

Bogna Janik

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

IDEA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO INWESTOWANIA NA PRZYKŁADZIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH CALVERT

Streszczenie: Przedmiotem pogłębionej analizy było badanie efektywności inwestycyjnej społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych. Analizowane fundusze zostały wybrane z rynku amerykańskiego z grupy społecznie odpowiedzialnych funduszy Calvert, badaniu poddano pięć funduszy. W pracy postawiono hipotezę, która zakłada, że ani stopy zwrotu, ani ryzyko generowane przez te fundusze nie odbiegają od średniej rynkowej reprezentowanej przez indeks S&P500. Dodatkowo w pracy przytoczono wyniki badań, które wskazują na różnice w podejściu do społecznie odpowiedzialnych inwestycji na rynku amerykańskim i europejskim. Różnice te dotyczą definiowania tychże inwestycji, przekroju podmiotów w nie zaangażowanych, używanych fachowych sformułowań oraz stosowanych strategii.

Słowa kluczowe: społecznie odpowiedzialne inwestowanie, zrównoważone inwestowanie, fundusze inwestycyjne.

1. Wstęp

Główna idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania wywodzi się z założenia, że pieniądze inwestorów powinny wspierać etycznie działające przedsiębiorstwa oraz przyczyniać się do poprawy środowiska. Wiąże się to z trendem w inwestycjach zwanym zrównoważonym inwestowaniem. Stał on się widoczny szczególnie po wystąpieniu kryzysu finansowego, zwanego także kryzysem zaufania. Odbudowanie zaufania do instytucji zbiorowego inwestowania może przejawiać się m.in. w skutecznym przekonaniu społeczeństwa, że środki pieniężne powierzone tym instytucjom wspierają inwestycje społecznie uzasadnione oraz że przedsiębiorstwa, które z nich korzystają, przestrzegają zasady ładu korporacyjnego. Celem opracowania jest prezentacja największego funduszu społecznie odpowiedzialnego Calvert, działającego na rynku amerykańskim, analiza jego strategii inwestycyjnych oraz porównanie efektywności inwestycyjnej wybranych funduszy akcyjnych Calvert z benchmarkiem rynkowym (S&P500). Postawiono hipotezę, która zakłada, że ani stopy zwrotu, ani ryzyko amerykańskich funduszy akcyjnych Calvert nie odbiegają od średniej generowanej przez rynek.

2. Idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania

Zrównoważony i trwały rozwój w inwestycjach opiera się na trzech filarach związanych z aspektami środowiskowymi, społecznymi oraz ekonomicznymi [United Nations General Assembly 2005]. Obszary te wzajemnie się wzmacniają i uzupełniają. Zrównoważony rozwój w inwestycjach tym samym oznacza koncepcję, która ma na uwadze łączenie elementów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Pojęcie lub termin „społecznie odpowiedzialne inwestowanie” SRI (*Socially Responsible Investment*) – stosowane zamiennie ze „zrównoważonym inwestowaniem” – zostało oficjalnie zdefiniowane przez Forum Zrównoważonych i Odpowiedzialnych Inwestycji – Eurosif – w 2006 r. Według tej definicji zrównoważone inwestowanie polega na podejmowaniu decyzji zgodnie z czynnikami ESG (*Environmental, Social, Governance* – środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego) w procesie inwestycyjnym. Już wcześniej zarówno w teorii, jak i w praktyce pojawiały się mniej sformalizowane definicje oddające ideę SRI. Według M. Mansleya odpowiedzialne inwestowanie jest to element analizy finansowej, która skupia się na kwestiach społecznych, środowiskowych i etycznych podczas wyboru, zarządzania i upływniania inwestycji [Mansley 2000]. Według R. Sparkesa odpowiedzialne inwestowanie jest swego rodzaju filozofią inwestycyjną, która łączy ze sobą kryteria zarówno finansowe, jak i pozafinansowe [Sparkes 2002].

