

**Marek Szturo**

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

# **EFEKTYWNOŚĆ SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNYCH INWESTYCJI FINANSOWYCH EUROPEJSKIEGO SEKTORA *ASSET MANAGEMENT***

## **Wprowadzenie**

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych część środków finansowych jest inwestowana za pośrednictwem firm *asset management*. Inwestorzy wybierają ten sposób inwestowania głównie dlatego, że czują się zwolnieni z ustawicznej analizy ogromu napływających na rynek finansowy informacji. Ponadto mogą pokonać barierę niedoboru własnych środków oraz uzyskać korzyści z większej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego w stosunku do tego, który mogliby stworzyć sami.

Zarządzanie aktywami finansowymi, jako segment rynku usług finansowych, stanowi element rozwiniętego rynku finansowego. Jako usługa wysoce profesjonalna zyskuje na znaczeniu w skomplikowanym otoczeniu gospodarczym, tym samym spełnia funkcję w wymiarze mikroekonomicznym, kształtując decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarujących.

Branża skupiająca firmy *asset management* doświadczyła gwałtownego wzrostu w latach 2003-2007. W okresie ogólnoswiatowego kryzysu finansowego nastąpił jednak spadek zarówno aktywów, jak i zaufania inwestorów. Wielkie zmiany, jakie są skutkiem niepewności rynkowej, wpływają na dalszą ewolucję firm *asset management*, które muszą w obecnych warunkach zapamiętać o okresie nieskrępowanego wzrostu.

Usługi *asset management* stały się konkurencyjne wobec dotychczasowej oferty banków, dzięki większemu „urealnieniu” osiągniętych wyników inwestycyjnych. To swoiste zbliżenie efektów inwestycji finansowych z wynikami osiąganymi przez podmioty sfery realnej gospodarki było możliwe dzięki wykorzystaniu rynków finansowych, w tym zwłaszcza rynków kapitałowych, do wyceny

efektów działań inwestycyjnych przedsiębiorstw. W procesie tym, który osiągnął z czasem masowe rozmiary, kluczową stała się wycena przez rynek informacji oraz zdarzeń, takich jak społeczno-środowiskowe uwarunkowania inwestycji.

Kombinacja nowego podejścia do inwestycji finansowych z liberalizacją europejskich planów emerytalnych doprowadziła do tego, że duża część środków została zainwestowana w aktywa odnoszące się do przedsięwzięć wrażliwych na społeczno-środowiskowe uwarunkowania.

Zauważalny wzrost inwestycji społecznie odpowiedzialnych na świecie skłania do dyskusji nad skutkami zastosowania kryteriów etycznych, społecznych i środowiskowych w procesie konstruowania portfeli inwestycyjnych<sup>1</sup>. Podstawowe problemy badawcze z tym związane można streścić następująco: czy kryteria społeczne, etyczne i środowiskowe mają wpływ na efektywność finansową zarządzanych funduszy, czy zwiększają szanse na osiągnięcie wyższej stopy zwrotu?

Celem badań była ocena efektywności społecznie odpowiedzialnych funduszy akcyjnych zarządzanych przez europejskie firmy *asset management*. Na potrzebę realizacji celu badań wykorzystano analizę porównawczą stóp zwrotu dla funduszy społecznie odpowiedzialnych i konwencjonalnych. W celu otrzymania porównywalnej miary efektywności wykorzystano zmodyfikowaną funkcję regresji.

## 1. Metodyka badania

Próba badawcza składała się z 47 funduszy, które realizowały społecznie odpowiedzialne inwestycje, w tym 10 funduszy inwestowało globalnie, a 37 inwestowało na obszarze Unii Europejskiej. Oprócz tego do porównań przyjęto 112 konwencjonalnych funduszy (22 inwestujące globalnie i 90 inwestujące w Europie). Wszystkie badane fundusze pochodziły z krajów europejskich. Okres, który obejmowały badania to lata 2002-2012. Dane zostały pozyskane przez platformę Morningstar.

