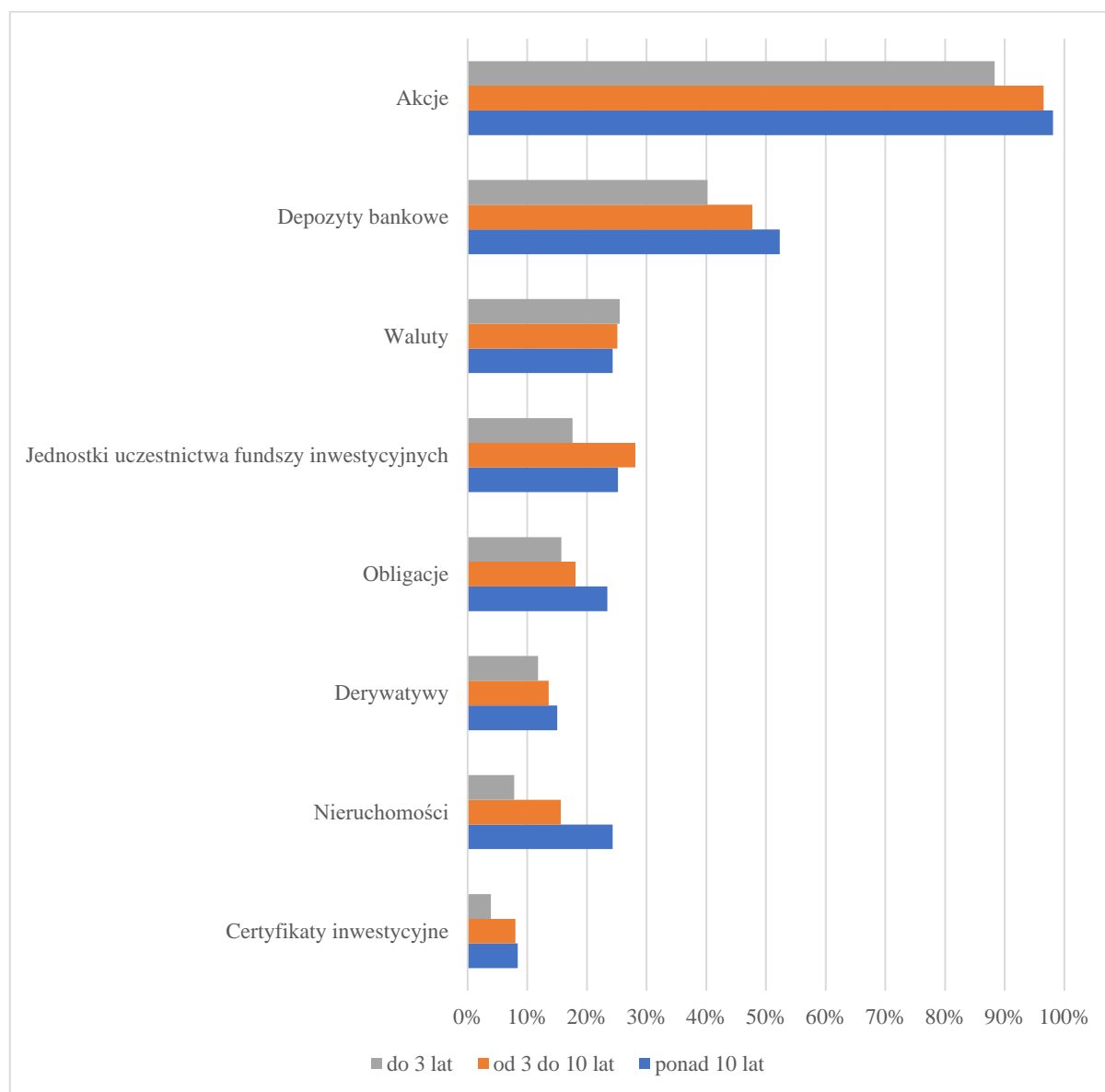
Wykres 3.16 pozwala sądzić, że większość inwestorów pozytywnie podchodzi do kwestii społecznej odpowiedzialności biznesu. Takie podejście wśród inwestorów powinno prowadzić do zaostrej selekcji spółek dobieranych do portfela inwestycyjnego, czego efektem byłby wzrost inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Rzeczywistość jednak bywa często znacznie bardziej złożona, a na poszczególne zjawiska wpływ ma wypadkowa wielu zróżnicowanych czynników, utrudniając tym samym badaczom analizę i efektywne wnioskowanie.

W odniesieniu do kwestii finansowych na podstawie dotychczas przytoczonych wyników badań można wywnioskować, że aspekty ekologiczne i społeczne odgrywają umiarkowaną lub wręcz niewielką rolę w przypadku podejmowanych przez inwestorów indywidualnych decyzji inwestycyjnych. Z jednej strony badani deklarują, że w większości nie uwzględniają kryteriów ekologicznych i społecznych w podejmowanych decyzjach finansowych, ale z drugiej strony ankietowani inwestorzy stwierdzają, że kwestie społecznej odpowiedzialności pozytywnie wpływają na wybór określonej inwestycji. Tego rodzaju niejednoznaczność z całą pewnością wymaga dalszych pogłębionych badań pozwalających na lepsze zrozumienie roli aspektów ekologicznych i społecznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej przez inwestorów.

Analizując znaczenie kwestii związanych ze społeczną odpowiedzialnością dla inwestorów indywidualnych w Polsce warto także zwrócić uwagę, na strukturę rodzajów inwestycji jakie dokonują. Dotychczasowe badania przeprowadzone przez J. Pawłowskiego wskazują w tym zakresie na dominującą rolę giełdowego rynku akcji, na którym obecne jest ok. 90-98% inwestorów indywidualnych, niezależnie od posiadanego doświadczenia inwestycyjnego²¹⁹. Na drugim miejscu znalazły się depozyty bankowe, które stanowiły drugą najczęściej wybieraną formę inwestycji we wszystkich określonych przez autora badania przedziałach doświadczenia inwestycyjnego respondentów. W przypadku pozostałych rodzajów inwestycji poszczególne kategorie były znacznie bardziej zróżnicowane i nie różniące się od siebie tak znacząco liczebnością. Wyraźnie najrzadziej wybieranym rodzajem inwestycji wśród inwestorów indywidualnych są certyfikaty inwestycyjne, a wśród najmniej doświadczonej grupy inwestorów niską popularnością cieszą się również inwestycje w nieruchomości. Ten typ inwestycji zyskuje zdecydowanie na popularności wraz ze wzrostem doświadczenia inwestycyjnego (wykres 3.17).

²¹⁹ Pawłowski, J. (2018). Individual investors on the financial market in Poland. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 51. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2018.004>.

Wykres 3.17. Zestawienie rodzajów inwestycji wybieranych przez polskich inwestorów indywidualnych

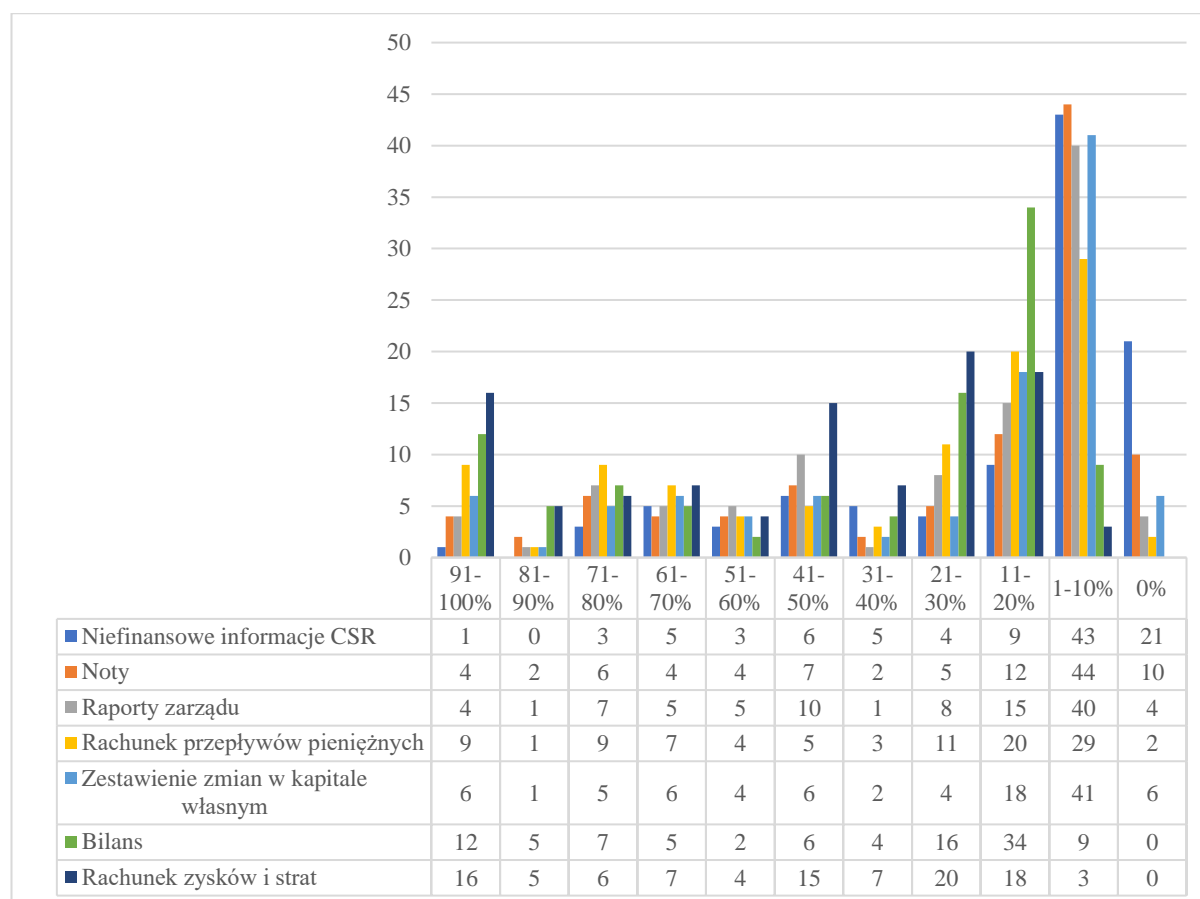


Źródło: Pawłowski, J. (2018). Individual investors on the financial market in Poland. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 51. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2018.004>.

Zgodnie z przedstawionym wykresem 3.15 inwestorzy indywidualni najczęściej wybierają akcję jako formę alokacji kapitału. Inwestując w akcje spółek dostępnych na rynku giełdowym przed wyborem odpowiednich walorów niezbędną jest właściwa analiza finansowa, która w znacznej mierze opiera się na informacjach udostępnianych przez spółki w formie okresowych sprawozdań. Poszerzenie zakresu informacyjnego zawierającego się w klasycznym sprawozdaniu finansowym o coraz większą liczbę informacji niefinansowych w tym wiążących się z aspektami ESG może zniechęcać inwestorów do przeprowadzania pełnych

analiz wszystkich dostępnych informacji. Na ten problem zwróciła uwagę w swoich badaniach D. Dziawgo, poddając analizie ocenę przydatności informacyjnej elementów sprawozdań finansowych (wykres 3.18).

Wykres 3.18. Ocena przydatności informacyjnej elementów sprawozdań finansowych w opinii inwestorów indywidualnych



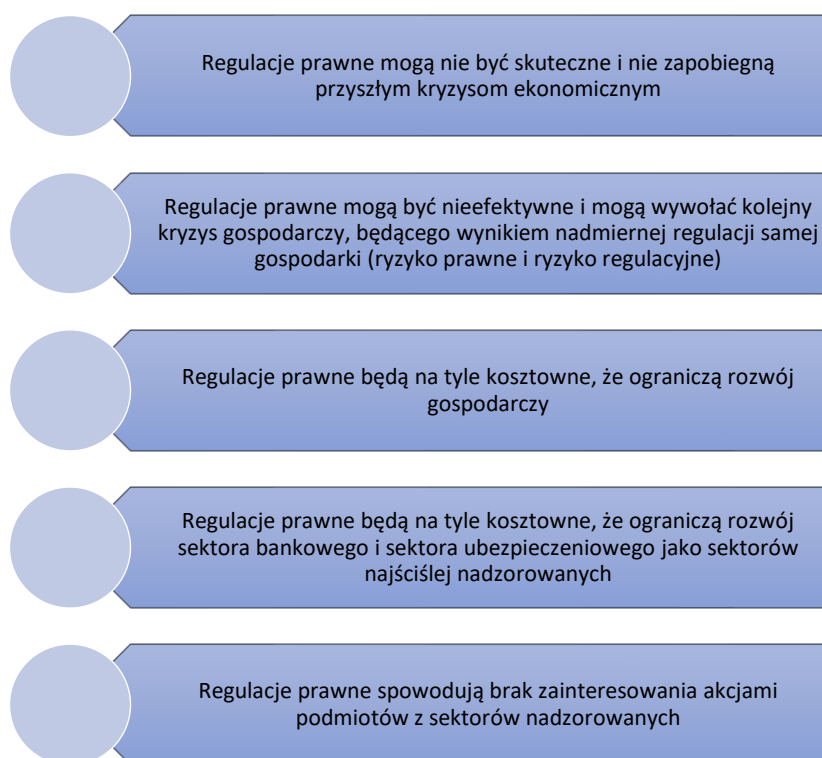
Źródło: Dziawgo, D. (2021). Acceptance of sustainability concept by Polish individual investors. *European Research Studies Journal*, XXIV(Issue 3), 335–348. <https://doi.org/10.35808/ersj/2357>.

Na podstawie wyników przedstawionych na wykresie 3.18 można stwierdzić, że ogółem wszystkie elementy sprawozdania finansowego stanowią stosunkowo niską wartość informacyjną dla inwestorów indywidualnych (większość odpowiedzi koncentrowała się w przedziale 1-20% dla wszystkich elementów sprawozdania finansowego). W przypadku odpowiedzi oceniających poszczególne elementy jako najczęściej wybierany znalazł się rachunek zysków i strat, nieco mniej wskazań uzyskał bilans, a trzecie miejsce zajął rachunek przepływów pieniężnych.

Nakładanie dodatkowych wymogów w zakresie ujawniania informacji dotyczących aspektów ESG może również powodować zagrożenia. Nadmierne regulacje prawne pomimo

pozytywnych idei troski o środowisko mogą wiązać się z niebezpieczeństwami dla rozwoju gospodarczego. W celu zapewnienia efektywnego i stabilnego wzrostu gospodarczego, zgodnego z ideą zrównoważonego rozwoju należy także brać pod uwagę aspekty przedstawione na schemacie 3.2.

Schemat 3.2. Potencjalne zagrożenia nadmiernych regulacji



Źródło: Dziawgo, L., & Dziawgo, D. (2018). Regulations of the financial market in Poland. Equilibrium vs. inversion. *Nauki o Finansach*, 23(4), 9–24. <https://doi.org/10.15611/fins.2018.4.01>.

Badając podejście inwestorów na polskim rynku finansowym do kwestii ESG w pierwszej kolejności należy zacząć od zrozumienia specyfiki polskich inwestorów indywidualnych. W tym celu można sięgnąć chociażby do cyklicznego raportu sporządzanego na podstawie badania ankietowego przeprowadzanego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII).

Na podstawie tego Ogólnopolskiego Badania Inwestorów (OBI)²²⁰, realizowanego, na próbie 4546 inwestorów można stwierdzić, że wśród inwestorów indywidualnych dominującą rolę pełnią mężczyźni, stanowiąc ponad 92% ankietowanych. W ponad połowie przypadków (55,3%) ankietowani inwestorzy posiadają wykształcenie wyższe, a 21,4% z nich wyróżnia się

²²⁰ Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022). <https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

wykształceniem wyższym o charakterze ekonomicznym. Przeciętny wiek inwestora indywidualnego według OBI wynosi około 40 lat²²¹.

Większość inwestorów indywidualnych traktuje inwestowanie jako dodatkowe źródło dochodu wobec posiadanego zatrudnienia lub prowadzonej działalności gospodarczej. Pozostała część ankietowanych deklaruje posiadanie statusu rencisty/emeryta, bezrobotnego, studenta/ucznia lub zawodowego inwestora giełdowego.

W przypadku doświadczenia inwestycyjnego większość inwestorów nie posiadała doświadczenia inwestycyjnego dłuższego niż 5 lat (52,1%). Drugą najliczniejszą grupę stanowili inwestorzy z doświadczeniem przekraczającym 15 lat (20,2%). Najmniej inwestorów zadeklarowało doświadczenie inwestycyjne mieszczące się w przedziale od 6 do 10 lat, a także od 11 do 15 lat. Inwestorzy indywidualni w Polsce według wyników ankiety realizowanej przez SII największą wagę przywiązują w analizie inwestycyjnej do analizy fundamentalnej i technicznej stosowanej łącznie. Tylko nieznacznie mniejszą popularnością wykazuje się analiza fundamentalna. Nieco ponad 16% ankietowanych przyznało, że nie potrafi analizować instrumentów finansowych. Zdecydowana mniejszość licząca zaledwie kilka procent stwierdziła, że najważniejsza dla nich w analizie instrumentów finansowych jest analiza techniczna lub inne metody²²².

Większość respondentów określiła poziom posiadanej wiedzy z zakresu inwestowania jako ogólną (60,1%). Niemal jedna czwarta inwestorów biorących udział w badaniu ankietowym zadeklarowała, że posiada szeroką wiedzę na temat inwestowania, a 13,6% określiło się mianem początkujących inwestorów nie posiadających wiedzy w tym temacie. Za ekspertów w dziedzinie inwestycji uznało się jedynie około 2% respondentów, a niecały 1% uznał, że nie wie prawie nic na temat inwestowania.

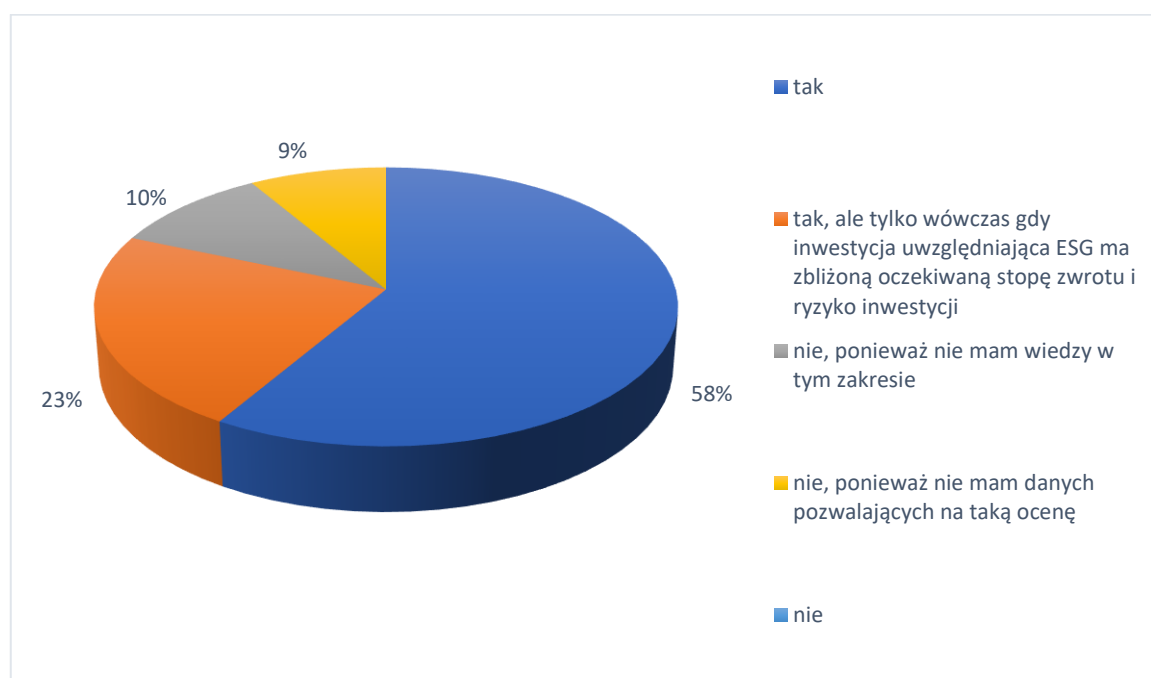
Zdecydowana większość inwestorów indywidualnych biorących udział w Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów zadeklarowała długoterminowe podejście do dokonywanych inwestycji. Inwestorom biorącym udział w Ogólnopolskim Badaniu Inwestorów zadano także pytanie dotyczące kwestii ESG. W tym przypadku uzyskano stosunkowo zróżnicowane odpowiedzi spośród których najczęściej wybieraną był brak uwzględniania aspektów ESG inwestycji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej (40,3%). W przypadku 18,2% inwestorów biorących udział w ankiecie padła odpowiedź, że nie wykorzystują oni aspektów ESG ze względu na brak danych pozwalających na tego typu analizę. Brak wiedzy jako przyczynę nieuwzględniania aspektów ESG przy podejmowaniu

²²¹ Ibidem.

²²² Ibidem.

decyzji inwestycyjnej wskazało 20,9% z nich. W kwestii uwzględniania aspektów ESG pozytywnie wypowiedziało się 7,2% respondentów, a w przypadku 13,3% wybrana została odpowiedź twierdząca z zastrzeżeniem, że jedynie wówczas, gdy inwestycja uwzględniająca ESG ma zbliżoną oczekiwaną stopę zwrotu i ryzyko inwestycji (wykres 3.19).

Wykres 3.19. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy podejmując decyzję inwestycyjną uwzględnia Pan/Pani wpływ finansowej działalności na środowisko naturalne, społeczność lokalną lub ład korporacyjny emitenta (łącznie: czynniki ESG)?”



Źródło: Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022).
<https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

Rozdział 4. Analiza wyników badania ankietowego przeprowadzonego na próbie inwestorów indywidualnych

4.1. Koncepcja i metodyka badania

Głównym celem badań przedstawionych w dysertacji jest analiza uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych na polskim rynku finansowym. W badaniach poddano analizie dwie grupy badawcze, obejmujące odpowiednio inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych, inwestujących na rynku kapitałowym w Polsce. Przez inwestorów indywidualnych są rozumiane osoby, inwestujące samodzielnie na rynku finansowym posiadane środki finansowe. Do inwestorów profesjonalnych zaliczono natomiast osoby zajmujące się zawodowo inwestowaniem powierzonych im środków finansowych oraz osoby zawodowo zajmujące się doradztwem inwestycyjnym. Porównanie obu badanych grup miało na celu identyfikację występowania ewentualnych różnic w poziomie wiedzy i zaufania wobec obowiązkowych ujawnień przedkontraktowych wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu oraz inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Różnice te mogłyby wynikać z odmiennego wolumenu dokonywanych transakcji, stopnia utożsamiania się z efektywnością inwestowanego kapitału, dostępem do informacji, możliwych różnic w poziomie wiedzy finansowej oraz znaczenia nadawanego kwestiom z zakresu społecznie odpowiedzialnego inwestowania.

Wiedza finansowa jest definiowana w literaturze jako wiedza umożliwiająca podejmowanie ważnych decyzji finansowych²²³, a znajomość zagadnień finansowych uważana jest za ważny czynnik wpływający na podejmowane decyzje inwestycyjne oraz uzyskiwane z nich zwroty²²⁴. Potwierdzają to np. badania przeprowadzone przez Van Rooij i in., na podstawie których stwierdzono, że osoby o niskim poziomie obiektywnej wiedzy finansowej unikają inwestycji w niektóre aktywa (akcje), uważając je za zbyt skomplikowane²²⁵. Wiedzę można rozpatrywać w dwóch kategoriach: subiektywnej (reprezentującej poziom wiedzy jaki dana osoba uważa, że posiada) oraz obiektywnej (przedstawiającej to co faktycznie dana osoba wie na dany temat)²²⁶. Osoby charakteryzujące się niskim poziomem obiektywnej wiedzy

²²³ Mandell, L. (2006). Financial Literacy: If It's so Important, Why isn't It Improving? SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.923557>.

²²⁴ Li, J., Li, Q., Wei, X. (2020). Financial literacy, household portfolio choice and investment return. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101370. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101370>.

²²⁵ van Rooij, M., Lusardi, A., Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>.

²²⁶ Park, C. W., Lessig, V. P. (1981). Familiarity and Its Impact on Consumer Decision Biases and Heuristics. *Journal of Consumer Research*, 8(2), 223. <https://doi.org/10.1086/208859>.

finansowej mogą mieć ponadto trudności z uwzględnieniem preferencji pozafinansowych w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych²²⁷.

Innym ważnym czynnikiem mogącym znacząco oddziaływać na podejmowane przez inwestorów decyzje inwestycyjne jest postawa wobec środowiska naturalnego (postawa ekologiczna), określana poprzez stopień uwzględniania przez daną osobę wpływu konsekwencji podejmowanych przez nią decyzji na środowisko naturalne²²⁸. Dotychczasowe badania dowodzą, że konsumenci, dla których ważniejsze są kwestie środowiskowe, częściej decydują się na zakup produktów ekologicznych²²⁹. Analogiczne badania przeprowadzono także wśród inwestorów, wykazując, że inwestorzy charakteryzujący się silną postawą prośrodowiskową przykładali znacznie większą wagę do kryteriów SRI²³⁰. Podobne zależności zauważono także na rynku inwestycji w odnawialne źródła energii²³¹.

Przeprowadzone badania wskazują ponadto na wpływ poziomu awersji do ryzyka inwestorów na rodzaje inwestycji jakie preferują²³² oraz na umiarkowaną korelację względem postawy inwestorów wobec inwestycji w odnawialne źródła energii²³³.

Oznakowanie ekologicznych produktów jest stosunkowo szeroko wykorzystywane w przypadku produktów oferowanych konsumentom. Tego typu praktyki stanowią istotny element wielu badań z zakresu decyzji konsumenckich. Brak jest jednak jednoznacznego konsensusu na temat wpływu tego rodzaju oznakowania na decyzje zakupowe²³⁴. Niektóre badania wskazują na istotne znaczenie postawy konsumentów na zamiar zakupu produktów z ekologicznymi oznaczeniami²³⁵. Inne badania z kolei dowodzą, że istotne znaczenie może mieć

²²⁷ Borgers, A. C., Pownall, R. A. (2014). Attitudes towards socially and environmentally responsible investment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27–44. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2014.01.005>.

²²⁸ Heberlein, T.A. (1981), "Environmental attitudes", *Zeitschrift für Umweltpolitik*, 2(3), 241-270.

²²⁹ Maichum, K., Parichatnon, S., Peng, K. C. (2016). Application of the Extended Theory of Planned Behavior Model to Investigate Purchase Intention of Green Products among Thai Consumers. *Sustainability*, 8(10), 1077. <https://doi.org/10.3390/su8101077>.

²³⁰ Vyvyan, V., Ng, C., Brimble, M. (2007). Socially Responsible Investing: the green attitudes and grey choices of Australian investors. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 370–381. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00567.x>.

²³¹ Gamel, J. (2018), Individual Investors and Socially Responsible Investments—Attitudes and Preferences in the Context of Wind Energy Investments, *Rozprawa doktorska*, Uniwersytet techniczny w Monachium.

²³² Samdahl, D. M., Robertson, R. (1989). Social Determinants of Environmental Concern. *Environment and Behavior*, 21(1), 57–81. <https://doi.org/10.1177/0013916589211004>.

²³³ Gamel, J., Menrad, K., Decker, T. (2017). Which factors influence retail investors' attitudes towards investments in renewable energies? *Sustainable Production and Consumption*, 12, 90–103. doi:10.1016/j.spc.2017.06.001.

²³⁴ Hwang, J. A., Park, Y., Kim, Y. (2016). Why do consumers respond to eco-labels? The case of Korea. *Springer Plus*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40064-016-3550-1>.

²³⁵ Chang, H., Tsai, S., Huang, C. (2019). Sustainable development: The effects of environmental policy disclosure in advertising. *Business Strategy and the Environment*, 28(8), 1497–1506. <https://doi.org/10.1002/bse.2325>;

Hasnain, A., Raza, S. H., Qureshi, U. S. (2020). The Impact of Personal and Cultural Factors on Green Buying Intentions with Mediating Roles of Environmental Attitude and Eco-Labels as Well as Gender as a Moderator. *South Asian Journal of Management Sciences*, 14(1), 1–27. <https://doi.org/10.21621/sajms.2020141.01>.

także presja społeczna na zakup tego typu produktów²³⁶. Dodatkowo wykazywano również znaczenie wiedzy²³⁷ oraz zaufania²³⁸ wobec ekologicznych oznaczeń na podejmowane przez konsumentów decyzje zakupowe.

Jak przedstawiono w rozdziale 2, głównym celem wprowadzanych w Unii Europejskiej obowiązkowych ujawnień prezentowanych na poziomie produktu finansowego (przed zawarciem umowy) było zwiększenie dostępności informacji o jego ekologicznych aspektach. Dodatkowe informacje mają wyróżniać produkty sprzyjające zasadom zrównoważonego rozwoju od pozostałych, podobnie jak ma to miejsce w przypadku ekologicznego oznakowania produktów konsumenckich. Z uwagi na występującą analogię pomiędzy oznakowaniem produktów konsumenckich a nowymi ujawnieniami prezentowanymi na poziomie produktu finansowego zdecydowano się zweryfikować, czy czynniki istotne dla decyzji zakupowych konsumentów znajdują zastosowanie w przypadku zrównoważonych produktów finansowych wyróżnianych dzięki nowym obowiązkowym ujawnieniom. Dotychczas przeprowadzone badania sugerują, że deklarowany przez respondentów poziom wiedzy o oznaczeniach produktów znacząco oddziałuje na podejmowane decyzje²³⁹. Warto także zaznaczyć, że poziom wiedzy dotyczący oznaczeń związanych z tematyką ekologiczną jest często wykorzystywany w badaniach dotyczących ekologicznych decyzji konsumentów²⁴⁰, a niektórzy badacze wskazują, że przekonanie osoby o wiedzy w danym temacie jest jednym z najistotniejszych czynników wpływających na zakupu ekologicznego produktu²⁴¹.

²³⁶ Trong Nguyen, L., Nguyen, T. H., Ngoc Nguyen, H., Dai Nguyen, L., Thi Thu Nguyen, D., Duy LE, L. (2023). Determinants of green consumer behavior: A case study from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2197673>.

²³⁷ Hossain, I., Nekmahmud, M., Fekete-Farkas, M. (2022). How Do Environmental Knowledge, Eco-Label Knowledge, and Green Trust Impact Consumers' Pro-Environmental Behaviour for Energy-Efficient Household Appliances? *Sustainability*, 14(11), 6513. <https://doi.org/10.3390/su14116513>.

²³⁸ Taufique, K. M. R., Vocino, A., Polonsky, M. J. (2016). The influence of eco-label knowledge and trust on pro-environmental consumer behaviour in an emerging market. *Journal of Strategic Marketing*, 25(7), 511–529. <https://doi.org/10.1080/0965254x.2016.1240219>.

²³⁹ Flynn, L. R., Goldsmith, R. E. (1999). A Short, Reliable Measure of Subjective Knowledge. *Journal of Business Research*, 46(1), 57–66. [https://doi.org/10.1016/s0148-2963\(98\)00057-5](https://doi.org/10.1016/s0148-2963(98)00057-5).

²⁴⁰ Ellen, P. S. (1994). Do we know what we need to know? Objective and subjective knowledge effects on pro-ecological behaviors. *Journal of Business Research*, 30(1), 43–52. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(94\)90067-1](https://doi.org/10.1016/0148-2963(94)90067-1).

²⁴¹ Aertsens, J., Mondelaers, K., Verbeke, W., Buysse, J., Van Huylenbroeck, G. (2011). The influence of subjective and objective knowledge on attitude, motivations and consumption of organic food. *British Food Journal*, 113(11), 1353–1378. <https://doi.org/10.1108/00070701111179988>;

Nelson Barber, N., Taylor, Strick. (2009). Wine consumers' environmental knowledge and attitudes: Influence on willingness to purchase. *International Journal of Wine Research*, 59. <https://doi.org/10.2147/ijwr.s4649>;

Ellen, P. S. (1994). Do we know what we need to know? Objective and subjective knowledge effects on pro-ecological behaviors. *Journal of Business Research*, 30(1), 43–52. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(94\)90067-1](https://doi.org/10.1016/0148-2963(94)90067-1).

Drugim czynnikiem mogącym mieć potencjalny wpływ na decyzje zakupowe jest zaufanie. Zaufanie wobec informacji wynikających z obowiązkowych ujawnień będących przedmiotem niniejszego badania rozumiane jest jako zdolność prezentowanych informacji do wypełnienia zobowiązań i ich rzetelność zdaniem inwestora. W badaniach przeprowadzanych nad decyzjami zakupowymi wobec ekologicznie oznakowanej żywności niektórzy badacze wskazują, że zaufanie jest wstępnym i koniecznym warunkiem dla skłonienia konsumentów do zakupu oznakowanych ekologicznie produktów²⁴² lub stanowi główną barierę dla ich nabywania²⁴³. Inni potwierdzają także rolę zaufania jako głównego wyznacznika zamiaru zakupu produktów²⁴⁴. Zaufanie wobec oznaczeń stosowanych wobec produktów zdaniem niektórych badaczy przyczynia się do zmniejszenia poczucia ryzyka związanego z zakupem, poprzez zmniejszenie obaw dotyczących wiarygodności obietnic związanych z oznakowaniem danego produktu²⁴⁵.

Badania w obszarze społecznie odpowiedzialnych inwestycji sugerują, że postawy inwestorów, wobec tego rodzaju inwestycji pozytywnie wpływają na ich intencję zainwestowania w inwestycje SRI²⁴⁶. Kryteria ESG stanowią bardziej sformalizowaną formę SRI.

Intencja stanowi dobry bezpośredni predyktor zachowania²⁴⁷. W przeprowadzonym badaniu intencja wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych odnosi się do deklarowanego przez inwestora zamiaru wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowanych w najbliższej przyszłości decyzjach inwestycyjnych.

Ze względu na ograniczone możliwości weryfikacji faktycznych zachowań inwestycyjnych inwestorów, w badaniu dokonano jedynie pomiaru intencji wykorzystania

²⁴² Taufique, K., Siwar, C., Talib, B., Sarah, F., Chamhuri, N. (2014). Synthesis of Constructs for Modeling Consumers' Understanding and Perception of Eco-Labels. *Sustainability*, 6(4), 2176–2200. <https://doi.org/10.3390/su6042176>.

²⁴³ Carrete, L., Castaño, R., Felix, R., Centeno, E., González, E. (2012). Green consumer behavior in an emerging economy: confusion, credibility, and compatibility. *Journal of Consumer Marketing*, 29(7), 470–481. <https://doi.org/10.1108/07363761211274983>.

²⁴⁴ Wang, J., Shahzad, F., Ahmad, Z., Abdullah, M., Hassan, N. M. (2022). Trust and Consumers' Purchase Intention in a Social Commerce Platform: A Meta-Analytic Approach. *SAGE Open*, 12(2), 215824402210912. <https://doi.org/10.1177/21582440221091262>.

²⁴⁵ Kee, H. W., Knox, R. E. (1970). Conceptual and methodological considerations in the study of trust and suspicion. *Journal of Conflict Resolution*, 14(3), 357–366. <https://doi.org/10.1177/002200277001400307>.

²⁴⁶ Singh, M., Mittal, M., Mehta, P., Singla, H. (2020). Personal values as drivers of socially responsible investments: a moderation analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(5), 543–565. <https://doi.org/10.1108/rbf-04-2020-0066>.

²⁴⁷ Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-t](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-t).

kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych, która stanowi bezpośrednią przyczynę zachowania²⁴⁸.

Odpowiedzi były udzielane na 7-stopniowej skali Likerta²⁴⁹, gdzie: 1 – zdecydowanie nie zgadzam się, 2 – nie zgadzam się, 3 – raczej nie zgadzam się, 4 – nie mam zdania, 5 – raczej zgadzam się, 6 – zgadzam się, 7 – zdecydowanie zgadzam się²⁵⁰. W analizie warianty odpowiedzi od zdecydowanie nie zgadzam się o raczej nie zgadzam się uznawane zostały za odpowiedzi o charakterze negatywnym. Odpowiedzi od raczej zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się uznano za odpowiedzi o charakterze pozytywnym, natomiast odpowiedź nie mam zdania, jako wyrażenie braku zainteresowania traktowano jako neutralne – nie oddziałujące ani pozytywnie ani negatywnie.

Kwestionariusz ankietowy po dostosowaniu pytań wykorzystywanych wcześniej w literaturze:

- został poddany ocenie trzech niezależnych pracowników naukowych, których uwagi zostały uwzględnione w ostatecznej wersji narzędzia badawczego.
- Następnie zostało przeprowadzone badanie pilotażowe na próbie 38 absolwentów kierunków ekonomicznych (ekonomia oraz finanse i rachunkowość).

Wnioski płynące z badania pilotażowego pozwoliły na ostateczne zweryfikowanie kwestionariusza ankietowego. Uzyskane wyniki zostały poddane analizie z wykorzystaniem programu IBM SPSS Statistics 29 oraz MS Excel.

4.2. Charakterystyka badanej zbiorowości

Badanie zostało zrealizowane przez firmę Fieldstat sp. z o.o. w formie badania CAWI przeprowadzonego w dniach 15.03 – 29.03.2023. W badaniu wzięło udział 204 inwestorów indywidualnych. Wśród nich 110 respondentów stanowili mężczyźni a 94 kobiety (wykres 4.1). Dobór grupy miał charakter celowy, a osoba zakwalifikowana do badania musiała być osobą fizyczną, inwestującą własne (prywatne) środki w celu osiągnięcia zysku.

Średnia wieku respondentów wynosiła około 40 lat, a odchylenie standardowe 6,99 roku. Jest to wartość zbliżona do rezultatów prezentowanych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) w ramach Ogólnopolskiego Badania Inwestorów (OBI) w roku 2022, w

²⁴⁸ Ibidem.

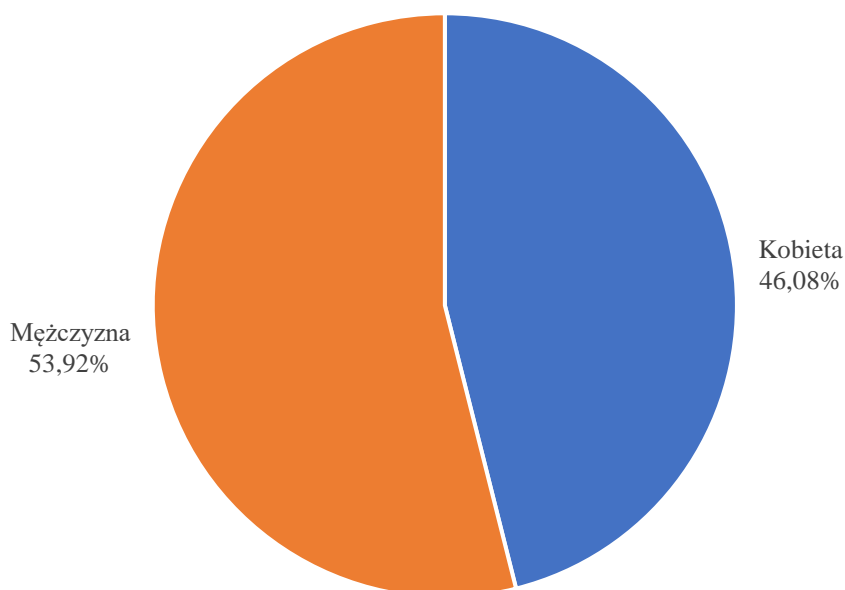
²⁴⁹ Likert, R. (1932). A technique for the measurement of attitudes. *Archives of Psychology*, 22 140, 55.

²⁵⁰ Fishbein, M., Ajzen, I. (2011). *Predicting and Changing Behavior*. Psychology Press: Taylor&Francis. <https://doi.org/10.4324/9780203838020>, s. 108.

Ajzen, I. (n.d). *Constructing a theory of planned behavior questionnaire*. <https://people.umass.edu/aizen/pdf/tpb.measurement.pdf>. (25.05.2023).

którym to średni wiek inwestora indywidualnego określono na około 42 lata²⁵¹. Rozkład wieku respondentów kształtował się jednak nieco odmiennie od wyników badania przeprowadzanego przez SII. W badaniu wziął udział tylko niecałe 0,5% stanowili respondenci w wieku 18-25 lat.

Wykres 4.1. Struktura respondentów według płci



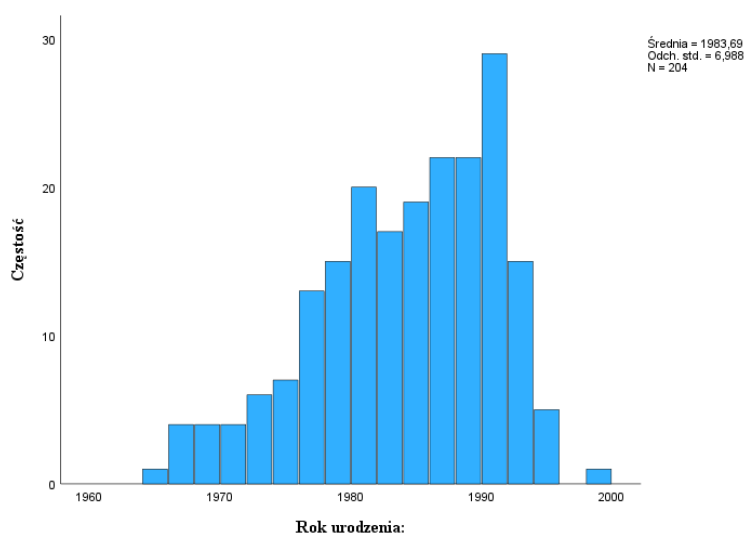
Źródło: badanie własne.

Nieco mniejsza okazała się również grupa powyżej 55 lat (2%). Nieco większy udział niż wynika to z badań SII miała grupa osób w wieku 36-45 lat (46%). Pozostałe przedziały wiekowe ukształtowały się porównywalnie do wyników OBI 2022²⁵². Rozkład wieku respondentów został przedstawiony na wykresie 4.2 oraz 4.3.

²⁵¹ Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022).
<https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

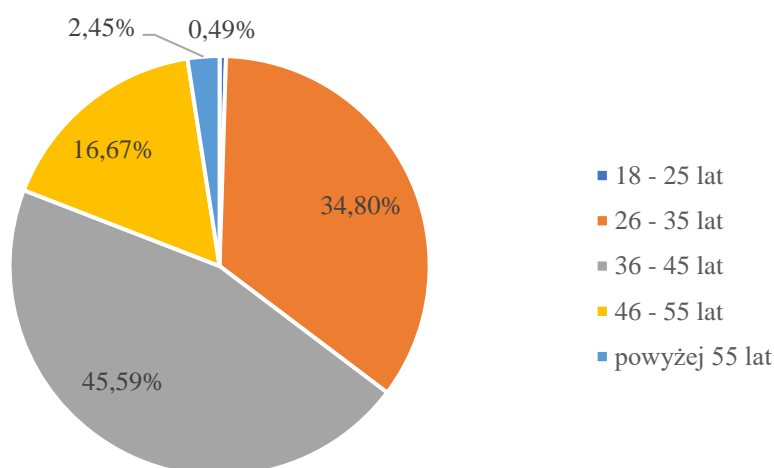
²⁵² Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022).
<https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

Wykres 4.2. Rozkład wieku respondentów według roku urodzenia



Źródło: badanie własne.