Za wielkością rynku zrównoważonych inwestycji przemawiają dane liczbowe. Światowe Forum Inwestycyjne podaje, że w Stanach Zjednoczonych prawie 11% aktywów instytucji zbiorowego inwestowania jest zaangażowanych w spółki społecznie odpowiedzialne, natomiast w Europie według Europejskiego Forum Odpowiedzialnego Inwestowania (*European Sustainable Investment Forum*) w takie spółki zaangażowanych jest 17% aktywów instytucji zbiorowego inwestowania [Report on Socially... 2007]. Dane te pokazują tylko na zaangażowanie instytucji zbiorowego inwestowania, nie można jednakże pominąć aktywów, inwestorów indywidualnych czy *venture capital, private equity*. Pomimo tego, że społecznie odpowiedzialne inwestowanie ma swoje podłoże w historii [Kinder i in. 1994; Kinder, Domini 1997, s. 12-19; Kreander i in. 2003; Sparkes 1995] – wywodzi się z ruchów religijnych – to nurt ten rozwinął się inaczej w Stanach Zjednoczonych, a inaczej w Europie. Różnice te dotyczą stawianych celów, definiowania i używania podstawowych pojęć, zróżnicowanej struktury podmiotów działających na tym rynku czy stosowanych przez nie strategii. W podejściu amerykańskim większy nacisk kładzie się na społeczne cele, natomiast w podejściu europejskim na finansowe efekty [Louche, Lydenberg 2006, s. 37]. Podmiotami na rynku amerykańskim są w przeważającej większości inwestorzy indywidualni i niewielkie jest zaangażowanie państwa w tego typu inwestycje. W podejściu europejskim rynek ten zdominowany jest przez

inwestorów instytucjonalnych¹ [Solomon i in. 2002], widoczne jest także znaczne zaangażowanie państw europejskich w zrównoważone inwestycje. Występuje także zróżnicowanie w stosowanych strategiach inwestycyjnych. W podejściu amerykańskim duży nacisk kładzie się na negatywną selekcję, co nie jest już tak powszechnie stosowaną strategią w Europie [Giamporcaro-Saunière 2004, s. 62].

3. Strategie inwestycyjne funduszy społecznie odpowiedzialnych

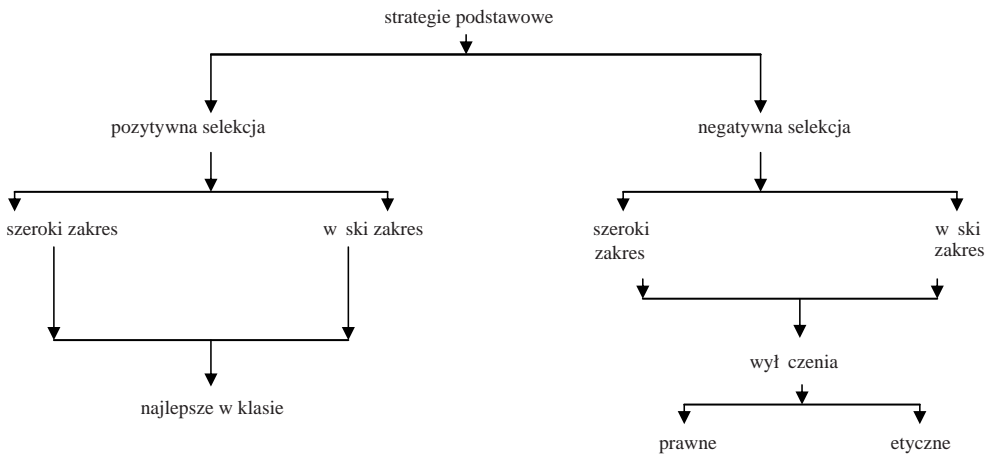
W procesie budowania portfela inwestycyjnego fundusze społecznie odpowiedzialne stosują dobór spółek, kierując się różnymi strategiami. W praktyce rynkowej strategii te można podzielić na dwa główne nurty: podstawowy i szeroki. W ramach strategii w nurcie podstawowym w procesie doboru spółek stosuje się pozytywną i negatywną selekcję. Pozytywna selekcja przewiduje dobór spółek z uwzględnieniem kryteriów ESG (*Environmental, Social, Governance*). Dobór taki może także odbywać się w ramach węższej grupy spółek – tematycznych, tj. takich, które dodatkowo kierują się w swojej podstawowej działalności czynnikami środowiskowymi. Gradacja spółek w ramach pozytywnej selekcji odbywa się poprzez wybór najlepszych w klasie. W ramach negatywnej selekcji stosuje się wyłączenia z portfela na bazie prawa – wyłączenia prawne (np. wykluczenia spółek, które nie przestrzegają norm prawnych formułowanych przez OECD, ONZ, UNICEF itp.), oraz na bazie etyki – wyłączenia etyczne (wykluczenie z portfela spółek, w których wskazano więcej niż dwa negatywne kryteria). Inne strategie to prosta eliminacja i integracja. Prosta eliminacja polega na wykluczeniu z portfela inwestycji spółek działających w nieetycznych dziedzinach biznesu, takich jak pornografia, przemysł nikotynowy, przemysł zbrojeniowy. W ramach tej strategii można posługiwać się techniką zaangażowania, polegającą na dialogu z zarządzającymi spółkami w celu ukierunkowania ich na koncepcję ESG. Należy jednak pamiętać, że jest to proces długotrwały i nie gwarantuje pełnego sukcesu. Druga strategia – integracja – polega na integracji czynników ilościowych i jakościowych w zarządzaniu ryzykiem z uwzględnieniem kryteriów ESG. Rysunek 1 przedstawia strategie w nurcie podstawowym realizowane przez fundusze społecznie odpowiedzialne.