W badaniach wykorzystano zmodyfikowaną funkcję regresji<sup>2</sup> z pięcioma zmiennymi. Pozwoliło to ocenić zmienny czasowo poziom ryzyka i stopy zwrotu

$$\begin{aligned}
 r_{p,t} = & \alpha_{0p} + A'_p z_{t-1} + \beta_{0p} r_{m,t} + \beta'_p (z_{t-1} r_{m,t}) + \beta_{1p} NWK_t \\
 & + \beta'_{1p} (z_{t-1} NWK_t) + \beta_{2p} WSN_t + \beta'_{2p} (z_{t-1} WSN_t) \\
 & + \beta_{3p} SOP_t + \beta'_{3p} (z_{t-1} SOP_t) + \beta_{4p} (r_{lm,t} - r_{m,t}) \\
 & + \beta'_{4p} [z_{t-1} \cdot (r_{lm,t} - r_{m,t})] + \varepsilon_{p,t}
 \end{aligned}$$

<sup>1</sup> L. Dziawgo: *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*. PWE, Warszawa 2010.

<sup>2</sup> M. Carhart: *On Persistence in Mutual Fund Performance*. „J. Finance” 1997, Vol. 52, s. 57-82.

W modelu uwzględniono wpływ publicznie dostępnych informacji rynkowych na ryzyko i premię za ryzyko. W tym celu zmiany parametrów  $\alpha$  i  $\beta$  były realizowane na podstawie funkcji liniowych z wektorem  $Z_{t-1}$  reprezentującym przyjęty z góry zestaw publicznych informacji. Informacje te dostępne inwestorom w czasie  $t-1$ , pozwalają na przewidywanie stopy zwrotu w czasie  $t$ . W modelu regresji  $Z_{t-1}$  jest wektorem odchylenia  $Z_{t-1}$  od wartości średniej.

Pozostałe składniki modelu regresji są następujące:

- $r_{pt}$  – nadwyżka stopy zwrotu portfela  $p$ , przekraczająca benchmark w okresie  $t$ ,
- $r_{mt}$  – nadwyżka stopy zwrotu portfela rynkowego w okresie  $t$  przekraczająca benchmark w okresie  $t$ ,
- $NWK_t$  – różnica stóp zwrotu dla portfeli akcji o niskiej i wysokiej kapitalizacji,
- $WSN_t$  – różnica pomiędzy stopami zwrotu portfeli akcji z wysokim i niskim poziomem wskaźnika wartości księgowej do wartości rynkowej (*book-to-market ratio*),
- $SOP_t$  – różnica pomiędzy stopami zwrotu portfeli, które w przeszłości odniosły sukces i porażkę,
- $(r_{lm,t} - r_{m,t})$  – różnica pomiędzy stopą zwrotu z indeksu rynku lokalnego a stopą zwrotu z indeksu rynku globalnego (europejskiego) występującego jako benchmark,
- $\varepsilon_{p,t}$  – błąd losowy,
- $\beta'_p, \beta'_{1p}, \beta'_{2p}, \beta'_{3p}, \beta'_{4p}$  – wektory określające związek pomiędzy warunkowymi parametrami  $\beta$  a zmiennymi charakteryzującymi informacje rynkowe na temat inwestycji,
- $\beta_{0p}, \beta_{1p}, \beta_{2p}, \beta_{3p}, \beta_{4p}$  – wartości przeciętne parametrów beta, które stanowią (bezwarunkową) wartość oczekiwaną warunkowych parametrów  $\beta$ ,
- $\alpha_{0p}$  – przeciętna (warunkowa) wartość parametru  $\alpha$ ,
- $A'_p$  – wektor określający związek pomiędzy warunkowymi parametrami  $\alpha$  a zmiennymi charakteryzującymi informacje rynkowe na temat inwestycji.