Wykres 4.3. Struktura wieku respondentów w przedziałach

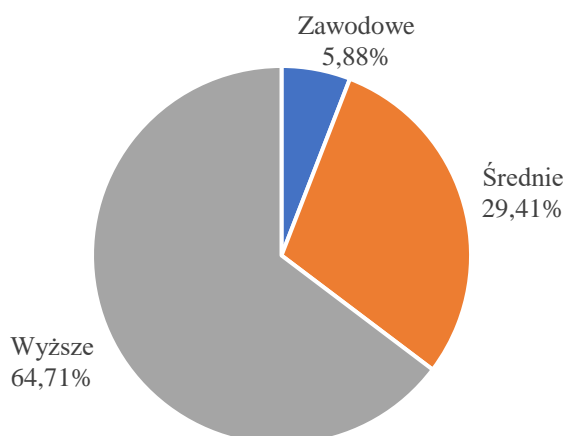


Źródło: badanie własne.

Spośród badanych inwestorów indywidualnych większość (64,71%) deklarowała wykształcenie wyższe. Niespełna co trzeci badany zadeklarował posiadanie wykształcenia średniego, a jedynie 5,88% inwestorów zadeklarowało posiadanie wykształcenia na poziomie zawodowym. Strukturę poziomu wykształcenia respondentów przedstawiono na wykresie 4.4. Wyniki te są porównywalne z wynikami OBI 2022²⁵³.

²⁵³ Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022). <https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosc/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

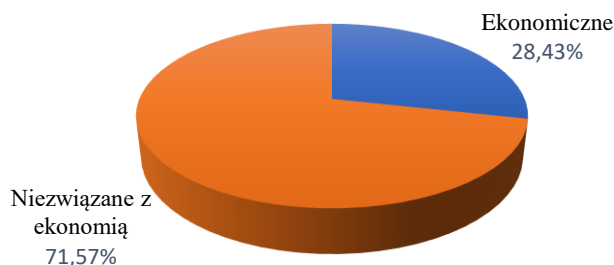
Wykres 4.4. Struktura poziomu wykształcenia respondentów



Źródło: badanie własne.

Poza określeniem poziomu posiadanego wykształcenia respondentów poproszono także o określenie jego typu. Udzielając odpowiedzi na to pytanie nieco ponad ¼ badanych określiła swoje wykształcenie jako ekonomiczne. Pozostała część posiadała wykształcenie pozaekonomiczne.

Wykres 4.5. Struktura typu wykształcenia respondentów



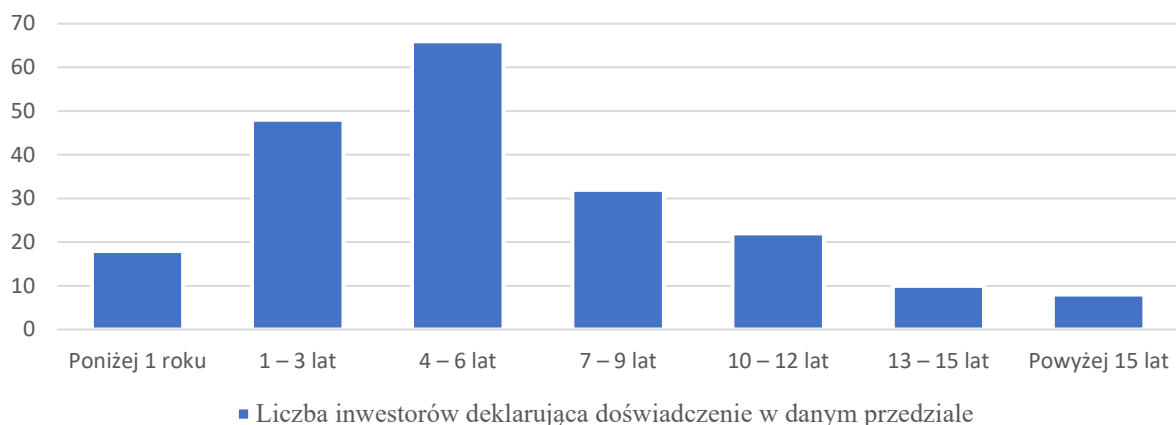
Źródło: badanie własne.

Spośród badanych najwięcej osób (66, co stanowi ok. 32,35% ogółu badanych) zadeklarowało doświadczenie w inwestowaniu w przedziale 4 – 6 lat. Drugą grupę stanowili nieco mniej doświadczeni inwestorzy z deklarowanym doświadczeniem inwestycyjnym w przedziale 1 – 3 lat (48 osób, ok. 23,53% ogółu respondentów). Według OBI 2022 inwestor indywidualny przeciętnie posiada około 5 – 7 lat doświadczenia inwestycyjnego²⁵⁴.

²⁵⁴ Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022).

<https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).

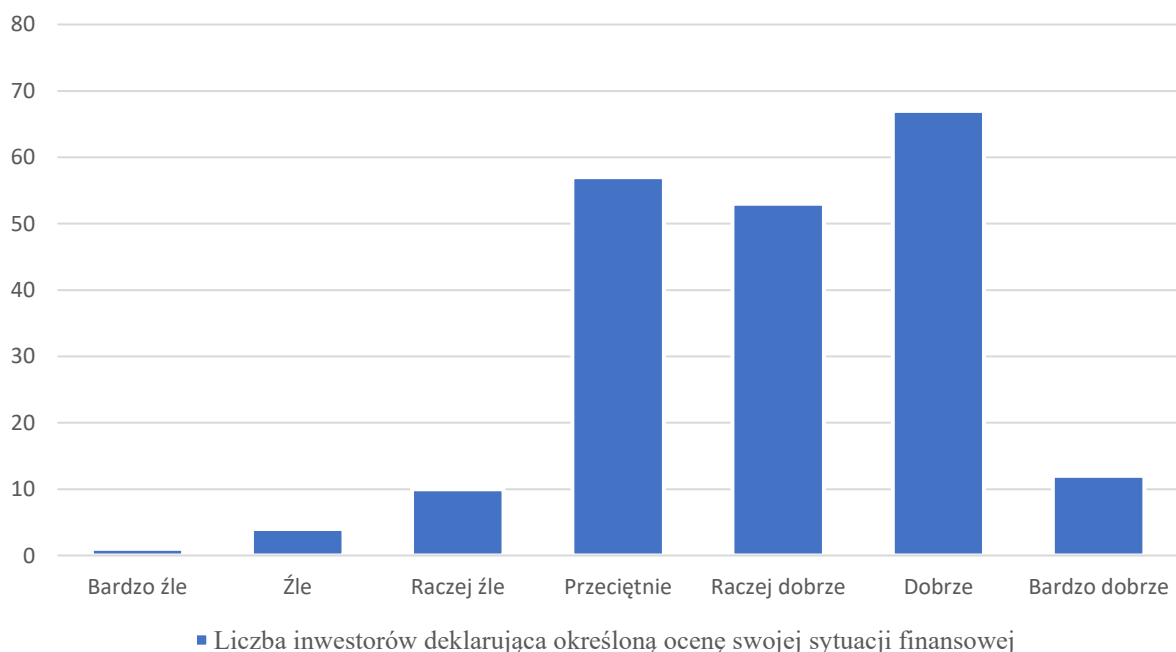
Wykres 4.6. Rozkład respondentów ze względu na doświadczenie w inwestowaniu



Źródło: badanie własne.

Większość respondentów pozytywnie oceniło swoją sytuację finansową (64,71%), określając ją jako bardzo dobrą, dobrą lub raczej dobrą. 57 ankietowanych uznało swoją sytuację finansową za przeciętną, co stanowi 27,94%, a tylko 7,35% określiło swoją sytuację negatywnie (jako raczej złą, złą lub bardzo złą). Spośród negatywnych odpowiedzi dominował wariant „raczej źle”. Tylko 4 badanych oceniło swoją sytuację jako złą, a 1 jako bardzo złą (wykres 4.7).

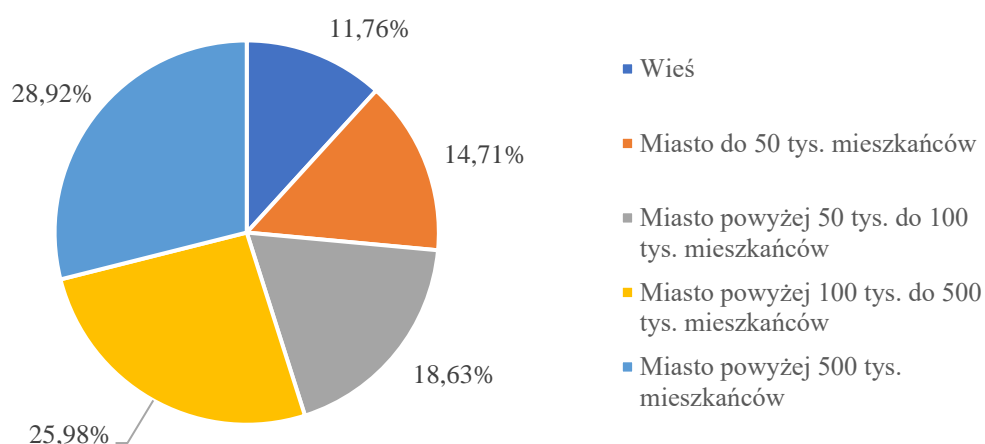
Wykres. 4.7. Rozkład samooceny sytuacji finansowej respondentów



Źródło: badanie własne.

Pod względem miejsca zamieszkania większość respondentów charakteryzowała się miejscem zamieszkania w miastach (88,24%), z czego największa część zadeklarowała duże i bardzo duże aglomeracje powyżej 500 tys. mieszkańców oraz miasta z liczbą ludności pomiędzy 100 – 500 tys. mieszkańców. Podział respondentów według miejsca zamieszkania przedstawia wykres 4.8.

Wykres 4.8. Struktura respondentów ze względu na miejsce zamieszkania



Źródło: badanie własne.

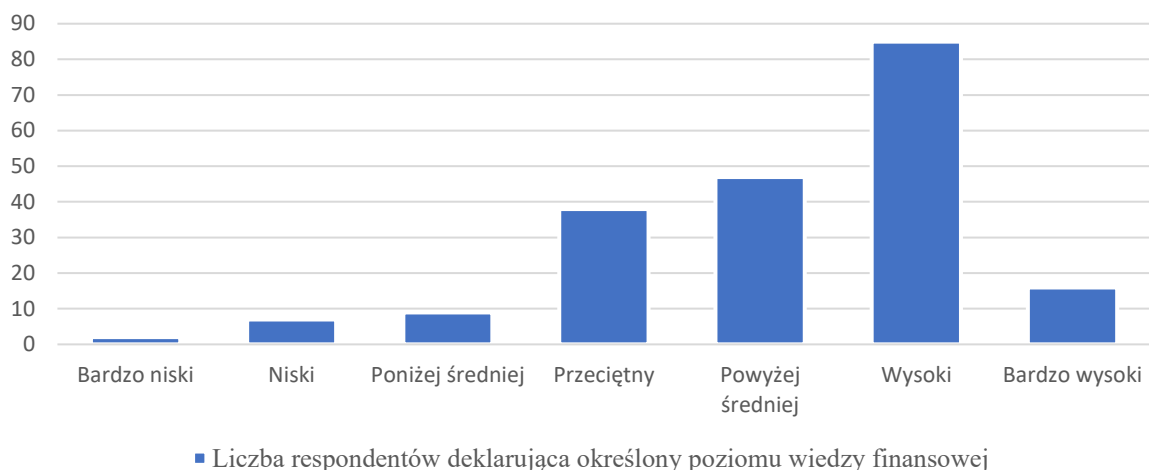
4.3. Analiza wyników badania ankietowego

4.3.1. Poziom wiedzy finansowej badanych inwestorów indywidualnych w zakresie czynników ESG oraz ich postawa wobec ryzyka

Respondenci zostali poproszeni o określenie swojego poziomu wiedzy finansowej na siedmiostopniowej skali od poziomu bardzo niskiego do bardzo wysokiego. Rozkład odpowiedzi na to pytanie przedstawia wykres 4.9.

Badani inwestorzy indywidualni określali najczęściej swój poziom wiedzy finansowej jako wysoki (blisko 42% ankietowanych). Ponadprzeciętnie, wysoko oraz bardzo wysoko swój poziom wiedzy oceniło ponad 72% wszystkich ankietowanych inwestorów. Spośród badanych ponad 18% wskazało, że poziom posiadanej wiedzy finansowej jest przeciętny, a niecałe 9% określiło go jako poniżej średniej, niski lub bardzo niski. Inwestorzy indywidualni stosunkowo wysoko ocenili zatem swoją wiedzę dotyczącą finansów w zdecydowanej większości uznając ją za ponadprzeciętną.

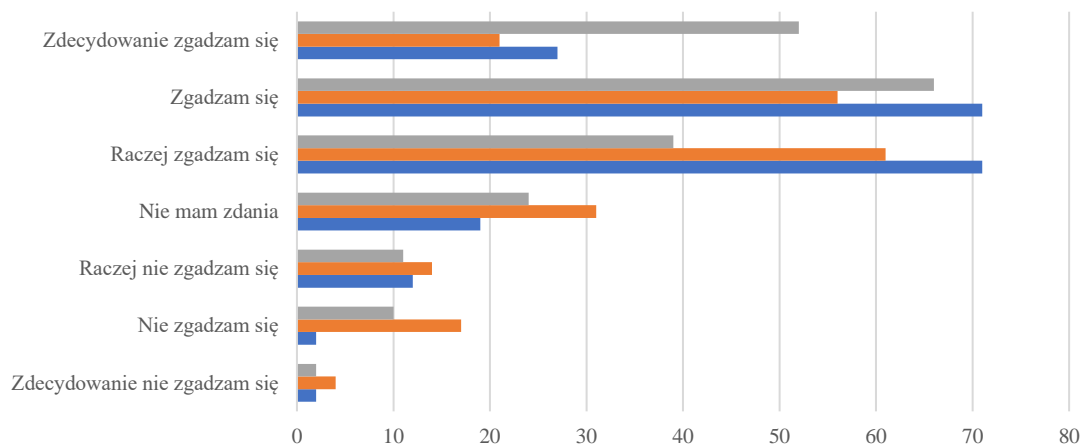
Wykres. 4.9. Rozkład poziomu wiedzy finansowej na podstawie samooceny respondentów



Źródło: badanie własne.

W dalszej części kwestionariusza przedstawiono inwestorom twierdzenia dotyczące ogólnych zależności związanych z tematyką finansową. Zadano inwestorom 5 pytań, których wyniki zawarto na wykresie 4.10.

Wykres 4.10. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy finansowej

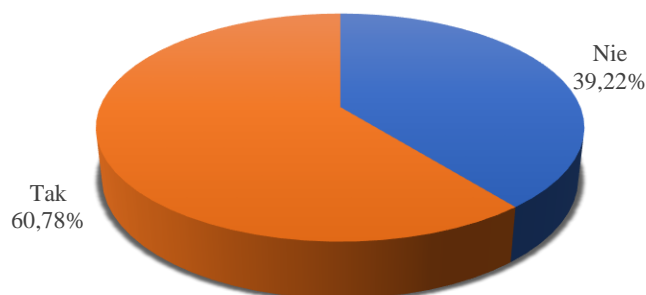


	Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
■ Zwykle akcje wykazują wyższe wahania kursów niż obligacje.	2	10	11	24	39	66	52
■ Biorąc pod uwagę długi okres (np. od 10 do 20 lat) akcje zapewniają zazwyczaj większą stopę zwrotu niż obligacje i lokaty bankowe.	4	17	14	31	61	56	21
■ Fundusze inwestycyjne mogą inwestować środki finansowe w kilka różnych rodzajów aktywów jednocześnie.	2	2	12	19	71	71	27

Źródło: badanie własne.

Respondentów zapytano także o ich znajomość tego czym są kryteria ESG. W tym przypadku nieco ponad 60% zadeklarowało, że wiedzą czym są kryteria ESG. Przeciwnego zdania było nieco ponad 39% (wykres 4.11).

Wykres. 4.11. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?”



Źródło: badanie własne.

Powyższa struktura odpowiedzi może zostać przedstawiona także w podziale na rodzaj wykształcenia posiadanego przez respondenta. Podział ten przedstawia tabela 4.1.

Tabela 4.1. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora oraz deklarowaną znajomość kryteriów ESG

		Czy wie Pan/Pani, co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?				Ogółem	
		Nie		Tak			
		N	%	N	%	N	%
Typ wykształcenia:	Ekonomiczne	17	21,3%	41	33,1%	58	28,4%
	Niezwiązane z ekonomią	63	78,8%	83	66,9%	146	71,6%
Ogółem		80	100,0%	124	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Jak przedstawiono wcześniej, około $\frac{3}{4}$ ankietowanych nie posiadała wykształcenia o charakterze ekonomicznym. Przyglądając się strukturze rodzaju wykształcenia respondentów, którzy zadeklarowali znajomość pojęcia kryteria ESG można zauważyć, że występują pewne różnice. Inwestorzy posiadający wykształcenie ekonomiczne nieco częściej wybierali odpowiedź twierdzącą. Różnica ta jednak nie jest duża i wynosi około 12%. Można zatem podejrzewać występowanie pewnej zależności, ale trudno ją jednoznacznie potwierdzić na

podstawie zebranych danych. Podkreślić należy także fakt, że jedynie około 60% ogółu inwestorów indywidualnych biorących udział w badaniu (124 ankietowanych) zadeklarowało znajomość pojęcia kryteriów ESG. Stanowi to większość respondentów, ale biorąc pod uwagę znaczne zainteresowanie kwestiami związanymi z ESG na rynkach zagranicznych wynik ten jest stosunkowo niski.

Tabela 4.2. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG oraz poziom wykształcenia

		Czy wie Pan/Pani, co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?				Ogółem	
		Nie		Tak			
		N	%	N	%	N	%
Poziom wykształcenia	Zawodowe	6	7,5%	6	4,8%	12	5,9%
	Średnie	33	41,3%	27	21,8%	60	29,4%
	Wyższe	41	51,2%	91	73,4%	132	64,7%
Ogółem		80	100,0%	124	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Trudno jest także zauważyć wyraźną zależność pomiędzy znajomością pojęcia kryteria ESG a poziomem wykształcenia ankietowanych w zakresie osób z wykształceniem zawodowym lub średnim. W przypadku wyższego wykształcenia widać natomiast wyraźnie większy odsetek odpowiedzi twierdzących. Można zatem stwierdzić, że posiadanie wyższego wykształcenia przez inwestora sprzyja posiadaniu przez niego znajomości pojęcia kryteria ESG (tabela 4.2).

Ostatnim badanym czynnikiem mogącym oddziaływać na deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG jest doświadczenie respondenta w inwestowaniu. Rozkład udzielanych odpowiedzi na te pytania przedstawia tabela 4.3.

Tabela 4.3. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG oraz deklarowane doświadczenie inwestycyjne inwestora

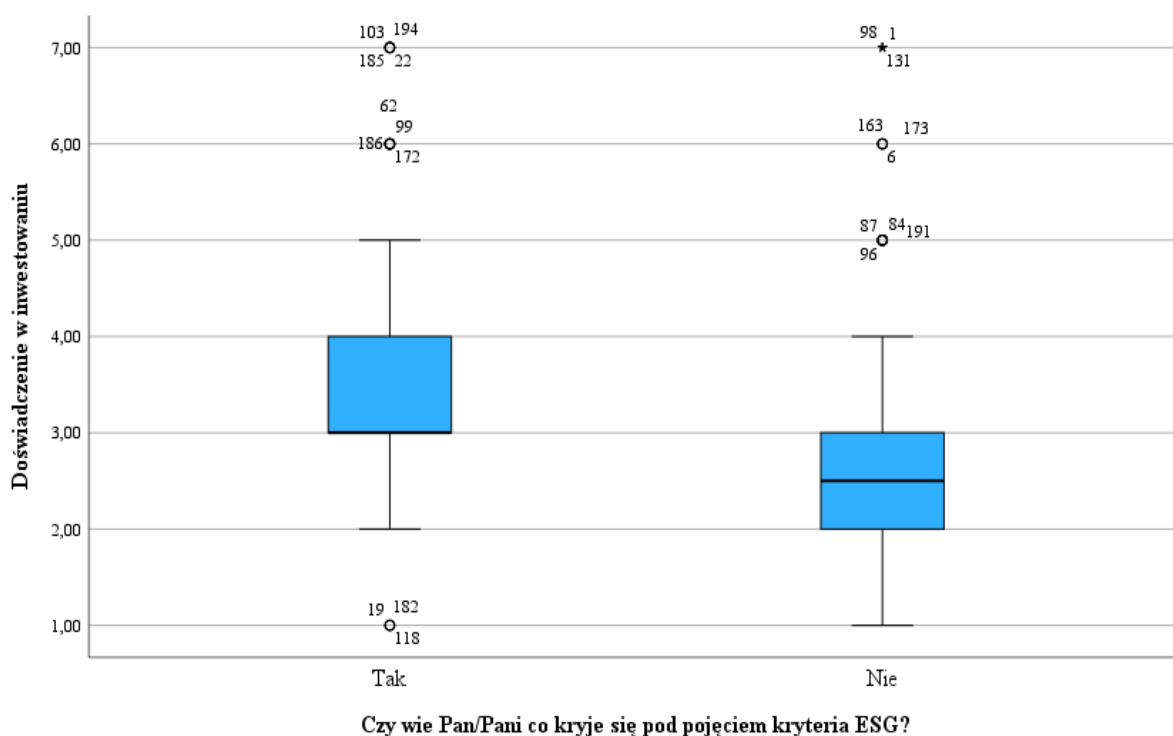
		Czy wie Pan/Pani, co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?				Ogółem	
		Nie		Tak			
		N	%	N	%	N	%
Deklarowane doświadczenie w inwestowaniu	Poniżej 1 roku	15	18,8%	3	2,4%	18	8,8%
	1 - 3 lat	25	31,3%	23	18,5%	48	23,5%

	4 - 6 lat	22	27,5%	44	35,5%	66	32,4%
	7 - 9 lat	6	7,5%	26	21,0%	32	15,7%
	10 - 12 lat	6	7,5%	16	12,9%	22	10,8%
	13 - 15 lat	3	3,8%	7	5,6%	10	4,9%
	Powyżej 15 lat	3	3,8%	5	4,0%	8	3,9%
Ogółem		80	100,0%	124	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Z rozkładu odpowiedzi przedstawionego w tabeli 4.3 można dostrzec, że inwestorzy deklarujący znajomość pojęcia kryteriów ESG charakteryzowali się przeciętnie dłuższym deklarowanym doświadczeniem inwestycyjnym. Przedstawiając przedziały doświadczenia inwestycyjnego z tabeli 4.9 na skali porządkowej od 1 (poniżej 1 roku) do 7 (powyżej 15 lat) można uzyskane wyniki przedstawić graficznie w formie wykresu 4.12.

Wykres 4.12. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG



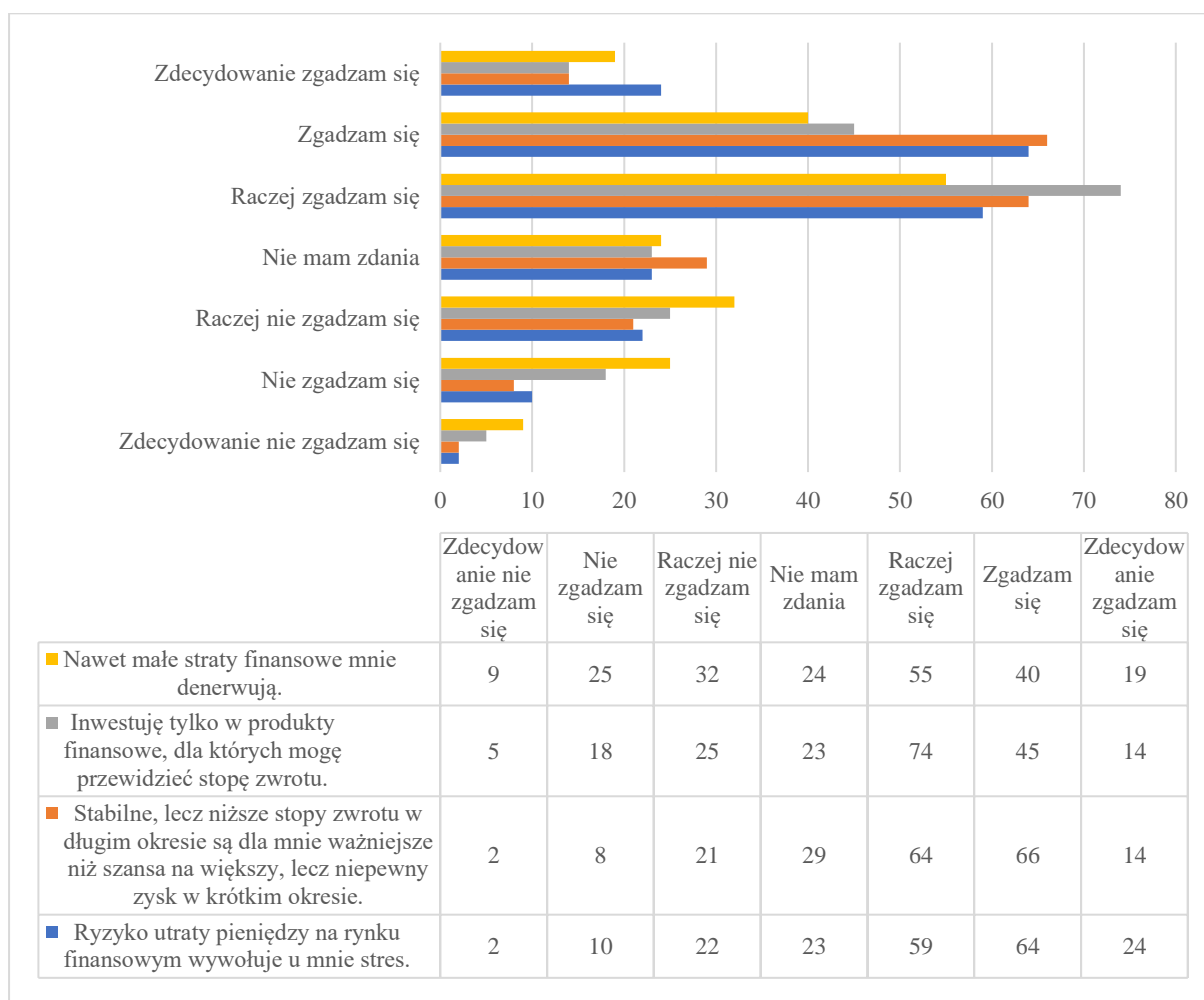
Źródło: badanie własne.

Na podstawie wykresu 4.12 można zauważyć, że inwestorzy deklarujący znajomość pojęcia kryteria ESG charakteryzowali się przeciętnie dłuższym stażem inwestycyjnym mieszczącym się najczęściej w przedziale 4-6 lat. Respondenci wyrażający nieznajomość

pojęcia kryteria ESG odznaczali się nieco niższym przeciętnym poziomem doświadczenia inwestycyjnego. Podsumowując zatem, w kwestii znajomości pojęcia kryteria ESG znaczącym czynnikiem może być zarówno doświadczenie w inwestowaniu jak również poziom wykształcenia inwestora, a w niewielkim stopniu jego ekonomiczny charakter.

Badani inwestorzy zostali także poproszeni o ustosunkowanie się w 7-stopniowej skali od zdecydowanie nie zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się do kilku stwierdzeń określających stosunek do ryzyka finansowego. Rozkład odpowiedzi udzielanych przez inwestorów przedstawia wykres 4.13.

Wykres 4.13. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom awersji do ryzyka respondentów



Źródło: badanie własne.

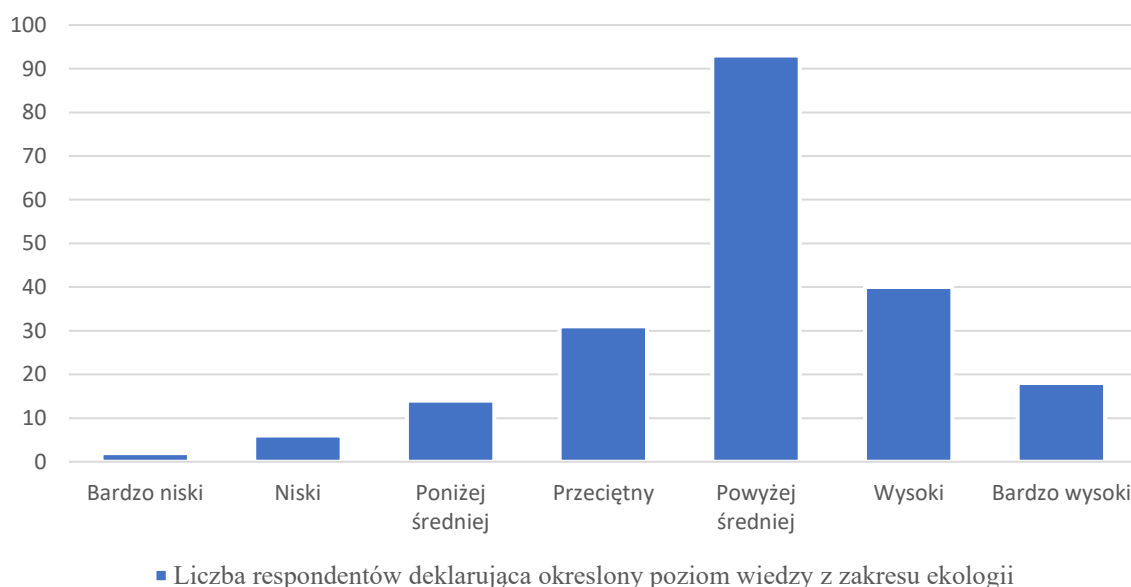
Ze względu na konstrukcję przedstawionych ankietowanym twierdzeń odpowiedzi mieszczące się powyżej wariantu „nie mam zdania”, czyli: raczej zgadzam się, zgadzam się oraz zdecydowanie zgadzam się stanowią przejaw awersji do ryzyka osoby badanej.

Odpowiedzi udzielone w przedziale poniżej świadczą o przejawianej skłonności do ryzyka. Analizując wartości przedstawione w tabeli 4.17 można zauważyć, że większość badanych generalnie przejawiała awersję lub neutralność wobec ryzyka. Jedynie niewielka część respondentów, stanowiąca niecałe 10%, wybierała odpowiedzi wskazujące na ich zwiększoną skłonność do ryzyka. Spośród przedstawionych pytań dotyczących podejścia inwestorów do ryzyka najbardziej równomiernie rozłożyły się odpowiedzi dotyczące podejścia do nawet małych strat. Uzyskane wyniki pozwalają na stwierdzenie, że większość inwestorów raczej unika ryzyka w swoich inwestycjach. Warto jednak zaznaczyć, że jednocześnie znaczna część z nich jest przygotowana do ponoszenia małych strat finansowych, uznając je za prawdopodobnie nieodłączny element inwestowania.

4.3.2. Postawa wobec środowiska naturalnego inwestorów indywidualnych

Poza określeniem poziomu wiedzy finansowej respondentów poproszono także o określenie swojego poziomu wiedzy z zakresu ekologii w 7-stopniowej skali od poziomu bardzo niskiego do bardzo wysokiego. W tym przypadku większość określiła posiadaną wiedzę na poziomie ponadprzeciętnym (około 74%), jednak deklarowane wartości okazały się często nieco niższe niż w przypadku samooceny poziomu wiedzy finansowej (wykres 4.14).

Wykres 4.14. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:”

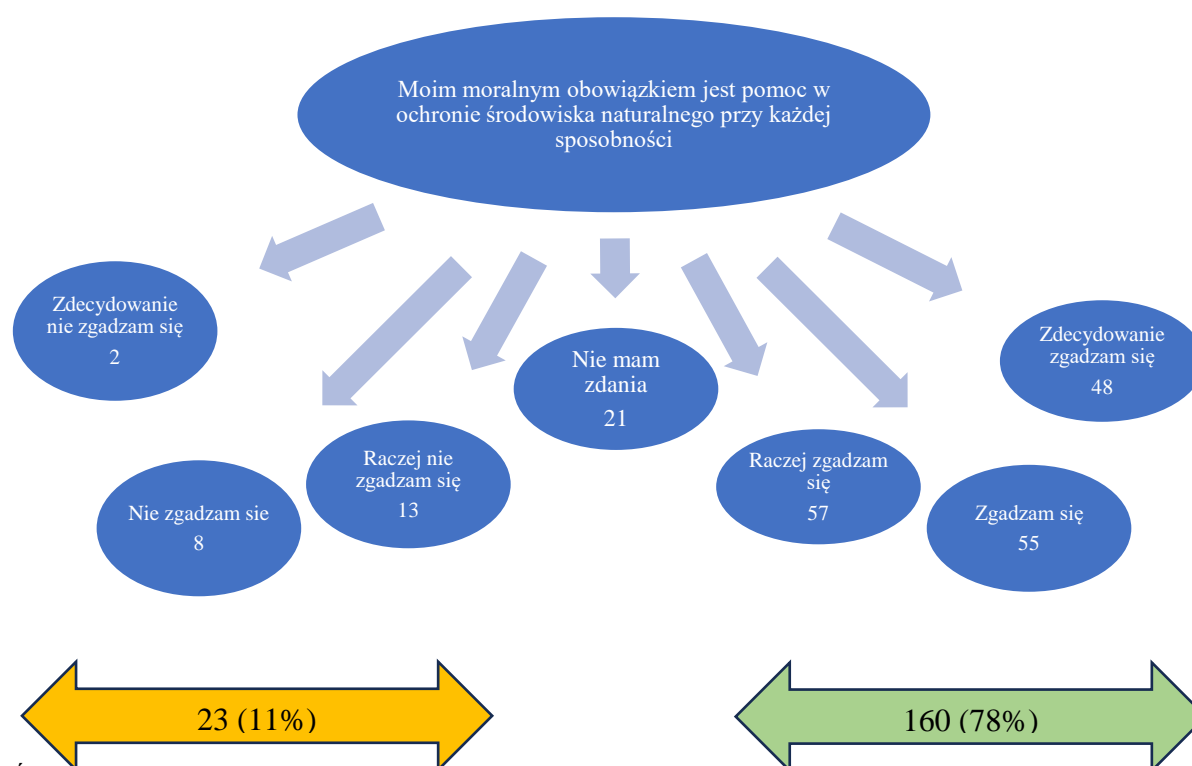


Źródło: badanie własne.

Analizując wykres 4.14 można zauważyć, że najczęściej badani określali poziom wiedzy z zakresu ekologii jako powyżej średniej (około 46%). Poziom wysoki zadeklarowało niecałe 20% badanych, a bardzo wysoki niecałe 9%. Na poziomie „przeciętnym” swoją wiedzę z zakresu ekologii oceniło nieco ponad 15% respondentów, a jedynie niecałe 9% oceniło swoją wiedzę w tym zakresie jako poniżej średniej, niską oraz bardzo niską.

W dalszej części kwestionariusza respondenci zostali poproszeni o odniesienie się w 7-stopniowej skali (od zdecydowanie nie zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się) do stwierdzeń dotyczących postawy wobec środowiska naturalnego. Rozkład odpowiedzi dla pierwszego z nich przedstawiono na schemacie 4.1.

Schemat 4.1. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Moim moralnym obowiązkiem jest pomoc w ochronie środowiska naturalnego przy każdej sposobności.”



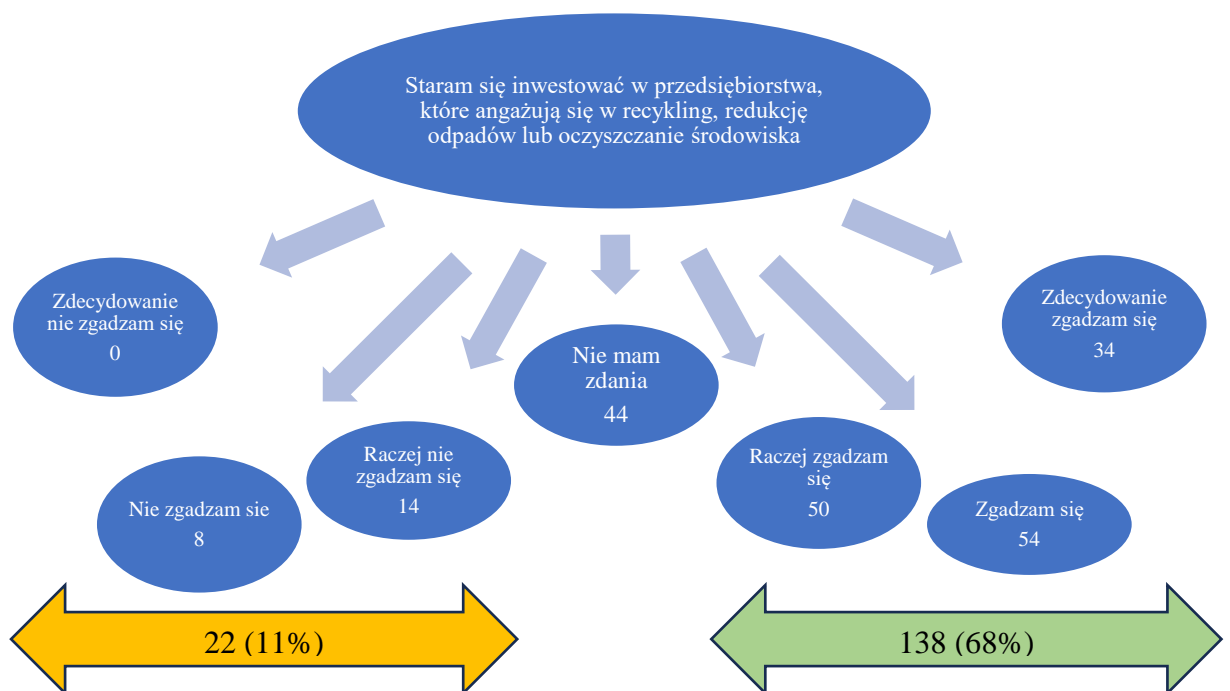
Źródło: badanie własne.

W przypadku deklarowanej chęci pomocy w działaniach na rzecz ochrony środowiska naturalnego przy każdej sposobności większość ankietowanych (ponad 78%) udzieliła odpowiedzi o charakterze twierdzącym (mieszczących się w przedziale „raczej zgadzam się”, „zgadzam się”, „zdecydowanie zgadzam się”). Jedynie około 21,5% respondentów wybrała neutralny wariant odpowiedzi („nie mam zdania”) lub wariant negatywny („zdecydowanie nie zgadzam się”, „nie zgadzam się”, „raczej nie zgadzam się”). Można na tej podstawie stwierdzić,

że inwestorzy indywidualni w większość wykazują pozytywną postawę wobec środowiska naturalnego w kwestii poczucia obowiązku pomocy w ochronie środowiska naturalnego.

W następnej kolejności respondentom zadano pytanie dotyczące ich zaangażowania w inwestycje wspierające ochronę środowiska naturalnego poprzez redukcję zanieczyszczeń (schemat 4.2).

Schemat 4.2. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska.”



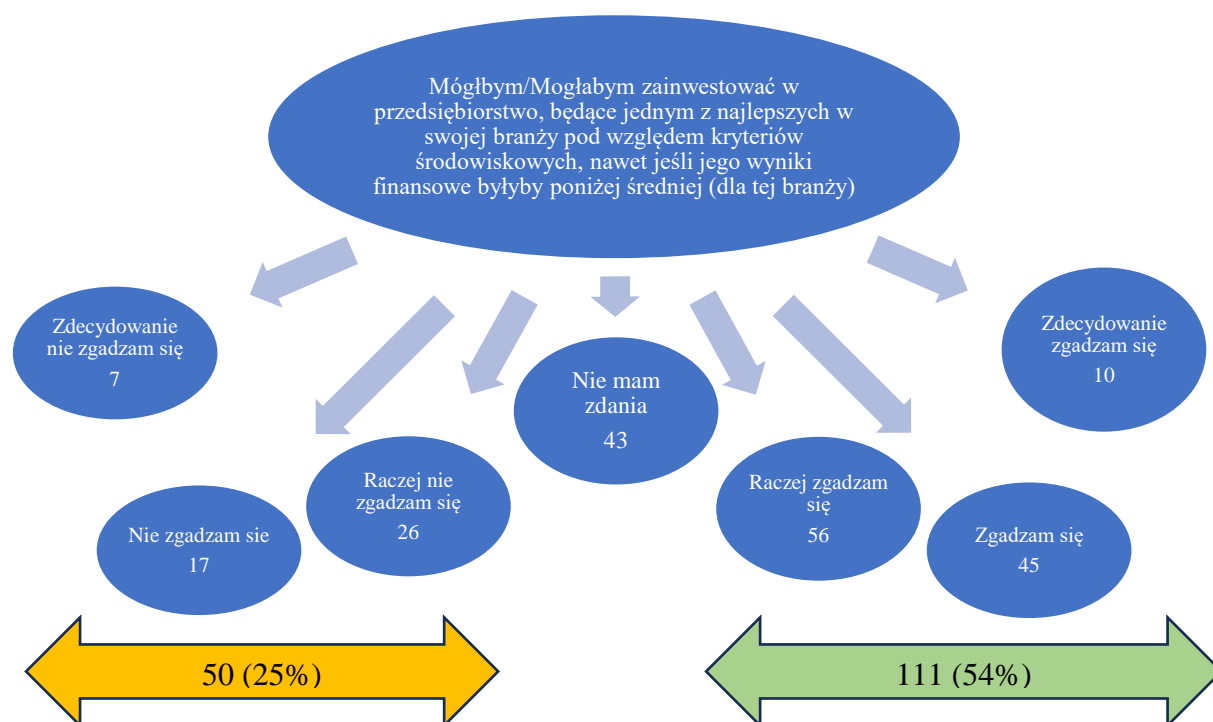
Źródło: badanie własne.

W przypadku tak postawionego pytania uzyskane rezultaty wydają się stosunkowo zbliżone do pytania ze schematu 4.1. Warto jednak zauważyć, że inwestorzy indywidualni dwukrotnie częściej wybierali wariant odpowiedzi „nie mam zdania”, a liczba odpowiedzi „zdecydowanie zgadzam się” zauważalnie spadła. Można zatem stwierdzić, że w przypadku większości nadal utrzymuje się pozytywna postawa, jednak kwestia realnego działania w odróżnieniu jedynie od moralnego przekonania, którego dotyczyło wcześniejsze pytanie, wzbudziła w większej grupie ankietowanych wątpliwości.

Ponieważ perspektywa odnosząca się do bardziej realnych działań wskazała na pewne obniżenie zdecydowania inwestorów warto przeanalizować kolejne pytanie, dotyczące w tym

przypadku kwestii stricte finansowej i nawiązującej bezpośrednio do aspektów ekologicznych oraz stopy zwrotu osiąganego z zainwestowanego kapitału (schemat 4.3).

Schemat 4.3. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Mógłbym/Mogłabym zainwestować w przedsiębiorstwo, będące jednym z najlepszych w swojej branży pod względem kryteriów środowiskowych, nawet jeśli jego wyniki finansowe byłyby poniżej średniej (dla tej branży).”