Niezależnie od prezentowanych strategii rynek funduszy inwestycyjnych związany z odpowiedzialnym i zrównoważonym inwestowaniem można podzielić na trzy kategorie:

1) „społecznie odpowiedzialne” lub inaczej „etyczne” fundusze – stosujące się do zasad społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR – *Corporate Social Responsibility*),

2) „zielone” fundusze – stosujące strategie inwestycyjne oparte na takim biznesie, jak: czyste technologie, odnawialna energia, opieka zdrowotna,

¹ Wynika to poniekąd z przymusu prawnego, fundusze emerytalne w niektórych państwach UE są zobowiązane do publikowania poziomu zaangażowania w zrównoważone inwestycje.



Rys. 1. Strategie inwestycyjne podstawowe stosowane przez SRI

Źródło: opracowanie własne na podstawie [European SRI... 2010].

3) mieszane fundusze – posługujące się czynnikami ESG (*Environmental, Social, Governance*), w których dobór spółek polega na integracji czynników niefinansowych [Gay i in. 2005]², niebędących przedmiotem tradycyjnej analizy do konstrukcji portfela z czynnikami finansowymi³.

4. Fundusze inwestycyjne Calvert

Największym funduszem inwestycyjnym działającym na rynku amerykańskim w obszarze zrównoważonego inwestowania jest fundusz Calvert. Realizuje on w obszarze odpowiedzialnych inwestycji trzy główne strategie inwestycyjne, tworząc portfele w ramach proponowanych strategii. Są to strategie kluczowe (*Calvert Signature Portfolios*), tematyczne (*Calvert Solution Portfolios*) i rozsądne (*Calvert SAGE Portfolios*). Polityka inwestycyjna i dobór obszarów inwestycyjnych są ściśle zdeterminowane wyborem strategii w ramach wymienionych obszarów. Polityka inwestycyjna *Signature Portfolios* opiera się na łączeniu rygorystycznej analizy finansowej z analizą czynników jakościowych: z obszaru ochrony środo-

² Autor prezentuje dylematy związane z konstruowaniem takich wskaźników.

³ Jednym z kryteriów oceny, jaką przyjmuje się do konstruowania wskaźników zrównoważonego rozwoju, jest odpowiedzialność społeczna, rozumiana jako strategia zarządzania i koncepcja podejścia do prowadzenia biznesu. Zakłada ona budowanie dobrych i trwałych relacji opartych na wzajemnym zrozumieniu i szacunku z szeroko rozumianym otoczeniem biznesowym, tj. ze wszystkimi zainteresowanymi stronami: pracownikami, dostawcami, klientami, społecznością lokalną, akcjonariuszami, oraz dbałość o środowisko lokalne. Innym kryterium jest podejście do zmian klimatycznych, wraz z rynkową zachętą do przejścia do niższej emisji dwutlenku węgla w przyszłości.

wiska, społecznego i przestrzegania ładu korporacyjnego. Polityka inwestycyjna w ramach portfela *Solution Portfolios* polega na tworzeniu portfeli, które selektywnie inwestują w spółki, wytwarzające produkty i/lub usługi mające na celu rozwiązanie najbardziej istotnych problemów związanych z ochroną środowiska, jednocześnie stosując zasadę zrównoważonego rozwoju. Trzecia grupa portfeli *SAGE Portfolios* zorientowana jest na przyszłość i dotyczy spółek, które dzisiaj podejmują decyzję o zmianie profilu inwestycyjnego w obszarze zrównoważonego rozwoju, a jednocześnie wymagają wsparcia merytorycznego.