Przy  $L$  zmiennych informacyjnych i  $K$  zmiennych objaśniających, zastosowany model regresji posiada całkowitą liczbę  $(L+1) \times (K+1)$  zmiennych niezależnych.

Zaletą przyjętej metodyki jest kompleksowe ujęcie czynników kształtujących efektywność funduszy. Trudność stanowiło odpowiednie dobranie par funduszy do porównań w taki sposób, aby istotną różnicę pomiędzy nimi stanowiły tylko aspekty społecznej odpowiedzialności inwestycji.

## 2. Wyniki badań

W ramach rozważań teoretycznych istnieją koncepcje, które zarówno deprecjonują, jak i podkreślają znaczenie inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Pierwsze ujęcie wywodzi się z teorii portfelowej Markowitza<sup>3</sup>. Zgodnie z nim, portfel inwestycyjny stworzony na podstawie ograniczonej przestrzeni możliwości inwestycyjnych nie będzie mógł być prawidłowo zdywersyfikowany. W konsekwencji stopa zwrotu ważona ryzykiem w odniesieniu do portfela inwestycji społecznie odpowiedzialnych będzie zawsze nieoptymalna w stosunku do portfela zbudowanego na podstawie konwencjonalnych założeń. Dodatkowo, w przypadku społecznie odpowiedzialnych funduszy, wyższe koszty selekcji aktywów i ich monitorowania będą negatywnie wpływały na uzyskane efekty.

Przeciwnie podejście określa, że portfel inwestycji społecznie odpowiedzialnych będzie charakteryzował się wyższą stopą zwrotu. Wynika to z faktu, że w jego skład wchodzi przedsiębiorstwa zaangażowane w społeczną odpowiedzialność biznesu, co już samo w sobie stanowi lepszą szansę inwestycyjną. Zatem określone kryteria przyjęte do selekcji przedsięwzięć, gwarantują wybór firm charakteryzujących się wysoką jakością zarządzania<sup>4</sup>. Podejście to określane mianem teorii dobrego zarządzania<sup>5</sup> współgra z teorią interesariuszy<sup>6</sup>, według której integracja celów interesariuszy tworzy wartość dodaną dla właścicieli przedsiębiorstwa, natomiast skuteczna realizacja założeń we wszystkich obszarach społecznej odpowiedzialności, prowadzi do osiągnięcia lepszych efektów finansowych.

Analiza efektywności portfeli funduszy realizujących inwestycje społecznie odpowiedzialne skoncentrowana została na poziomie wybranych funduszy, poprzez porównywanie z odpowiadającymi portfelami funduszy konwencjonalnych. W tabeli 1 przedstawiono parametry odnoszące się do efektywności funduszy (współczynnik  $\alpha$  wyrażony procentowo) oraz ryzyka rynkowego (współczynnik  $\beta$ ), oszacowane za dla zastosowanego modelu regresji. Liczby  $T_1$ ,  $T_2$ ,  $T_3$ , odnoszą się do prawdopodobieństwa, jakie przyjmuje statystyka  $\chi$  – kwadrat dla testu Walda, na istnieniu parametrów  $\alpha$  zmiennych w czasie i parametrów  $\beta$  zmiennych w czasie oraz ich wspólnej zmienności w czasie.

<sup>3</sup> H. Markowitz: *Portfolio Selection*. „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1, s. 77-91.

<sup>4</sup> N.P. Bollen: *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*. „J. Financial Quant” 2007, Vol. 42, s. 683-708.

<sup>5</sup> H. Fauzi, K.M. Idris: *The Relationship of CSR and Financial Performance: New Evidence from Indonesian Companies*. „Issues in Social and Environmental Accounting” 2009, Vol. 3, No. 1, s. 66-87.

<sup>6</sup> N.K. Kakabadse, C. Rozuel, L. Lee-Davies: *Corporate Social Responsibility and Stakeholder Approach: A Conceptual Review*. Inderscience Enterprises Ltd, 2005.