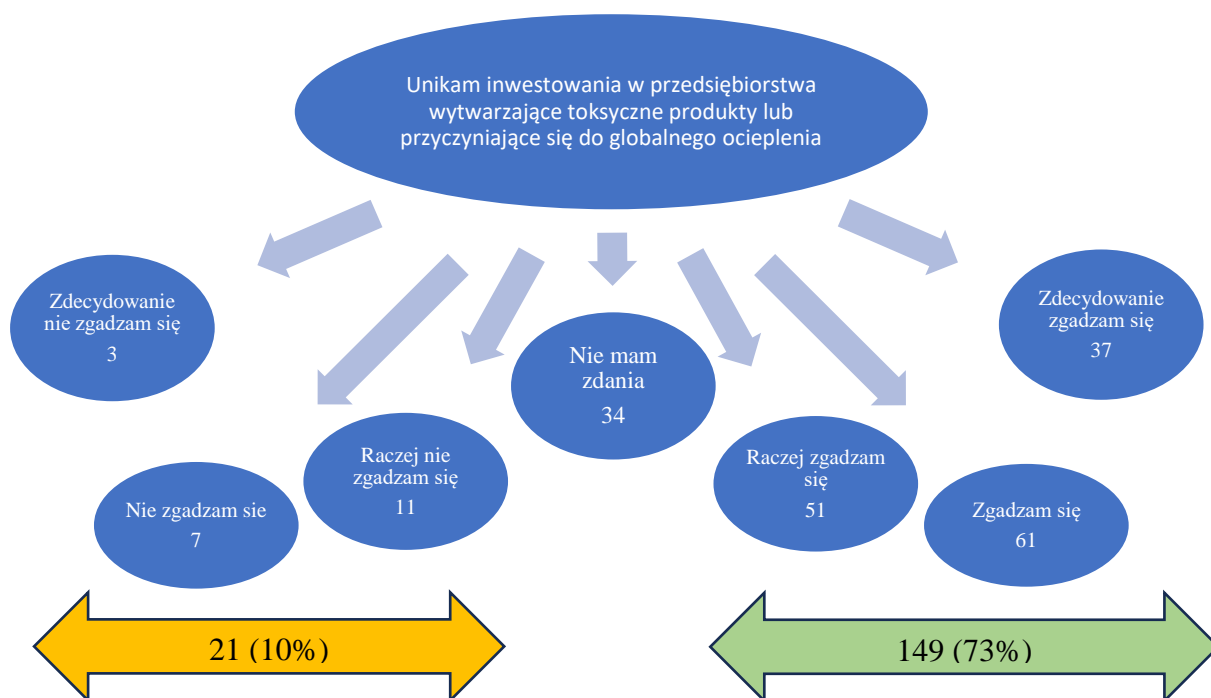


Źródło: badanie własne.

W przypadku tego pytania inwestorzy wydają się ponownie przesunąć w stronę odpowiedzi negatywnych, pomimo faktu, że nadal większość badanych wybrała jeden z wariantów pozytywnych. Analizując schemat 4.3 można zauważyć, że względem poprzednich pytań nastąpił wyraźny wzrost odpowiedzi „zdecydowanie nie zgadzam się”, „nie zgadzam się” i „raczej nie zgadzam się”. Liczba respondentów wybierających odpowiedź „nie mam zdania” pozostała na podobnym poziomie, jednak w przypadku pozytywnych wariantów odpowiedzi można zauważyć pewne przesunięcie w kierunku odpowiedzi „raczej zgadzam się”, która to występowała najczęściej i zdecydowanie częściej niż odpowiedzi „zgadzam się” i „zdecydowanie zgadzam się”.

Ostatnie z pytań odnoszące się do postaw inwestorów wobec środowiska naturalnego dotyczy stosowania przez nich screeningu negatywnego wobec inwestycji narażających środowisko naturalne na zanieczyszczenia (schemat 4.4).

Schemat 4.4. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Unikam inwestowania w przedsiębiorstwa wytwarzające toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia.”



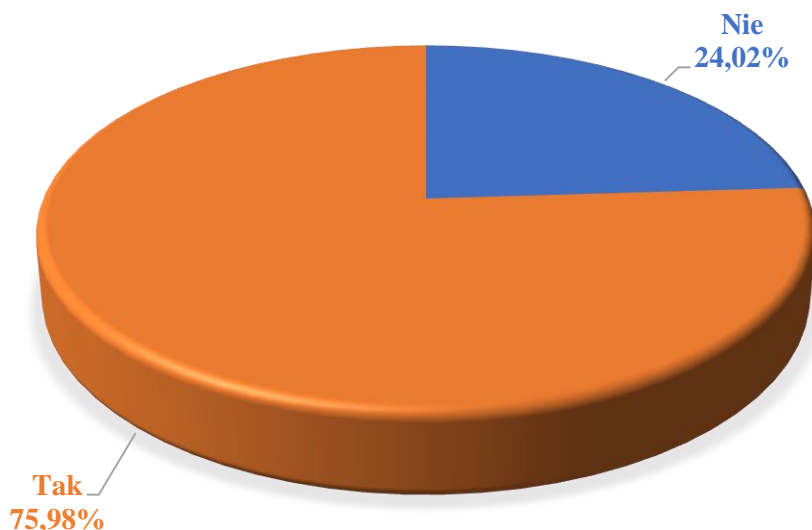
Źródło: badanie własne.

W przypadku screeningu negatywnego wobec przedsiębiorstw wytwarzających toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia spadła liczba respondentów wybierających wariant odpowiedzi „nie mam zdania”. Zauważalnie wzrosła także liczba odpowiedzi „zgadzam się” i to ten wariant był najczęściej wybierany. Pozostałe warianty odpowiedzi na to pytanie były wybierane przez ankietowanych porównywalnie często jak w przypadku wcześniejszych pytań.

Analizując wyniki przedstawione na powyższych schematach można zauważyć, że większość inwestorów odnosiła się pozytywnie do kwestii dotyczących postawy wobec środowiska naturalnego. Spośród zadanych respondentom pytań największa część ankietowanych pozytywnie wypowiedziała się o poświęceniu części efektywności finansowej na rzecz wysokiego poziomu środowiskowych aspektów inwestycji.

W odniesieniu do ekologicznej wiedzy inwestorów przedstawiono badanym pytanie dotyczące ich znajomości określenia Europejski Zielony Ład. Na to pytanie nieco ponad $\frac{3}{4}$ udzieliło odpowiedzi twierdzącej, a niecała $\frac{1}{4}$ respondentów zaprzeczyła (wykres 4.15).

Wykres. 4.15. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?”



Źródło: badanie własne.

Podobnie jak w przypadku znajomości pojęcia kryteria ESG w przypadku pojęcia Europejski Zielony Ład uzyskane wyniki warto odnieść do deklarowanego przez respondentów typu oraz poziomu wykształcenia.

Na podstawie tabeli 4.4 można zauważyć, że niecałe 76% respondentów zadeklarowało, że przynajmniej słyszało o Europejskim Zielonym Ładzie. Spośród nich mniej więcej połowa posiadała wykształcenie ekonomiczne. W przypadku osób, które zadeklarowały, że nigdy nie słyszały o Europejskim Zielonym Ładzie zaledwie nieco ponad 12% posiadało wykształcenie o charakterze ekonomicznym. Zdecydowana większość badanych wybierających odpowiedź negatywną charakteryzowała się wykształceniem niezwiązanym z ekonomią. Na tej podstawie można uznać, że chociaż w przypadku respondentów udzielających odpowiedzi twierdzącej rodzaj wykształcenia rozłożył się mniej więcej równomiernie, tak w przypadku negatywnych odpowiedzi respondenci z wykształceniem niezwiązanym z ekonomią stanowili znacznie większy odsetek. Można zatem podejrzewać, że istnieje zależność pomiędzy rodzajem wykształcenia a znajomością pojęcia Europejski Zielony Ład.

Tabela 4.4. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia z deklarowanym poziomem znajomości pojęcia Europejski Zielony Ład

		Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?				Ogółem	
		Nie		Tak			
		N	%	N	%	N	%
Typ wykształcenia	Ekonomiczne	6	12,2%	52	33,5%	58	28,4%
	Inne niż ekonomiczne	43	87,8%	103	66,5%	146	71,6%
Ogółem		49	100,0%	155	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Ponieważ rodzaj wykształcenia wykazał pewną zależność względem znajomości pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu, warto przeanalizować także tę zmienną w odniesieniu do poziomu wykształcenia respondentów (tabela 4.5).

Tabela 4.5. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z poziomem wykształcenia

		Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Poziom wykształcenia	Zawodowe	9	5,8%	3	6,1%	12	5,9%
	Średnie	44	28,4%	16	32,7%	60	29,4%
	Wyższe	102	65,8%	30	61,2%	132	64,7%
Ogółem		155	100,0%	49	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując tabelę 4.5 można zauważyć, że większość respondentów deklarująca znajomość pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu charakteryzowała się wykształceniem wyższym. Warto jednak zaznaczyć, że różnice pomiędzy odsetkiem poszczególnych poziomów wykształcenia wśród respondentów, którzy udzielili odpowiedzi twierdzących a ankietowanymi którzy wybrali odpowiedzi negatywne jest niewielka. Trudno zatem jest wskazać na wyraźną zależność pomiędzy deklarowaną znajomością pojęcia Europejski Zielony Ład a poziomem wykształcenia.

W przypadku zestawienia deklarowanej znajomości pojęcia Europejski Zielony Ład z doświadczeniem inwestycyjnym ankietowanych na podstawie tabeli 4.6 trudno jest stwierdzić jednoznaczną zależność pomiędzy tymi dwiema zmiennymi (tabela 4.6).

Tabela 4.6. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład oraz deklarowane doświadczenie w inwestowaniu

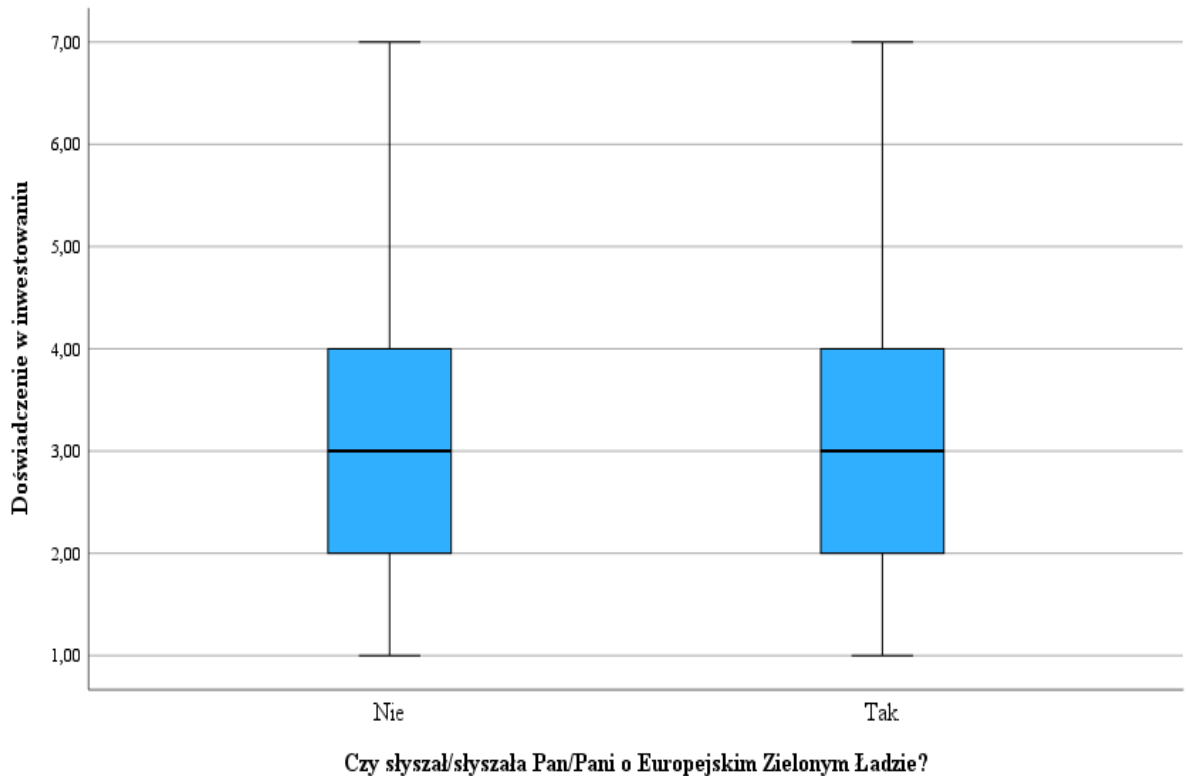
		Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Doświadczenie w inwestowaniu	Poniżej 1 roku	12	7,7%	6	12,2%	18	8,8%
	1 - 3 lat	36	23,2%	12	24,5%	48	23,5%
	4 - 6 lat	49	31,6%	17	34,7%	66	32,4%
	7 - 9 lat	25	16,1%	7	14,3%	32	15,7%
	10 - 12 lat	18	11,6%	4	8,2%	22	10,8%
	13 - 15 lat	8	5,2%	2	4,1%	10	4,9%
	Powyżej 15 lat	7	4,5%	1	2,0%	8	3,9%
Ogółem		155	100,0%	49	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując dane zawarte w tabeli 4.6 trudno jest zauważyć znaczące różnice w doświadczeniu inwestycyjnym pomiędzy inwestorami, którzy zadeklarowali znajomość pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu oraz inwestorami, którzy takiej znajomości nie wyrazili. Jediną różnicą jest liczebność pomiędzy tymi grupami. Brak innych jednoznacznych prawidłowości potwierdza wykres 4.16.

Na podstawie wykresu 4.16 nie ma podstaw do uznania, że pomiędzy inwestorami deklarującymi znajomość lub nieznajomość pojęcia Europejski Zielony Ład występują jakieś większe różnice pod względem doświadczenia inwestycyjnego. W przypadku inwestorów udzielających odpowiedzi twierdzącej średnia wyniosła 3,02, a w przypadku ankietowanych którzy zaprzeczyli – 3,34. Mediana doświadczenia inwestycyjnego wyniosła w obu przypadkach 3, a więc doświadczenie na poziomie 4-6 lat.

Wykres 4.16. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowana znajomość pojęcia kryteria ESG



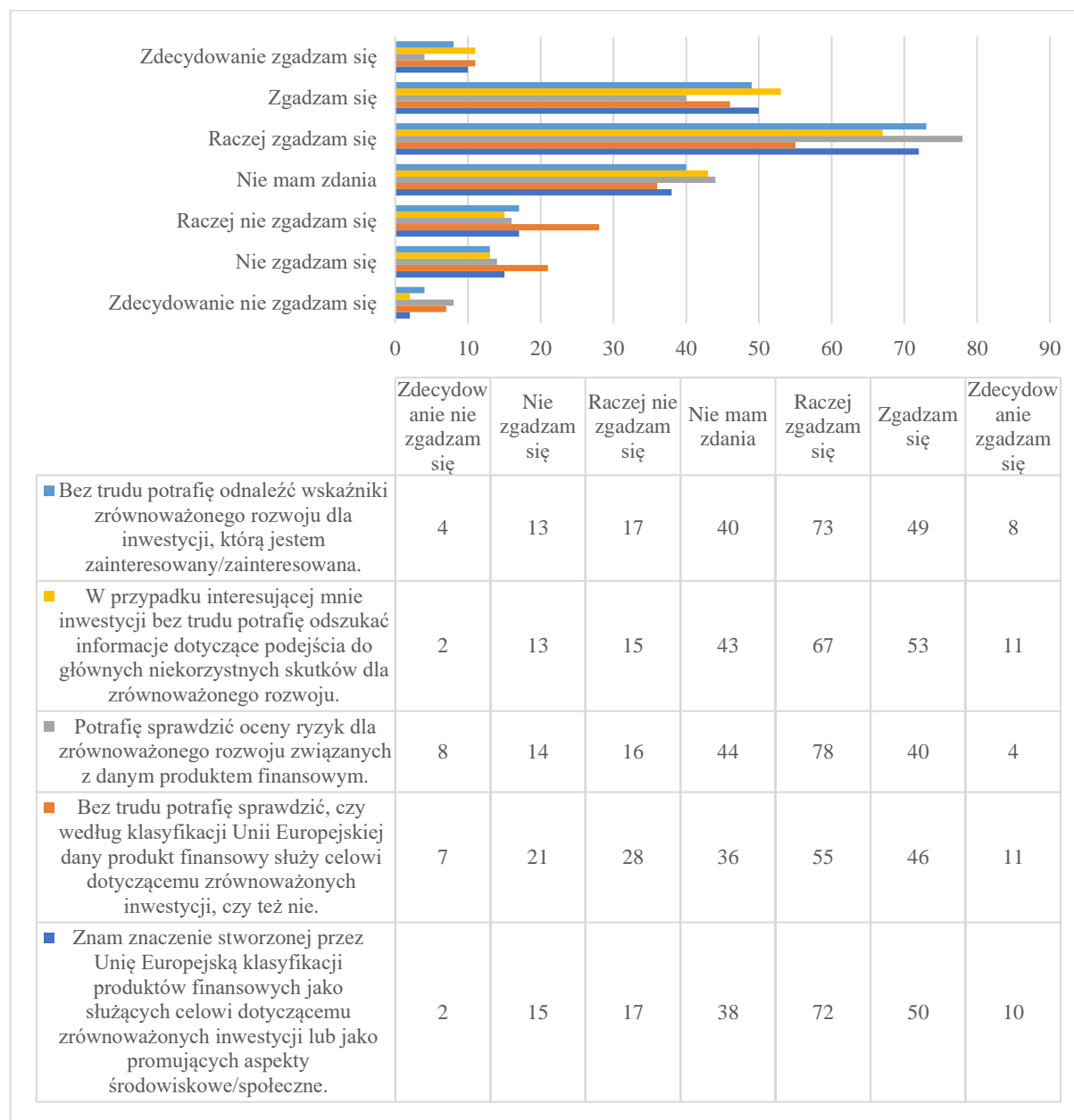
Źródło: badanie własne.

Podsumowując przedstawione odpowiedzi z zakresu postawy inwestorów wobec środowiska naturalnego należy zauważyć, że inwestorzy indywidualni odznaczali się stosunkowo wysokim zainteresowaniem kwestiami związanymi z aspektami środowiskowymi inwestycji, w szczególności na tle wcześniej prowadzonych badań. Należy jednak zaznaczyć, że odsetek ten znajduje się w większości przypadków w okolicach 50-60% respondentów, a więc nieco powyżej połowy ankietowanych.

4.3.3. Wiedza i zaufanie do zmian wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu

Respondentom przedstawiono także pytania mające na celu określenie ich poziomu wiedzy z zakresu obowiązkowych ujawnień realizowanych na poziomie produktu finansowego, wynikających z regulacji Europejskiego Zielonego Ładu. W tym przypadku badanie zostało oparte o deklarowaną wiedzę inwestorów. Zestawienie treści twierdzeń przedstawionych inwestorom oraz rozkład odpowiedzi przedstawia wykres 4.17.

Wykres 4.17. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu



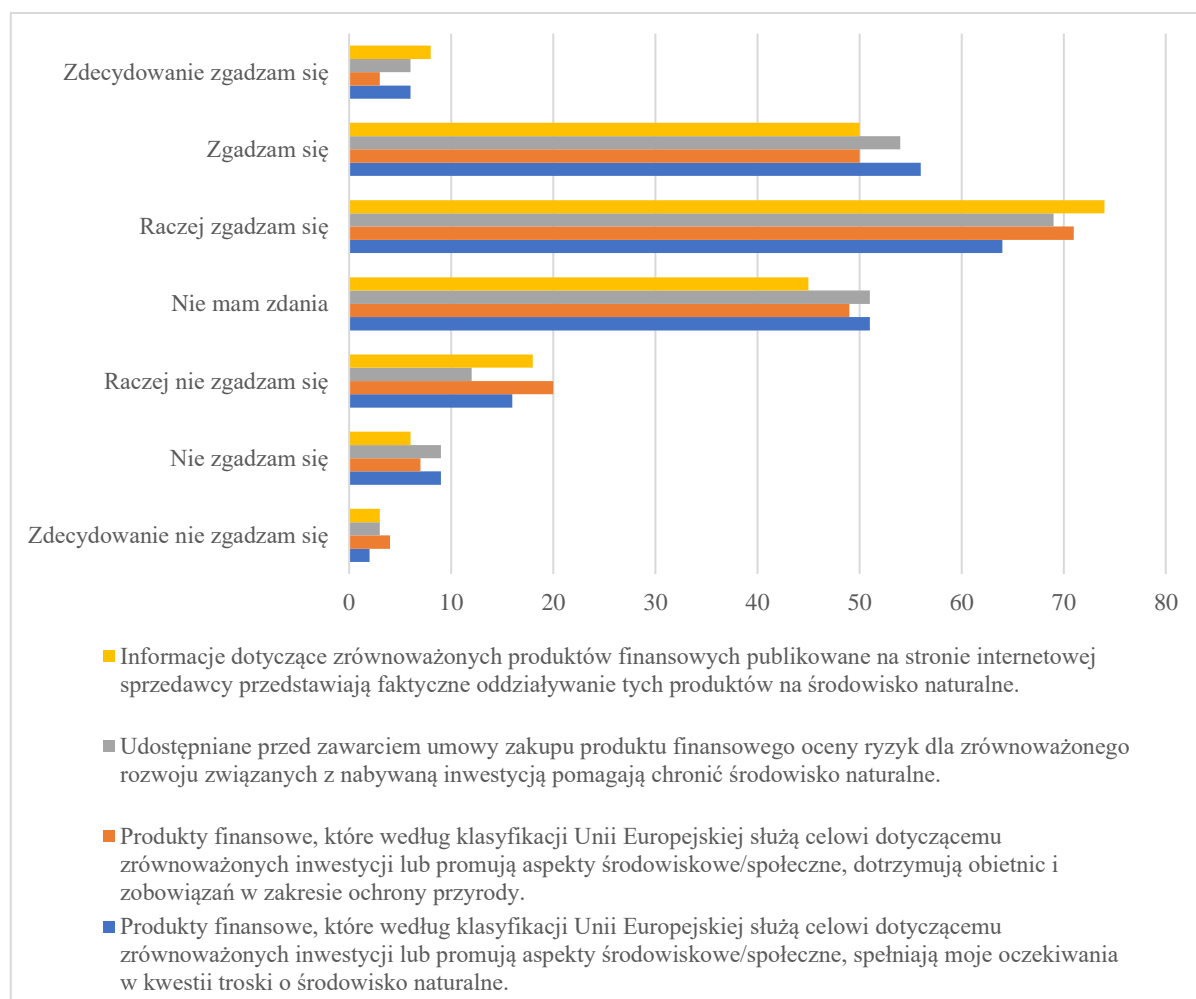
Źródło: badanie własne.

Na podstawie przedstawionych na wykresie 4.17 danych można zauważyć, że większość inwestorów deklaruje znajomość elementów obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu, będących przedmiotem badania. Inwestorzy w większości zadeklarowali, że znają znaczenie klasyfikacji produktów finansowych jako służące celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub promujących aspekty środowiskowe lub społeczne. Podobnie często inwestorzy deklarowali, że potrafią sprawdzić oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z interesującym ich produktem finansowym. Nieco

więcej odpowiedzi negatywnych dotyczyło weryfikacji czy zgodnie z klasyfikacją Unii Europejskiej dany produkt finansowy służy celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji. W przypadku podejścia do głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju większość ankietowanych zaznaczyła odpowiedzi świadczące o braku problemów ze znalezieniem interesujących ich informacji w tym obszarze, podobnie jak w przypadku wskaźników zrównoważonego rozwoju dla inwestycji, którą badani inwestorzy chcieliby analizować.

Obok wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu przedstawiono także inwestorom kilka twierdzeń, mających na celu określenie ich zaufania do unijnych regulacji. Zestawienie rozkładu odpowiedzi wraz z treścią twierdzeń przedstawia wykres 4.18.

Wykres 4.18. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zaufanie wobec obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu



Źródło: badanie własne.

W przypadku zaufania (wykres 4.18) można zauważyć porównywalny rozkład odpowiedzi do tego który został omówiony na wcześniejszym wykresie 4.17. Większość badanych wyraziła się pozytywnie odnośnie wiarygodności obowiązkowych ujawnień, będących przedmiotem badania. Respondenci będący przeciwnego zdania najczęściej wątpliwości mieli w przypadku oddziaływania produktów na środowisko oraz wiarygodności informacji przedstawianych na stronach internetowych sprzedawcy. Różnice te jednak są mało znaczące, względem odpowiedzi udzielanych na pozostałe pytania dotyczące zaufania inwestorów wobec badanych ujawnień.

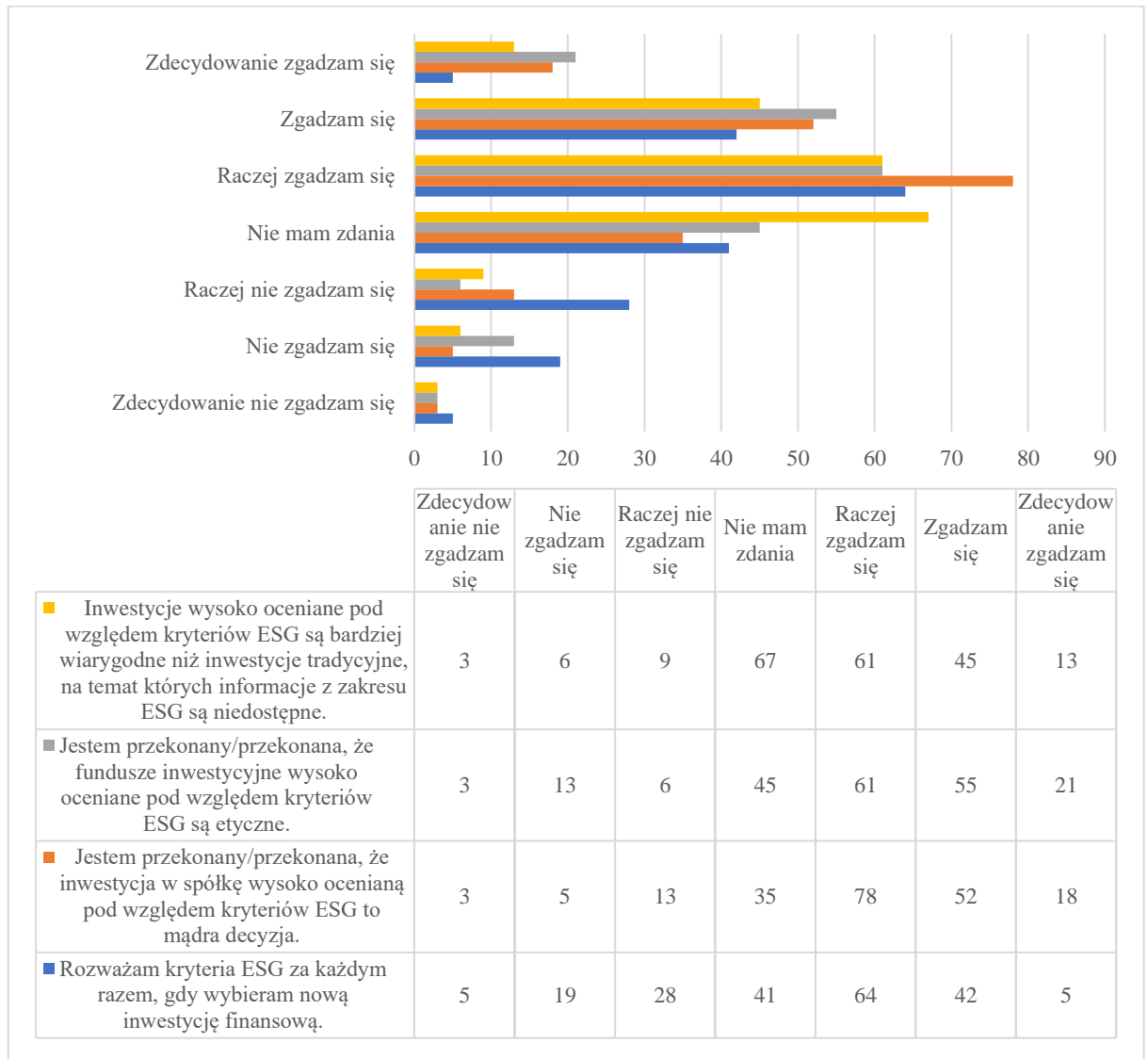
4.3.4. Intencja wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów indywidualnych

Badani inwestorzy indywidualni w większości wykazywali pozytywne postawy wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych. Znaczna część ankietowanych zgodziła się z twierdzeniem, że rozważa kryteria ESG przy każdym wyborze inwestycji finansowej. Nieco większa grupa badanych zgodziła się ze stwierdzeniem, że rozsądnie jest wykorzystywać kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Podobnie wyglądało przekonanie o etyczności inwestycji wysoko ocenianych pod względem kryteriów ESG (wykres 4.19).

Inwestorzy indywidualni w większość uznawali inwestycje wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG za bardziej wiarygodne niż te na temat których tego typu informacje są niedostępne. Taka ocena wynika zapewne z dodatkowej wartości informacyjnej jaką dostarczają informacje z zakresu ESG, a w przypadku inwestycji większa ilość informacji jest zwykle korzystniejsza z punktu widzenia inwestora. Warto jednak podkreślić, że najczęściej wybieranym wariantem odpowiedzi w przypadku tego pytania był wariant „nie mam zdania”, świadczący o braku wyrobionego zdania znacznej grupy inwestorów wobec informacji ESG (około 33%) lub ich obojętności, wobec tego zagadnienia.

Najwięcej odpowiedzi negatywnych dotyczyło tego czy respondenci rozważają kryteria ESG przy każdej podejmowanej decyzji inwestycyjnej. Dodatkowy nakład pracy niezbędny do oceny dodatkowych kryteriów może skłaniać inwestora do wyboru uproszczonej formy analizy, która może pomijać np. aspekty ESG.

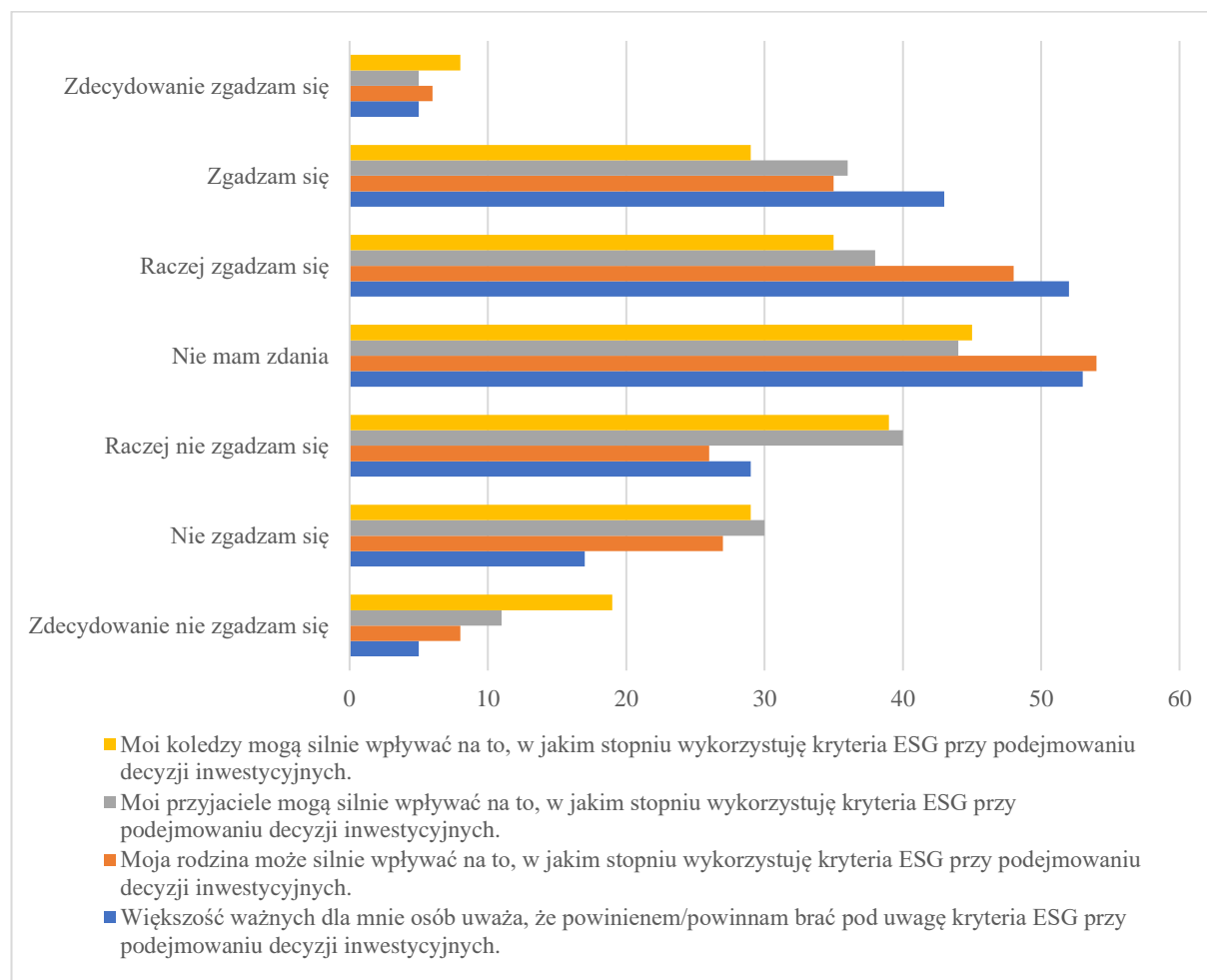
Wykres 4.19. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające postawę wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych



Źródło: badanie własne.

W przypadku wpływu bliskich i innych osób, które ankietowani uznają w jakimś stopniu za autorytety, udzielane odpowiedzi rozłożyły się zdecydowanie bardziej równomiernie pomiędzy odpowiedziami o charakterze pozytywnym jak i negatywnym. Warto także zaznaczyć, że w tym przypadku najwięcej osób wyraziło neutralny stosunek, zarówno do wpływu rodziny i przyjaciół na podejmowane przez siebie decyzje inwestycyjne, jak również innych ważnych z ich punktu widzenia osób (wykres 4.20).

Wykres 4.20. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające wpływ otoczenia na wykorzystywanie kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych



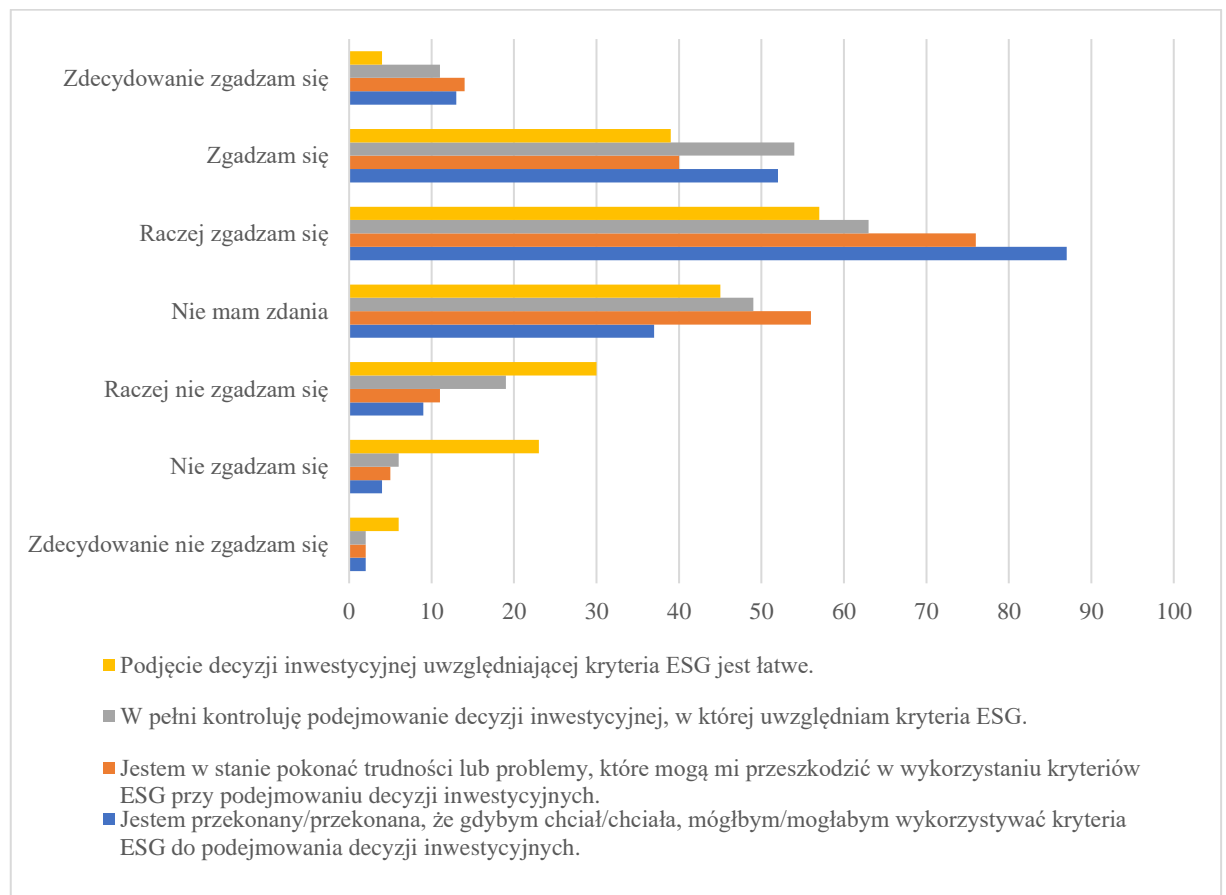
Źródło: badanie własne.

Analizując odpowiedzi na powyższe pytania trudno jest zidentyfikować wyraźną tendencję. W przypadku wszystkich pytań najwięcej ankietowanych wybrało odpowiedź „nie mam zdania”. W przypadku pozostałych wariantów liczba odpowiedzi rozłożyła się stosunkowo równomiernie, malejąco w kierunku skrajnych wartości („zdecydowanie nie zgadzam się” i „zdecydowanie zgadzam się”). Można zatem podejrzewać, że wpływ innych osób na stopień uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest niewielki o ile w ogóle istnieje. Wyniki te sugerują, że w kwestiach podejmowanych decyzji inwestycyjnych inwestorzy bardziej kierują się wewnętrznymi przesłankami niż oczekiwaniami czy opinią innych.

Inwestorzy indywidualni biorący udział w badaniu w większości byli przekonani o posiadaniu wystarczającego poziomu umiejętności zarówno intelektualnych jak i technicznych, niezbędnych do wystarczającego zrozumienia znaczenia kryteriów ESG oraz ich wpływu na

inwestycję w przyszłości. Jedynie niewielki odsetek (18 ankietowanych) wskazał, że nie byłby w stanie wykorzystywać kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych, gdyby wyrażali taką chęć. Najwięcej badanych nie zgodziło się z twierdzeniem, że wykorzystanie kryteriów ESG jest dla nich łatwe, wskazując tym samym na znaczne skomplikowanie informacji dostępnych z zakresu ESG (wykres 4.21).

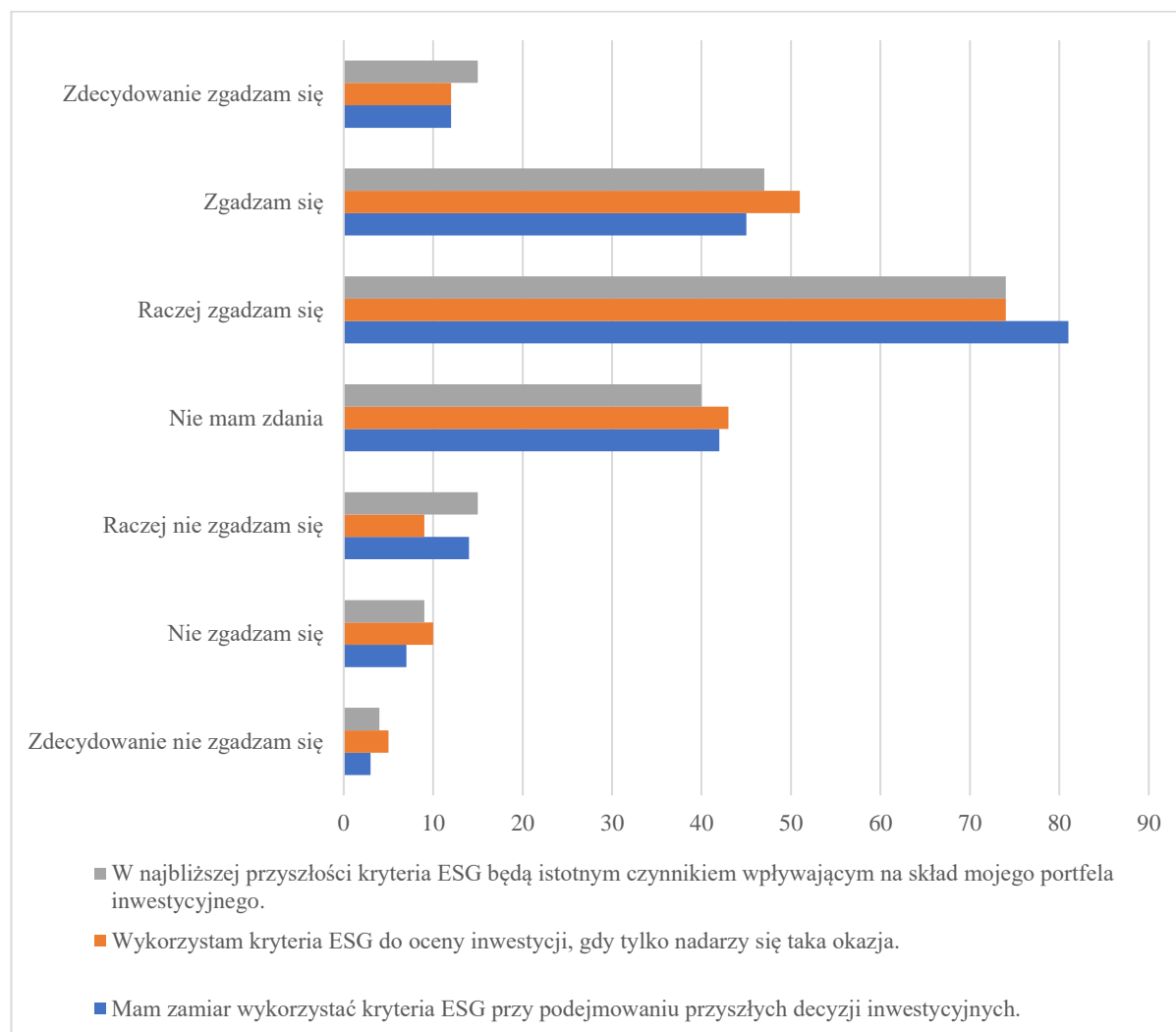
Wykres 4.21. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poczucie zdolności inwestora do wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych



Źródło: badanie własne.