Tabela 1. Podział funduszy Calvert ze względu na stosowaną strategię

Klasyczne podejście Calvert Signature Portfolios	Tematyczne podejście Calvert Solution Portfolios	Uwydatnione zaangażowanie Calvert SAGE Portfolios
Negatywna selekcja produktowa – przemysł tytoniowy – przemysł spirytusowy – gry hazardowe (nie dotyczy dwóch funduszy) – przemysł zbrojeniowy	Negatywna selekcja produktowa – energia nuklearna – przemysł tytoniowy – przemysł zbrojeniowy	Negatywna selekcja produktowa – przemysł tytoniowy – przemysł zbrojeniowy
Kryteria inwestycyjne (szczegółowe kryteria): – ład korporacyjny i etyczny biznes – środowisko – bezpieczeństwo pracy – bezpieczeństwo wytwarzanych produktów i usług – przestrzeganie praw człowieka – przestrzeganie miejscowych praw człowieka – społeczne relacje	Kryteria inwestycyjne Specjalne zagadnienia związane z przestrzeganiem praw człowieka	Kryteria inwestycyjne Wszystkie spełniające wymagania oprócz tych, w których nie są przestrzegane prawa człowieka
Liczba portfeli 14 Liczba funduszy 31	Liczba portfeli 2 Liczba funduszy 5	Liczba portfeli 1 Liczba funduszy 3

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.Calvert.com].

Fundusze z grupy *Signature Portfolios* i *Solution Portfolios* realizują strategię w ramach nurtu podstawowego *Signature* w szerokim zakresie, a *Solution* w wąskim zakresie, te ostatnie tworzą fundusze tematyczne. Strategia realizowana w ramach *SAGE Portfolios* jest to strategia w nurcie szerokim, w ramach techniki zaangażowania. Najwięcej funduszy utworzonych jest w ramach *Signature Portfolios*, bo aż 31, a zdecydowanie mniej w ramach pozostałych dwóch strategii – 5 i 3 fundusze. W ramach portfela *Signature Portfolios* widoczne jest zróżnicowanie inwestycyjne, począwszy od funduszy akcyjnych po fundusze pieniężne. Pozostałe dwa portfele

budowane są z grupy funduszy akcyjnych. We wszystkich typach funduszy stosowana jest negatywna selekcja (*negative screening*). Spółki reprezentujące przemysł zbrojeniowy i tytoniowy są wykluczone z portfela inwestycji funduszy Calvert.

5. Stopa zwrotu i ryzyko wyznaczone z modelu GARCH(1,1) dla wybranych funduszy Calvert

Analiza efektywności zarządzania została wyznaczona w oparciu o logarytmiczne dzienne stopy zwrotu. Wyznaczono je dla czterech funduszy inwestycyjnych, były to fundusze akcyjne dużych spółek z grupy *Signature Portfolios*. Z grupy czterech portfeli wybrano po jednym funduszu z każdej grupy (typ A). Analizę przeprowadzono dla jednego okresu za lata 2007-2009. Otrzymane wyniki zostały porównane z benchmarkiem rynkowym, tj. indeksem S&P500. Przeprowadzono 4720 obserwacji.

Tabela 2. Statystyka danych dla czterech funduszy społecznie odpowiedzialnych i indeksu S&P500

Statystyka danych	Fundusz 933	Fundusz 934	Fundusz 910	Fundusz 919	S&P500
Średnia	-0,000207984	-0,000222117	-0,000296992	-0,000143692	-0,000224335
Odchylenie standardowe	0,018048135	0,018207238	0,018050125	0,017186876	0,017765224
Współczynnik zmienności (%)	8677,7	8197,1	6077,6	11960,9	7919,1
Kurtoza	4,921546235	6,917852054	6,142597315	6,41156598	6,492979648
Mediana	0,000771919	0,000806777	0,000970203	0,000986683	0,000822003
Liczba obserwacji	944	944	944	944	944

Źródło: opracowanie własne.