Tabela 1

Parametry efektywności i ryzyka dla funduszy społecznie odpowiedzialnych

Lp.	Fundusze społecznie odpowiedzialne					
	$\alpha_{op}$	$\beta_{op}$	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	T <sub>3</sub>	R <sup>2</sup> adj.
Fundusze globalnych akcji						
1	-0,2595	0,9642	0,11	0,00	0,00	91,2%
2	-0,3760	0,8509	0,18	0,00	0,00	93,1%
3	-0,3367	0,9127	0,14	0,00	0,00	92,4%
4	-0,4157	0,8776	0,55	0,00	0,00	96,3%
5	-0,1314	0,8862	0,54	0,00	0,00	88,7%
6	-0,0523	0,7920	0,00	0,00	0,00	93,4%
7	-0,3709	0,9406	0,22	0,00	0,00	96,3%
8	-0,3367	0,7233	0,83	0,00	0,00	96,4%
9	-0,2321	0,9590	0,19	0,00	0,00	98,2%
10	0,0525	0,8613	0,68	0,00	0,00	95,6%
Średnia	-0,2459	0,8768				94,16%
Fundusze europejskich akcji						
1	-0,1439	0,9468	0,13	0,00	0,00	94,7%
2	-0,2459	0,9509	0,07	0,00	0,00	92,6%
3	-0,2408	0,8951	0,02	0,00	0,00	97,9%
4	-0,1553	0,8853	0,04	0,00	0,00	97,5%
5	-0,2557	0,9194	0,58	0,00	0,00	83,4%
6	0,0351	1,0835	0,08	0,00	0,00	92,8%
7	-0,3785	0,8223	0,64	0,00	0,00	89,7%
8	-0,0922	0,7887	0,00	0,00	0,00	97,2%
9	-0,1894	1,0112	0,11	0,00	0,00	99,2%
10	-0,5986	0,9445	0,35	0,00	0,00	91,6%
11	0,0534	0,8288	0,03	0,00	0,00	84,5%
12	0,2927	0,8701	0,29	0,00	0,00	78,6%
13	-0,2979	0,9454	0,02	0,00	0,00	96,8%
14	-0,1813	0,9526	0,65	0,02	0,00	97,3%
15	-0,1659	0,9893	0,28	0,00	0,00	99,7%
16	-0,054	0,9771	0,86	0,00	0,00	97,6%
17	-0,0429	1,1203	0,17	0,00	0,00	91,8%
18	-0,4786	1,0312	0,85	0,00	0,00	97,5%
19	-0,053	0,9919	0,79	0,00	0,00	97,3%
20	-0,2568	1,1350	0,88	0,00	0,00	94,9%
21	-0,0714	0,9362	0,02	0,01	0,00	93,1%
22	-0,2122	0,9268	0,95	0,00	0,00	89,5%
23	-0,1672	1,0360	0,07	0,1	0,00	86,2%
24	-0,211	0,9202	0,68	0,00	0,00	94,7%
25	0,0365	0,9890	0,83	0,00	0,00	81,8%
26	-0,0515	1,0678	0,48	0,00	0,00	96,1%
27	-0,2979	0,9811	0,64	0,00	0,00	92,6%
28	0,0329	0,9570	0,22	0,12	0,16	95,3%
29	-0,2867	0,9742	0,12	0,00	0,00	98,3%
30	-0,2553	1,1886	0,38	0,00	0,00	95,4%
31	-0,2911	1,1140	0,41	0,00	0,00	95,3%
32	-0,091	1,0705	0,15	0,00	0,00	98,3%
33	-0,2324	0,9306	0,44	0,00	0,00	85,4%
34	-0,3854	0,9655	0,25	0,00	0,00	86,5%
35	-0,02	1,0296	0,17	0,00	0,00	99,1%
36	-0,2545	1,0747	0,45	0,23	0,00	92,9%
37	-0,0429	1,1260	0,24	0,00	0,00	95,6%
Średnia	-0,1689	0,9832				93,2%