W przypadku zamiaru wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych większość inwestorów indywidualnych biorących udział w badaniu ankietowym wykazała skłonność do uwzględniania kryteriów ESG w podejmowanych przez siebie w przyszłości decyzjach inwestycyjnych. Stanowi to swego rodzaju potwierdzenie trendu, który jest zauważalny również w innych krajach, co zostało wykazane w rozdziale trzecim. Warto także zauważyć, że stosunkowo duży grupa (około 40-50 ankietowanych) wyraziła się neutralnie wobec wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych (wykres 4.22).

Wykres 4.22. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zamiar wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych



Źródło: badanie własne.

W przypadku zamiaru wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych inwestorzy udzielali bardzo podobnych odpowiedzi jak w przypadku pytania dotyczącego wpływu czynników ESG na skład ich portfela inwestycyjnego. Większość inwestorów indywidualnych zdaje sobie zatem sprawę ze znaczenia jakie mogą mieć aspekty ESG w przyszłości. Odpowiedzi te wskazują także na możliwość dalszego rozwoju rynku pod względem elementów ESG zarówno wśród spółek giełdowych jak również instytucji finansowych. Mniej niż połowa respondentów wyraziła się wobec planów wykorzystywania kryteriów ESG negatywnie lub nie mieli określonego zdania na ten temat, co w tym przypadku również można uznać za odpowiedź negatywną. Wyniki te pozostawiają przestrzeń do poprawy efektywności informacji z zakresu ESG. Pomimo tego jednak można zauważyć wzrost

zainteresowania inwestorów indywidualnych na polskim rynku finansowym kwestiami ESG względem wcześniejszych badań, które zostały przedstawione w rozdziale trzecim.

4.4. Analiza deklarowanego wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych

Analizując zależności zachodzące pomiędzy poszczególnymi zmiennymi warto w pierwszej kolejności zwrócić uwagę na podejście badanych inwestorów do kwestii związanych z środowiskiem naturalnym. Należy zauważyć, że zestawiając ze sobą odpowiedzi udzielone na pytania dotyczące zwracania uwagi przez inwestora oraz deklarowaną przez niego chęć wykorzystania w przyszłości kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych ukazują się pewne zależności. Ponad połowa respondentów odniosła się pozytywnie do obu tych kwestii wybierając odpowiedź raczej zgadzam się, zgadzam się lub zdecydowanie zgadzam się. Odpowiedzi neutralnej – nie mam zdania udzieliło 18 ankietowanych, a tylko 7 odniosło się negatywnie (tabela 4.7).

Tabela 4.7. Tabela krzyżowa zestawiająca stopień wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz postawę inwestora wobec inwestycji środowiskowych

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%	N	%
Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska	Odpowiedzi negatywne	7	29,2%	6	14,3%	9	6,5%	22	10,8%
	Odpowiedzi neutralne	9	37,5%	18	42,9%	17	12,3%	44	21,6%
	Odpowiedzi pozytywne	8	33,3%	18	42,9%	112	81,2%	138	67,6%
Ogółem		24	100,0%	42	100,0%	138	100,0%	204	100,0%

Zródło: badanie własne.

Analizując wyniki przedstawione w tabeli 4.7 można zauważyć również pewną zależność pomiędzy kwestią podejścia inwestora do próśrodowiskowej działalności przedsiębiorstw, w które inwestuje oraz intencji wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. Ankietowani deklarujący wspieranie inwestycji mających na celu

działalność na rzecz oczyszczania środowiska naturalnego częściej deklarowali zamiar wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. W przypadku neutralnego podejścia do kwestii środowiskowych inwestycji odpowiedzi dotyczące intencji wykorzystania kryteriów ESG rozłożyły się stosunkowo równomiernie, a dla podejścia negatywnego można zauważyć nieznaczną przewagę liczebności wybieranych negatywnych i neutralnych wariantów odpowiedzi nad pozytywnym.

Podobne zależności można zaobserwować w przypadku oceny wiarygodności inwestycji przez pryzmat kwestii kryteriów ESG. Zdaniem większości badanych dodatkowe kryteria ESG zwiększają wiarygodność inwestycji. Około jedna trzecia badanych wyraziła się neutralnie w tej kwestii, a jedynie kilka procent odniosło się negatywnie. W przypadku zestawienia odpowiedzi dotyczących wiarygodności inwestycji wysoko ocenianych pod względem ESG z intencją wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych podobnie jak we wcześniej omówionych zestawieniach większość ankietowanych inwestorów indywidualnych odniosła się do obu kwestii pozytywnie. W przypadku oceny wiarygodności inwestycji wysoko ocenianych pod względem kryteriów ESG to inwestorzy deklarujący jednocześnie chęć wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych częściej dokonywali wyższej oceny niż pozostali (tabela 4.8).

Tabela 4.8. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z poziomem wiarygodności inwestycji ESG dla inwestorów

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%	N	%
Inwestycje wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG są bardziej wiarygodne niż inwestycje tradycyjne, na temat których informacje z zakresu ESG są niedostępne	Odpowiedzi negatywne	7	29,2%	5	11,9%	6	4,3%	18	8,8%
	Odpowiedzi neutralne	10	41,7%	22	52,4%	35	25,4%	67	32,8%
	Odpowiedzi pozytywne	7	29,2%	15	35,7%	97	70,3%	119	58,3%
Ogółem		24	100,0%	42	100,0%	138	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując rozkład odpowiedzi pomiędzy zestawianymi dwiema zmiennymi można zauważyć, że pomimo najliczniejszej grupy udzielającej odpowiedzi pozytywnych w przypadku obu pytań, inwestorzy udzielający odpowiedzi o charakterze negatywnym wobec wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych wykazywali się porównywalnym rozkładem odpowiedzi w kwestii oceny wiarygodności inwestycji wysoko ocenianych pod względem kryteriów ESG. W przypadku ankietowanych wyrażających neutralny stosunek do wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych większość także neutralnie wyraziła się wobec wiarygodności inwestycji ESG, jednak w tym przypadku nieco większa część inwestorów indywidualnych zgodziła się ze stwierdzeniem o większej wiarygodności inwestycji ESG względem tradycyjnych. W przypadku pozytywnych deklaracji dotyczących wykorzystania kryteriów ESG zdecydowana większość wyraziła się również pozytywnie o wiarygodności tego typu inwestycji.

W przypadku kwestii podejścia do ryzyka inwestorów indywidualnych oraz ich deklaracji wobec wykorzystania w przyszłych decyzjach inwestycyjnych kryteriów ESG, pomimo większej koncentracji odpowiedzi wokół obu wariantów pozytywnych, można zauważyć, że respondenci wykazujący pozytywną intencję wykorzystania kryteriów ESG cechują się zróżnicowanym podejściem do stopnia przewidywalności stopy zwrotu, którą chcą uzyskać (tabela 4.9).

Tabela 4.9. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z podejściem inwestora do inwestycji o niskim ryzyku inwestycyjnym

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%	N	%
Inwestuję tylko w produkty finansowe, dla których mogę przewidzieć stopę zwrotu	Odpowiedzi negatywne	8	33,3%	10	23,8%	30	21,7%	48	23,5%
	Odpowiedzi neutralne	2	8,3%	9	21,4%	12	8,7%	23	11,3%
	Odpowiedzi pozytywne	14	58,3%	23	54,8%	96	69,6%	133	65,2%
Ogółem		24	100,0%	42	100,0%	138	100,0%	204	100,0%

Zródło: badanie własne.

Analizując rozkład odpowiedzi z tabeli 4.9 pytań można zauważyć znaczną polaryzację preferencji inwestorów wobec oczekiwanej stopy zwrotu wśród ankietowanych deklarujących wykorzystywanie kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. W przypadku osób wypowiadających się neutralnie lub negatywnie wobec uwzględniania kryteriów ESG można zaobserwować podobną polaryzację, choć znacznie słabszą.

Ankietowani inwestorzy indywidualni zostali także poproszeni o określenie posiadanej wiedzy na temat oznaczeń produktów finansowych klasyfikowanych jako służących celowi zrównoważonego rozwoju. W większości (132 respondentów) udzieliło odpowiedzi pozytywnej, a zatem w przedziale od raczej zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się. Warianty odpowiedzi neutralne i negatywne były wybierane zdecydowanie rzadziej, a liczba odpowiedzi udzielonych w obu tych grupach jest zbliżona do siebie (odpowiednio 38 i 34 odpowiedzi – tabela 4.10).

Tabela 4.10. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz znajomości znaczenia klasyfikacji produktów finansowych stosowanej przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Zielonego Ładu

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%	N	%
Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne	Odpowiedzi negatywne	8	33,3%	8	19,0%	18	13,0%	34	16,7%
	Odpowiedzi neutralne	8	33,3%	13	31,0%	17	12,3%	38	18,6%
	Odpowiedzi pozytywne	8	33,3%	21	50,0%	103	74,6%	132	64,7%
Ogółem		24	100,0%	42	100,0%	138	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Podobnie jak w przypadku wcześniejszych pytań, większość inwestorów indywidualnych deklarujących chęć wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych zadeklarowała także znajomość klasyfikacji produktów finansowych. Warto

jednak w tym miejscu zaznaczyć, że pomimo wyboru wariantów odpowiedzi z zakresu raczej zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się przez większość ankietowanych inwestorów, ich odsetek tylko nieznacznie przekracza połowę badanych. Ponadto przyglądając się szczegółowym odpowiedziom udzielanym przez ankietowanych należy zauważyć, że najwięcej odpowiedzi skupiło się wokół wariantu raczej zgadzam się. Można zatem stwierdzić, że znajomość wprowadzonych przez Unię Europejską oznaczeń i obowiązków informacyjnych nie jest jeszcze powszechnie znana wśród inwestorów indywidualnych. Warto także przyjrzeć się respondentom deklarującym, że nie zamierzają oni wykorzystywać kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych. Żaden z nich nie zadeklarował, że zna wprowadzone przez Unię Europejską oznakowania dla zielonych produktów finansowych, a jedynie kilku z nich stwierdziło, że „raczej znają”.

Tabela 4.11. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z przekonaniem inwestora o skuteczności wprowadzanych oznaczeń we wspieraniu ochrony środowiska naturalnego

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%	N	%
Udostępniane przed zawarciem umowy zakupu produktu finansowego oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z nabywaną inwestycją pomagają chronić środowisko naturalne	Odpowiedzi negatywne	8	33,3%	8	19,0%	8	5,8%	24	11,8%
	Odpowiedzi neutralne	9	37,5%	15	35,7%	27	19,6%	51	25,0%
	Odpowiedzi pozytywne	7	29,2%	19	45,2%	103	74,6%	129	63,2%
Ogółem		24	100,0%	42	100,0%	138	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

W przypadku zaufania do stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń, dotyczących przekonania o ich faktycznym wpływie na środowisko naturalne ankietowani inwestorzy udzielili podobnych odpowiedzi jak w przypadku wiedzy na temat tychże oznaczeń. Nieco ponad połowa respondentów udzieliła odpowiedzi o charakterze pozytywnym, wyrażając przekonanie o faktycznej przydatności wprowadzonych oznaczeń w ochronie środowiska

naturalnego. Wybór pozostałych wariantów odpowiedzi w przypadku zestawionych w tabeli 4.11 pytań rozłożył się stosunkowo równomiernie i malejąco w kierunku kombinacji odpowiedzi o charakterze negatywnym dla obu z nich.

W przypadku szczegółowego rozkładu odpowiedzi ankietowanych inwestorów dla omawianego zestawienia pytań generalnie trudno jest zauważyć większe różnice względem zestawienia dotyczącego wiedzy na temat obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu. Taki rozkład wyników sugeruje zatem, że zaufanie może wykazywać pewien stopień powiązania z wiedzą na temat unijnych oznaczeń dotyczących zielonych produktów finansowych.

Większość respondentów określiła swój poziom wiedzy finansowej jako wysoki lub powyżej średniej. Jedynie 38 inwestorów wskazało na przeciętny poziom wiedzy, a w pojedynczych przypadkach poziom ten ankietowani określili jako poniżej średniej, niski bądź bardzo niski. Zestawiając deklarowany poziom wiedzy ze znajomością unijnych oznaczeń dotyczących zielonych produktów finansowych (tabela 4.12) można zauważyć, że trudno jest wskazać na wyraźne prawidłowości pomiędzy tymi dwiema zmiennymi.

Tabela 4.12. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanej przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym przez inwestora poziomem wiedzy z zakresu finansów

		Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne							
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne		Ogółem	
		N	%	N	%	N	%	N	%
Poziom mojej wiedzy z zakresu finansów określam jako:	Bardzo niski	0	0,0%	2	5,3%	0	0,0%	2	1,0%
	Niski	0	0,0%	4	10,5%	3	2,3%	7	3,4%
	Poniżej średniej	1	2,9%	3	7,9%	5	3,8%	9	4,4%
	Przeciętny	9	26,5%	7	18,4%	22	16,7%	38	18,6%
	Powyżej średniej	5	14,7%	10	26,3%	32	24,2%	47	23,0%
	Wysoki	17	50,0%	11	28,9%	57	43,2%	85	41,7%
	Bardzo wysoki	2	5,9%	1	2,6%	13	9,8%	16	7,8%
Ogółem		34	100,0%	38	100,0%	132	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analiza rozkładu omawianej pary zmiennych wydaje się potwierdzać wcześniejsze wnioski. Pomimo pewnych niewielkich odchyień w grupie respondentów wybierających negatywne warianty odpowiedzi dotyczących pytania o znajomość znaczenia klasyfikacji ekologicznych produktów finansowych wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu, deklarowany poziom wiedzy finansowej kształtował się w podobny sposób, zarówno w grupie wybierającej odpowiedzi neutralne jak również odpowiedzi o charakterze pozytywnym.

W przypadku deklarowanego poziomu wiedzy z zakresu ekologii rozkład odpowiedzi wśród badanych inwestorów jest nieco odmienny od zaobserwowanego dla deklarowanego poziomu wiedzy finansowej. W przypadku wiedzy z zakresu ekologii można wyraźnie zauważyć, że najczęściej wybierany wariant odpowiedzi był o jeden poziom niższy niż w przypadku wiedzy finansowej. Różnicę tę można wyjaśnić faktem, że ankieta była kierowana do osób w pewnym stopniu interesujących się finansami i rynkiem finansowym, a niekoniecznie kwestiami ochrony środowiska naturalnego. Warto jednak zauważyć, że większość badanych pomimo tego zadeklarowała przynajmniej ponadprzeciętny poziom wiedzy ekologicznej (tabela 4.13).

Tabela 4.13. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym przez inwestora poziomem wiedzy z zakresu ekologii

		Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne						Ogółem	
		Odpowiedzi negatywne		Odpowiedzi neutralne		Odpowiedzi pozytywne			
		N	%	N	%	N	%		
Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:	Bardzo niski	0	0,0%	2	5,3%	0	0,0%	2	1,0%
	Niski	1	2,9%	2	5,3%	3	2,3%	6	2,9%
	Poniżej średniej	4	11,8%	4	10,5%	6	4,5%	14	6,9%
	Przeciętny	7	20,6%	6	15,8%	18	13,6%	31	15,2%
	Powyżej średniej	17	50,0%	17	44,7%	59	44,7%	93	45,6%
	Wysoki	4	11,8%	5	13,2%	31	23,5%	40	19,6%
	Bardzo wysoki	1	2,9%	2	5,3%	15	11,4%	18	8,8%
Ogółem		34	100,0%	38	100,0%	132	100,0%	204	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując powyższe dane wyraźnie można zaobserwować przewagę odpowiedzi „raczej zgadzam się” zarówno wśród inwestorów deklarujących wykorzystanie kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych jak również ankietowanych deklarujących obojętność lub negatywne podejście wobec wykorzystywania tych kryteriów.

Rozdział 5. Analiza wyników badania ankietowego przeprowadzonego na próbie inwestorów profesjonalnych

5.1. Koncepcja i metodyka badania

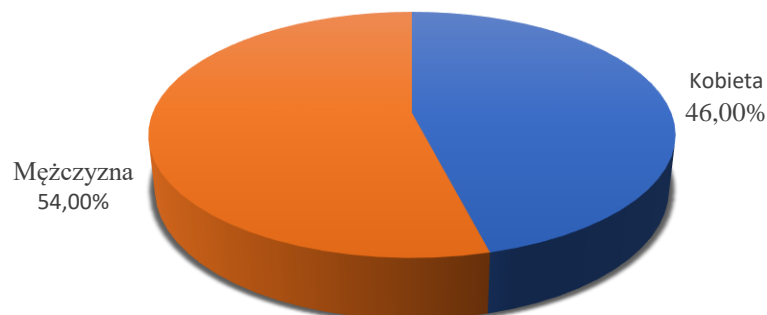
W celu weryfikacji występowania różnic pomiędzy inwestorami indywidualnymi a profesjonalnymi w kwestii intencji wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych oraz pomiędzy poszczególnymi czynnikami mogącymi oddziaływać na zachowania inwestorów w tym obszarze, przeprowadzono dodatkowe badanie skierowane do grupy inwestorów profesjonalnych. W przeprowadzonym badaniu wykorzystano identyczne narzędzie pomiarowe w postaci kwestionariusza ankietowego, który był wykorzystany również do badania inwestorów indywidualnych.

5.2. Charakterystyka badanej zbiorowości

Badanie zostało przeprowadzone przez firmę Fieldstat sp. z o.o. na próbie N=150 inwestorów profesjonalnych w formie badania CAWI. Osoby zakwalifikowane do badania musiały zajmować się zawodowo zarządzaniem powierzonymi im środkami finansowymi lub świadczyć usługi doradztwa finansowego. Badanie zostało przeprowadzone w terminie 07.04-21.04.2023.

Rozkład respondentów według płci został przedstawiony na wykresie 5.1. W badaniu wzięło udział 81 mężczyzn i 69 kobiet, co stanowiło odpowiednio 54% i 46%. Rozkład procentowy badanych inwestorów według płci jest zatem bardzo podobny do struktury uzyskanej w badaniu przeprowadzonym na próbie inwestorów indywidualnych z rozdziału 4.

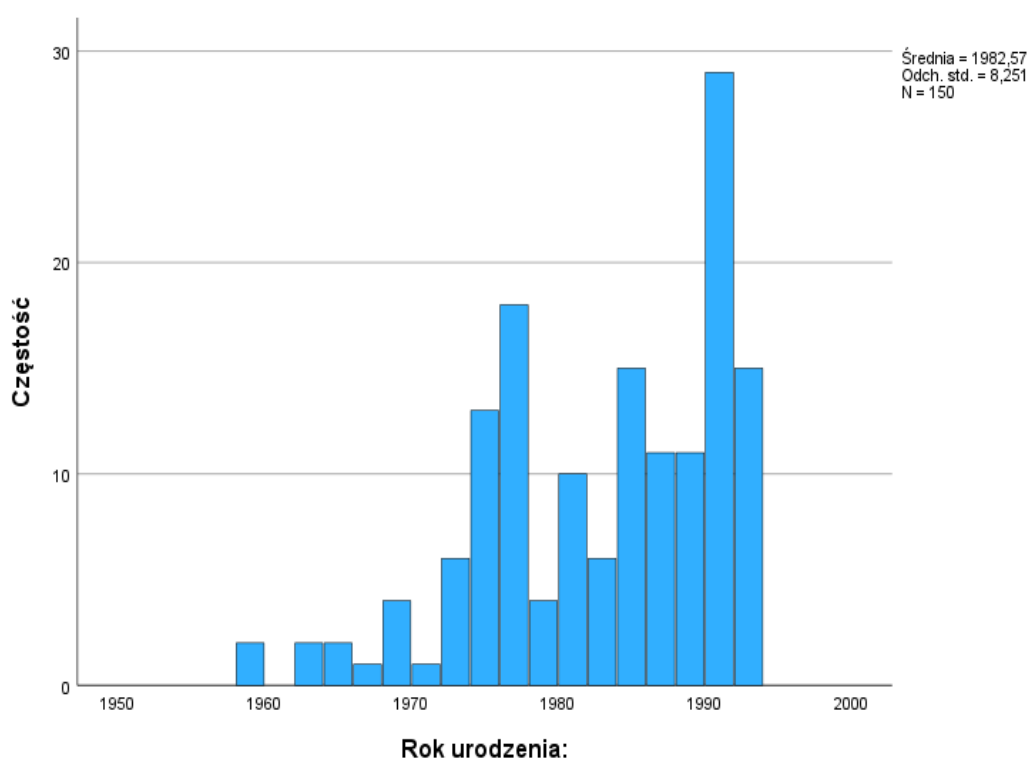
Wykres 5.1. Struktura respondentów według płci



Źródło: badanie własne.

W przypadku wieku respondentów średnia wyniosła około 41 lat i była zaledwie o około rok większa niż w przypadku średniej z badania przeprowadzonego na inwestorach indywidualnych. Analizując graficzne przedstawienie wieku respondentów przedstawione na wykresie 5.2 można zauważyć jednak pewne różnice. Odchylenie standardowe zwiększyło o nieco ponad rok względem grupy inwestorów indywidualnych, ale wykres częstości przedstawia różnice w szczególności wśród respondentów w wieku około 40 lat. Jest ich zdecydowanie mniej niż w przypadku inwestorów indywidualnych. Znacznie wyraźniej zaznacza się zwiększony odsetek respondentów w wieku około 30 lat.

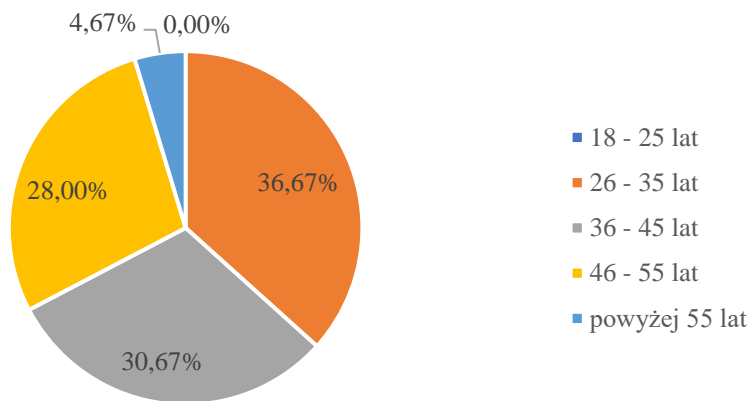
Wykres 5.2. Rozkład respondentów według roku urodzenia



Źródło: badanie własne.

W przypadku struktury wieku inwestorów profesjonalnych przedstawionych w przedziałach wiekowych na wykresie 5.3 można zauważyć, że udział respondentów w wieku 18-25 lat jest zerowy. W przypadku przedziału wiekowego 26-35 lat można zaobserwować niewielki wzrost względem próby dotyczącej inwestorów indywidualnych. Wyraźnie większy odsetek w przypadku inwestorów profesjonalnych stanowili także respondenci z przedziału wiekowego 46-55 lat (wzrost z 16,67% do 28%). Równie wyraźny spadek (z około 45 na około 30%) można zaobserwować w przedziale wiekowym 36-45 lat.

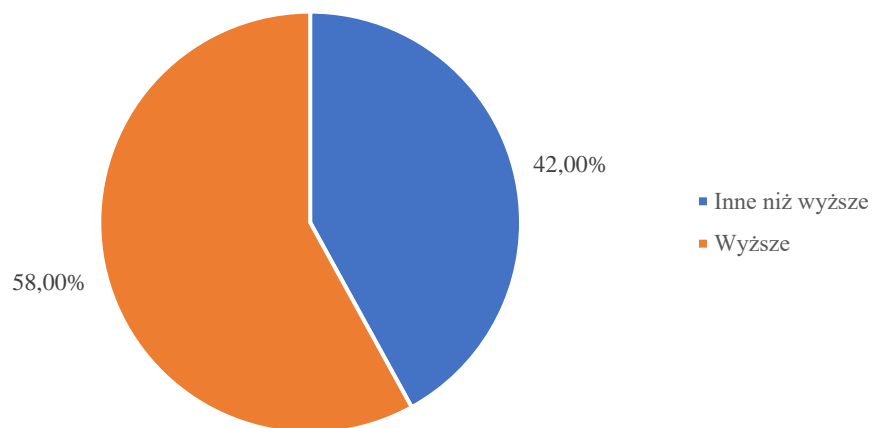
Wykres 5.3. Struktura wieku respondentów w przedziałach



Źródło: badanie własne.

W przypadku inwestorów profesjonalnych udział poszczególnych poziomów wykształcenia w badanej próbie różni się w niewielkim stopniu względem próby inwestorów indywidualnych. Posiadanie wykształcenia wyższego zadeklarowało 58% respondentów (w przypadku inwestorów indywidualnych było to 64,71%). Wykształcenie średnie zadeklarowało 34,67% osób (względem 29,41% wśród inwestorów indywidualnych, wykres 5.4).

Wykres 5.4. Struktura poziomu wykształcenia respondentów

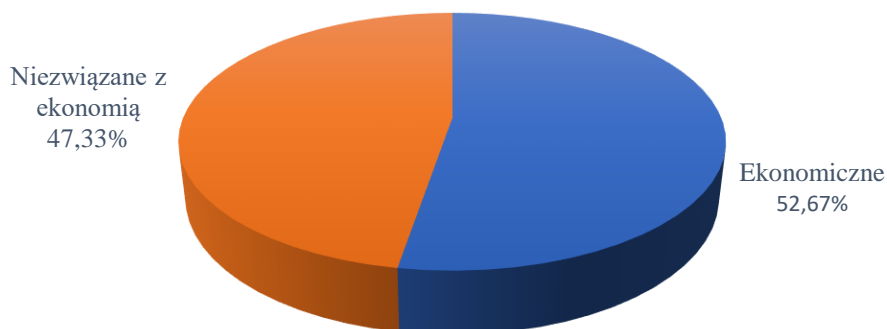


Źródło: badanie własne.

Zdecydowanie większe różnice dotyczyły typu wykształcenia zadeklarowanego przez inwestorów profesjonalnych. W ponad połowie przypadków (52,67%) określili oni rodzaj posiadanego wykształcenia jako wykształcenie o charakterze ekonomicznym (wykres 5.5). W

przypadku inwestorów indywidualnych taki typ wykształcenia deklarowała nieco ponad ¼ respondentów.

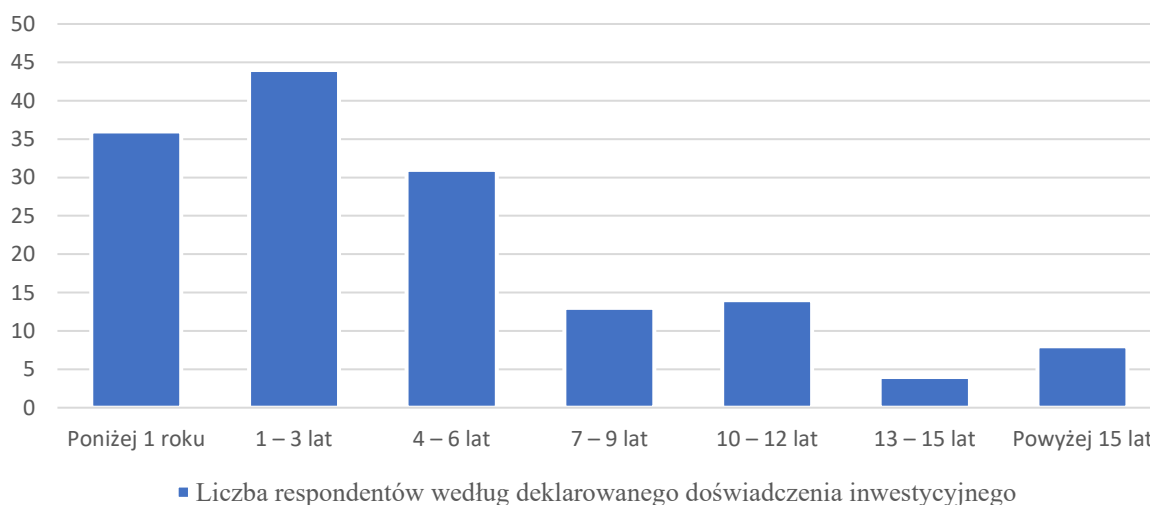
Wykres 5.5. Struktura typu wykształcenia respondentów



Źródło: badanie własne.

Spośród badanych profesjonalnych inwestorów zdecydowana większość posiadała doświadczenie inwestycyjne deklarowane na poziomie od poniżej roku do 4-6 lat (111 osób, czyli 74%). Najczęściej określano doświadczenie inwestycyjne mieszczące się w przedziale 1-3 lat (29,33% ogółu odpowiedzi). Co ciekawe wyraźnie można zauważyć, że liczby te są znacząco mniejsze niż w przypadku doświadczenia inwestycyjnego deklarowanego przez inwestorów indywidualnych, omawianego w rozdziale 4.

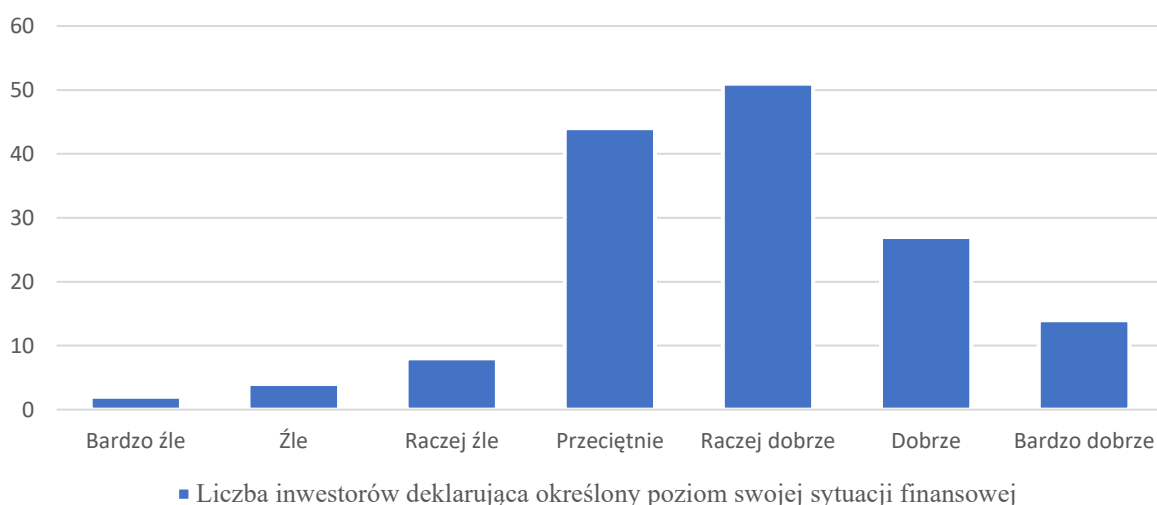
Wykres 5.6. Rozkład respondentów ze względu na doświadczenie w inwestowaniu



Źródło: badanie własne.

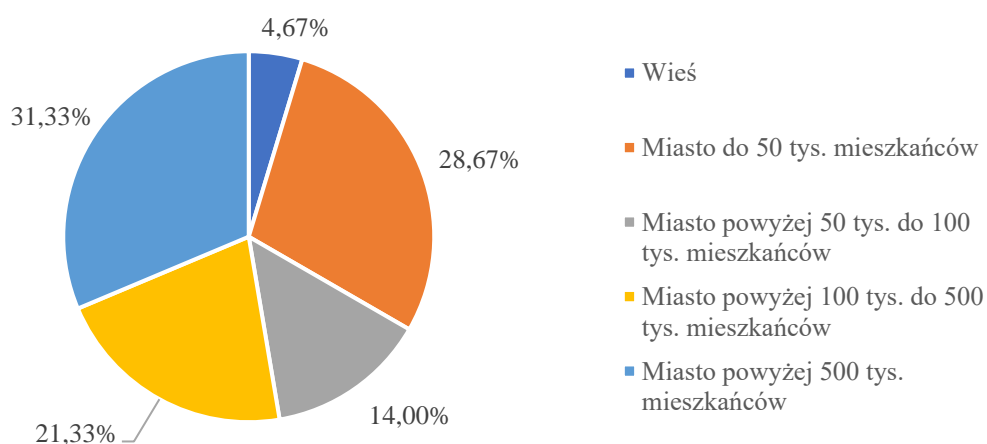
Podobnie jak w przypadku inwestorów indywidualnych, profesjonalni inwestorzy w większości pozytywnie ocenili swoją sytuację finansową. Najczęściej wybieranym wariantem odpowiedzi była odp. „raczej dobrze” (34% respondentów), na drugim miejscu znalazła się odpowiedź „przeciętnie” (29,33%), a na trzecim miejscu „dobrze” (18%). Niespełna 9,33% uznało swoją sytuację finansową jako bardzo dobrą. Negatywnie swoją sytuację finansową określiło 9,33% udzielając odpowiedzi „bardzo źle”, „źle” lub „raczej źle”.

Wykres 5.7. Rozkład samooceny sytuacji finansowej respondentów



Źródło: badanie własne.

Wykres 5.8. Struktura respondentów według miejsca zamieszkania



Źródło: badanie własne.

Najczęściej występującym miejscem zamieszkania respondentów było miasto powyżej 500 tys. mieszkańców (31,33%). Drugim najczęstszym miejscem zamieszkania badanych były

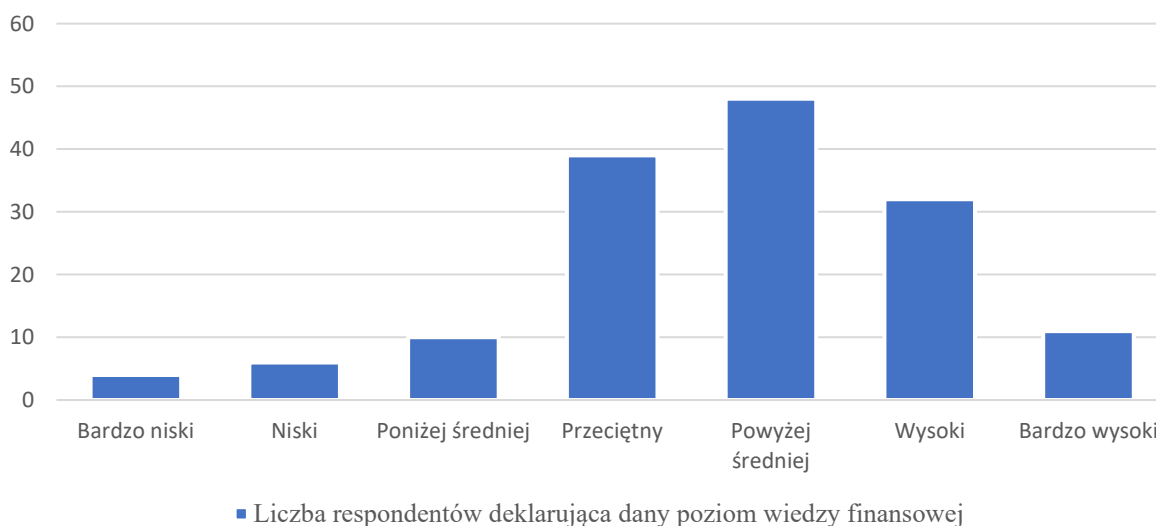
małe miasta do 50 tys. mieszkańców (28,67%). Nieco mniej zadeklarowało zamieszkanie w mieście pomiędzy 100 tys. a 500 tys. mieszkańców (21,33%). 14% zadeklarowało zamieszkanie w mieście pomiędzy 50 tys. a 100 tys. mieszkańców. Na wsi zamieszkiwało jedynie 4,67% badanych (wykres 5.8).

5.3. Analiza wyników badania ankietowego

5.3.1. Poziom wiedzy finansowej badanych inwestorów profesjonalnych w zakresie czynników ESG oraz ich postawa wobec ryzyka

Podobnie jak w przypadku inwestorów indywidualnych, również inwestorzy profesjonalni zostali poproszeni o określenie swojego poziomu wiedzy finansowej. W przypadku inwestorów profesjonalnych większość respondentów określiła poziom swojej wiedzy jako powyżej średniej. Rozkład odpowiedzi (wykres 5.9) wyraźnie jest jednak przesunięty w lewą stronę względem rozkładu dla inwestorów indywidualnych. Inwestorzy profesjonalni wydają się zatem ostrożniej podchodzić do poziomu posiadanej wiedzy niż inwestorzy indywidualni lub ich faktyczna wiedza może być realnie mniejsza.

Wykres 5.9. Rozkład poziomu wiedzy finansowej na podstawie samooceny respondentów

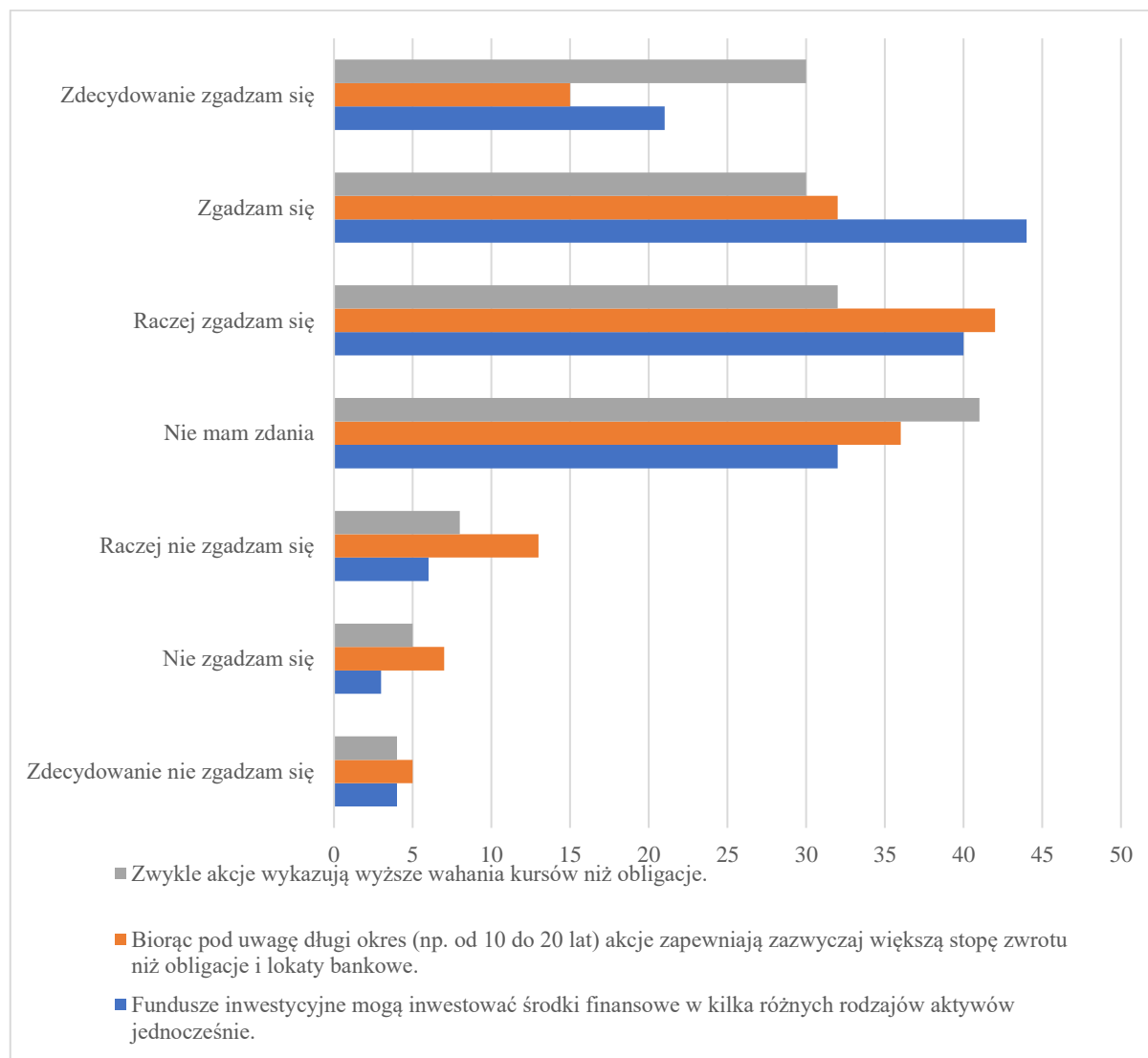


Źródło: badanie własne.

W badaniu zastosowano podejście obejmujące pomiar wiedzy finansowej nie tylko subiektywnej, ale także obiektywnej. Obiektywna wiedza inwestorów profesjonalnych została zweryfikowana poprzez 3 pytania odnoszące się do zależności rynkowych, których znajomość może stanowić pewien wyznacznik na temat posiadanej przez ankietowanego wiedzy

finansowej. Wyniki rozkładu odpowiedzi udzielanych przez respondentów przedstawia wykres 5.10.

Wykres 5.10. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy finansowej



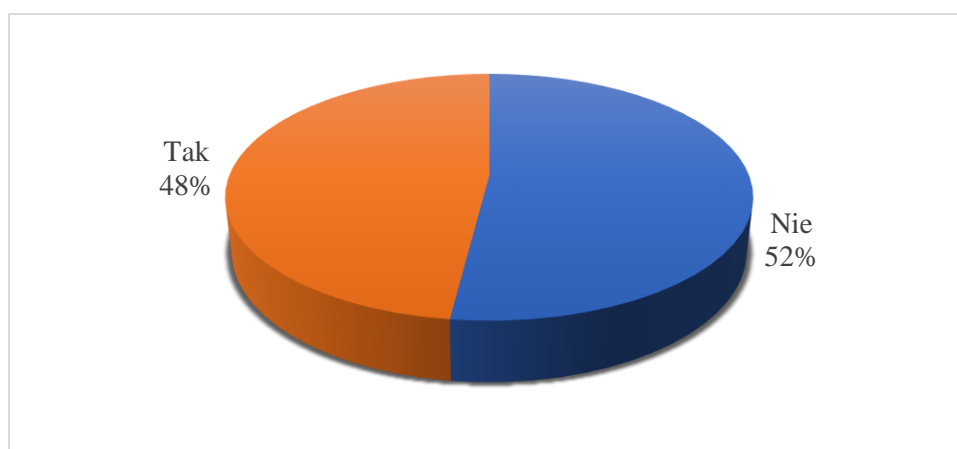
Źródło: badanie własne.

Analizując wyniki częstości dla poszczególnych wariantów odpowiedzi z wykresu 5.10 trudno jest jednoznacznie wskazać wyraźne różnice względem rozkładu dla inwestorów indywidualnych przedstawionych w rozdziale 4. Większość respondentów odniosła się pozytywnie (odpowiedzi raczej zgadzam się, zgadzam się i zdecydowanie zgadzam się), a takie odpowiedzi można uznać za oznakę posiadania określonej wiedzy na temat finansów. Odpowiedzi negatywnych było zdecydowanie mniej, podobnie jak miało to miejsce w przypadku próby inwestorów indywidualnych. Pomimo braku widocznych różnic w oparciu o rozkład częstości z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że inwestorzy

profesjonalni charakteryzowali się większą spójnością odpowiedzi w obszarze wiedzy finansowej.

Inwestorów profesjonalnych zapytano też o kryteria ESG. Znajomość tego pojęcia zadeklarowało 48% badanych, a 52% było przeciwnego zdania. Wyniki te są o tyle interesujące, że w przypadku próby inwestorów indywidualnych ponad 60% respondentów odpowiedziało twierdząco (wykres 5.11).