Dane zaprezentowane w tab. 2 pokazują, że przeciętne poziomy zarówno stóp zwrotu dla analizowanych czterech funduszy, jak i indeksu S&P500 są bardzo zbliżone. W okresie trzech lat średnia logarytmiczna wartość stopy zwrotu dla każdego z funduszy i indeksu była ujemna. Najbardziej zbliżony do średniego indeksu był przeciętny poziom stopy zwrotu Funduszu 934. Odchylenie standardowe jako miara przeciętnego odchylenia wyników pomiarów od średniej wskazuje na znaczne⁴ rozproszenie danych. Analiza współczynnika zmienności potwierdza powyższe wyniki.

⁴ Rozproszenie jest małe co do wartości, ale gdy porównać odchylenie standardowe ze średnią – czyli wyznaczyć współczynniki zmienności (odchylenie/średnia*100%), to wskazuje on na bardzo wysoką zmienność.

Współczynnik zmienności jest bardzo wysoki, gdyż wynosi dla funduszu 933 ponad 8000%, co oznacza, że odchylenie standardowe stanowi ponad 8000% średniej. Kurtoza rozkładu w analizowanych przypadkach wykazuje eksces dodatni, co oznacza, że mamy do czynienia z rozkładami wysmukłymi. Większa jest zatem koncentracja jednostek wokół wartości średniej niż w przypadku rozkładu normalnego. Niewielkie różnice pomiędzy wartościami parametrów charakteryzującymi tendencję centralną oraz kurtozę wskazują na to, że rozkłady prób są zbliżone.

Ryzyko można przedstawić jako odchylenie warunkowe stóp zwrotu, tj. pierwiastek z warunkowej wariancji wyznaczonej z modelu GARCH (1,1). Modele GARCH można traktować jako grupę nieliniowych modeli szeregów czasowych, które pozwalają na dość wyczerpującą analizę dynamiki generujących te szeregi procesów. Natomiast wariancja warunkowa wyznaczona z modelu GARCH może być traktowana jako miara krótkookresowej zmienności procesu. Poniżej przedstawiono równania opisujące wariancję warunkową wyznaczoną z modelu GARCH (p, q).

Jeżeli proces y_t zdefiniujemy za pomocą modelu w postaci:

$$y_t = \sigma_t \varepsilon_t, \text{ przy czym } \varepsilon_t \approx iid(0, 1),$$

to σ_t^2 oznacza wariancję warunkową, która można przedstawić w postaci wzoru:

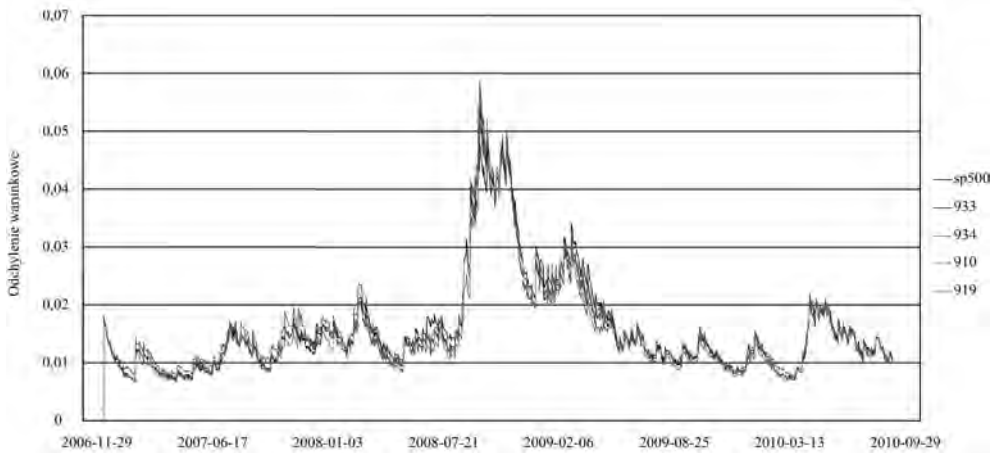
$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{i=1}^q \alpha_i y_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j \sigma_{t-j}^2$$

$\omega > 0$, $\alpha_i \geq 0$ oraz $\beta_j \geq 0$.