Tabela 2

## Parametry efektywności i ryzyka dla funduszy konwencjonalnych

Lp.	Fundusze konwencjonalne					
	$\alpha_{op}$	$\beta_{op}$	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	T <sub>3</sub>	R <sup>2</sup> adj.
Fundusze globalnych akcji						
1	-0,1732	1,1272	0,95	0,00	0,00	91,6%
2	-0,2343	0,9674	0,54	0,00	0,00	93,1%
3	-0,4755	0,9823	0,12	0,00	0,00	92,4%
4	-0,1972	0,8213	0,71	0,00	0,00	98,7%
5	-0,3468	0,9871	0,47	0,00	0,00	92,3%
6	-0,3153	0,7404	0,00	0,00	0,00	97,3%
7	-0,5877	0,8843	0,67	0,00	0,00	89,3%
8	-0,2273	0,8405	0,00	0,00	0,00	99,2%
9	-0,3276	1,0361	0,01	0,00	0,00	94,8%
10	-0,1911	0,9727	0,04	0,00	0,00	98,5%
Średnia	-0,3076	0,9359				94,72%
Fundusze europejskich akcji						
1	-0,1384	1,0535	0,63	0,00	0,00	97,9%
2	-0,2225	1,0432	0,39	0,00	0,00	96,5%
3	-0,3511	0,9844	0,27	0,00	0,00	93,9%
4	0,1161	0,8835	0,15	0,00	0,00	97,2%
5	0,1771	0,6854	0,83	0,00	0,00	92,5%
6	-0,0688	1,1478	0,22	0,00	0,00	97,3%
7	-0,0347	0,9807	0,33	0,26	0,00	94,3%
8	-0,4112	1,0114	0,68	0,00	0,00	97,8%
9	0,3243	0,5484	0,75	0,00	0,00	97,9%
10	0,0485	0,7536	0,25	0,00	0,00	96,5%
11	0,0802	0,9754	0,97	0,00	0,00	97,5%
12	-0,0075	1,0138	0,44	0,00	0,00	94,8%
13	-0,19	1,0267	0,14	0,00	0,00	92,7%
14	-0,3418	0,8791	0,00	0,00	0,00	99,5%
15	-0,3114	0,9874	0,27	0,00	0,00	93,4%
16	-0,1536	0,9553	0,97	0,00	0,00	94,8%
17	0,1552	1,0902	0,00	0,00	0,00	96,2%
18	-0,2984	0,9624	0,86	0,00	0,00	97,5%
19	-0,0404	0,9878	0,54	0,00	0,00	96,1%
20	-0,3875	0,5454	0,57	0,54	0,00	44,7%
21	-0,0659	0,8232	0,42	0,00	0,00	89,1%
22	-0,0551	1,0603	0,74	0,00	0,00	97,4%
23	-0,2352	1,0102	0,53	0,00	0,00	93,5%
24	-0,2543	1,0388	0,52	0,02	0,00	95,5%
25	-0,011	0,9415	0,47	0,00	0,00	99,1%
26	-0,0781	0,9414	0,28	0,00	0,00	92,5%
27	-0,011	0,9864	0,24	0,00	0,00	95,3%
28	-0,6493	1,1692	0,46	0,00	0,00	86,9%
29	0,0237	0,9236	0,64	0,00	0,00	93,7%
30	0,03	0,9228	0,46	0,00	0,00	98,9%
31	-0,2951	1,0263	0,74	0,00	0,00	95,3%
32	-0,2164	1,0859	0,34	0,00	0,00	93,3%
33	0,6202	0,9518	0,81	0,97	0,94	28,5%
34	-0,1493	0,9853	0,67	0,01	0,00	91,9%
35	0,1646	0,9702	0,23	0,00	0,00	94,7%
36	-0,1934	0,7393	0,00	0,03	0,00	82,7%
37	-0,2431	1,0454	0,51	0,00	0,00	98,1%
Średnia	-0,0993	0,9496				91,7%

Rezultaty zastosowania testów Walda potwierdziły, że 94% objętych badaniem funduszy społecznie odpowiedzialnych posiada parametry  $\beta$  zmienne w czasie, przy czym około 22% posiada również zmienne w czasie parametry  $\alpha$ . Zbliżone rezultaty uzyskano dla portfeli konwencjonalnych. Współczynnik dopasowania  $R^2$  dla wszystkich funduszy osiągał wysokie wartości zbliżone do 100%.