Wykres 5.11. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?”



Źródło: badanie własne.

W przypadku badanych deklarujących posiadanie wykształcenia innego niż ekonomiczne ponad 62% badanych inwestorów stwierdziło, że nie zna istoty kryteriów ESG. Nieco ponad 56% ankietowanych odznaczało się także wykształceniem niezwiązanym z ekonomią (tabela 5.1).

Tabela 5.1 Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora z deklarowaną znajomością kryteriów ESG

		Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Typ wykształcenia:	Ekonomiczne	45	62,5%	34	43,6%	79	52,7%
	Niezwiązane z ekonomią	27	37,5%	44	56,4%	71	47,3%
Ogółem		72	100,0%	78	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

Zestawiając rodzaj wykształcenia inwestorów z deklarowaną znajomością pojęcia kryteria ESG celowym wydaje się przeanalizowanie zależności występujących w przypadku poziomu wykształcenia (tabela 5.2).

Tabela 5.2. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia „kryteria ESG” z poziomem wykształcenia respondenta

		Deklarowana znajomość kryteriów ESG				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Poziom wykształcenia	Zawodowe	3	4,2%	8	10,3%	11	7,3%
	Średnie	26	36,1%	26	33,3%	52	34,7%
	Wyższe	43	59,7%	44	56,4%	87	58,0%
Ogółem		72	100,0%	78	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

Większość inwestorów profesjonalnych odznaczała się wykształceniem wyższym (58%), 34,7% zadeklarowało wykształcenie na poziomie średnim a jedynie 7,3% wykształcenie na poziomie zawodowym (tabela 5.2). Porównując jednak procentowe rozkłady prezentowanego przez respondentów poziomu wykształcenia względem deklarowanej znajomości pojęcia kryteria ESG trudno jest zauważyć wyraźne różnice pomiędzy tymi dwiema cechami.

Ostatnią z analizowanych zmiennych mogących mieć potencjalny wpływ na wiedzę inwestorów profesjonalnych jest doświadczenie w inwestowaniu. Porównanie deklarowanego przez inwestorów profesjonalnych doświadczenia w inwestowaniu względem znajomości pojęcia kryteria ESG zawiera tabela 5.3.

Tabela 5.3. Tabela krzyżowa zestawiająca zmienne deklarowana znajomość pojęcia „kryteria ESG” z doświadczeniem w inwestowaniu

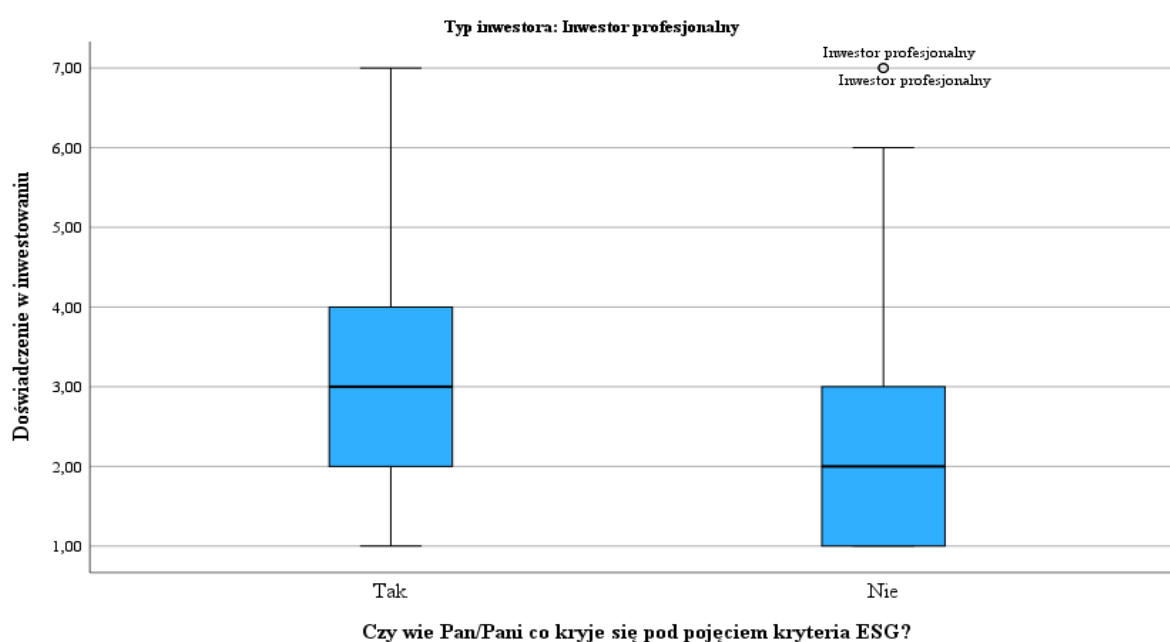
		Deklarowana znajomość kryteriów ESG				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Doświadczenie w inwestowaniu	Poniżej 1 roku	7	9,7%	29	37,2%	36	24,0%
	1 – 3 lat	22	30,6%	22	28,2%	44	29,3%
	4 – 6 lat	18	25,0%	13	16,7%	31	20,7%
	7 – 9 lat	8	11,1%	5	6,4%	13	8,7%
	10 – 12 lat	10	13,9%	4	5,1%	14	9,3%
	13 – 15 lat	1	1,4%	3	3,8%	4	2,7%
	Powyżej 15 lat	6	8,3%	2	2,6%	8	5,3%
Ogółem		72	100,0%	78	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując rozkład odpowiedzi przedstawiony w tabeli 5.3 można zauważyć, że osoby deklarujące znajomość pojęcia kryteria ESG wyróżniały się zazwyczaj większym doświadczeniem w inwestowaniu. Największa grupa inwestorów profesjonalnych spośród ankietowanych nieznających pojęcia kryteria ESG (37,2%) posiadała doświadczenie inwestycyjne na poziomie poniżej 1 roku. Następnie wraz ze wzrostem poziomu doświadczenia odsetek ten systematycznie maleje, aż do poziomu 2,6% dla inwestorów o doświadczeniu inwestycyjnym przekraczającym 15 lat.

Analizując wykres 5.12., przedstawiający podstawowe miary opisu statystycznego można zauważyć, że inwestorzy profesjonalni deklarujący znajomość pojęcia kryteria ESG charakteryzowali się wyższym przeciętnym poziomem doświadczenia inwestycyjnego (mediana = 3 – doświadczenie inwestycyjne w przedziale od 4 do 6 lat) niż osoby deklarujące nieznajomość tego pojęcia (mediana = 2 – doświadczenie inwestycyjne w przedziale od 1 do 3 lat). Widoczne na wykresie 5.12 granice pudełka, prezentujące rozstęp ćwiartkowy wskazują, że 50% środkowych jednostek w rozkładzie mieści się w przedziale od 2 do 4 dla inwestorów profesjonalnych deklarujących znajomość pojęcia kryteria ESG oraz w przedziale od 1 do 3 dla inwestorów deklarujących nieznajomość tego pojęcia. Różnice te wydają się zatem potwierdzać, że doświadczenie w inwestowaniu w pewnym stopniu zwiększa szansę na znajomość pojęcia kryteria ESG przez inwestora.

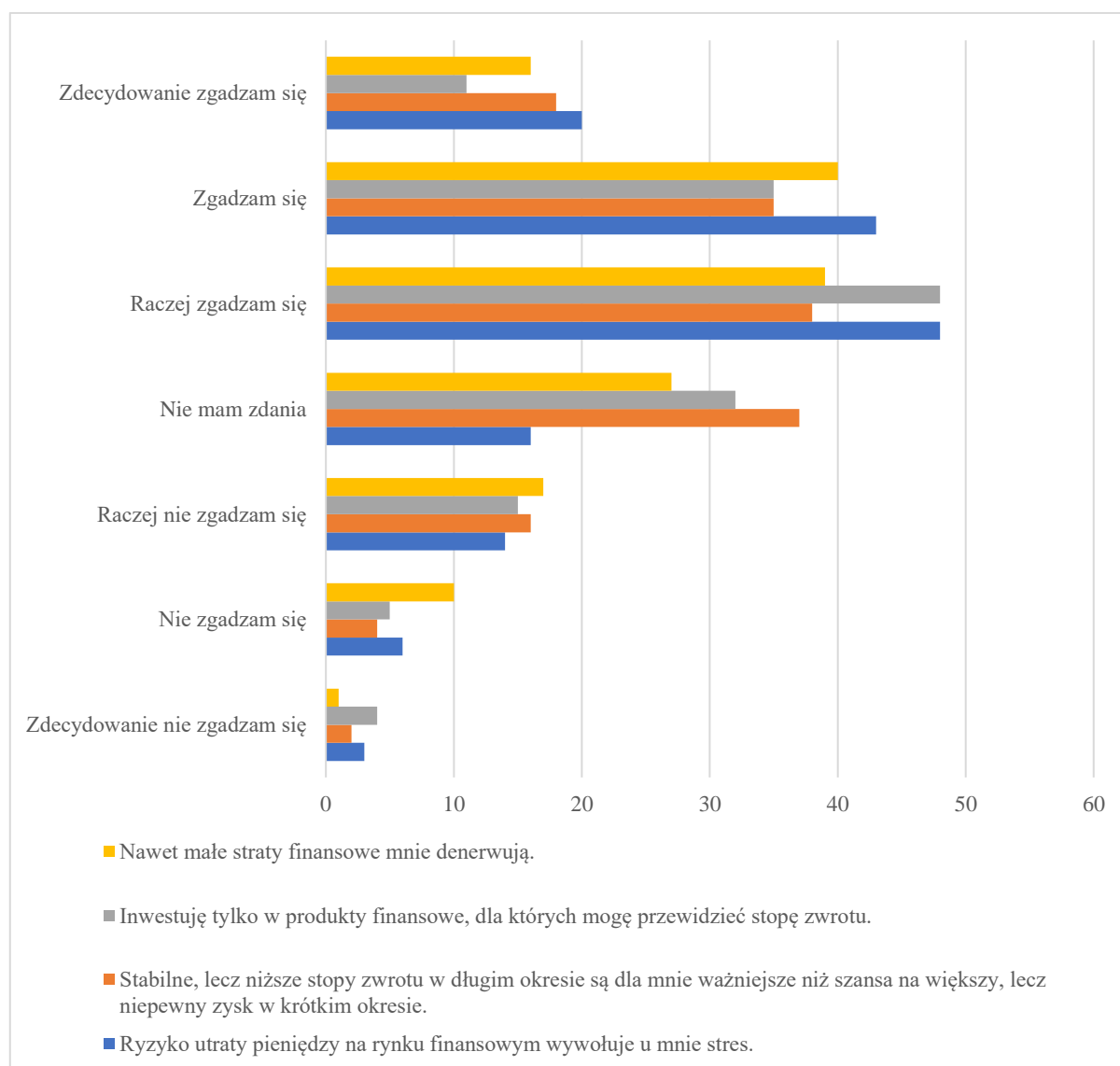
Wykres 5.12. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG



Źródło: badanie własne.

Poza omówionymi do tej pory kwestiami związanymi z poziomem wiedzy finansowej oraz postawą wobec środowiska naturalnego badanych inwestorów profesjonalnych poproszono także o ustosunkowanie się do kilku twierdzeń, mających na celu określenie ich poziomu awersji wobec ryzyka. Zestawienie rozkładu odpowiedzi oraz treści poszczególnych twierdzeń do których musieli odnieść się respondenci w siedmiostopniowej skali (od zdecydowanie nie zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się) przedstawia wykres 5.13.

Wykres 5.13. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom awersji do ryzyka respondentów



Źródło: badanie własne.

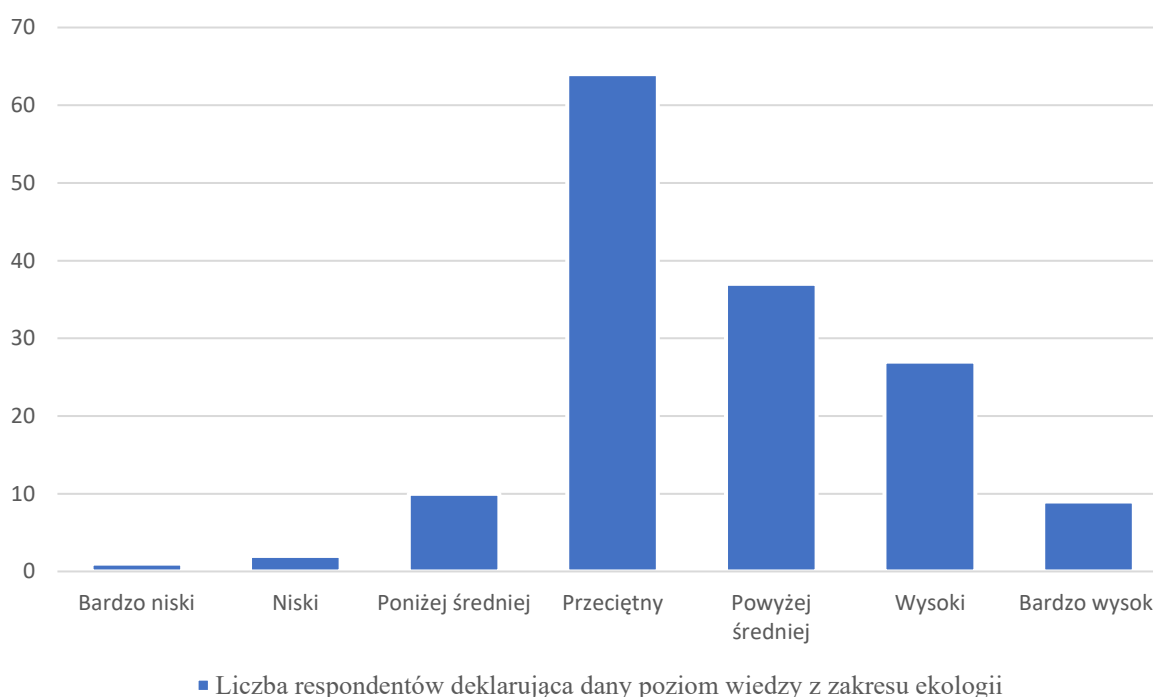
Analizując rozkład odpowiedzi przedstawiony na wykresie 5.13 można zauważyć, że większość ankietowanych skłaniała się w kierunku odpowiedzi prezentujących pewien stopień

awersji wobec ryzyka (odpowiedzi z zakresu od „raczej zgadzam się” do „zdecydowanie zgadzam się”). Jedyne około 1/3 badanych wybierała odpowiedzi negatywne lub wariant neutralny (nie mam zdania).

5.3.2. Postawa wobec środowiska naturalnego inwestorów profesjonalnych

Poza posiadaną wiedzą finansową, inwestorzy profesjonalni zostali poproszeni o udzielenie odpowiedzi na pytania dotyczące ich postawy wobec środowiska naturalnego. W pierwszej kolejności respondenci mieli określić poziom posiadanej wiedzy z zakresu ekologii w siedmiostopniowej skali od poziomu bardzo niskiego do bardzo wysokiego. Rozkład odpowiedzi na to pytanie przedstawia wykres 5.14.

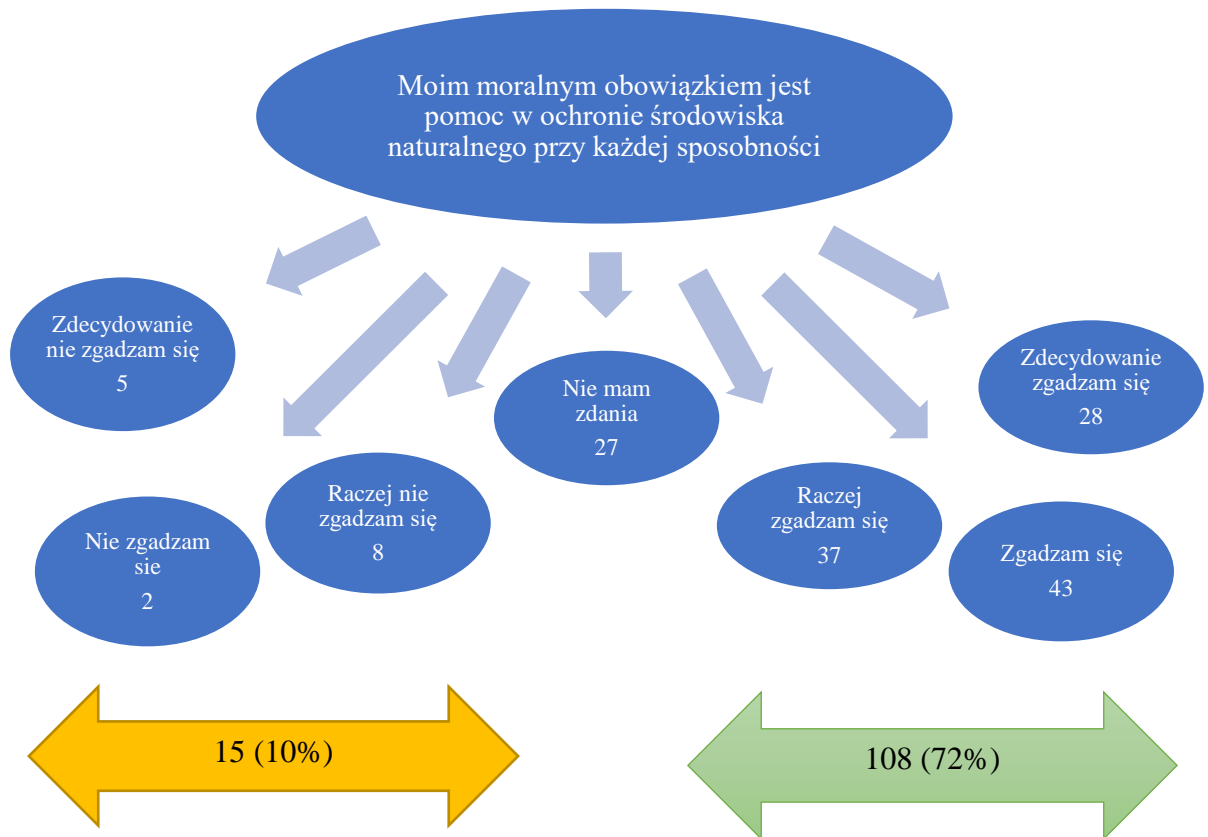
Wykres 5.14. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:”



Źródło: badanie własne.

W dalszej części kwestionariusza inwestorzy zostali poproszeni o odniesienie się do poszczególnych twierdzeń w siedmiostopniowej skali od zdecydowanie nie zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się. Rozkład odpowiedzi wraz z treścią poszczególnych twierdzeń przedstawia schemat 5.1.

Schemat 5.1. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Moim moralnym obowiązkiem jest pomoc w ochronie środowiska naturalnego przy każdej sposobności.”

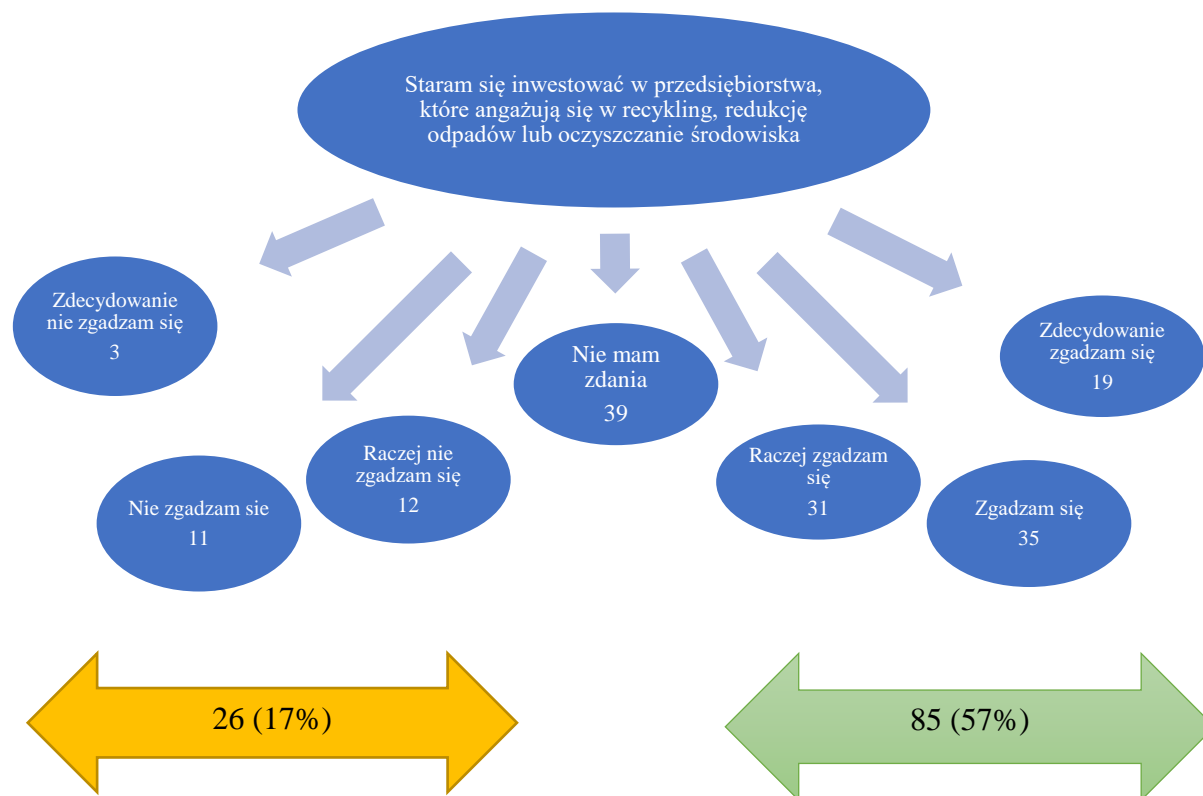


Źródło: badanie własne.

W przypadku deklarowanej chęci pomocy w działaniach na rzecz ochrony środowiska naturalnego przy każdej sposobności większość ankietowanych udzieliła odpowiedzi o charakterze twierdzącym (108 odpowiedzi, mieszczących się w przedziale „raczej zgadzam się”, „zgadzam się”, „zdecydowanie zgadzam się”). Jedynie 27 respondentów zdecydowało się zaznaczyć neutralny wariant odpowiedzi („nie mam zdania”), a wariant negatywny („zdecydowanie nie zgadzam się”, „nie zgadzam się”, „raczej nie zgadzam się”) wybrało 15 ankietowanych. Można zatem stwierdzić, że inwestorzy profesjonalni w większości wykazują pozytywną postawę wobec środowiska w kwestii poczucia obowiązku pomocy w ochronie środowiska naturalnego.

W dalszej kolejności inwestorów profesjonalnych zapytano o ich zaangażowanie w inwestycje wspierające ochronę środowiska naturalnego poprzez redukcję zanieczyszczeń (schemat 5.2).

Schemat 5.2. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska.”

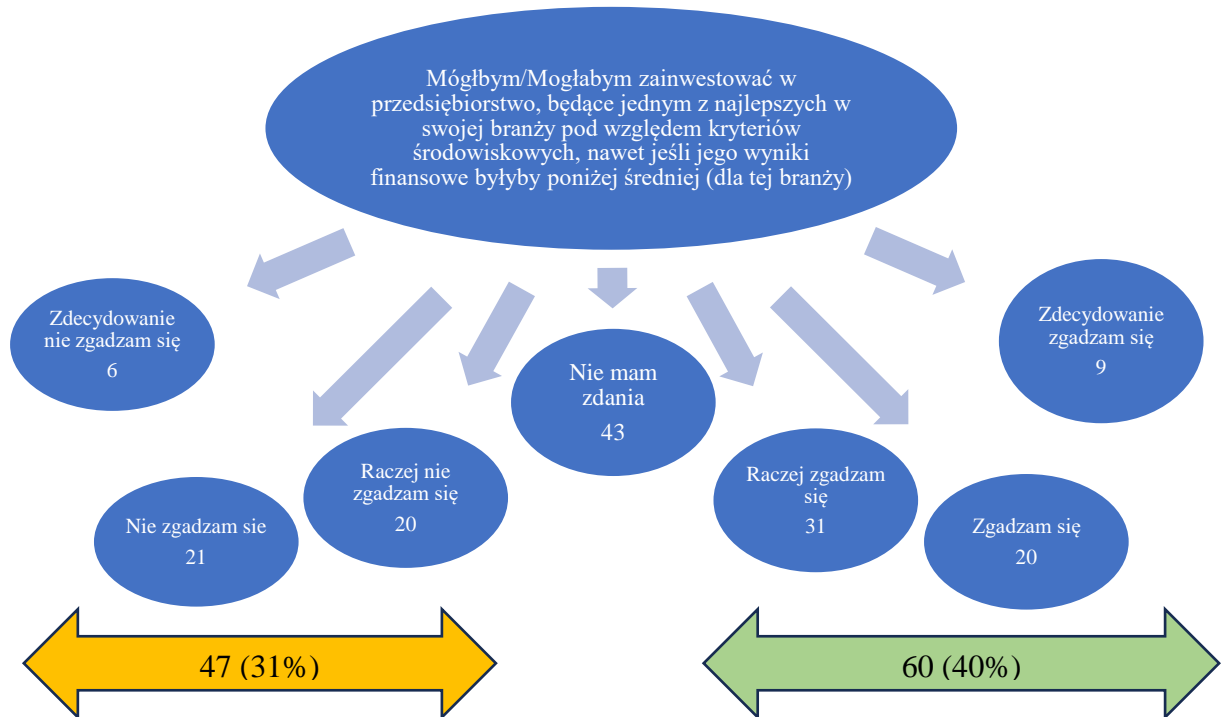


Źródło: badanie własne.

W przypadku pytania przedstawionego na schemacie 5.2 proporcje względem odpowiedzi o charakterze pozytywnym i negatywnym uległy nieznacznym zmianom względem pytania ze schematu 5.1. Warto jednak zaznaczyć, że aż 39 ankietowanych nie miało zdania w tej kwestii, co w pewnych okolicznościach również może być uznawane za odpowiedź negatywną, gdyż nie podejmują oni działań związanych z inwestycjami na rzecz ochrony środowiska naturalnego.

Podobnie jak wśród inwestorów indywidualnych, inwestorzy profesjonalni również nieco rzadziej wybierali warianty pozytywne w przypadku pytania odnoszącego się do podejmowania nieco bardziej skonkretyzowanych działań na rzecz środowiska. Warto zatem przyjrzeć się kolejnemu pytaniu, odnoszącemu się bezpośrednio do gotowości rezygnacji z części zysku na rzecz kwestii środowiskowych (schemat 5.3).

Schemat 5.3. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Mógłbym/Mogłabym zainwestować w przedsiębiorstwo, będące jednym z najlepszych w swojej branży pod względem kryteriów środowiskowych, nawet jeśli jego wyniki finansowe byłyby poniżej średniej (dla tej branży).”

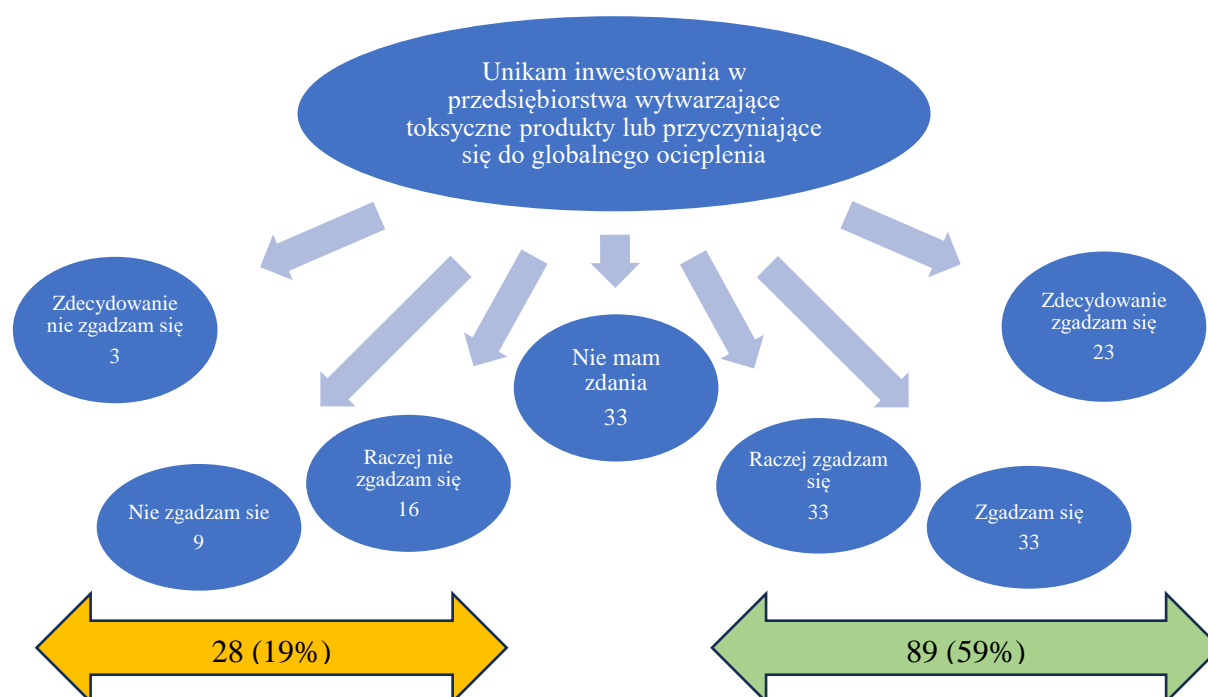


Źródło: badanie własne.

Analizując schemat 5.3 można zauważyć, że różnice w przypadku liczebności grup inwestorów profesjonalnych, wybierających odpowiedzi o charakterze pozytywnym i negatywnym, są stosunkowo zbliżone do siebie. Odpowiedzi o charakterze pozytywnym (60 odpowiedzi) tylko nieznacznie przewyższają liczbę odpowiedzi dla tego pytania mieszczących się w charakterze negatywnym (47 odpowiedzi). Stosunkowo liczną grupę stanowiły także osoby decydujące się na neutralny wariant odpowiedzi „nie mam zdania”.

Ostatnie pytanie z tej grupy dotyczyło screeningu negatywnego opartego na kwestiach środowiskowych. Uzyskane wyniki przedstawia schemat 5.4.

Schemat 5.4. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Unikam inwestowania w przedsiębiorstwa wytwarzające toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia.”

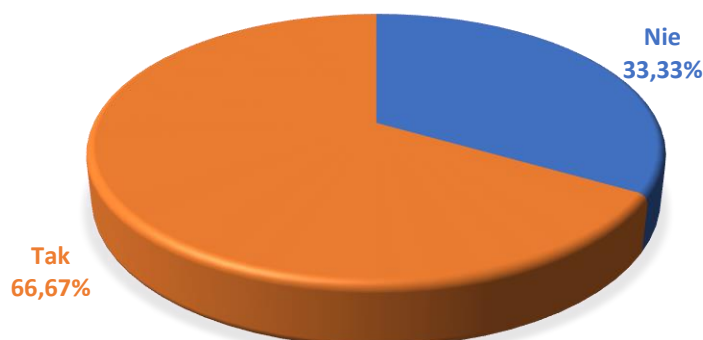


Źródło: badanie własne.

W odniesieniu do screeningu negatywnego wobec przedsiębiorstw wytwarzających toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia spadła liczba respondentów wybierających wariant odpowiedzi „nie mam zdania” (podobnie jak miało to miejsce w przypadku inwestorów indywidualnych). Zauważalnie wzrosła także liczba odpowiedzi „zgadzam się”, a najczęściej wybieranymi wariantami były „zgadzam się”, „raczej zgadzam się” oraz „nie mam zdania”. Znaczący wzrost można także zauważyć w przypadku liczby odpowiedzi „zdecydowanie zgadzam się”. Pozostałe warianty odpowiedzi na to pytanie były wybierane przez ankietowanych porównywalnie często jak w przypadku wcześniejszych pytań.

Inwestorów profesjonalnych zapytano także o ich znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład. W tym przypadku równo 2/3 ankietowanych udzieliło odpowiedzi twierdzącej, a 1/3 odpowiedziała negatywnie (wykres 5.15). Wyniki te są porównywalne do odpowiedzi udzielanych przez inwestorów indywidualnych, chociaż należy zauważyć, że nieco większy odsetek inwestorów profesjonalnych nie słyszało o Europejskim Zielonym Ładzie niż w przypadku inwestorów indywidualnych.

Wykres 5.15. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?”



Źródło: badanie własne.

Odpowiedzi udzielane przez inwestorów profesjonalnych na pytanie dotyczące znajomości pojęcia Europejski Zielony Ład zestawiono z deklarowanym przez respondentów typem wykształcenia w formie tabeli krzyżowej (tabela 5.4).

Tabela 5.4. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora z deklarowaną znajomością pojęcia Europejski Zielony Ład

		Typ wykształcenia				Ogółem	
		Ekonomiczne		Inne niż ekonomiczne			
		N	%	N	%	N	%
Znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład	Tak	59	74,7%	41	57,7%	100	66,7%
	Nie	20	25,3%	30	42,3%	50	33,3%
Ogółem		79	100,0%	71	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

Na podstawie danych przedstawionych w tabeli 5.4 można zauważyć, że 74,7% respondentów posiadających wykształcenie ekonomiczne zadeklarowała znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład. Przeciwnego zdania była nieco ponad ¼ badanych z takim wykształceniem. W przypadku wykształcenia innego niż ekonomiczne odsetek odpowiedzi twierdzących na temat znajomości pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu zmalał do poziomu 57,7%.

Analizie poddano także odpowiedzi dotyczące deklarowanej znajomości pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu oraz poziomu wykształcenia wśród inwestorów profesjonalnych. Zebrane wyniki zestawiono w tabeli 5.5.

Tabela 5.5. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z poziomem wykształcenia

		Deklarowana znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Poziom wykształcenia	Zawodowe	4	4,0%	7	14,0%	11	7,3%
	Średnie	34	34,0%	18	36,0%	52	34,7%
	Wyższe	62	62,0%	25	50,0%	87	58,0%
Ogółem		100	100,0%	50	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

W przypadku profesjonalnych inwestorów większość posiadała wykształcenie średnie lub wyższe, jednak najmniejsza liczba osób z najniższym wykształceniem nieco częściej deklarowała nieznajomość pojęcia Europejski Zielony Ład (7 z 11 ankietowanych). Respondenci wyróżniający się wykształceniem średnim i wyższym nieco częściej skłaniali się ku odpowiedzi twierdzącej.

Deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład warto także porównać z doświadczeniem inwestycyjnym respondentów zestawienie odpowiedzi na te dwa pytania przedstawia tabela 5.6.

Tabela 5.6. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z doświadczeniem w inwestowaniu

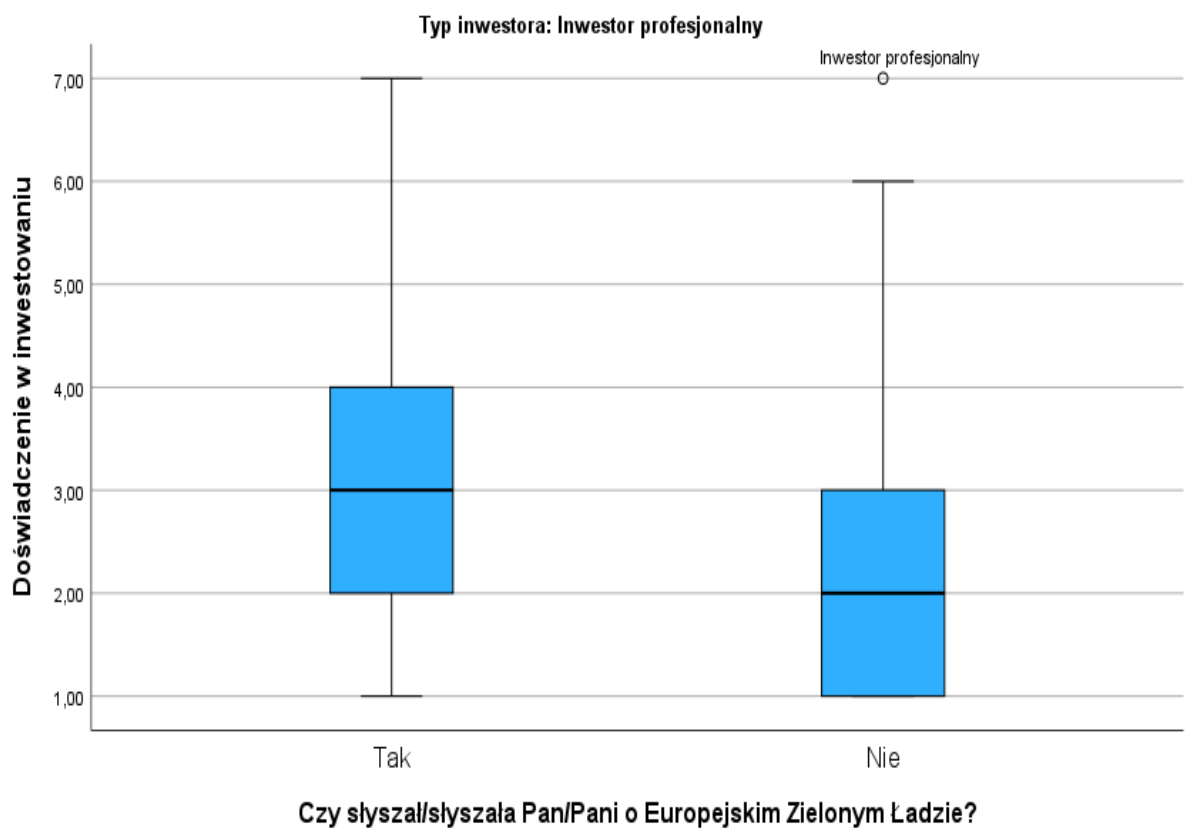
		Deklarowana znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład				Ogółem	
		Tak		Nie			
		N	%	N	%	N	%
Doświadczenie w inwestowaniu	Poniżej 1 roku	13	13,0%	23	46,0%	36	24,0%
	1 – 3 lat	33	33,0%	11	22,0%	44	29,3%
	4 – 6 lat	24	24,0%	7	14,0%	31	20,7%
	7 – 9 lat	8	8,0%	5	10,0%	13	8,7%
	10 – 12 lat	12	12,0%	2	4,0%	14	9,3%
	13 – 15 lat	3	3,0%	1	2,0%	4	2,7%
	Powyżej 15 lat	7	7,0%	1	2,0%	8	5,3%
Ogółem		100	100,0%	50	100,0%	150	100,0%

Źródło: badanie własne.

Na podstawie analizy danych zawartych w tabeli 5.6 można zauważyć, że podobnie jak miało to miejsce w przypadku znajomości pojęcia kryteria ESG omawianej w poprzednim rozdziale, najwięcej odpowiedzi spośród osób deklarujących nieznajomość pojęcia Europejski Zielony Ład charakteryzuje się najniższym poziomem doświadczenia inwestycyjnego (poniżej

1 roku). Wraz ze wzrostem doświadczenia inwestycyjnego odsetek ten zauważalnie maleje, a w przypadku doświadczenia w przedziale 13-15 lat lub powyżej 15 lat tylko jeden badany zdecydował się na zaznaczenie odpowiedzi negatywnej. W przypadku osób deklarujących znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład większość badanych wyróżniała się doświadczeniem inwestycyjnym w przedziale od 1 do 3 lat oraz od 4 do 6 lat. Poniżej 1 roku doświadczenia posiadało jedynie 13% ankietowanych deklarująca znajomość EZŁ.

Wykres 5.16. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład



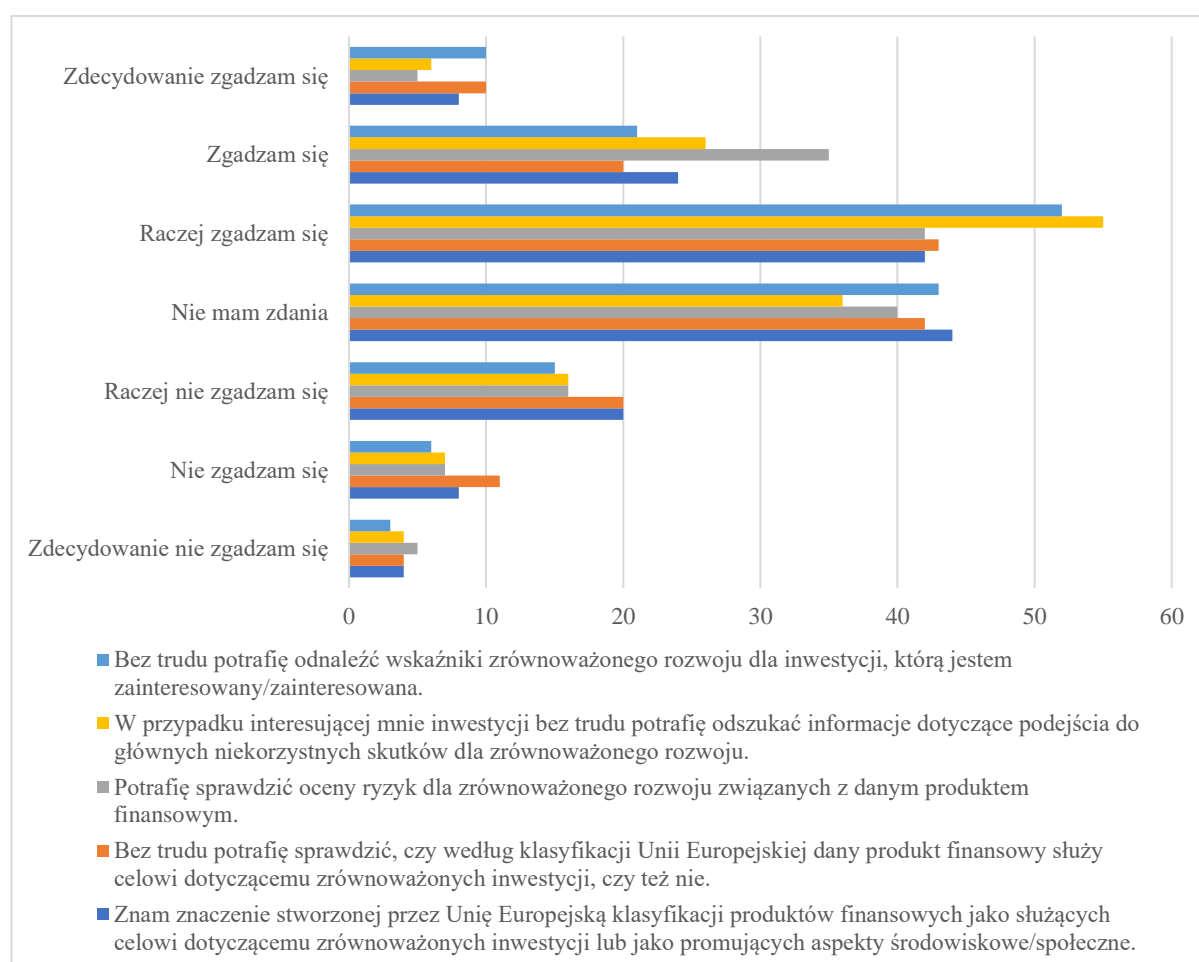
Źródło: badanie własne.

Na podstawie przedstawionych w formie graficznej danych z tabeli 5.6, można zauważyć, że mediana przyjmuje większą wartość o 1 pomiędzy badanymi grupami. Pierwszy i trzeci kwartył odpowiedzi również jest przesunięty o 1 na korzyść grupy, która udzieliła odpowiedź twierdzącą odnośnie znajomości pojęcia Europejski Zielony Ład. Można na tej podstawie podejrzewać, że bardziej doświadczeni inwestorzy przeciętnie częściej deklaruwali znajomość pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu.

5.3.3. Wiedza i zaufanie do zmian wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu

Wiedza i zaufanie dotyczące obowiązkowych ujawnień zostało zbadane podobnie jak w przypadku próby inwestorów indywidualnych – na podstawie deklarowanej wiedzy i zaufania mierzonego poprzez odpowiednie ustosunkowanie się respondenta do określonych twierdzeń w siedmiostopniowej skali od zdecydowanie nie zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się. W przypadku wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wprowadzonych w ramach Europejskiego Zielonego Ładu rozkład odpowiedzi na poszczególne pytania wraz z ich treścią przedstawiono wykresie 5.17.

Wykres 5.17. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu



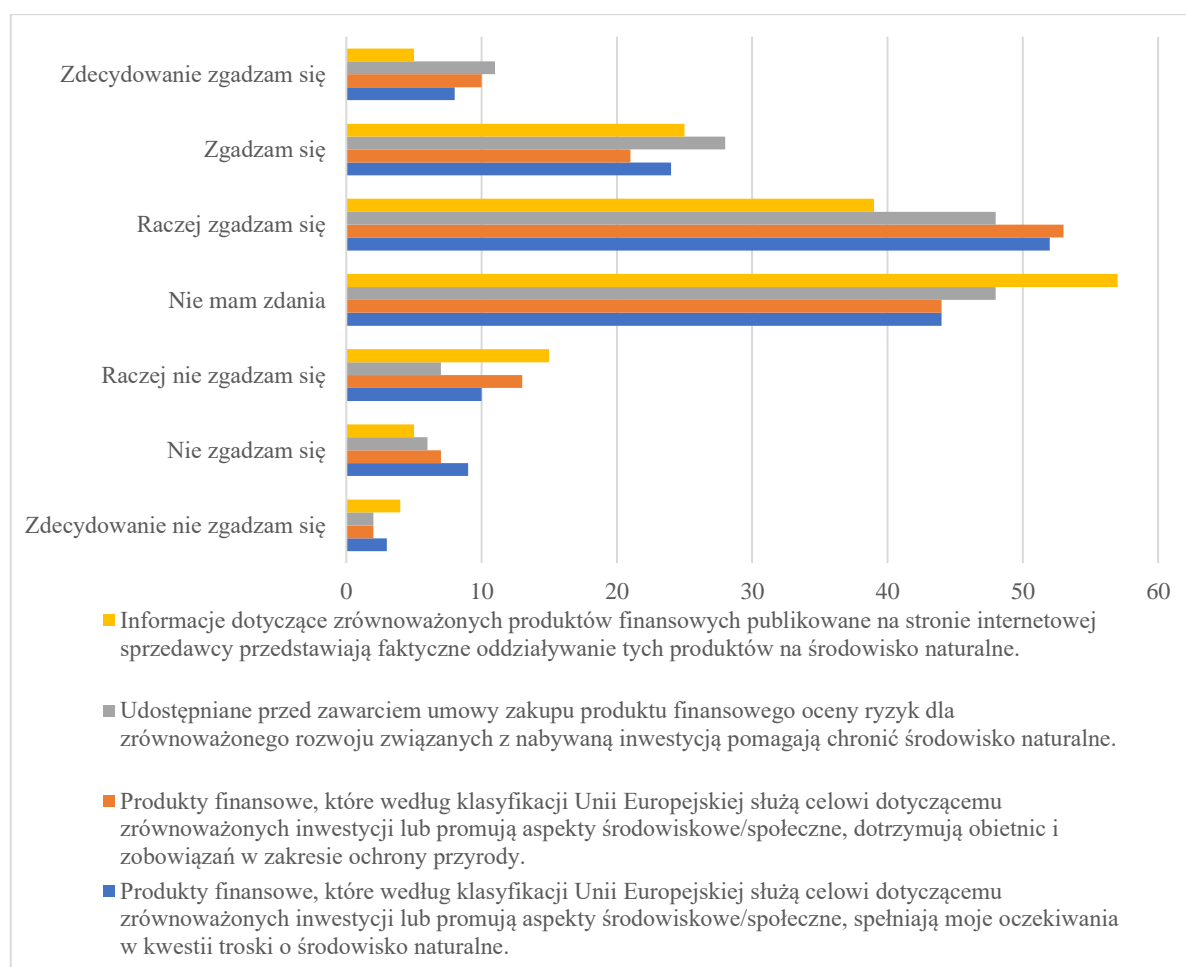
Źródło: badanie własne.

W przypadku rozkładu odpowiedzi na pytania dotyczące obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu będących przedmiotem badania można zauważyć, że najwięcej odpowiedzi znajduje się w wariantach „raczej zgadzam się” oraz „nie

mam zdania”. Pozostałe opcje odpowiedzi zostały wybierane zdecydowanie rzadziej. Inwestorzy deklarowali, że bez trudu potrafią odnaleźć wskaźniki zrównoważonego rozwoju oraz że potrafią bez problemu odszukać informacje dotyczące podejścia do głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju. Nieznacznie mniej odpowiedzi pozytywnych uzyskały twierdzenia dotyczące wiedzy o miejscu weryfikacji oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju, wiedzy dotyczącej sprawdzenia czy dany produkt służy celowi zrównoważonego rozwoju według klasyfikacji Unii Europejskiej oraz ogólnego znaczenia klasyfikacji produktów służących celom zrównoważonego rozwoju.

W przypadku pomiaru zaufania wobec obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu, będących przedmiotem badania, ankietowani zostali poproszeni o ustosunkowanie się do twierdzeń przedstawionych na siedmiostopniowej skali, których treść wraz z rozkładem odpowiedzi przedstawia wykres 5.18.

Wykres 5.18. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom zaufania wobec obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu



Źródło: badanie własne.

W przypadku pytań dotyczących zaufania najczęściej neutralnych odpowiedzi odnosiło się do kwestii związanych z przekonaniem o wiarygodności informacji o wpływie produktów finansowych na środowisko naturalne, publikowanych na stronie internetowej emitenta (57 odpowiedzi). W odniesieniu do kwestii zaspokojenia oczekiwań respondenta dotyczących troski o środowisko naturalne przez produkty finansowe klasyfikowane jako służące celowi dotyczącemu zrównoważonego rozwoju (lub promujące aspekty środowiskowe/społeczne), respondenci najczęściej wybierali odpowiedź „raczej zgadzam się”, podobnie odpowiedzi rozłożyły się w przypadku przekonania o dotrzymywaniu obietnic przez stosowane oznakowanie. W stosunku do twierdzenia dotyczącego wsparcia ochrony środowiska naturalnego przez obowiązkowo ujawniane oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju najczęściej odpowiedzi dotyczyło wariantu „nie mam zdania” oraz „raczej zgadzam się” (po 48 odpowiedzi).

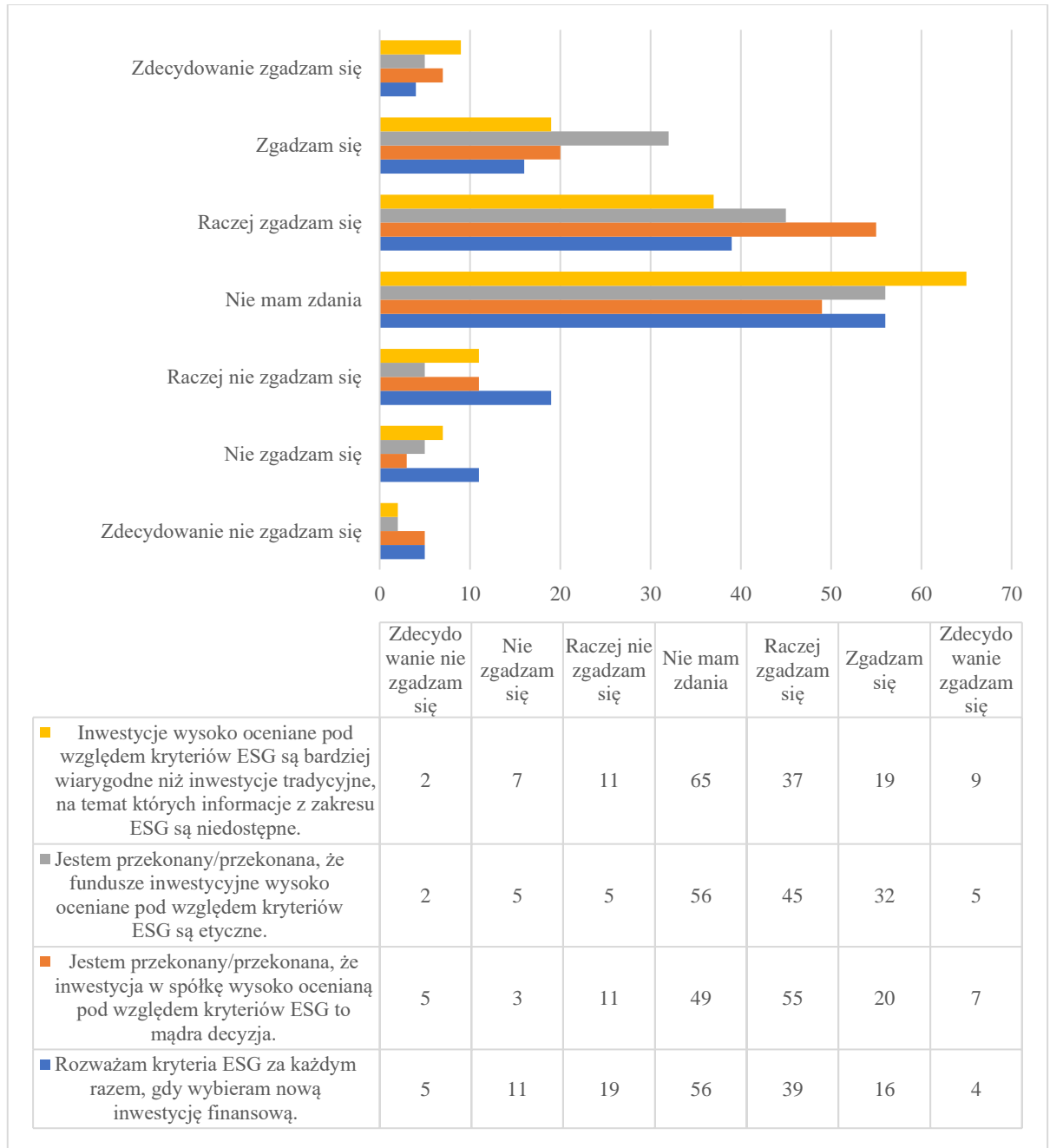
5.3.4. Intencja wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów profesjonalnych

W przeprowadzonym badaniu inwestorów profesjonalnych poproszono o ustosunkowanie się w siedmiostopniowej skali (od „zdecydowanie nie zgadzam się” do „zdecydowanie zgadzam się”) do przedstawionych twierdzeń mających na celu określenie ich postawy wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych, wpływu otoczenia, poczucia zdolności oraz zamiaru wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. Zestawienie postawionych przed respondentami twierdzeń mających na celu określenie postawy ankietowanych wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych oraz rozkład odpowiedzi na poszczególne pytania przedstawia wykres 5.19.

W przypadku twierdzeń dotyczących postaw inwestorów przedstawionych na wykresie 5.19 najbardziej pozytywnie badani odnieśli się do twierdzenia, dotyczącego przekonania, że mądrą decyzją jest inwestowanie w spółki wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG. Może to świadczyć o ich pozytywnym nastawieniu do kryteriów ESG oraz rozumieniu ich wagi dla przyszłej działalności spółek. Jest to także jedyne twierdzenie, w którym najczęściej wybieraną odpowiedź była inna niż „nie mam zdania” („raczej zgadzam się”). W pozostałych przypadkach ankietowani najczęściej wybierali wariant neutralny, co może być wynikiem tego, że nadal znaczna część inwestorów nie interesuje się kwestiami środowiskowymi inwestycji, lub też nie posiadają dostatecznej wiedzy na temat kwestii środowiskowych. Pomimo znacznego odsetka odpowiedzi neutralnych, jeżeli już inwestor zdecydował się wybrać inną odpowiedź niż „nie mam zdania” w znacznej przewadze były to odpowiedzi odnoszące się

pozytywnie do przedstawionych twierdzeń, co świadczy o pozytywnym nastawieniu do kwestii ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

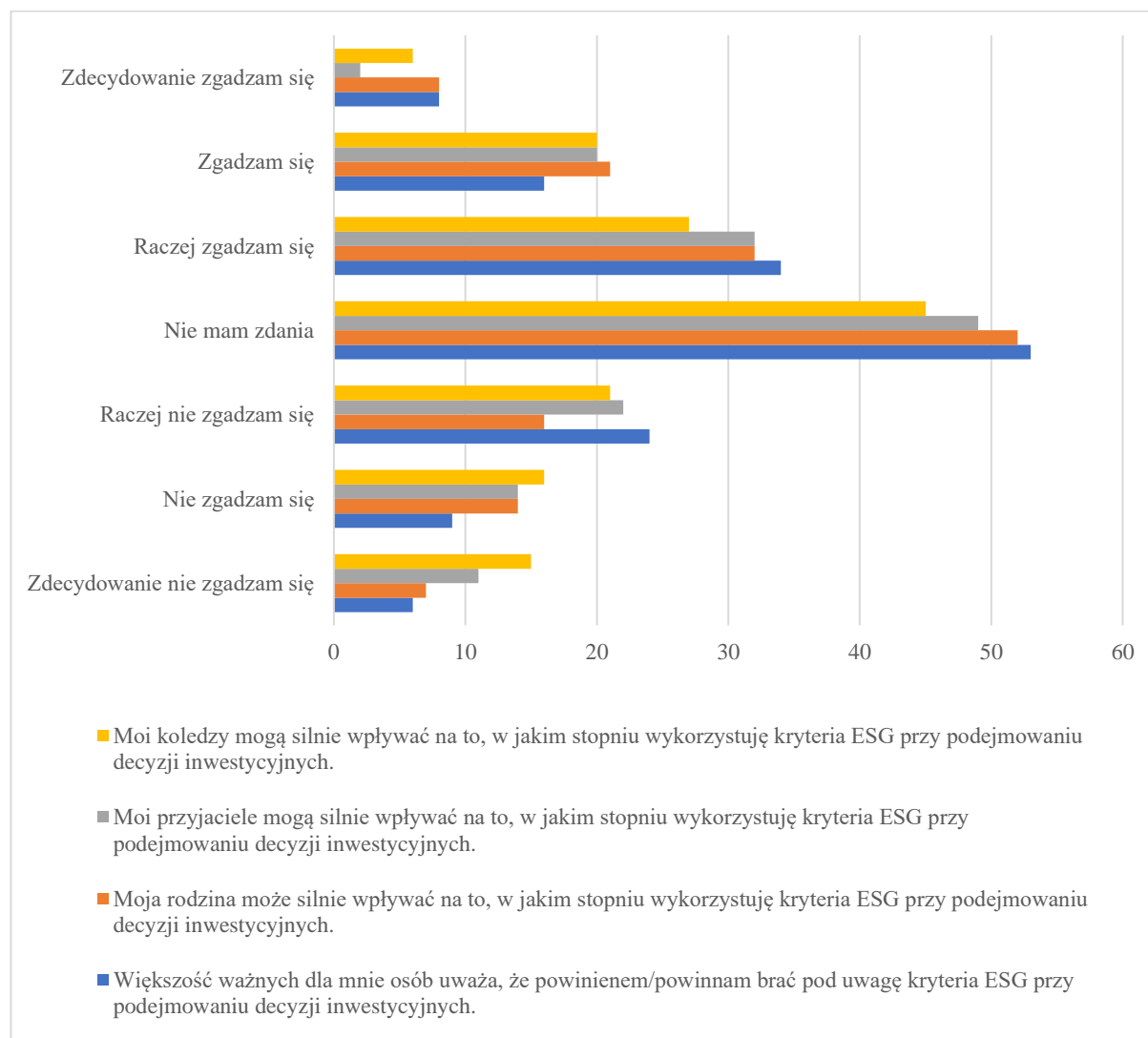
Wykres 5.19. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające postawę wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych



Źródło: badanie własne.

Następnie ankietowani zostali poproszeni o odniesienie się do twierdzeń mających na celu określenie wpływu otoczenia. Rozkład odpowiedzi na tą część ankiety przedstawia wykres 5.20.

Wykres 5.20. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające wpływ otoczenia na wykorzystywanie kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych

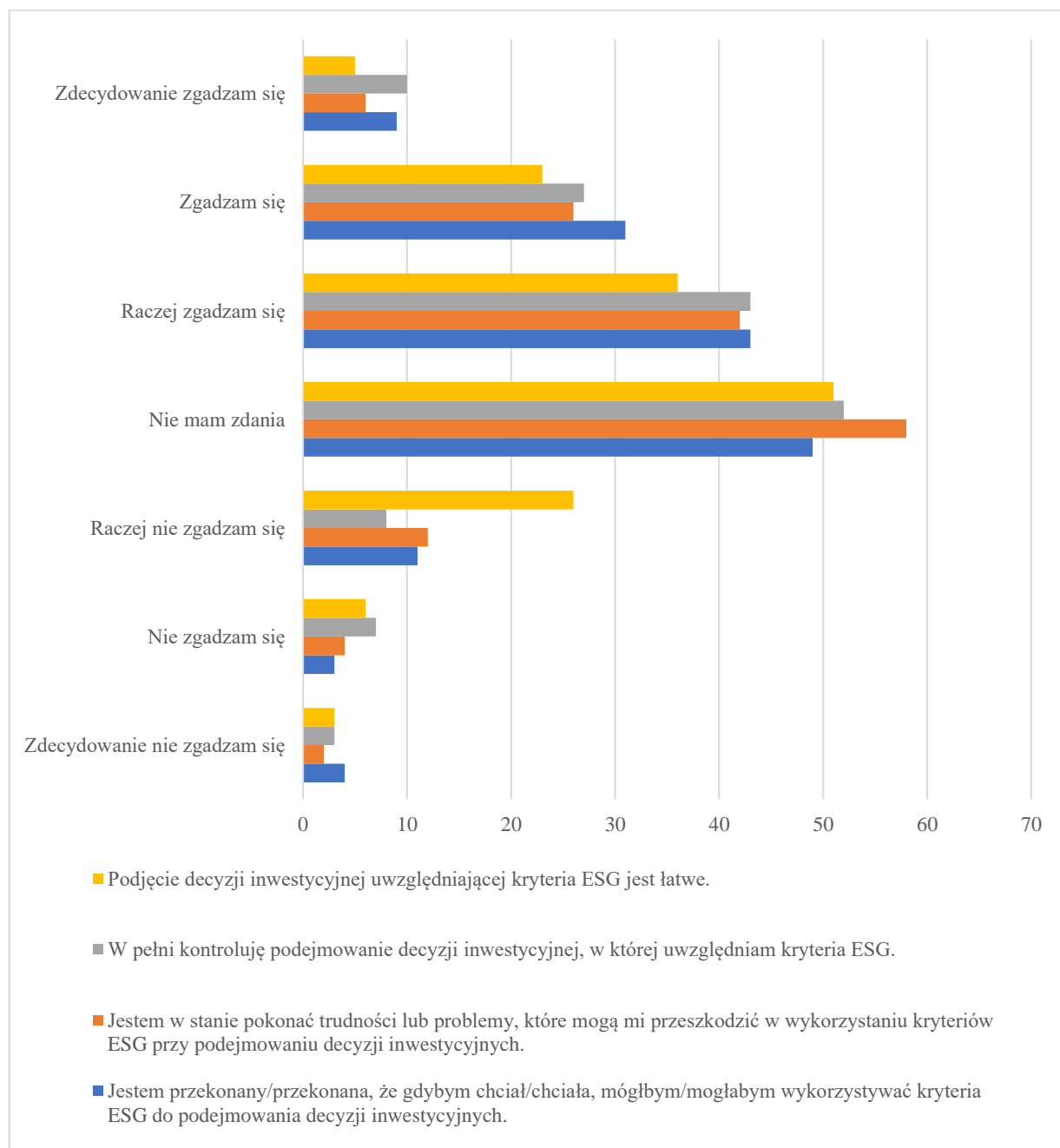


Źródło: badanie własne.

W przypadku wpływu otoczenia udzielane przez inwestorów profesjonalnych odpowiedzi rozłożyły się zdecydowanie bardziej równomiernie pomiędzy wariantami negatywnymi i pozytywnymi. Najczęściej wybieranym wariantem w przypadku wszystkich twierdzeń była odp. „nie mam zdania”. Żadne z przedstawionych twierdzeń nie wyróżnia na tle pozostałych z tej grupy pod względem udzielanych odpowiedzi.

Kolejna część ankiety dotyczyła intencji inwestorów profesjonalnych do wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych. Rozkład odpowiedzi udzielanych w tej grupie pytań przedstawia wykres 5.21.

Wykres 5.21. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające intencję wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych



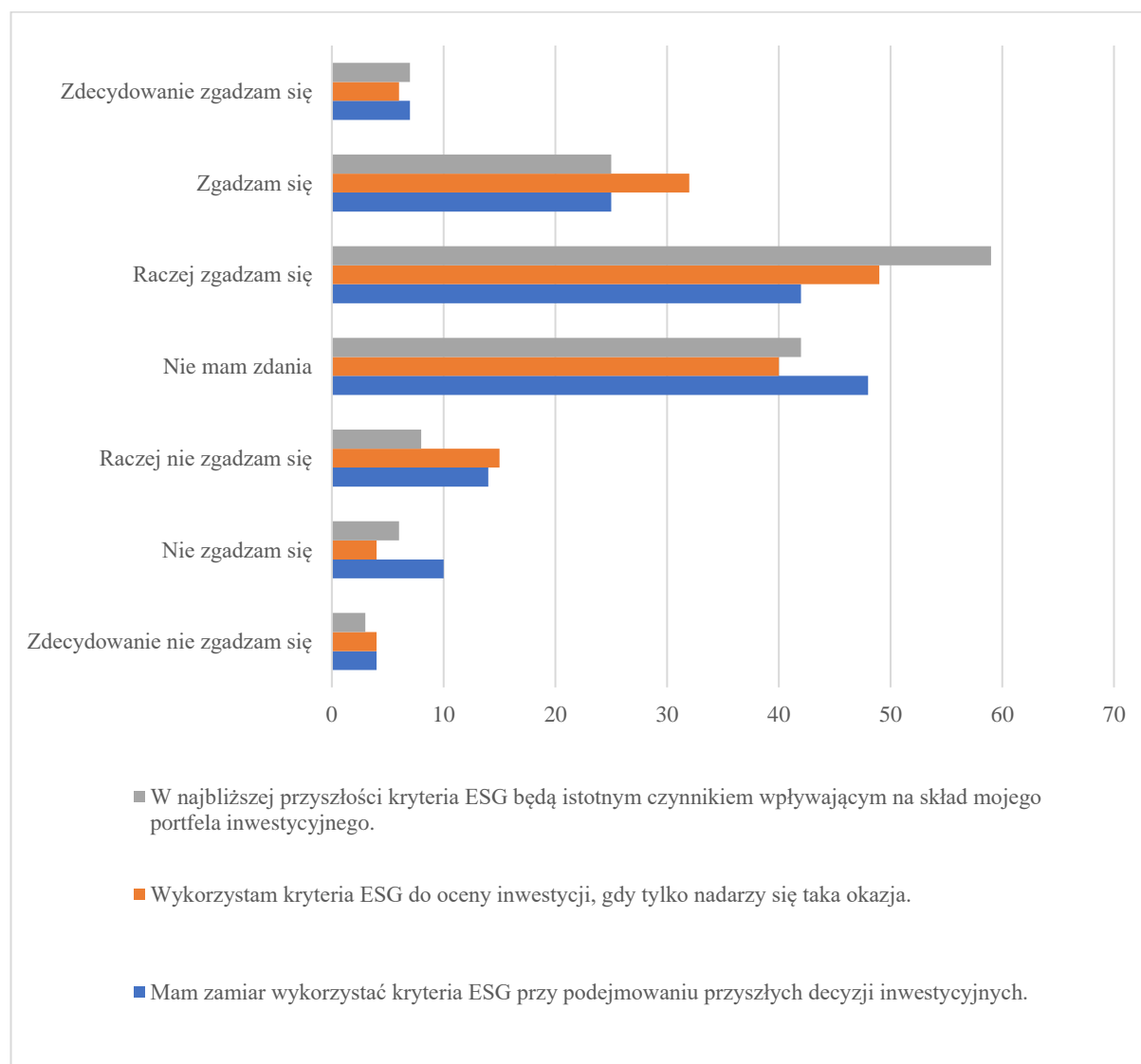
Źródło: badanie własne.

W przypadku odpowiedzi dotyczących twierdzeń mających na celu określenie postrzeganej przez respondentów zdolności do wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych można zauważyć, że wyraźna większość badanych częściej wybierała odpowiedzi o charakterze pozytywnym niż negatywnym. Najwięcej badanych wybrało pozytywne warianty odpowiedzi w przypadku twierdzenia dotyczącego przekonania o braku przeszkód uniemożliwiających respondentowi wykorzystywanie kryteriów ESG przy

podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W przypadku pozostałych twierdzeń inwestorzy najczęściej (w około 50 przypadkach, a więc około 1/3 badanych) wybierali neutralny wariant „nie mam zdania”. Osoby wybierające inną odpowiedź niż neutralną, podobnie jak w przypadku postaw, zdecydowanie częściej wybierali pozytywne warianty odpowiedzi niż negatywne.

Ostatnia z omawianych części ankiety dotyczyła intencji inwestora do wykorzystania kryteriów ESG w podejmowanych przez niego w najbliższej przyszłości decyzjach inwestycyjnych. Zestawienie przedstawiające odpowiedzi dla tej części ankiety przedstawia wykres 5.22.

Wykres 5.22. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zamiar wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych



Źródło: badanie własne.

W odniesieniu do odpowiedzi udzielanych przez inwestorów profesjonalnych większość inwestorów przedstawionych na wykresie 5.19 można zauważyć, że w przypadku większości twierdzeń najwięcej udzielonych odpowiedzi dotyczyło wariantu „raczej zgadzam się”.

Analizując zależności zachodzące pomiędzy poszczególnymi odpowiedziami na pytania, podobnie jak w przypadku analizy próby inwestorów indywidualnych, w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na opinię badanych w kwestiach związanych ze środowiskiem naturalnym. Należy zauważyć, że zestawiając ze sobą odpowiedzi udzielone na pytania dotyczące zwracania uwagi przez inwestora oraz deklarowaną przez niego chęć wykorzystania w przyszłości kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych ukazują się pewne zależności. Wśród inwestorów profesjonalnych mniej niż połowa ankietowanych pozytywnie odniosła się do obu omawianych kwestii, wybierając odpowiedzi: raczej zgadzam się, zgadzam się lub zdecydowanie zgadzam się. Odpowiedzi o charakterze neutralnym – nie mam zdania na oba pytania jednocześnie udzieliło 19 ankietowanych, a 11 odniosło się negatywnie (tabela 5.7).

Tabela 5.7. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z postawą wobec inwestycji środowiskowych

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska	Odpowiedzi negatywne	11	7	8	26
	Odpowiedzi neutralne	8	19	12	39
	Odpowiedzi pozytywne	9	22	54	85
Ogółem		28	48	74	150

Źródło: badanie własne.

Inwestorzy profesjonalni nieco ostrożniej podeszli do kwestii zwiększenia wiarygodności inwestycji dzięki jej ocenie pod kątem kryteriów ESG. Według nieco ponad 43% ankietowanych dodatkowe kryteria ESG zwiększają wiarygodność inwestycji. Również 43% respondentów odniosło się neutralnie do tej kwestii, a pozostałe 13% odniosło się negatywnie. W przypadku zestawienia odpowiedzi dotyczących wiarygodności inwestycji wysoko ocenianych pod względem ESG z intencją wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych, podobnie jak we wcześniej omówionych zestawieniach, większość

ankietowanych inwestorów profesjonalnych odniosła się do obu kwestii pozytywnie. Jednak przewaga tej kombinacji odpowiedzi nad pozostałymi była wyraźnie mniejsza niż w przypadku inwestorów indywidualnych. Inwestorzy deklarujący chęć wykorzystywania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych najczęściej uznawali także inwestycje wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG za bardziej wiarygodne niż tradycyjne. Ankietowani wyrażający neutralność wobec wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych najczęściej wyrażali także neutralne podejście do wiarygodności tego typu inwestycji. Inwestorzy niezainteresowani uwzględnieniem kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych również najczęściej byli neutralni wobec większej wiarygodności inwestycji ESG lub nie uznawali tego typu inwestycji za bardziej wiarygodne, jednak w tym przypadku różnica pomiędzy poszczególnymi wybieranymi wariantami odpowiedzi nie była tak znacząca jak w przypadku pozostałych (tabela 5.8).

Tabela 5.8. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z oceną ryzyka inwestycyjnego

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Inwestycje wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG są bardziej wiarygodne niż inwestycje tradycyjne, na temat których informacje z zakresu ESG są niedostępne	Odpowiedzi negatywne	10	5	5	20
	Odpowiedzi neutralne	13	30	22	65
	Odpowiedzi pozytywne	5	13	47	65
Ogółem		28	48	74	150

Źródło: badanie własne.

W przypadku kwestii podejścia do ryzyka inwestorów profesjonalnych oraz ich deklaracji wobec wykorzystania w przyszłych decyzjach inwestycyjnych kryteriów ESG, podobnie jak w przypadku inwestorów indywidualnych, profesjonalni inwestorzy deklarujący wykorzystanie kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w przeważającej mierze deklarowali inwestowanie w produkty finansowe o oczekiwanej stopie zwrotu (tabela 5.9).

Tabela 5.9. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z podejściem do inwestycji o niskim ryzyku inwestycyjnym

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Inwestuję tylko w produkty finansowe, dla których mogę przewidzieć stopę zwrotu	Odpowiedzi negatywne	9	6	9	24
	Odpowiedzi neutralne	8	15	9	32
	Odpowiedzi pozytywne	11	27	56	94
Ogółem		28	48	74	150

Źródło: badanie własne.

Ankietowani inwestorzy profesjonalni zostali także poproszeni o określenie posiadanej wiedzy na temat oznaczeń produktów finansowych klasyfikowanych jako służących celowi zrównoważonego rozwoju. Większość respondentów (74) udzieliło odpowiedzi pozytywnej, a zatem zawierającej się w przedziale od raczej zgadzam się do zdecydowanie zgadzam się. Warianty odpowiedzi neutralne i negatywne były wybierane zdecydowanie rzadziej, a tego typu odpowiedzi udzieliło odpowiednio 44 i 32 ankietowanych (tabela 5.10).

Tabela 5.10. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych ze znajomością znaczenia klasyfikacji produktów finansowych stosowanej przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Zielonego Ładu

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne	Odpowiedzi negatywne	15	11	6	32
	Odpowiedzi neutralne	4	26	14	44
	Odpowiedzi pozytywne	9	11	54	74
Ogółem		28	48	74	150

Źródło: badanie własne.

W przypadku zaufania do stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń, dotyczących przekonania inwestorów profesjonalnych o ich faktycznym wpływie na środowisko naturalne ankietowani udzielili podobnych odpowiedzi jak w przypadku wiedzy dotyczącej oznaczeń UE. Ponad połowa respondentów udzieliła odpowiedzi o pozytywnym charakterze. Może to świadczyć o przekonaniu o faktycznej przydatności wprowadzonych oznaczeń w ochronie środowiska naturalnego. Odsetek ten jest nieco większy niż w przypadku wielkości tej samej zmiennej pochodzącej z próby inwestorów indywidualnych. Wybór pozostałych wariantów odpowiedzi rozłożył się stosunkowo równomiernie i malejąco w kierunku kombinacji odpowiedzi o charakterze negatywnym dla obu z nich. Osoby udzielające negatywnych odpowiedzi związanych z zaufaniem wobec unijnych oznaczeń produktów finansowych, wyraźnie rzadziej od pozostałych deklarowały chęć wykorzystywania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych (tabela 5.11).

Tabela 5.11. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz przekonania o skuteczności wprowadzanych oznaczeń we wspieraniu ochrony środowiska naturalnego

		Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Udostępniane przed zawarciem umowy zakupu produktu finansowego oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z nabywaną inwestycją pomagają chronić środowisko naturalne	Odpowiedzi negatywne	7	4	4	15
	Odpowiedzi neutralne	11	23	14	48
	Odpowiedzi pozytywne	10	21	56	87
Ogółem		28	48	74	150

Źródło: badanie własne.

Inwestorzy profesjonalni biorący udział w badaniu ankietowym w większości określili swój poziom wiedzy finansowej jako powyżej średniej lub przeciętny, co jest niższym wynikiem niż w przypadku inwestorów indywidualnych. Jedyne 32 inwestorów wskazało na wysoki poziom wiedzy, a w pojedynczych przypadkach poziom ten ankietowani określili jako bardzo wysoki, poniżej średniej, niski bądź bardzo niski. Zestawiając deklarowany poziom wiedzy ze znajomością unijnych oznaczeń dotyczących zielonych produktów finansowych (tabela 5.12) można zauważyć, że w pewnym stopniu wyższy poziom deklarowanej wiedzy z

zakresu finansów sprzyja bardziej pozytywnym wariantom odpowiedzi wobec wiedzy na temat klasyfikacji produktów finansowych stosowanej przez Unię Europejską.

Tabela 5.12. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym poziomem wiedzy z zakresu finansów

		Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Poziom mojej wiedzy z zakresu finansów określam jako:	Bardzo niski	2	2	0	4
	Niski	2	4	0	6
	Poniżej średniej	3	3	4	10
	Przeciętny	9	16	14	39
	Powyżej średniej	12	10	26	48
	Wysoki	4	7	21	32
	Bardzo wysoki	0	2	9	11
Ogółem		32	44	74	150

Źródło: badanie własne.

W przypadku deklarowanego poziomu wiedzy z zakresu ekologii, rozkład odpowiedzi wśród badanych inwestorów jest nieco odmienny od zaobserwowanego dla deklarowanego poziomu wiedzy finansowej.

Analizując odpowiedzi na pytania dotyczące wiedzy z zakresu ekologii (tabela 5.13) można wyraźnie zauważyć, że najczęściej wybierany wariant odpowiedzi był o jeden poziom niższy niż w przypadku wiedzy finansowej. Różnice tą można uzasadnić faktem, że ankieta była kierowana do osób w pewnym stopniu interesujących się finansami i rynkiem finansowym, a niekoniecznie kwestiami ochrony środowiska naturalnego. Warto jednak zauważyć, że większość badanych pomimo tego zadeklarowała przynajmniej ponadprzeciętny poziom wiedzy ekologicznej.

Tabela 5.13. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym poziomem wiedzy z zakresu ekologii

		Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne			Ogółem
		Odpowiedzi negatywne	Odpowiedzi neutralne	Odpowiedzi pozytywne	
Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:	Bardzo niski	0	1	0	1
	Niski	1	1	0	2
	Poniżej średniej	3	4	3	10
	Przeciętny	15	24	25	64
	Powyżej średniej	7	9	21	37
	Wysoki	4	4	19	27
	Bardzo wysoki	2	1	6	9
Ogółem		32	44	74	150

Źródło: badanie własne.

5.4. Analiza różnic pomiędzy analizowanymi próbami badawczymi

Uzyskane dane w wyniku przeprowadzonych badań na próbie inwestorów indywidualnych i profesjonalnych umożliwiają porównanie niektórych cech pomiędzy obiema grupami. W pierwszej kolejności porównano rodzaj wykształcenia wśród inwestorów indywidualnych i profesjonalnych. Zestawienie tych dwóch zmiennych przedstawia tabela 5.14.

Tabela 5.14. Tabela krzyżowa zestawiająca typ inwestora z rodzajem jego wykształcenia

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Typ wykształcenia	Ekonomiczne	58	28,4%	79	52,7%	137	38,7%
	Inne niż ekonomiczne	146	71,6%	71	47,3%	217	61,3%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

Na podstawie danych przedstawionych w tabeli 5.14 można zauważyć wyraźną dominację osób z wykształceniem innym niż ekonomiczne w przypadku próby inwestorów indywidualnych. Wśród inwestorów profesjonalnych podział pomiędzy osoby z wykształceniem ekonomicznym i innymi niż ekonomiczne okazał się bardziej równomierny i

jedynie nieco ponad połowa (52,7%) ankietowanych wyróżniała się wykształceniem ekonomicznym.

Poza omówionym do tej pory rodzajem wykształcenia przeanalizowano także różnice w poziomie wykształcenia obu grup inwestorów. Zestawienie porównujące ze sobą obie zmienne przedstawiono w formie tabeli 5.15.

Tabela 5.15. Tabela krzyżowa zestawiająca typ inwestora z poziom jego wykształcenia

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Poziom wykształcenia	Zawodowe	12	5,9%	11	7,3%	23	6,5%
	Średnie	60	29,4%	52	34,7%	112	31,6%
	Wyższe	132	64,7%	87	58,0%	219	61,9%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

W przypadku obu grup inwestorów dominowało wykształcenie wyższe stanowiące odpowiednio 64,7% u inwestorów indywidualnych oraz 58% wśród inwestorów profesjonalnych. W przypadku wykształcenia średniego odsetek osób deklarujący ten poziom oscylował w okolicach 30%, a w przypadku najniższego poziomu wyniósł 5,9% (inwestorzy indywidualni) i 7,3% (wśród inwestorów profesjonalnych).

Celowe jest określenie różnic występujących w odpowiedziach obu grup respondentów. Zestawienie deklarowanego przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych doświadczenia inwestycyjnego przedstawia tabela 5.16.

Tabela 5.16. Tabela krzyżowa zestawiająca doświadczenie w inwestowaniu z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Doświadczenie w inwestowaniu	Poniżej 1 roku	18	8,8%	36	24,0%	54	15,3%
	1 – 3 lat	48	23,5%	44	29,3%	92	26,0%
	4 – 6 lat	66	32,4%	31	20,7%	97	27,4%
	7 – 9 lat	32	15,7%	13	8,7%	45	12,7%
	10 – 12 lat	22	10,8%	14	9,3%	36	10,2%
	13 – 15 lat	10	4,9%	4	2,7%	14	4,0%
	Powyżej 15 lat	8	3,9%	8	5,3%	16	4,5%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

Analizując dane zawarte w tabeli 5.16 można zauważyć, że inwestorzy profesjonalni najliczniej określali swoje doświadczenie inwestycyjne na poziomie od 1 do 3 lat (niemal 30%

ankietowanych). Drugim najczęściej wybieranym wariantem odpowiedzi był przedział poniżej 1 roku doświadczenia inwestycyjnego (z wynikiem 24%), a na trzecim miejscu znalazł się zakres od 4 do 6 lat doświadczenia (20,7%). W przypadku inwestorów indywidualnych trzy najczęściej wybierane przedziały doświadczenia to od 4 do 6 lat, od 1 do 3 lat i od 7 do 9 lat. Udział osób deklarujących doświadczenie inwestycyjne na poziomie poniżej 1 roku wynosił jedynie 8,8%, co sugeruje, że generalnie inwestorzy indywidualni charakteryzowali się dłuższym doświadczeniem inwestycyjnym.

W celu porównania dwóch badanych prób inwestorów pod względem deklarowanego poziomu wiedzy z zakresu finansów częstości zaznaczanych przez respondentów odpowiedzi zostały przedstawione w tabeli 5.17.

Analizując tabelę 5.17 pod względem częstości wyboru poszczególnych wariantów odpowiedzi przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych wyrażonych procentowo można zauważyć, że znacząco większa część inwestorów indywidualnych niż profesjonalnych oceniła poziom swojej wiedzy finansowej jako wysoki. Inwestorzy profesjonalni bardziej skłaniali się ku odpowiedziom określającym poziom ich wiedzy z zakresu finansów jako powyżej średniej lub przeciętny. Uzyskując tego typu wyniki należy zadać pytanie dotyczące wiarygodności samooceny inwestorów indywidualnych, ponieważ należałoby się spodziewać, że inwestorzy profesjonalni posiadają większą wiedzę na temat finansów i inwestycji.

Tabela 5.17. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowany poziom wiedzy finansowej z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Poziom mojej wiedzy z zakresu finansów określam jako:	Bardzo niski	2	1,0%	4	2,7%	6	1,7%
	Niski	7	3,4%	6	4,0%	13	3,7%
	Poniżej średniej	9	4,4%	10	6,7%	19	5,4%
	Przeciętny	38	18,6%	39	26,0%	77	21,8%
	Powyżej średniej	47	23,0%	48	32,0%	95	26,8%
	Wysoki	85	41,7%	32	21,3%	117	33,1%
	Bardzo wysoki	16	7,8%	11	7,3%	27	7,6%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

W odniesieniu do wiedzy z zakresu ekologii odpowiedzi kształtowały się w podobny sposób jak w przypadku wiedzy z zakresu finansów. Inwestorzy indywidualni deklarowali

przeciętnie wyższy poziom wiedzy z zakresu ekologii niż inwestorzy profesjonalni, wybierając najczęściej odpowiedź „powyżej średniej” (w ponad 45% przypadków). Dla porównania inwestorzy profesjonalni najczęściej określali swój poziom wiedzy w tym obszarze jako przeciętny (niecałe 43% odpowiedzi). W przypadku pozostałych wariantów można zauważyć, że generalnie inwestorzy indywidualni wykazywali tendencję do określania swojego poziomu wiedzy ekologicznej o około jeden stopień wyżej niż inwestorzy profesjonalni (tabela 5.18).

Tabela 5.18. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowany poziom wiedzy z zakresu ekologii z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:	Bardzo niski	2	1,0%	1	0,7%	3	0,8%
	Niski	6	2,9%	2	1,3%	8	2,3%
	Poniżej średniej	14	6,9%	10	6,7%	24	6,8%
	Przeciętny	31	15,2%	64	42,7%	95	26,8%
	Powyżej średniej	93	45,6%	37	24,7%	130	36,7%
	Wysoki	40	19,6%	27	18,0%	67	18,9%
	Bardzo wysoki	18	8,8%	9	6,0%	27	7,6%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

W przypadku znajomości pojęcia kryteria ESG również inwestorzy indywidualni wykazali się większym odsetkiem odpowiedzi twierdzących niż inwestorzy profesjonalni (tabela 5.19). Różnice te nie były jednak bardzo znaczące i mieściły się na poziomie 12 punktów procentowych.