Biorąc pod uwagę oszacowane parametry, większość funduszy społecznie odpowiedzialnych i konwencjonalnych osiągnęła wyniki neutralne w stosunku do oczekiwań ( $\alpha$  zbliżone do zera). Przy poziomie istotności wynoszącym 5% nie stwierdzono funduszy, których zwrot ukształtował się powyżej benchmarku. Spośród funduszy społecznie odpowiedzialnych 19 wykazało istotny statystycznie negatywny poziom współczynnika  $\alpha$ , natomiast spośród konwencjonalnie zarządzanych portfeli 12 posiadało ujemną  $\alpha$ . Pomimo tego, że fundusze społecznie odpowiedzialne stanowiły w tym wypadku największą grupę, to różnice pomiędzy efektywnością funduszy w dwóch analizowanych przekrojach rynkowych nie są znaczące statystycznie (zgodnie z wynikami testu t-studenta oraz testu Manna-Whitneya).

Biorąc pod uwagę rynkową ekspozycję funduszy, uzyskano zróżnicowane wyniki pomiarów w odniesieniu do dwóch przekrojów rynkowych (fundusze globalne i europejskie). Większość globalnych funduszy społecznie odpowiedzialnych posiada parametr  $\beta$  na niższym poziomie niż fundusze konwencjonalne. Jednak w odniesieniu do większości europejskich funduszy społecznie odpowiedzialnych stwierdzono odwrotną prawidłowość.

Uzyskane wyniki badań pozwoliły również określić, które ujęte dodatkowo czynniki ryzyka inwestycyjnego stanowią istotne uwarunkowanie. Zwrócono przy tym uwagę na następujące czynniki: wielkość przedsięwzięć (wartość kapitalizacji walorów, w które inwestują poszczególne fundusze) oraz lokalny charakter przedsięwzięć. Biorąc pod uwagę pierwszy z czynników przeciętna wartość warunkowych współczynników  $\beta$  była istotna statystycznie dla 28% funduszy społecznie odpowiedzialnych i 37% funduszy konwencjonalnych. Natomiast w odniesieniu do drugiego czynnika statystycznie istotną wartość współczynnika wystąpiła w przypadku około 70% funduszy społecznie odpowiedzialnych i konwencjonalnych. Porównując fundusze społecznie odpowiedzialne i konwencjonalne w kategorii funduszy inwestowanych globalnie nie stwierdzono istotnych statystycznie różnic w zakresie ekspozycji na ryzyko związane z wielkością przedsięwzięć. Odmienną sytuację zaobserwowano wśród funduszy inwestowanych w europejskie przedsięwzięcia. W tym wypadku dla 12 funduszy konwencjonalnych stwierdzono statystycznie większą ekspozycję na przedsięwzięcia o niewielkiej kapitalizacji niż dla społecznie odpowiedzialnych funduszy. Tylko jeden fundusz społecznie odpowiedzialny wykazywał podobieństwo w tym zakresie do funduszy konwencjonalnych. Zatem można stwierdzić, że fundusze społecznie odpowiedzialne są mniej narażone na ryzyko w tym obszarze.

W odniesieniu do ekspozycji na lokalne inwestycje dla 34 funduszy społecznie odpowiedzialnych i 22 konwencjonalnych uzyskano statystycznie istotnie współczynniki  $\beta$ , co oznacza, że fundusze te są znacząco zaangażowane w przedsięwzięcia o charakterze lokalnym. Zatem stwierdzono, że fundusze społecznie odpowiedzialne są bardziej ukierunkowane na lokalne przedsięwzięcia niż ich konwencjonalne odpowiedniki.

## Podsumowanie

W pracy dokonano analizy efektywności europejskich funduszy realizujących inwestycje społecznie odpowiedzialne. W tym celu porównano ich efekty zarządzania z efektami odpowiednio dobranych funduszy, które realizowały konwencjonalne założenia inwestycyjne. Wyniki przeprowadzonych badań wykazały, że nie było statystycznie istotnych różnic pod względem efektywności pomiędzy tymi grupami funduszy. Oznacza to, że zarządzający funduszami społecznie odpowiedzialnymi nie potrafili wykorzystać potencjału, który wynikał z możliwości globalnej dywersyfikacji.

W odniesieniu do ekspozycji na ryzyko, to fundusze społecznie odpowiedzialne, inwestujące globalnie, odnotowały niższe rynkowe parametry  $\beta$  niż fundusze konwencjonalne. W przypadku funduszy społecznie odpowiedzialnych, które inwestowały w Europie awersja do ryzyka była nieznacznie mniejsza od odpowiadających im portfeli funduszy konwencjonalnych.

Przyczyną takiego stanu rzeczy wydaje się kwestia związana ze stylami zarządzania. W ramach badań stwierdzono, że style zarządzania są znacząco różne w grupie samych funduszy społecznie odpowiedzialnych, natomiast uwzględniając porównania z grupą funduszy konwencjonalnych, różnice nie były znaczące. Częściowym wytłumaczeniem tego faktu jest to, że większość funduszy realizuje strategie inwestycyjne oparte na wyborze najlepszych przedsięwzięć, których głównym lub jedynym celem jest realizacja korzystnego wpływu na środowisko lub społeczeństwo (*best-in-class strategies*). Strategia taka, mimo że wspiera dywersyfikację portfela inwestycyjnego (różnorodność branż), to jednocześnie zacierza statystyczną różnicę pomiędzy funduszami społecznie odpowiedzialnymi a konwencjonalnymi. Związane jest to z wyborem liderów branż, a nie firm, które są czasami istotne z punktu widzenia społecznego lub środowiskowego, ale nie stanowią najlepszej alternatywy w branży.



## Bibliografia

- Bollen N.P.: *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*. „J. Financial Quant. Anal.” 2007, Vol. 42.
- Carhart M.: *On Persistence in Mutual Fund Performance*. „Journal of Finance” 1997, Vol. 52.
- Dziawgo L.: *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*. PWE, Warszawa 2010.
- Fauzi H., Idris K.M.: *The Relationship of CSR and Financial Performance: New Evidence from Indonesian Companies*. „Issues in Social and Environmental Accounting” 2009, Vol. 3, No. 1.
- Kakabadse N.K., Rozuel C., Lee-Davies L.: *Corporate Social Responsibility and Stakeholder Approach: A Conceptual Review*. Inderscience Enterprises Ltd, 2005.
- Markowitz H.: *Portfolio Selection*. „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1.

## THE EFFICIENCY OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENTS MANAGED BY THE EUROPEAN ASSET MANAGEMENT COMPANIES

### Summary

The noticeable growth of socially responsible investment provokes a discussion on the effects of application of the ethical, social and environmental criteria in the investment portfolios creation process. The research problems associated with it can be described as follows:

Do the social, ethical and environmental criteria impact on the financial efficiency of managed funds? Do they enhance the opportunities for higher returns?

The aim of the study was to evaluate the effectiveness of socially responsible equity funds managed by the European asset management companies. The author made comparisons of the socially responsible equity funds with the similar group of the conventional managed funds. There were used a conditional five factor model of regression to estimate the parameters of efficiency and risk.

The results indicate that differences in the fund efficiency are not statistically significant. Taking into account the investment styles, both groups of funds have a similar exposure to risk factors.