Tabela 5.19. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?	Tak	124	60,8%	72	48,0%	196	55,4%
	Nie	80	39,2%	78	52,0%	158	44,6%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

Tabela 5.20. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%		
Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?	Tak	155	76,0%	100	66,7%	255	72,0%
	Nie	49	24,0%	50	33,3%	99	28,0%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

W przypadku znajomości pojęcia Europejskiego Zielonego Ładu ponad 2/3 ankietowanych w obu grupach udzieliło odpowiedzi twierdzących. Inwestorzy indywidualni w 76% wybrali odpowiedź „tak”, a wśród inwestorów profesjonalnych stanowiły one odpowiednio niecałe 67% (tabela 5.20).

W odniesieniu do znajomości nowej klasyfikacji produktów finansowych wynikającej z Europejskiego Zielonego Ładu nieco ponad połowa inwestorów indywidualnych jak również profesjonalnych wybrała odpowiedzi z zakresu od „raczej zgadzam się” do „zdecydowanie zgadzam się”. Podobnie jak w przypadku dotychczasowych porównań, inwestorzy indywidualni wydają się nieco wyżej oceniać swoją znajomość omawianej klasyfikacji niż inwestorzy profesjonalni. Różnice między tymi grupami nie są jednak tak znaczne (tabela 5.21).

Tabela 5.21. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia klasyfikacji produktów finansowych służących celowi dotyczącemu zrównoważonego rozwoju z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%		
Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonego rozwoju	Zdecydowanie nie zgadzam się	2	1,0%	4	2,7%	6	1,7%
	Nie zgadzam się	15	7,4%	8	5,3%	23	6,5%
	Raczej nie zgadzam się	17	8,3%	20	13,3%	37	10,5%
	Nie mam zdania	38	18,6%	44	29,3%	82	23,2%
	Raczej zgadzam się	72	35,3%	42	28,0%	114	32,2%
	Zgadzam się	50	24,5%	24	16,0%	74	20,9%
	Zdecydowanie zgadzam się	10	4,9%	8	5,3%	18	5,1%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

Inwestorzy indywidualni w niemal 68% zadeklarowali z większym lub mniejszym przekonaniem, że przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych będą wykorzystywać kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych. Jedynie niecałe 21% ankietowanych nie miało zdania w tym temacie, a około 11% stwierdziło, że nie będzie brać pod uwagę kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych. W przypadku inwestorów profesjonalnych deklaracje w tym obszarze były nieco bardziej ostrożne. Jedynie niecałe 50% z nich wskazało, że zamierza w jakimś stopniu wykorzystywać kryteria ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. Brak zdania w tej kwestii wyraziło natomiast 32% ankietowanych, a niecałe 19% z nich wyraziło się negatywnie na ten temat (tabela 5.22).

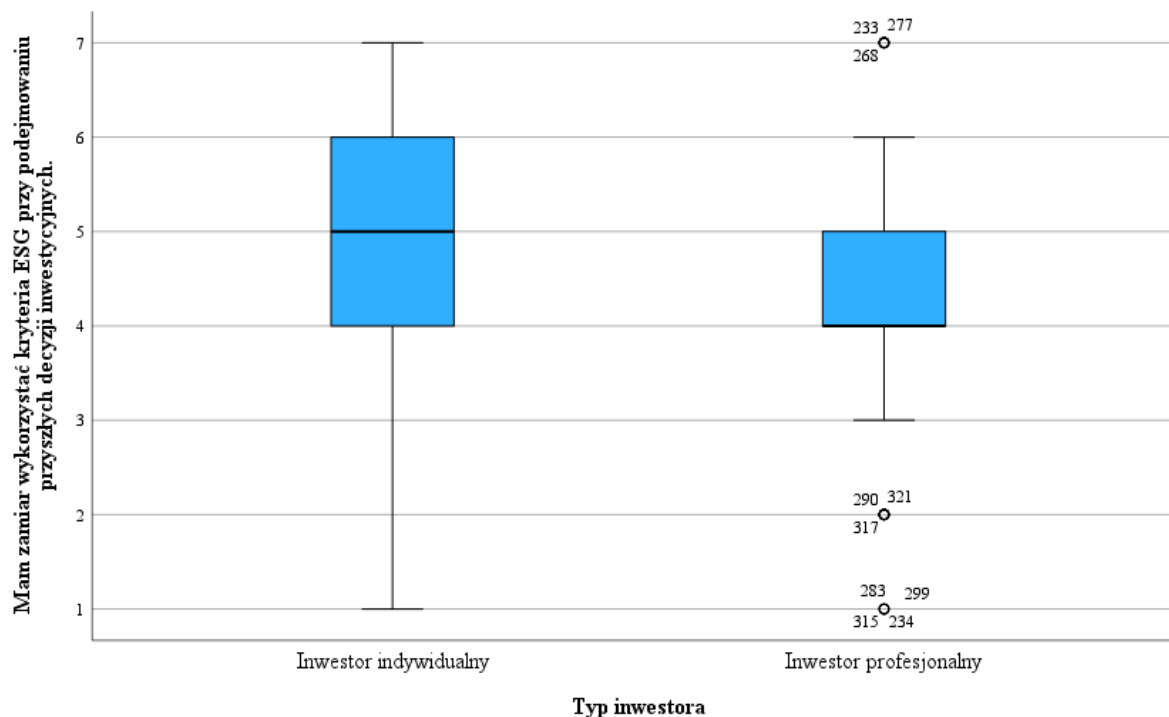
Tabela 5.22. Tabela krzyżowa zestawiająca zamiar wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych z typem inwestora

		Typ inwestora				Ogółem	
		Inwestor indywidualny		Inwestor profesjonalny			
		N	%	N	%	N	%
Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych	Zdecydowanie nie zgadzam się	3	1,5%	4	2,7%	7	2,0%
	Nie zgadzam się	7	3,4%	10	6,7%	17	4,8%
	Raczej nie zgadzam się	14	6,9%	14	9,3%	28	7,9%
	Nie mam zdania	42	20,6%	48	32,0%	90	25,4%
	Raczej zgadzam się	81	39,7%	42	28,0%	123	34,7%
	Zgadzam się	45	22,1%	25	16,7%	70	19,8%
	Zdecydowanie zgadzam się	12	5,9%	7	4,7%	19	5,4%
Ogółem		204	100,0%	150	100,0%	354	100,0%

Źródło: badanie własne.

Na podstawie zaprezentowanych wyników można zauważyć, że inwestorzy indywidualni z większym entuzjazmem podchodzą do wykorzystywania kwestii ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Prawidłowość tą potwierdza także analiza graficznego rozkładu odpowiedzi przedstawiona na wykresie 5.23.

Wykres 5.23. Wykres pudełkowy zestawiający zamiar wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych z typem inwestora



Źródło: badanie własne.

Przedstawiony wykres 5.23 potwierdza, że przeciętnie inwestorzy indywidualni wykazywali silniejszy zamiar wykorzystywania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych. Warto jednak zauważyć, że w odróżnieniu od inwestorów profesjonalnych odpowiedzi inwestorów indywidualnych charakteryzowały się mniejszą koncentracją wokół najczęściej wybieranych odpowiedzi. W przypadku inwestorów profesjonalnych pojawiło się natomiast więcej skrajnych odpowiedzi, znacząco różniących się od wariantów najczęściej wybieranych przez ogół respondentów.

5.5. Podsumowanie wyników badań własnych

Przedmiotem pracy była analiza uwzględniania kryteriów ESG w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych na polskim rynku finansowym. Na podstawie przeprowadzonego na potrzeby niniejszej dysertacji badań można stwierdzić, że kryteria ESG są już wykorzystywane w decyzjach inwestycyjnych przez inwestorów na polskim rynku finansowym. Dotyczy to zarówno grupy inwestorów indywidualnych jak i profesjonalnych.

Należy przy tym zwrócić uwagę, że inwestorzy indywidualni częściej niż inwestorzy profesjonalni deklarują chęć wykorzystywania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych. Niecała połowa (49%) inwestorów profesjonalnych zadeklarowała zamiar wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu najbliższej decyzji inwestycyjnej, a w przypadku inwestorów indywidualnych odsetek ten wyniósł 67,7%. Warto także zaznaczyć, że w przypadku samej znajomości zagadnienia kryteriów ESG znaczenie miało także wykształcenie ankietowanych (wykształcenie na poziomie wyższym sprzyjało lepszej znajomości tego zagadnienia) oraz doświadczenie na rynku finansowym.

Spośród badanych prób inwestorów w kwestii dotyczącej samooceny poziomu wiedzy finansowej inwestorzy indywidualni w większości deklarowali wyższy poziom niż inwestorzy profesjonalni. Warto jednak zaznaczyć, że zjawisko to najprawdopodobniej wynika z większej ostrożności inwestorów profesjonalnych przy określaniu poziomu posiadanej przez siebie wiedzy finansowej. Inwestorzy indywidualni natomiast byli bardziej skłonni do przeceniania posiadanych umiejętności w tym zakresie o około jeden stopień na zastosowanej skali pomiarowej.

Presja otoczenia w kontekście wykorzystywania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych stanowi najmniej znaczący spośród analizowanych czynników w przeprowadzonym badaniu, zarówno wśród inwestorów indywidualnych jak również inwestorów profesjonalnych.

Z kolei postawa wobec poziomu ryzyka inwestycyjnego wśród analizowanych grup inwestorów charakteryzowała się znacznym stopniem zróżnicowania. Około 2/3 ankietowanych wykazywała preferencje wobec ograniczonego ryzyka, pozostała część akceptowała większe poziomy ryzyka inwestycyjnego. Zaobserwowano także częstsze wykorzystywanie kryteriów ESG wśród ankietowanych preferujących podejmowanie decyzji inwestycyjnych o ograniczonym ryzyku. Informacje z zakresu ESG przedstawiając więcej informacji na temat funkcjonowania danej inwestycji teoretycznie powinny wpływać na obniżenie ryzyka inwestycyjnego, co znalazło potwierdzenie w uzyskanych wynikach badania ankietowego.

Zauważyć jednak należy, że wiedza na temat obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu jest na poziomie, który można uznać za umiarkowany (około 60% ankietowanych wykazało się wiedzą w tym obszarze). Wynik ten był stosunkowo zbliżony zarówno w grupie ankietowanych inwestorów indywidualnych jak również inwestorów profesjonalnych, chociaż można zaobserwować nieco wyższe średnie poziomy wiedzy w tym obszarze wśród pierwszej z wymienionych grup. Zaufanie wobec Europejskiego Zielonego

Ładu w przypadku obu analizowanych prób kształtowało się w porównywalny sposób i było stosunkowo zbliżone do prezentowanego poziomu znajomości obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu (około 50-60%). Podobnie jak w przypadku wiedzy, to inwestorzy indywidualni wykazywali nieco wyższe poziomy zaufania niż inwestorzy profesjonalni, jednak różnice te wynosiły maksymalnie kilka punktów procentowych.

W przypadku obu analizowanych prób badawczych inwestorzy wyróżniający się większym doświadczeniem inwestycyjnym częściej deklarowali znajomość samego pojęcia ESG, jak również chęć wykorzystywania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych niż inwestorzy z krótszym doświadczeniem.

Inwestorzy indywidualni w badanej próbie charakteryzowali się przeciętnie wyższym deklarowanym poziomem wiedzy z zakresu ekologii niż inwestorzy profesjonalni. Różnice te były także zauważalne w prezentowanym przez nich podejściu do kwestii ekologicznych związanych z dokonywanymi inwestycjami oraz znajomością kwestii związanych z Europejskim Zielonym Ładem. Inwestorzy profesjonalni wydają się zatem być bardziej nastawieni na wykorzystywanie klasycznych wskaźników finansowych przy podejmowanych decyzjach inwestycyjnych.

Zakończenie

Rosnące znaczenie w skali międzynarodowej aspektów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego w procesach inwestycyjnych znajduje swoje odzwierciedlenie w coraz bardziej rozbudowanych regulacjach prawnych, przyjmowanych w ramach międzynarodowych porozumień mających na celu między innymi ochronę klimatu lub w przypadku realizowanego przez Unię Europejską Europejskiego Zielonego Ładu. W niniejszej pracy przedstawiono analizę uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych na polskim rynku finansowym. Przedstawione wyniki badań własnych przeprowadzonych na obu grupach inwestorów pozwalają na sformułowanie pewnych wniosków dotyczących społecznie odpowiedzialnych aspektów inwestycji podejmowanych przez inwestorów.

Należy też zauważyć, że dodatkowe obowiązki informacyjne zostały już nałożone na spółki giełdowe, a w przyszłości mają one zostać rozszerzone na inne podmioty gospodarcze. W kwestii produktów finansowych należy mieć świadomość, że Europejski Zielony Ład nałożył od roku 2023 między innymi obowiązki w zakresie publikowania dodatkowych informacji o udziale danego produktu finansowego w realizacji przyjętych celów środowiskowych lub społecznych.

Głównym celem postawionym w pracy była analiza uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych na polskim rynku finansowym. Cel główny został osiągnięty poprzez realizację poszczególnych celów szczegółowych i weryfikację hipotez badawczych postawionych w pracy. Spośród przyjętych celów szczegółowych:

- przedstawiono definicje i terminologię związaną ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem,
- dokonano usystematyzowania wiedzy dotyczącej Europejskiego Zielonego Ładu w kontekście dodatkowych ujawnień realizowanych na poziomie produktu finansowego,
- przeanalizowano raporty i wyniki badań naukowych związanych z aspektami ESG na rynkach finansowych,
- określono, że około 60% inwestorów indywidualnych i profesjonalnych na polskim rynku finansowym zamierza wykorzystywać kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych,
- wskazano na różnice pomiędzy inwestorami indywidualnymi a profesjonalnymi w zakresie preferencji dotyczących społecznie odpowiedzialnych aspektów realizowanych inwestycji.

Postawiona w pracy pierwsza hipoteza badawcza została sformułowana w następujący sposób:

H1: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Przeprowadzone w ramach dysertacji badania pozwalają na pozytywną weryfikację tej hipotezy. W odniesieniu do inwestorów indywidualnych zdecydowana większość (58%) zadeklarowała, że już bierze pod uwagę kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Na podstawie analizy aktów prawnych i literatury przedmiotu dotyczącej społecznie odpowiedzialnych inwestycji na zagranicznych rynkach finansowych oraz przeprowadzonym autorskim badaniu ankietowym można stwierdzić, że inwestorzy na polskim rynku finansowym wpisują się w szersze trendy występujące na rynku Unii Europejskiej.

Większość inwestorów indywidualnych (blisko 68% ankietowanych) zadeklarowała chęć uwzględnienia kryteriów ESG przy podejmowaniu najbliższej decyzji inwestycyjnej. Ponadto analiza uzyskanych wyników wskazała na występowanie zależności pomiędzy deklarowanym uwzględnianiem kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych a przywiązywanym przez respondenta znaczeniem do kwestii związanych z ochroną środowiska naturalnego.

Nie bez znaczenia wydają się być także zmiany w ujawnieniach dotyczących ekologicznych aspektów produktów finansowych, wprowadzonych przez Unię Europejską jako część Europejskiego Zielonego Ładu. Prawie 65% ankietowanych inwestorów indywidualnych stwierdziło, że zna nowe zasady klasyfikacji produktów finansowych spełniających kryteria zrównoważonego rozwoju i potrafiłoby z nich skorzystać podejmując decyzję inwestycyjną. Podobny odsetek ankietowanych wyraził przekonanie o realnym pozytywnym wpływie tego typu produktów finansowych na środowisko naturalne. Na tym tle słabsze wyniki uzyskane w zakresie znajomości wprowadzonych oznaczeń mogą wynikać z faktu, że badanie zostało przeprowadzone relatywnie krótko (po 3 miesiącach) po formalnym obowiązywaniu większości z wprowadzonych zmian. Zaznaczyć jednak należy, że zmiany w obowiązujących regulacjach prawnych były wcześniej podane do wiadomości publicznej.

Na podstawie przeprowadzonego badania można stwierdzić, że inwestorzy indywidualni deklarują stosunkowo niską podatność na presję wywieraną przez otoczenie na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne, w szczególności w zakresie uwzględniania aspektów ESG związanych z dokonywanymi inwestycjami. Spośród badanych inwestorów indywidualnych około 63% z nich uznało, że opinia innych osób nie wpływa na ich decyzje inwestycyjne. Inwestorzy indywidualni często inwestowanie traktują jako dodatkowe zajęcie,

mogą więc nie poświęcać dostatecznie dużo czasu na zapoznanie się ze wszystkimi zmianami zachodzącymi na rynku w tak krótkim czasie. W tym zakresie zdecydowanie lepiej poinformowani powinni być inwestorzy profesjonalni, którzy stanowili odrębną próbę badawczą.

Druga hipoteza badawcza została sformułowana w następujący sposób:

H2: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów profesjonalnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Hipoteza ta została pozytywnie zweryfikowana na podstawie przeprowadzonych badań. Warto jednak zaznaczyć, że pomimo pozytywnej weryfikacji ustalono, że podejście inwestorów profesjonalnych do wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych nie było tak silne jak miało to miejsce w przypadku inwestorów indywidualnych. Decyzje profesjonalnych i indywidualnych inwestorów mogą znacząco różnić się od siebie w ramach określonej kwestii w wyniku oddziaływania wielu różnych czynników. Inwestorzy profesjonalni powinni odznaczać się większą wiedzą w zakresie finansów i inwestowania. Wpływ na prawidłową (bardziej obiektywną) ocenę i interpretację informacji rynkowych zarówno finansowych jak również pozafinansowych może mieć także kwestia własności inwestowanego kapitału. Osoby podejmujące decyzje inwestycyjne w ramach wykonywanej pracy, zobowiązane są do przestrzegania wytycznych i założeń przyjętych przez instytucję, w której dany inwestor jest zatrudniony.

Inwestorzy profesjonalni zarządzając powierzonym im kapitałem w ramach pełnionych obowiązków zawodowych mogą wykazywać bardziej konserwatywne podejście do oceny różnych aspektów inwestycji niż inwestorzy zaangażowani w decyzje inwestycyjne poprzez własny, prywatny majątek. Co więcej, prywatne preferencje inwestorów profesjonalnych mogą także znajdować odzwierciedlenie w decyzjach podejmowanych w imieniu reprezentowanej przez nich instytucji. W przypadku poziomu wiedzy finansowej przewidywane różnice pomiędzy dwiema badanymi grupami inwestorów znalazły potwierdzenie w zebranych danych empirycznych (inwestorzy indywidualni wykazali się wyższym poziomem deklarowanej wiedzy, jednak inwestorzy profesjonalni wykazali się bardziej trafnymi odpowiedziami na pytania dotyczące praktycznej znajomości finansów). W odniesieniu do podejścia inwestorów do wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych uzyskano pewne rozbieżności, chociaż respondenci z obu tych grup w znacznej mierze deklarowali pewien stopień wykorzystywania kryteriów ESG przy podejmowaniu najbliższej decyzji inwestycyjnej

(49,4% inwestorów profesjonalnych wyraziło taki zamiar, a w przypadku inwestorów indywidualnych takich odpowiedzi udzieliło niecałe 68% ankietowanych).

Inwestorzy indywidualni w przeprowadzonym badaniu zdecydowanie większą wagę przywiązywali do kwestii ochrony środowiska niż inwestorzy profesjonalni (74% inwestorów indywidualnych, a w przypadku inwestorów profesjonalnych odsetek ten wyniósł niecałe 49%), co może świadczyć o mniejszym przywiązaniu indywidualnych inwestorów wyłącznie do wskaźników finansowych. Z drugiej strony inwestorzy profesjonalni ze względu na wykonywany zawód powinni charakteryzować się większym przywiązaniem do polityki inwestycyjnej firmy, na rzecz której dokonują inwestycji.

Profesjonalni inwestorzy zauważalnie rzadziej deklarowali zainteresowanie kryteriami ESG w porównaniu do inwestorów indywidualnych. Niemniej jednak należy podkreślić, że niemal połowa z nich (49,4%) udzielała pozytywnych odpowiedzi dotyczących kwestii wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, a jedynie wybierali przeciętnie niższe wagi na siedmiostopniowej skali pomiarowej.

W przypadku deklarowanej znajomości analizowanych elementów Europejskiego Zielonego Ładu, około 39% ankietowanych inwestorów indywidualnych oraz około 47% inwestorów profesjonalnych nie wykazała się dobrą znajomością tych zagadnień. Należy uznać taki wynik za niezadawalający. Oznacza to również, że prowadzona szeroka kampania informacyjna w mediach promująca kwestie Europejskiego Zielonego Ładu, nie była wystarczająco efektywna.

Inwestorzy indywidualni zadeklarowali poziom zaufania wobec oznaczeń stosowanych przez Unię Europejską nieco wyższy niż w przypadku wiedzy wobec nich (odpowiednio 63% i 61%). Może to sugerować, że jeżeli wprowadzone zmiany zyskają większą popularność wśród inwestorów, będą cieszyły się równie wysokim zaufaniem, co w praktyce może przełożyć się na pewien wzrost znaczenia kwestii związanych ze środowiskiem naturalnym oraz aspektami społecznymi w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej przez inwestorów. Niemniej należy zaznaczyć, że różnice te wynosiły w okolicach trzech punktów procentowych. W przypadku inwestorów profesjonalnych wyniki dotyczące omawianej wiedzy względem zaufania różniły się nieznacznie i kształtowały się na poziomie jednego punktu procentowego (około 53% w przypadku wiedzy oraz 54% odnośnie zaufania).

Europejski Zielony Ład w obszarze finansów ma przede wszystkim zapewnić wystarczające finansowanie zielonej transformacji gospodarki Unii Europejskiej, dzięki przekierowaniu części prywatnego kapitału w stronę zielonych inwestycji. Dotychczas uważano, że jedną z głównych przeszkód pozostawała znaczna różnorodność dostępnych

informacji z zakresu ESG, uniemożliwiająca inwestorom dokonywanie często jakichkolwiek porównań pomiędzy różnymi inwestycjami. Dodatkowo wielokrotnie pojawiały się przypadki znacząco podważające wiarygodność informacji pozafinansowych prezentowanych przez niektóre spółki. Nie można jednak zapomnieć o zagrożeniach dla realizacji założeń Europejskiego Zielonego Ładu, które mogą uniemożliwić dalsze wdrażanie zmian gospodarczych. Pojawiające się głosy krytyczne wobec skutków realizowanej transformacji najczęściej poruszają kwestię zbyt krótkiego okresu przeznaczonego na zmiany, zbyt głęboką ingerencję w mechanizmy wolnorynkowe, mogącą zagrozić konkurencyjności gospodarek Unii Europejskiej na tle światowym oraz wysokie koszty.

Ponadto, na podstawie przeprowadzonej w pracy analizy można sformułować szereg wniosków.

- 1) Kryteria ESG stanowią znaczący czynnik, mogący decydować o wyborze lub odrzuceniu danej inwestycji przez inwestora.
- 2) Następuje stopniowa ewolucja narzędzi umożliwiających implementację aspektów ESG w procesy podejmowania decyzji inwestycyjnych. Proste metody screeningu negatywnego zostają wypierane przez bardziej zaawansowane narzędzia, polegające między innymi na integracji elementów ESG do analizy fundamentalnej.
- 3) Europejski Zielony Ład, stanowi główny czynnik polityczno-prawny wpływający na funkcjonowanie rynków finansowych państw Unii Europejskiej w zakresie kwestii ESG.
- 4) Kryteria ESG stanowią już jeden z ważnych elementów podejmowania decyzji finansowych. W szczególności duże znaczenie aspektów ESG dla realizowanych inwestycji występuje w obrębie sektora bankowego. Ponadto znaczenie kryteriów ESG dla funkcjonowania rynków finansowych w przyszłości może stać się jeszcze bardziej istotne, zarówno z punktu widzenia systemowego jak również konstrukcji procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych pojedynczego inwestora.

Analizowany w niniejszej rozprawie obszar badawczy wymaga prowadzenia dalszych badań. W szczególności po dłuższym okresie funkcjonowania wprowadzonych zmian wydaje się celowe określenie, czy podjęta przez Unię Europejską próba wystandaryzowania informacji pozafinansowych z zakresu ESG, w szczególności związanych z aspektami środowiskowymi, wpłynęła na faktyczne zachowania inwestorów. Interesujące też będzie określenie w jakim stopniu ujawnienia z zakresu realizacji celów środowiskowych przez dany produkt finansowy faktycznie wpływają na wzrost zainteresowania inwestorów zastosowaniem aspektów ESG w

ich praktyce inwestycyjnej. Obszary te z pewnością będą wymagały w przyszłości dalszych badań.

Ze względu na zróżnicowaną charakterystykę społeczeństw wchodzących w skład Unii Europejskiej, zrealizowane w ramach polskiego rynku finansowego badania można byłoby w przyszłości rozszerzyć także na pozostałe rynki europejskie. Kraj pochodzenia inwestora może bowiem wpływać na znaczenie jakie przywiązuje on do aspektów ESG i konsekwencji ich wpływu na podejmowane decyzje inwestycyjne. Istotne w tej kwestii mogą okazać się zarówno czynniki społeczno-kulturowe, jak również uwarunkowania lokalnego rynku finansowego. Interesujące byłoby również kontynuowanie badań w kierunku określenia czy uwzględnianie kryteriów ESG wpływa na obniżenie ryzyka specyficznego dokonywanych inwestycji. Przepuszczalnie uwzględnianie kryteriów ESG będzie skutkowało obniżeniem ryzyka systematycznego w skali makroekonomicznej.

Literatura

Akty prawne

1. Komunikat Komisji – Europa 2020. Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu. Bruksela, 03.03.2010. KOM(2010) 2020 wersja ostateczna (2010) (Unia Europejska). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A52010DC2020>.
2. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady. Po konferencji w Paryżu: ocena skutków porozumienia klimatycznego z Paryża – komunikat towarzyszący wnioskowi dotyczącemu decyzji Rady w sprawie podpisania w imieniu Unii Europejskiej porozumienia klimatycznego z Paryża przyjętego w ramach Ramowej konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu, Komisja Europejska, COM(2016) 110 final, Bruksela 2016, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex:52016DC0110>
3. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Kolejne kroki w kierunku zrównoważonej przyszłości Europy. Europejskie działania na rzecz zrównoważonego rozwoju, COM(2016) 739 final, Strasburg 2016, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&from=EN>.
4. Komunikat Komisji. Europejski Zielony Ład, COM(2019) 640 final, Bruksela 2019. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%3A52019DC0640> (02.02.2023).
5. Komunikat Komisji. Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, COM(2018) 97 final, Bruksela 2018 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097#footnote13>.
6. Komunikat Komisji. Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego, COM(2018) 97 final, Bruksela 2018 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097#footnote13>.
7. Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r. https://www.unic.un.org.pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf.
8. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/2139 z dnia 4 czerwca 2021 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 poprzez ustanowienie technicznych kryteriów kwalifikacji służących określeniu warunków, na jakich dana działalność gospodarcza kwalifikuje się jako wnosząca istotny wkład w

łagodzenie zmian klimatu lub w adaptację do zmian klimatu, a także określeniu, czy ta działalność gospodarcza nie wyrządza poważnych szkód względem żadnego z pozostałych celów środowiskowych, L 442/1, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139>.

9. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1214 z dnia 9 marca 2022 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2139 w odniesieniu do działalności gospodarczej w niektórych sektorach energetycznych oraz rozporządzenie delegowane (UE) 2021/2178 w odniesieniu do publicznego ujawniania szczególnych informacji w odniesieniu do tych rodzajów działalności gospodarczej, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32022R1214>.
10. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>.
11. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088.
12. Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (wersja skonsolidowana), Dz. U. UE C 2016.202.47.

Książki i artykuły

1. Ackerman, F. (2008). Hot, it's not: Reflections on Cool It, by Bjorn Lomborg. *Climatic Change*, 89(3–4), 435–446. <https://doi.org/10.1007/s10584-008-9403-3>.
2. Adamek, J., Bąk, M., & Kogut, J. (2019). Non-Financial Information - Sources of Imperfections in the Opinion of Polish Accounting Practitioners. W P. Krnacova (Red.), 19th International Joint Conference Central and Eastern Europe in the Changing Business Environment : proceedings (s. 10–23). Vydavatel'stvo EKONOM.
3. Aertsens, J., Mondelaers, K., Verbeke, W., Buysse, J., Van Huylenbroeck, G. (2011). The influence of subjective and objective knowledge on attitude, motivations and consumption of organic food. *British Food Journal*, 113(11), 1353–1378. <https://doi.org/10.1108/00070701111179988>.
4. Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-t](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-t).
5. Ajzen, I. (n.d). Constructing a theory of planned behavior questionnaire. <https://people.umass.edu/aizen/pdf/tpb.measurement.pdf>. (25.05.2023).
6. Al Mamun, M., Boubaker, S., Nguyen, D. K. (2022). Green finance and decarbonization: Evidence from around the world. *Finance Research Letters*, 46, 102807. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102807>.
7. Amel-Zadeh, A., Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>.
8. Ayadi R., On Basel Regulation and Banks' Incentives [w:] Balling, M., Lierman, F., Van den Spiegel, F., Ayadi, R., Llewellyn, D. T. (Red.). (2012). *New paradigms in banking, financial markets and regulation?*. Vienna: Larcier.
9. Baker, H.K., Kumar, S., Goyal, N. and Gaur, V. (2019), "How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases", *Managerial Finance*, Vol. 45 No. 1, pp. 124-146. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2018-0003>.
10. Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. The Ethical Financial Question and the MCDM Framework [w:] Ballesteros, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2014). *Socially Responsible Investment: A Multi-Criteria Decision-Making Approach* (International Series in Operations Research & Management Science Book 219) (2015th ed.). Springer.

11. Banaszczak-Soroka, U. Inwestor na rynku papierów wartościowych [w:] Banaszczak-Soroka, U. (Red.) (2016). Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty finansowe i metody ich wyceny, C.H. Beck, Warszawa.
12. Barber, B. M., Morse, A., Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>.
13. Beal, D., Goyen, M., (1998). Putting your money where your mouth is: A profile of ethical investors. *Financial Services Review*, 7(2), 129–143. [https://doi.org/10.1016/s1057-0810\(99\)80007-9](https://doi.org/10.1016/s1057-0810(99)80007-9).
14. Bengtsson, E. (2007). A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 82(4), 969–983. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9606-y>.
15. Bohdanowicz, Z., Giergiczny, M. Wpływ rozwoju gospodarki przemysłowej na stan klimatu i przyrody w: Budziszewska, M., Kardaś, A., Bohdanowicz, Z. (red.). (2021). *Klimatyczne ABC. Interdyscyplinarne podstawy współczesnej wiedzy o zmianie klimatu*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.
16. Bolibok, P., & Żukowski, M. (2015). The impact of inequalities in regional economic development on disparities in spatial distribution of cashless payment infrastructure in Poland. *Journal of Economics and Management*, (21), 173–188.
17. Borgers, A. C., & Pownall, R. A. (2014). Attitudes towards socially and environmentally responsible investment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27–44. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2014.01.005>.
18. Bowen, H. R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. University of Iowa Press, Iowa City.
19. Breński, W., Oleksiuk, A. (2008). Strategiczne szanse polskiej gospodarki w kontekście globalizacji. *Difin*, Warszawa, s. 52.
20. Brown, J. R., Martinsson, G., Petersen, B. C. (2017). Stock markets, credit markets, and technology-led growth. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 45–59. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.07.002>.
21. Bugg-Levine, A., and J. Emerson. (2011). *Impact Investing: Transforming How We Make Money*
22. Bus, A., & Szelałowska, A. (2021). Green Water from Green Roofs—The Ecological and Economic Effects. *Sustainability*, 13(4), 2403. <https://doi.org/10.3390/su13042403>.
23. Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., Pruessner, E. (2022). *WHITE PAPER. Classification Scheme for Sustainable Investments. Accelerating the just and sustainable transition of the real economy*, Hamburg/Brussels.

24. Carnegie, A. (2017). *The Gospel of Wealth*. New York: Carnegie Corporation of New York, 2017 (first published in 1889).
25. Carrete, L., Castaño, R., Felix, R., Centeno, E., González, E. (2012). Green consumer behavior in an emerging economy: confusion, credibility, and compatibility. *Journal of Consumer Marketing*, 29(7), 470–481. <https://doi.org/10.1108/07363761211274983>.
26. Chaffee, Eric C. (2017). *The Origins of Corporate Social Responsibility*. *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 85, 347-373.
27. Chang, H., Tsai, S., Huang, C. (2019). Sustainable development: The effects of environmental policy disclosure in advertising. *Business Strategy and the Environment*, 28(8), 1497–1506. <https://doi.org/10.1002/bse.2325>;
28. Cheah, E. T., Jamali, D., Johnson, J. E., & Sung, M. C. (2011). Drivers of Corporate Social Responsibility Attitudes: The Demography of Socially Responsible Investors. *British Journal of Management*, 22(2), 305–323. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00744.x>.
29. Cheah, E.-T., D. Jamali, J.E.V. Johnson, and M.-C. Sung. 2011. Drivers of corporate social responsibility attitudes: The demography of socially responsible investors. *British Journal of Management* 22(2): 305–323.
30. Cheema-Fox, A., LaPerla, B. R., Serafeim, G., & Wang, H. (2020). Corporate Resilience and Response During COVID-19. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3578167>.
31. Chen, M., Mussalli, G. (2020). An Integrated Approach to Quantitative ESG Investing. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 65–74. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.46.3.065>.
32. Czerwińska T. (2009). Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3, 11-27;
33. Czerwonka M. (2012) The concept of socially responsible investing (SRI) in Poland, *Journal of Management and Financial Sciences* Vol. V, Issue 8, 76-90.
34. Czerwonka M. (2013). *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*, Difin, Warszawa.
35. Czerwonka, M. (2011) *Behawioralna i etyczna teoria inwestowania*. *Studia I Prace Kolegium Zarządzania I Finansów / Szkoła Główna Handlowa*, 53–63. <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171224849>.
36. Czerwonka, M. (2011), *Inwestycje odpowiedzialne społecznie (SRI) - inwestowanie alternatywne*, „Finanse, Czasopismo Komitetu o Finansach PAN”, nr 1 (4), 135-154;

37. de Groot, J. I. M., Steg, L. (2009). Mean or green: which values can promote stable pro-environmental behavior? *Conservation Letters*, 2(2), 61–66. <https://doi.org/10.1111/j.1755-263x.2009.00048.x>.
38. De Haas, R., Popov, A. I. (2019). Finance and decarbonisation: why equity markets do it better. *Research Bulletin*, 64(64). https://econpapers.repec.org/article/ecbecbrbu/2019_3a0064.htm
39. De Spiegeleer, J., Höcht, S., Jakubowski, D., Reyners, S., Schoutens, W. (2021). ESG: a new dimension in portfolio allocation. *Journal of Sustainable Finance Investment*, 1–41. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1923336>.
40. Dermine, J. (2013). Bank Regulations after the Global Financial Crisis: Good Intentions and Unintended Evil. *European Financial Management*, 19(4), 658–674. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2013.12017.x>.
41. Duliniec, A. (2015). Inwestowanie społecznie odpowiedzialne - przejściowa moda czy trwała tendencja? *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 1(937), 39–49. <https://doi.org/10.15678/znupek.2015.0937.0103>.
42. Dziawgo, D. (2021). Acceptance of sustainability concept by Polish individual investors. *European Research Studies Journal*, XXIV(Issue 3), 335–348. <https://doi.org/10.35808/ersj/2357>.
43. Dziawgo, D. (2021). Programy lojalnościowe dla klientów i inwestorów. Istota - ewolucja - wyzwania. Wydawnictwo Andrzej Marszałek.
44. Dziawgo, E. (2017). Implementation of “europe 2020” strategy in the countries of the european union. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 478, 142–151. <https://doi.org/10.15611/pn.2017.478.13>.
45. Dziawgo, L. (2010). *Zielony rynek finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
46. Dziawgo, L. (2021). Energy sectors on capital market – Financing the process “Towards Sustainability.” *European Research Studies Journal*, XXIV(Issue 2B), 938–955. <https://doi.org/10.35808/ersj/2316>.
47. Dziawgo, L. (2022). Environmental aspects of investing in the Polish stock exchange market according to individual investors. *Financial Internet Quarterly*, 18(4), 50–60. <https://doi.org/10.2478/fiqf-2022-0027>.
48. Dziawgo, L., & Dziawgo, D. (2018). Regulations of the financial market in Poland. Equilibrium vs. inversion. *Nauki O Finansach*, 23(4), 9–24. <https://doi.org/10.15611/fins.2018.4.01>.

49. Ellen, P. S. (1994). Do we know what we need to know? Objective and subjective knowledge effects on pro-ecological behaviors. *Journal of Business Research*, 30(1), 43–52. [https://doi.org/10.1016/0148-2963\(94\)90067-1](https://doi.org/10.1016/0148-2963(94)90067-1).
50. Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2013). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis* (9th ed.). Wiley, s. 291.
51. Fabrikant, J. I. (1987). The Chernobyl Disaster: An International Perspective. *Industrial Crisis Quarterly*, 1(4), 2–12. <https://doi.org/10.1177/108602668700100401>.
52. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>.
53. Fernandez, P. (2017). Is It Ethical to Teach That Beta and CAPM Explain Something? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2980847>.
54. Fierla, A., Węgrzyn, P., Wierzbicka, E. (2021). *Zrównoważone inwestycje. Finansowanie obligacjami i zabezpieczenie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
55. Fishbein, M., Ajzen, I. (2011). *Predicting and Changing Behavior*. Psychology Press: Taylor&Francis. <https://doi.org/10.4324/9780203838020>.
56. Flynn, L. R., Goldsmith, R. E. (1999). A Short, Reliable Measure of Subjective Knowledge. *Journal of Business Research*, 46(1), 57–66. [https://doi.org/10.1016/s0148-2963\(98\)00057-5](https://doi.org/10.1016/s0148-2963(98)00057-5).
57. Folqué, M., Escrig-Olmedo, E., Corzo Santamaría, T. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29(5), 876–890. <https://doi.org/10.1002/sd.2181>.
58. Freeman, E. R. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, Cambridge.
59. Friel, H., Lovejoy, T. E. (2011). *The Lomborg Deception: Setting the Record Straight About Global Warming*. Yale University Press.
60. Gamel, J. (2018), *Individual Investors and Socially Responsible Investments—Attitudes and Preferences in the Context of Wind Energy Investments*, Rozprawa doktorska, Uniwersytet techniczny w Monachium.
61. Gamel, J., Menrad, K., Decker, T. (2017). Which factors influence retail investors' attitudes towards investments in renewable energies? *Sustainable Production and Consumption*, 12, 90–103. doi:10.1016/j.spc.2017.06.001.

62. Gasser, S. M., Rammerstorfer, M., Weinmayer, K. (2017). Markowitz revisited: Social portfolio engineering. *European Journal of Operational Research*, 258(3), 1181–1190. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2016.10.043>.
63. Geczy, C. C., Guerard, J. B., Samonov, M. (2020). Warning: SRI Need Not Kill Your Sharpe and Information Ratios—Forecasting of Earnings and Efficient SRI and ESG Portfolios. *The Journal of Investing*, 29(2), 110–127. <https://doi.org/10.3905/joi.2020.1.115>.
64. Giustiniani, A., Thornton, J. (2011). Post-crisis financial reform: where do we stand? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(4), 323–336. <https://doi.org/10.1108/13581981111182938>;
65. Godawska, J., (2021). Użyteczność informacji środowiskowych dla inwestorów, seria: Rozprawy. Monografie nr 372, Wydawnictwo AGH, Kraków, s. 156.
66. Gołębiowski, G., Tłaczała, A. (2009). *Analiza finansowa w teorii i praktyce*, Difin, Warszawa, s. 212-213.
67. Gordon, T., Bell, M. (2022). How can corporate reporting bridge the ESG trust gap? EY Global Corporate Reporting and Institutional Investor Survey.
68. Greszta, M. (2021). *Przekształcamy nasz świat: Agenda na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030 | Kampania 17 Celów. Kampania 17 Celów | Biznes Na Rzecz Realizacji Celów Zrównoważonego Rozwoju W Polsce*.
69. Greta, M., Unijna polityka spójności w strategii lizbońskiej i jej wpływ na podnoszenie konkurencyjności „starego kontynentu”, [w:] Noga, M., Stawicka, M., K. (red.). (2008). *Globalizacja a konkurencyjność w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa, s. 106-107.
70. Harji, K., Best, H., Jeyaloganathan, M., Gauthier, K., Reynolds, J., Martin, E., Ulhaq, M., Odendahl, S., Hera, J., Rose, L., Burns, A., Milne, J. (2014). *Financial Social Good: A Primer on Impact Investing in Canada*, Royal Bank of Canada.
71. Hasnain, A., Raza, S. H., Qureshi, U. S. (2020). The Impact of Personal and Cultural Factors on Green Buying Intentions with Mediating Roles of Environmental Attitude and Eco-Labels as Well as Gender as a Moderator. *South Asian Journal of Management Sciences*, 14(1), 1–27. <https://doi.org/10.21621/sajms.2020141.01>.
72. Havenaar, J.M. & Bromet, E.J. The Experience of the Chornobyl Nuclear Disaster [w:] López-Ibor, J.J., Christodoulou, G., Maj, M., Sartorius, N. & Okasha A. (red.) (2004) *Disasters and Mental Health*. <https://doi.org/10.1002/047002125X.ch12>.

73. Heberlein, T.A. (1981), "Environmental attitudes", *Zeitschrift für Umweltpolitik*, 2(3), 241-270.
74. Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*. 2nd ed. Sage. Thousand Oaks. CA.
75. Hordt J., Renneboog L., & Zhang C. (2007). Socially responsible investments: Methodology, risk exposure and performance, *Finance Working Paper*, no. 175, 1-25.
76. Hossain, I., Nekmahmud, M., Fekete-Farkas, M. (2022). How Do Environmental Knowledge, Eco-Label Knowledge, and Green Trust Impact Consumers' Pro-Environmental Behaviour for Energy-Efficient Household Appliances? *Sustainability*, 14(11), 6513. <https://doi.org/10.3390/su14116513>.
77. Hwang, J. A., Park, Y., Kim, Y. (2016). Why do consumers respond to eco-labels? The case of Korea. *Springer Plus*, 5(1). <https://doi.org/10.1186/s40064-016-3550-1>.
78. Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). What is Responsible Investment? *The Responsible Investor*, Routledge, Vol. 4–13. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-2>.
79. Hyske, A., Lönnroth, M., Savilaakso, A., & Sievänen, R. (2022). Drivers of Responsible Investment. *The Responsible Investor*. Routledge, 22–35. <https://doi.org/10.4324/9781003284932-4>.
80. Jajuga, K., & Jajuga, T. (1996). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
81. Janik B. (2014). *Inwestycje finansowe w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, Difin, Warszawa, s. 40.
82. Janik, J. (2020). Taksonomia, czyli jak UE standaryzuje definicję zrównoważonych aktywów | Obserwator Finansowy: Ekonomia | Gospodarka | Polska | Świat. *Obserwator Finansowy: Ekonomia, Debata, Polska, Świat*. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/taksonomia-czyli-jak-ue-standaryzuje-definicje-zrownowazonych-aktywow/> (18.02.2023).
83. Jia, Q. (2022). The impact of green finance on the level of decarbonization of the economies: An analysis of the United States', China's, and Russia's current agenda. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 110–119. <https://doi.org/10.1002/bse.3120>.
84. Jin, I. (2022). Systematic ESG Risk and Decision Criteria for Optimal Portfolio Selection. *The Journal of Portfolio Management*, 48(10), 206–225. <https://doi.org/10.3905/jpm.2022.1.418>.

85. Kamiński, R. (2022). *Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego*, PWE, Warszawa.
86. Kee, H. W., Knox, R. E. (1970). Conceptual and methodological considerations in the study of trust and suspicion. *Journal of Conflict Resolution*, 14(3), 357–366. <https://doi.org/10.1177/002200277001400307>.
87. Keen, S. (2019). *The Cost of Climate Change*. *Economics*. <https://economics.com/steve-keen-nordhaus-climate-change-economics/> (16.01.2023).
88. Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>.
89. Klassen, R. D., McLaughlin, C. P. (1996). The Impact of Environmental Management on Firm Performance. *Management Science*, 42(8), 1199–1214. <https://doi.org/10.1287/mnsc.42.8.1199>.
90. Kłobukowska, J. (2019). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce. *Wydawnictwo Naukowe UMK*, s. 38-39.
91. Kok, W. T. (2003). *Enlarging the European Union: Achievements and Challenges*. Report of Wim Kok to the European Commission.
92. Koleśnik, J. (2016). Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 437. <https://doi.org/10.15611/pn.2016.437.21>.
93. Koleśnik, J. (2020). Strategiczne wyzwania w zakresie pomiaru i zarządzania ryzykiem utraty reputacji w bankach. *Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki Europejskie, Finanse I Marketing*, 23(72), 45–56. <https://doi.org/10.22630/pefim.2020.23.72.4>.
94. Koźmiński A.K. (1978). *Decyzje. Analiza systemowa organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
95. Krupa, D. (2012). Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia*, 46, 307–316. <https://paperity.org/p/97832533/fundusze-inwestycyjne-odpowiedzialne-spolecznie>.
96. Kuczevska, J., Ropela, E., *Strategia Lizbońska a konkurencyjność przedsiębiorstw*, [w:] Noga, M., Stawicka, M., K. (red.). (2008). *Globalizacja a konkurencyjność w gospodarce światowej*, CeDeWu, Warszawa, s. 109-110.

97. Lee, C. C., Wang, F., Lou, R., Wang, K. (2023). How does green finance drive the decarbonization of the economy? Empirical evidence from China. *Renewable Energy*, 204, 671–684. <https://doi.org/10.1016/j.renene.2023.01.058>.
98. Lee, M. (2007). Sustainable Development in the Eu: The Renewed Sustainable Development Strategy 2006. *Environmental Law Review*, 9(1), 41–45. <https://doi.org/10.1350/enlr.2007.9.1.41>.
99. Leite, P., Cortez, M. C. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, 30, 248–267. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.007>.
100. Li, J., Li, Q., Wei, X. (2020). Financial literacy, household portfolio choice and investment return. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101370. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101370>.
101. Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>.
102. Likert, R. (1932). A technique for the measurement of attitudes. *Archives of Psychology*, 22 140, 55.
103. Lomborg, B. (2001). *The Skeptical Environmentalist: Measuring the Real State of the World*. Cambridge University Press.
104. López Prol, J., Kim, K. (2022). Risk-return performance of optimized ESG equity portfolios in the NYSE. *Finance Research Letters*, 50, 103312. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103312>.
105. Łukasiewicz-Kamińska, A. (2011). *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa finansowego*. Difin, Warszawa.
106. Maichum, K., Parichatnon, S., Peng, K. C. (2016). Application of the Extended Theory of Planned Behavior Model to Investigate Purchase Intention of Green Products among Thai Consumers. *Sustainability*, 8(10), 1077. <https://doi.org/10.3390/su8101077>.
107. Mandell, L. (2006). Financial Literacy: If It's so Important, Why isn't It Improving? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.923557>.
108. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77. <https://doi.org/10.2307/2975974>.
109. McLachlan, J., Gardner, J. (2004). A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 11–25. <https://doi.org/10.1023/b:busi.0000033104.28219.92>.

110. Meadows, D., H., Meadows, D., L., Randers, J., Behrens III, W., W. (1972) *The limits to growth: A report for the Club of Rome's project on the predicament of mankind*, Universe Books, New York.
111. Michalski, D. (2022). *Finanse zielonej transformacji*, Difin, Warszawa, s. 187
112. Nelson Barber, N., Taylor, Strick. (2009). Wine consumers' environmental knowledge and attitudes: Influence on willingness to purchase. *International Journal of Wine Research*, 59. <https://doi.org/10.2147/ijwr.s4649>;
113. Niedziółka, P. (2021) *Zielona (r)ewolucja w polskiej bankowości*. Difin, Warszawa 2021.
114. Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility. *International Journal of Bank Marketing* 27(1): 5–31.
115. Nordhaus, W. D. (1992). An Optimal Transition Path for Controlling Greenhouse Gases. *Science*, 258(5086), 1315–1319. <https://doi.org/10.1126/science.258.5086.1315>.
116. Nordhaus, W. D., & Tobin, J. (1973). Is Growth Obsolete. *NBER Chapters*, 509–564. <https://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/3621.html>.
117. Nordhaus, W. D., Yang, Z. (2016). A Regional Dynamic General-Equilibrium Model of Alternative Climate-Change Strategies. *The American Economic Review*, 86(4), 741–765. <https://www.jstor.org/stable/pdfplus/2118303.pdf>.
118. Nordhaus, W., D. (1995). Managing the global commons: the economics of climate change. *Choice Reviews Online*, 32(11), 32–6292. <https://doi.org/10.5860/choice.32-6292>.
119. Nordhaus, W., D. (2007). A Review of the Stern Review on the Economics of Climate Change. *Journal of Economic Literature*, 45(3), 686–702. <https://doi.org/10.1257/jel.45.3.686>.
120. Omyła-Rudzka, M. (2020). Świadomość ekologiczna Polaków. Komunikat z badań Nr 163/2020, https://www.cbos.pl/SPISKOM.POL/2020/K_163_20.PDF.
121. O'Neill, B.C. (2008). "Book Review: "Cool It: The Skeptical Environmentalist's Guide to Global Warming" by Bjorn Lomborg". *Population and Development Review*. 34 (2): 359–362. doi:10.1111/j.1728-4457.2008.00224.x.
122. Orczyk, M., *Ochrona środowiska a wolność gospodarcza*, [w:] Kotecki, L. (red.). *Zielone finanse w Polsce*, European Financial Congress, Instytut Odpowiedzialnych Finansów 2020, s. 73. https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/10/publikacja_zielone_finance-nowa-wersja.pdf (16.01.2023).

123. Ostrom, E. (2009). A polycentric approach for coping with climate change (English). Policy Research working paper; no. WPS 5095 Washington, D.C.: World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/480171468315567893/A-polycentric-approach-for-coping-with-climate-change>.
124. Overview of sustainable finance. (2021). Finance. z https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en (16.09.2022).
125. Paprotny, P., Bednarski, P., Hutny, D. (2024). Zielone finanse po polsku. Trzecia edycja. PwC, Warszawa.
126. Park, C. W., Lessig, V. P. (1981). Familiarity and Its Impact on Consumer Decision Biases and Heuristics. *Journal of Consumer Research*, 8(2), 223. <https://doi.org/10.1086/208859>.
127. Park, S. R., Jang, J. Y. (2021). The Impact of ESG Management on Investment Decision: Institutional Investors' Perceptions of Country-Specific ESG Criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>.
128. Pasewark, W. R., Riley, M. E. (2009). It's a Matter of Principle: The Role of Personal Values in Investment Decisions. *Journal of Business Ethics*, 93(2), 237–253. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0218-6>.
129. Paulet, E., Parnaudeau, M., & Relano, F. (2014). Banking with Ethics: Strategic Moves and Structural Changes of the Banking Industry in the Aftermath of the Subprime Mortgage Crisis. *Journal of Business Ethics*, 131(1), 199–207. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2274-9>;
130. Pawłowski, J. (2018). Individual investors on the financial market in Poland. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 51. <https://doi.org/10.12775/cjfa.2018.004>.
131. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>.
132. Peñasco, C., Anadón, L. D., Verdolini, E. (2021). Systematic review of the outcomes and trade-offs of ten types of decarbonization policy instruments. *Nature Climate Change*, 11(3), 257–265. <https://doi.org/10.1038/s41558-020-00971-x>.
133. Pérez-Gladish, B., Benson, K., Faff, R. (2012). Profiling socially responsible investors: Australian evidence. *Australian Journal of Management*, 37(2), 189–209. <https://doi.org/10.1177/0312896211429158>.

134. Piotrowski, D. (2022). Consumer perceived ethicality of banks in the era of digitalisation: The case of Poland. *The Poznań University of Economics Review*, 8 (22)(1), 90–114. <https://doi.org/10.18559/ebr.2022.1>.
135. *Psychology and Culture*, 2(1). <http://dx.doi.org/10.9707/2307-0919.1116>, s. 5-7.
136. Qi, Y., Li, X. (2020). On Imposing ESG Constraints of Portfolio Selection for Sustainable Investment and Comparing the Efficient Frontiers in the Weight Space. *SAGE Open*, 10(4), 215824402097507. <https://doi.org/10.1177/2158244020975070>.
137. Ramlall, I. (2014). *The Impact of the Subprime Crisis on Global Financial Markets, Banks and International Trade: A Quest for Sustainable Policies*, Cambridge Scholars Publishing, Newcastle, s. 14-21.
138. Remlein, M. (2017). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie – analiza europejskiego i polskiego rynku w przekroju strategii inwestowania, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, tom 92 (148), s. 113-129.
139. Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking Finance*, 32(9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>.
140. Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.009>.
141. Robins, N. How Paris Became the Capital of Climate Finance [w:] Krosinsky, C., Purdom, S. (red.) (2016). *Sustainable Investing: Revolutions in Theory and Practice*. Taylor & Francis, s.
142. Rogowski, W., Ulianiuk A. (2011). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI), *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 112, 99-115.
143. Samdahl, D. M., Robertson, R. (1989). Social Determinants of Environmental Concern. *Environment and Behavior*, 21(1), 57–81. <https://doi.org/10.1177/0013916589211004>.
144. Samyukth, R. (2021). Impact of ESG Rating of Companies on the Portfolio Performance. *Shanlax International Journal of Management*, 8(4), 34–42. <https://doi.org/10.34293/management.v8i4.3726>
145. Schmidt, A. B. (2020). Optimal ESG portfolios: an example for the Dow Jones Index. *Journal of Sustainable Finance Investment*, 12(2), 529–535. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1783180>

146. Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, Vol 43, 189–194. <https://doi.org/10.1023/A:1022981828869>.
147. Schütze, F., Fürst, S., Mielke, J., Steudle, G., Wolf, S., Jaeger, C. (2017). The Role of Sustainable Investment in Climate Policy. *Sustainability*, 9(12), 2221. <https://doi.org/10.3390/su9122221>.
148. Schwartz, S. H. (2012). An Overview of the Schwartz Theory of Basic Values. Online Readings in
149. Serafeim, G. (2020). Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability. *Financial Analysts Journal*, 76(2), 26–46. <https://doi.org/10.1080/0015198x.2020.1723390>
150. Sharma, Aarzoo. (2020). Effect of Demographic Factors in Investment Decisions of Individual Investors – A Case Study in Delhi NCR. International Conference of Advance Research & Innovation (ICARI). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3559248>.
151. Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2019). *Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*. Routledge, London, s. 208.
152. Singh, M., Mittal, M., Mehta, P., Singla, H. (2020). Personal values as drivers of socially responsible investments: a moderation analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(5), 543–565. <https://doi.org/10.1108/rbf-04-2020-0066>.
153. Sloggett, J. (2016). A practical guide to ESG integration for equity investing, PRI Association, s. 6-7. <https://www.unpri.org/download?ac=10>.
154. Solarz, M., & Adamek, J. (2022, June 30). Determinants of digital financial exclusion as a barrier to the adoption of mobile banking services in Poland. *Ekonomia I Prawo*, 21(2), 503–525. <https://doi.org/10.12775/eip.2022.028>.
155. Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65. <https://doi.org/10.2307/1884513>.
156. Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution* (Society of Investment Professions) (1st ed.). John Wiley & Sons, Chichester, s. 48.
157. Steg, L., Perlaviciute, G., van der Werff, E., Lurvink, J. (2012). The Significance of Hedonic Values for Environmentally Relevant Attitudes, Preferences, and Actions. *Environment and Behavior*, 46(2), 163–192. <https://doi.org/10.1177/0013916512454730>.
158. Stern, N. (2007). *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, document dostępny na stronie: http://mudancasclimaticas.cptec.inpe.br/~rmclima/pdfs/destaques/sternreview_report_complete.pdf (19.01.2023).

159. Stiglitz, J. E., & Rapacki, R. (2007). *Ekonomia sektora publicznego*. Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 253-256.
160. Sweden admits Lisbon Agenda “failure.” (2009, June 3). *Www.Euractiv.Com*. <https://www.euractiv.com/section/eu-priorities-2020/news/sweden-admits-lisbon-agenda-failure/> (20.01.2023).
161. Taufique, K. M. R., Vocino, A., Polonsky, M. J. (2016). The influence of eco-label knowledge and trust on pro-environmental consumer behaviour in an emerging market. *Journal of Strategic Marketing*, 25(7), 511–529. <https://doi.org/10.1080/0965254x.2016.1240219>.
162. Taufique, K., Siwar, C., Talib, B., Sarah, F., Chamhuri, N. (2014). Synthesis of Constructs for Modeling Consumers’ Understanding and Perception of Eco-Labels. *Sustainability*, 6(4), 2176–2200. <https://doi.org/10.3390/su6042176>.
163. Trong Nguyen, L., Nguyen, T. H., Ngoc Nguyen, H., Dai Nguyen, L., Thi Thu Nguyen, D., Duy LE, L. (2023). Determinants of green consumer behavior: A case study from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2197673>.
164. Urbański, S. (2011). Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym - weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego*, s. 51-57.
165. van Rooij, M., Lusardi, A., Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>.
166. von Wallis, M., & Klein, C. (2014). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61–98. <https://doi.org/10.1007/s40685-014-0015-7>.
167. Vyvyan, V., Ng, C., Brimble, M. (2007). Socially Responsible Investing: the green attitudes and grey choices of Australian investors. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 370–381. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00567.x>.
168. Walczak, D., Dziawgo, L., Dziawgo, D., Buszko, M., Pawłowski, J., Żołądkiewicz-Kuzioła, A., & Krupa, D. (2021). Attitudes and behaviors regarding environmental protection in the financial decisions of individual consumers. *Energies*, 14(7), 1934. <https://doi.org/10.3390/en14071934>.

169. Walker, T., Kibsey, S., D., Lee, S., Impact investing [w:] Krosinsky, C., Purdom, S. (2016). *Sustainable Investing: Revolutions in theory and practice* (1st ed.). Routledge.
170. Wang, J., Shahzad, F., Ahmad, Z., Abdullah, M., Hassan, N. M. (2022). Trust and Consumers' Purchase Intention in a Social Commerce Platform: A Meta-Analytic Approach. *SAGE Open*, 12(2), 215824402210912. <https://doi.org/10.1177/21582440221091262>.
171. Wang, Z., Liao, K., & Zhang, Y. (2021). Does ESG Screening Enhance or Destroy Stock Portfolio Value? Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(10), 2927–2941. <https://doi.org/10.1080/1540496x.2021.2014317>.
172. *While Making a Difference*. (wydanie pierwsze). San Francisco: Jossey-Bass A wiley imprint.
173. Williams, G. (2007). Some Determinants of the Socially Responsible Investment Decision: A Cross-Country Study. *Journal of Behavioral Finance*, 8(1), 43–57. <https://doi.org/10.1080/15427560709337016>.
174. Zielonka P. (2022). *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa.
175. Ziolo, M. (2023). Rynki finansowe wobec zmian klimatu. Dylematy i wyzwania a cele zrównoważonego rozwoju. *Studia BAS*, 74(2). <https://doi.org/10.31268/studiabas.2023.11>.
176. Ziolo, M., Spoz, A., Kulińska-Sadłocha, E. (2021). *Zrównoważone rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
177. Żmuda, M. (2011). Strategia Europa 2020 jako plan rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu. Ekonomia*, 16, 200–210. <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171204071>.
178. Żukowski, M. (2021). Rentowność sektora bankowego w niestabilnym otoczeniu. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 105, 381–395. <https://doi.org/10.26485/spe/2017/105/21>.

Inne

1. Anioł, M. (2024). Bankowość i Finanse | Gospodarka | Sukcesem jest to, że gospodarka wytrwała. BANK.pl - Portal Finansowy. <https://bank.pl/bankowosc-i-finanse-gospodarka-sukcesem-jest-to-ze-gospodarka-wytrwala/> (27.04.2024).
2. BBC News. (2015, November 30). COP21: Rallies call for Paris climate change action. BBC News. <https://www.bbc.com/news/world-34956825> (02.02.2023).
3. Characteristic of impact investing. (n.d.). <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#characteristics-of-impact-investing> (15.11.2022).
4. Co oznacza SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)? Deloitte Polska. <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/zarzadzania-procesami-i-strategiczne/articles/co-oznacza-SFDR-Sustainable-Finance-Disclosure-Regulation.html> (04.03.2021).
5. European Sustainable Investment Forum. (2021, November 26). Sustainable investment. EUROSIF. Retrieved September 15, 2022, z: <https://www.eurosif.org/sustainable-investment/>.
6. EUROSIF - Europe-based national Sustainable Investment Fora. (n.d.). <https://www.eurosif.org/about-us/> (08.09.2022).
7. GRI - Mission & history. (n.d.). <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/> (08.09.2022).
8. GSI – Trends Report 2020. (n.d.). <http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/> (15.10.2022).
9. <http://2xjmlj8428u1a2k5o34l1m71.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/Fiduciary-duty-21st-century.pdf> (01.02.2023).
10. <http://www.globalcarbonatlas.org/en/CO2-emissions> (18.01.2023).
11. <http://www.gsi-alliance.org/aboutus/> (03.10.2022).
12. <https://kampania17celow.pl/raporty/przeznaczamy-nasz-swiat-agenda-na-rzecz-zrownowazonego-rozwoju-2030/> (31.01.2023).
13. <https://thegiin.org/characteristics/> (01.10.2022).
14. <https://williamnordhaus.com/dicerice-models> (18.01.2023).
15. <https://www.efama.org/about-us/our-mission-role> (03.10.2022).
16. <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (03.10.2022).
17. <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (28.09.2022).
18. <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (03.10.2022).

19. Komunikat prasowy. (n.d.). European Commission - European Commission.
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/ip_19_6691 (02.02.2023).
20. Ogólnopolskie badanie inwestorów indywidualnych – OBI 2022 (2022).
<https://www.sii.org.pl/15402/aktualnosci/badania-i-rankingi/wyniki-20-edycji-ogolnopolskiego-badania-inwestorow.html> (14.05.2023).
21. Paryskie porozumienie klimatyczne. (2023). European Council.
<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/climate-change/paris-agreement/>
(01.02.2023).
22. PRI, Global Compact, UNEP Finance Initiative and UNEP Inquiry (2015). Fiduciary duty in the 21st Century
23. Priorytety (2019–2024). (n.d.). Komisja Europejska.
https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024_pl (01.02.2023).
24. Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020).
https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy_en (18.02.2023).
25. The story of Silent spring. Be a Force for the Future. (2015).
<https://www.nrdc.org/stories/story-silent-spring> (18.05.2023).
26. US Sif (2020) Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, Washington.
27. Wskaźniki strategii Europa 2020
https://stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/POZ_Wskazniki_Europa2020.pdf. (03.01.2023).

Spis tabel

1.1. Wybrane indeksy społecznie odpowiedzialne bazujące na spółkach giełdowych	15
1.2. Wybrane czynniki ESG w zależności od źródła informacji	23
1.3. Zestawienie głównych filozofii inwestycyjnych dla społecznie odpowiedzialnych inwestycji	28
1.4. Zestawienie wybranych badań empirycznych na temat istotności czynników społeczno-demograficznych w kwestiach inwestycyjnych	45
1.5. Najistotniejsze czynniki wskazane przez inwestorów indywidualnych w Polsce na potrzeby selekcji pozytywnej oraz negatywnej (w skali od 1 do 5).....	48
1.6. Strategie społecznie odpowiedzialnych inwestycji według Eurosif i ich odpowiedniki ...	55
1.7. Klasyfikacja zrównoważonych inwestycji	58
2.1. Nadrzędne cele i główne wskaźniki Strategii Europa 2020	72
2.2. Cele Zrównoważonego Rozwoju według Agendy 2030	74
2.3. Plan działania wobec finansowania zrównoważonego rozwoju z 2018 roku wraz z wyjaśnieniem poszczególnych działań.....	81
2.4. Główne ujawnienia przedkontraktowe dla produktów finansowych, wynikające z rozporządzenia delegowanego 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022	96
3.1. Powody dla których inwestorzy są skłonni dokonywać zrównoważonych, długoterminowych inwestycji, akceptując tym samym niższe krótkoterminowe stopy zwrotu.....	100
3.2. Transmisja ryzyka środowiskowego na ryzyko finansowe	106
3.3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego w naszym kraju jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?”	113
3.4. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego na Ziemi, na całym świecie jest powodem Pana(i) obaw i niepokoju?”	114
3.5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jaka jest Twoja opinia na temat zaangażowania banków, instytucji finansowych oraz spółek giełdowych w ochronę środowiska naturalnego?”	115
3.6. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jaka jest Twoja opinia na temat zaangażowania banków, instytucji finansowych oraz spółek giełdowych w ochronę środowiska naturalnego?”	118
4.1. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora oraz deklarowaną znajomość kryteriów ESG.....	139

4.2. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG oraz poziom wykształcenia	140
4.3. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG oraz deklarowane doświadczenie inwestycyjne inwestora	140
4.4. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia z deklarowanym poziomem znajomości pojęcia Europejski Zielony Ład	149
4.5. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z poziomem wykształcenia	149
4.6. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład oraz deklarowane doświadczenie w inwestowaniu	150
4.7. Tabela krzyżowa zestawiająca stopień wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz postawę inwestora wobec inwestycji środowiskowych.....	159
4.8. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z poziomem wiarygodności inwestycji ESG dla inwestorów	160
4.9. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z podejściem inwestora do inwestycji o niskim ryzyku inwestycyjnym	161
4.10. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz znajomości znaczenia klasyfikacji produktów finansowych stosowanej przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Zielonego Ładu	162
4.11. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z przekonaniem inwestora o skuteczności wprowadzanych oznaczeń we wspieraniu ochrony środowiska naturalnego	163
4.12. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanej przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym przez inwestora poziomem wiedzy z zakresu finansów	164
4.13. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym przez inwestora poziomem wiedzy z zakresu ekologii.....	165

5.1 Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora z deklarowaną znajomością kryteriów ESG.....	174
5.2. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia „kryteria ESG” z poziomem wykształcenia respondenta	175
5.3. Tabela krzyżowa zestawiająca zmienne deklarowana znajomość pojęcia „kryteria ESG” z doświadczeniem w inwestowaniu	175
5.4. Tabela krzyżowa zestawiająca typ wykształcenia inwestora z deklarowaną znajomością pojęcia Europejski Zielony Ład	183
5.5. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z poziomem wykształcenia	184
5.6. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z doświadczeniem w inwestowaniu	184
5.7. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z postawą wobec inwestycji środowiskowych.....	193
5.8. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z oceną ryzyka inwestycyjnego ...	194
5.9. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych z podejściem do inwestycji o niskim ryzyku inwestycyjnym	195
5.10. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych ze znajomością znaczenia klasyfikacji produktów finansowych stosowanej przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Zielonego Ładu	195
Tabela 5.11. Tabela krzyżowa zestawiająca intencję wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych oraz przekonania o skuteczności wprowadzanych oznaczeń we wspieraniu ochrony środowiska naturalnego	196
5.12. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym poziomem wiedzy z zakresu finansów.....	197
5.13. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia stosowanych przez Unię Europejską oznaczeń zielonych produktów finansowych z deklarowanym poziomem wiedzy z zakresu ekologii	198
5.14. Tabela krzyżowa zestawiająca typ inwestora z rodzajem jego wykształcenia.....	198

5.15. Tabela krzyżowa zestawiająca typ inwestora z poziom jego wykształcenia.....	199
5.16. Tabela krzyżowa zestawiająca doświadczenie w inwestowaniu z typem inwestora.....	199
5.17. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowany poziom wiedzy finansowej z typem inwestora	200
5.18. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowany poziom wiedzy z zakresu ekologii z typem inwestora	201
5.19. Tabela krzyżowa zestawiająca deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG z typem inwestora	201
5.20. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład z typem inwestora	202
5.21. Tabela krzyżowa zestawiająca znajomość znaczenia klasyfikacji produktów finansowych służących celowi dotyczącemu zrównoważonego rozwoju z typem inwestora	202
5.22. Tabela krzyżowa zestawiająca zamiar wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych z typem inwestora	203

Spis wykresów

2.1. Emisja dwutlenku węgla według poszczególnych państw i regionów w latach 1960 - 2022 (w milionach ton rocznie)	67
3.1. Podejście inwestorów i zarządzających przedsiębiorstwami do kwestii ESG	99
3.2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Który z poniższych aspektów stanowi wyzwanie dla przydatności i skuteczności ujawnianych przez spółki informacji na temat zrównoważonego rozwoju?”	101
3.3. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Które ze stwierdzeń najlepiej opisuje sposób w jaki Ty i Twój zespół inwestycyjny oceniacie ujawnienia niefinansowe, odnoszące się do aspektów środowiskowych lub społecznych?”	102
3.4. Opinia inwestorów na temat jakości raportowanych informacji niefinansowych przez spółki	103
3.5. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Które spośród poniższej listy wskaźników/celów są wykorzystywane przez Państwa instytucję na potrzeby ustalania i realizacji strategii w obszarze ESG?”	107
3.6. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jakie rodzaje ryzyka ESG uwzględnia Państwa instytucja w procesach kredytowych dla poszczególnych segmentów klientów/segmentów produktowych?”	108
3.7. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Proszę wskazać w jakich obszarach działalności wykorzystywane są wyniki oceny ryzyka ESG?”	109
3.8. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jakie czynniki społeczne są uwzględniane w procesach kredytowych dla poszczególnych segmentów klientów/segmentów produktowych?”	110
3.9. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „W jakim stopniu stan środowiska naturalnego w miejscowości, w której Pan(i) mieszka, jest powodem obaw i niepokoju?”	112
3.10. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Jak Pan(i) ocenia, czy Pan(i) osobiście Pana(i) sposób życia, ma wpływ na stan środowiska naturalnego?”	114
3.11. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy uważasz, że w swoich codziennych decyzjach kierujesz się czynnikami ochrony środowiska?”	116
3.12. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek podjąłeś decyzję o działaniach proekologicznych, która była związana z Twoimi prywatnymi finansami?”	117
3.13. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy słyszał Pan/Pani o społecznej odpowiedzialności biznesu lub społecznie odpowiedzialnym inwestowaniu?”	118

3.14. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek podjąłeś decyzję o działaniach proekologicznych, która była związana z Twoimi prywatnymi finansami?”	120
3.15. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy kiedykolwiek zrezygnowałeś z inwestycji ze względu na nieetyczne/nie-ekologiczne praktyki emitentów?”	120
3.16. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy przestrzeganie przez emitenta zasad CSR ma pozytywny wpływ na podejmowane przez Państwa decyzje inwestycyjne?”	121
3.17. Zestawienie rodzajów inwestycji wybieranych przez polskich inwestorów indywidualnych	123
3.18. Ocena przydatności informacyjnej elementów sprawozdań finansowych w opinii inwestorów indywidualnych.....	124
3.19. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy podejmując decyzję inwestycyjną uwzględnia Pan/Pani wpływ finansowej działalności na środowisko naturalne, społeczność lokalną lub ład korporacyjny emitenta (łącznie: czynniki ESG)?”	127
4.1. Struktura respondentów według płci	133
4.2. Rozkład wieku respondentów według roku urodzenia	134
4.3. Struktura wieku respondentów w przedziałach	134
4.4. Struktura poziomu wykształcenia respondentów	135
4.5. Struktura typu wykształcenia respondentów	135
4.6. Rozkład respondentów ze względu na doświadczenie w inwestowaniu	136
4.7. Rozkład samooceny sytuacji finansowej respondentów.....	136
4.8. Struktura respondentów ze względu na miejsce zamieszkania	137
4.9. Rozkład poziomu wiedzy finansowej na podstawie samooceny respondentów.....	138
4.10. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy finansowej	138
4.11. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?”	139
4.12. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG	141
4.13. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom awersji do ryzyka respondentów.....	142
4.14. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:”.....	143
4.15. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?”	148

4.16. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowana znajomość pojęcia kryteria ESG	151
4.17. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu	152
4.18. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zaufanie wobec obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu.....	153
4.19. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające postawę wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych.....	155
4.20. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające wpływ otoczenia na wykorzystywanie kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych.....	156
4.21. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poczucie zdolności inwestora do wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych	157
4.22. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zamiar wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych.....	158
5.1. Struktura respondentów według płci	167
5.2. Rozkład respondentów według roku urodzenia.....	168
5.3. Struktura wieku respondentów w przedziałach	169
5.4. Struktura poziomu wykształcenia respondentów	169
5.5. Struktura typu wykształcenia respondentów	170
5.6. Rozkład respondentów ze względu na doświadczenie w inwestowaniu	170
5.7. Rozkład samooceny sytuacji finansowej respondentów.....	171
5.8. Struktura respondentów według miejsca zamieszkania	171
5.9. Rozkład poziomu wiedzy finansowej na podstawie samooceny respondentów	172
5.10. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy finansowej	173
5.11. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy wie Pan/Pani co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?”	174
5.12. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia kryteria ESG	176
5.13. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom awersji do ryzyka respondentów	177
5.14. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:”	178
5.15. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?”	183

5.16. Wykres pudełkowy zestawiający doświadczenie w inwestowaniu i deklarowaną znajomość pojęcia Europejski Zielony Ład	185
5.17. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom wiedzy dotyczącej obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu.....	186
5.18. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające poziom zaufania wobec obowiązkowych ujawnień wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu.....	187
5.19. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające postawę wobec wykorzystania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych	189
5.20. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające wpływ otoczenia na wykorzystywanie kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych	190
5.21. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające intencję wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych	191
5.22. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenia określające zamiar wykorzystania kryteriów ESG w przyszłych decyzjach inwestycyjnych.....	192
5.23. Wykres pudełkowy zestawiający zamiar wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych z typem inwestora	204

Spis schematów

0.1. Procedura badawcza	12
1.1. Współistnienie kryteriów środowiskowych, etycznych, społecznych i religijnych w koncepcji CSR i SRI	19
1.2. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako jedna z idei zrównoważonych finansów	21
1.3. Klasyfikacja inwestorów z uwagi na wybrane kryteria	25
1.4. Piramida etycznego portfela inwestycyjnego	41
1.5. Czynniki wpływające na społecznie odpowiedzialne inwestycje	42
1.6. Ewolucja strategii społecznie odpowiedzialnych inwestycji.....	49
1.7. Rodzaje strategii SRI według Eurosif.....	50
1.8. Strategie implementacji czynników ESG w podejmowane decyzje finansowe	51
2.1. Priorytety strategii Europa 2020	71
2.2. Główne obszary Agendy 2030.....	73
2.3. Priorytety przeznaczone do realizacji przez Unię Europejską w latach 2019-2024.....	79
2.4. Pierwotne założenia Europejskiego Zielonego Ładu	84
3.1. Transmisja ryzyka klimatycznego na inne rodzaje ryzyka instytucji finansowych	105
3.2. Potencjalne zagrożenia nadmiernych regulacji	125
4.1. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Moim moralnym obowiązkiem jest pomoc w ochronie środowiska naturalnego przy każdej sposobności.”	144
4.2. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska.”.....	145
4.3. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Mógłbym/Mogłabym zainwestować w przedsiębiorstwo, będące jednym z najlepszych w swojej branży pod względem kryteriów środowiskowych, nawet jeśli jego wyniki finansowe byłyby poniżej średniej (dla tej branży).”.....	146
4.4. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Unikam inwestowania w przedsiębiorstwa wytwarzające toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia.”	147
5.1. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Moim moralnym obowiązkiem jest pomoc w ochronie środowiska naturalnego przy każdej sposobności.”	179
5.2. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska.”.....	180
5.3. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Mógłbym/Mogłabym zainwestować w przedsiębiorstwo, będące jednym z najlepszych w swojej branży pod względem	

kryteriów środowiskowych, nawet jeśli jego wyniki finansowe byłyby poniżej średniej (dla tej branży).”	181
5.4. Rozkład odpowiedzi na stwierdzenie: „Unikam inwestowania w przedsiębiorstwa wytwarzające toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia.”	182

Załącznik

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych – kwestionariusz badania ankietowego

Pytanie 1. Proszę określić swój poziom wiedzy z zakresu finansów i ekologii:

Kod		Bardzo niski	Niski	Poniżej średniej	Przeciętny	Powyżej średniej	Wysoki	Bardzo wysoki
PLK 1	Poziom mojej wiedzy z zakresu finansów określam jako:							
PLK 2	Poziom mojej wiedzy z zakresu ekologii określam jako:							

Pytanie 2. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
FLI1	Fundusze inwestycyjne mogą inwestować środki finansowe w kilka różnych rodzajów aktywów jednocześnie.							
FLI2	Biorąc pod uwagę długi okres (np. od 10 do 20 lat) akcje zapewniają zazwyczaj większą stopę zwrotu niż obligacje i lokaty bankowe.							
FLI3	Zwykle akcje wykazują wyższe wahania kursów niż obligacje.							
FLI4R	Gdy inwestor lokuje swoje pieniądze w różnego typu aktywa, ryzyko utraty pieniędzy wzrasta.							
FLI5	Wzrost stóp procentowych powoduje spadek rynkowych cen obligacji.							

Pytanie 3. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
EVA1	Moim moralnym obowiązkiem jest pomoc w ochronie środowiska naturalnego przy każdej sposobności.							
EVA2	Staram się inwestować w przedsiębiorstwa, które angażują się w recykling, redukcję odpadów lub oczyszczanie środowiska.							
EVA3R	Maksymalizowanie wyników finansowych jest znacznie ważniejsze niż minimalizowanie negatywnego wpływu na środowisko naturalne.							
EVA4	Mógłbym/Mogłabym zainwestować w przedsiębiorstwo, będące jednym z najlepszych w swojej branży pod względem kryteriów środowiskowych, nawet jeśli jego wyniki finansowe byłyby poniżej średniej (dla tej branży).							
EVA5	Unikam inwestowania w przedsiębiorstwa wytwarzające toksyczne produkty lub przyczyniające się do globalnego ocieplenia.							

Pytanie 4. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
RSA1	Ryzyko utraty pieniędzy na rynku finansowym wywołuje u mnie stres.							
RSA2	Stabilne, lecz niższe stopy zwrotu w długim okresie są dla mnie ważniejsze							

	niż szansa na większy, lecz niepewny zysk w krótkim okresie.							
RSA3	Inwestuję tylko w produkty finansowe, dla których mogę przewidzieć stopę zwrotu.							
RSA4	Nawet małe straty finansowe mnie denerwują.							
RSA5R	Chętnie podejmuję ryzyko w sprawach finansowych.							

Pytanie 5. Czy wie Pan/Pani, co kryje się pod pojęciem kryteria ESG?

- Tak
- Nie

ESG to akronim oznaczający szereg czynników pozafinansowych, obejmujących kwestie: środowiskowe (*environmental*), społeczne (*social*) i ładu korporacyjnego (*governance*). Czynniki ESG wykorzystywane są przez świadomych społecznie inwestorów do monitorowania potencjalnych inwestycji. Kryteria środowiskowe uwzględniają sposób, w jaki przedsiębiorstwo/inwestycja oddziałuje na środowisko naturalne. Kryteria społeczne służą sprawdzeniu, jak firmy zarządzają relacjami z pracownikami, dostawcami, klientami i społecznością lokalną. Ład korporacyjny dotyczy kierownictwa, wynagrodzeń kadry kierowniczej, audytów, kontroli wewnętrznych i praw akcjonariuszy.

Pytanie 6. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
ATT1	Rozważam kryteria ESG za każdym razem, gdy wybieram nową inwestycję finansową.							
ATT2	Jestem przekonany/przekonana, że inwestycja w spółkę wysoko ocenianą pod względem kryteriów ESG to mądra decyzja.							

ATT3	Jestem przekonany/przekonana, że fundusze inwestycyjne wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG są etyczne.							
ATT4R	Kryteria ESG są tylko modnym sloganem, wykorzystywanym przez przedsiębiorstwa przede wszystkim w celach marketingowych.							
ATT5	Inwestycje wysoko oceniane pod względem kryteriów ESG są bardziej wiarygodne niż inwestycje tradycyjne, na temat których informacje z zakresu ESG są niedostępne.							

Pytanie 7. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
SBN1	Większość ważnych dla mnie osób uważa, że powinienem/powinnam brać pod uwagę kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							
SBN2R	Większość osób, których opinie cenię, wolałaby żebym nie przejmował/nie przejmowała się kryteriami ESG przy wyborze inwestycji.							
SBN3	Moja rodzina może silnie wpływać na to, w jakim stopniu wykorzystuję kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							
SBN4	Moi przyjaciele mogą silnie wpływać na to, w jakim stopniu wykorzystuję kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							
SBN5	Moi koledzy mogą silnie wpływać na to, w jakim stopniu wykorzystuję kryteria ESG							

	przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							
--	---	--	--	--	--	--	--	--

Pytanie 8. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
PBC1	Jestem przekonany/przekonana, że gdybym chciał/chciała, mógłbym/mogłabym wykorzystywać kryteria ESG do podejmowania decyzji inwestycyjnych.							
PBC2	Jestem w stanie pokonać trudności lub problemy, które mogą mi przeszkodzić w wykorzystaniu kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							
PBC3	W pełni kontroluję podejmowanie decyzji inwestycyjnej, w której uwzględniam kryteria ESG.							
PBC4	Podjęcie decyzji inwestycyjnej uwzględniającej kryteria ESG jest łatwe.							
PBC5R	Myślę, że nie mam wystarczającej wiedzy, aby wykorzystywać kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.							

Pytanie 9. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
INT1	Mam zamiar wykorzystać kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych.							

INT2	Wykorzystam kryteria ESG do oceny inwestycji, gdy tylko nadarzy się taka okazja.							
INT3	W najbliższej przyszłości kryteria ESG będą istotnym czynnikiem wpływającym na skład mojego portfela inwestycyjnego.							
INT4R	Prawdopodobieństwo, że będę brał/brała pod uwagę kryteria ESG przy podejmowaniu przyszłych decyzji inwestycyjnych jest bardzo niskie.							

Pytanie 10. Czy słyszał/słyszała Pan/Pani o Europejskim Zielonym Ładzie?

- Tak
- Nie

Unia Europejska wprowadzając Rozporządzenie Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) wraz z Aktem delegowanym i Rozporządzeniem w sprawie Zielonej Taksonomii dokonuje szeregu zmian w obszarze ujawnień informacji niefinansowych na poziomie produktu finansowego (takich jak: wprowadzenie klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu zrównoważonego rozwoju, promujących aspekty środowiskowe/społeczne, czy obowiązkowe ujawnienia oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z produktem finansowym).

Pytanie 11. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
GDK1	Znam znaczenie stworzonej przez Unię Europejską klasyfikacji produktów finansowych jako służących celowi dotyczącemu							

	zrównoważonych inwestycji lub jako promujących aspekty środowiskowe/społeczne.							
GDK2	Bez trudu potrafię sprawdzić, czy według klasyfikacji Unii Europejskiej dany produkt finansowy służy celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji, czy też nie.							
GDK3R	Nie mam pojęcia, jak odróżnić produkt finansowy, który według klasyfikacji Unii Europejskiej służy celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji, od innych produktów finansowych.							
GDK4	Potrafię sprawdzić oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z danym produktem finansowym.							
GDK5	W przypadku interesującej mnie inwestycji bez trudu potrafię odszukać informacje dotyczące podejścia do głównych niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju.							
GDK6	Bez trudu potrafię odnaleźć wskaźniki zrównoważonego rozwoju dla inwestycji, którą jestem zainteresowany/zainteresowana.							

Pytanie 12. Proszę określić, w jakim stopniu zgadza się Pan/Pani z poniższymi stwierdzeniami:

Kod		Zdecydowanie nie zgadzam się	Nie zgadzam się	Raczej nie zgadzam się	Nie mam zdania	Raczej zgadzam się	Zgadzam się	Zdecydowanie zgadzam się
GDT1	Produkty finansowe, które według klasyfikacji Unii Europejskiej służą celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub promują aspekty środowiskowe/społeczne, spełniają moje oczekiwania w kwestii troski o środowisko naturalne.							

GDT2	Produkty finansowe, które według klasyfikacji Unii Europejskiej służą celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub promują aspekty środowiskowe/społeczne, dotrzymują obietnic i zobowiązań w zakresie ochrony przyrody.							
GDT3R	Produkty finansowe, które według klasyfikacji Unii Europejskiej służą celowi dotyczącemu zrównoważonych inwestycji lub promują aspekty środowiskowe/społeczne, nie przyczyniają się realnie do ochrony środowiska.							
GDT4	Udostępniane przed zawarciem umowy zakupu produktu finansowego oceny ryzyk dla zrównoważonego rozwoju związanych z nabywaną inwestycją pomagają chronić środowisko naturalne.							
GDT5	Informacje dotyczące zrównoważonych produktów finansowych publikowane na stronie internetowej sprzedawcy przedstawiają faktyczne oddziaływanie tych produktów na środowisko naturalne.							

Metryczka:

Kod	Pytanie	Odpowiedź
GEN	Płeć:	<ul style="list-style-type: none"> • Kobieta • Mężczyzna
AGE	Rok urodzenia:	(Liczba całkowita, 4-cyfrowa)
EDU	Poziom wykształcenia:	<ul style="list-style-type: none"> • Podstawowe • Gimnazjalne • Zasadnicze zawodowe • Zasadnicze branżowe • Średnie branżowe

		<ul style="list-style-type: none"> • Średnie • Wyższe
TED	Typ wykształcenia:	<ul style="list-style-type: none"> • Ekonomiczne • Niezwiązane z ekonomią
EXP	Doświadczenie w inwestowaniu (w pełnych latach):	<ul style="list-style-type: none"> • Poniżej 1 roku • 1 – 3 lat • 4 – 6 lat • 7 – 9 lat • 10 – 12 lat • 13 – 15 lat • Powyżej 15 lat
PWB	Jak ocenia Pan/Pani swoją sytuację finansową?	<ul style="list-style-type: none"> • Bardzo źle • Źle • Raczej źle • Przeciętnie • Raczej dobrze • Dobrze • Bardzo dobrze
RES	Miejsce zamieszkania:	<ul style="list-style-type: none"> • Wieś • Miasto do 50 tys. mieszkańców • Miasto powyżej 50 tys. do 100 tys. mieszkańców • Miasto powyżej 100 tys. do 500 tys. mieszkańców • Miasto powyżej 500 tys. mieszkańców