Zmienność w równaniu wariancji warunkowej jest uzależniona od jej wartości z przeszłości oraz od wartości zaobserwowanych stóp zwrotu. Parametry α_i decydują o wpływie, jaki na zmienność mają nowe napływające informacje zawarte w kwadratach y_{t-1}^2 , natomiast parametry β_j charakteryzują tę część dynamiki, która obrazuje oczekiwania rynku dotyczące tego, że proces zmienności będzie przebiegał w przyszłości podobnie jak dotychczas [Doman, Doman 2009, s. 82].

Już pobieżna analiza wykresu pokazuje, że ryzyko wyznaczone z modelu GARCH (1,1) jako odchylenie warunkowe tychże stóp zwrotu dla wszystkich analizowanych funduszy jest zbliżone do ryzyka generowanego przez benchmark rynkowy, tj. indeks S&P500. Oznacza to, że zarówno fundusze społecznie odpowiedzialne, jak i indeks rynkowy charakteryzowały się bardzo podobnym rozkładem odchylenia warunkowego.

Analiza stóp zwrotu i ryzyka przeprowadzona na wybranej grupie funduszy potwierdza wcześniej przytoczoną tezę. W podejściu amerykańskim większy nacisk kładzie się na cele społeczne niż na efekty finansowe, inwestorzy amerykańscy wspierają społecznie odpowiedzialne inwestycje, kierując się bardziej ich funkcją społeczną niż potencjalnymi ponadprzeciętnymi zyskami.



Rys. 2. Odchylenie warunkowe stóp zwrotu wyznaczone z modelu GARCH (1,1)

Źródło: opracowanie własne.

6. Zakończenie

Tak dynamiczny rozwój społecznie odpowiedzialnych inwestycji uważa się za fenomen obecnych czasów. Jednym z powodów jest spadek zaufania społecznego do regionalnych i globalnych inwestycji, szczególnie widoczny po ostatnim kryzysie finansowym. Dodatkowo w dobie rozwoju nowoczesnych technologii, szybkiego przepływu informacji i ich natłoku istnieje potrzeba wyróżnienia tych inwestycji, w których przestrzegane są standardy etyczne czy wspiera się ochronę środowiska. Pomimo zgody co do głównej idei, w pracach wielu autorów wskazuje się na różnice w podejściu do takich inwestycji, występujące na rynku amerykańskim i europejskim. Dotyczą one czterech głównych aspektów: celów, podmiotów rynku, używanej terminologii i stosowanych strategii. W podejściu amerykańskim kładzie się większy nacisk na społeczne wartości i cele, natomiast w podejściu europejskim większy nacisk kładzie się na cele finansowe i efekty inwestycyjne. Porównanie logarytmicznych stóp zwrotu w latach 2007-2009 i ocena ryzyka, dla funduszy amerykańskich Calvert i indeksu giełdowego S&P500, potwierdzają wcześniej przedstawione tezy. Wyniki badania ilościowego wskazują na brak różnicy w efektach inwestycyjnych pomiędzy funduszami akcyjnymi Calvert a benchmarkiem rynkowym S&P500⁵.

⁵ Autorka ma świadomość, że przeprowadzone badanie nie jest pełne, gdyż należy także przeanalizować efekty inwestycji funduszy społecznie inwestycyjnych działających na rynku europejskim. Autorka jest w trakcie prowadzenia prac badawczych.

Literatura

- Doman M., Doman R., *Modelowanie zmienności i ryzyka. Metody ekonometrii finansowej*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2009.
- European SRI Study*, revised edition, Eurosif, 2010.
- Gay G.R., Klaassen J.A., *Retirement investment, fiduciary obligations, and socially responsible investing*, „Journal of Deferred Compensation” 2005, vol. 10, no. 4.
- Giamporcaro-Saunière S., *L'investissement socialement responsable en France. Un outil au service d'une action politique par la consommation?*, „Sciences de la société” 2004.
- Kinder P.D., Domini A.L., *Social screening: paradigms old and new*, „The Journal of Investing” 1997, Winter.
- Kinder P.D., Lydenberg S., Domini A.L., *Investing for Good, Making Money While Being Socially Responsible*, Harper Business, New York 1994.
- Kreander N., Molyneaux D., McPhail K., *An Immanent Critique of UK Church Ethical Investment*, University of Glasgow, Glasgow 2003.
- Louche C., Lydenberg S., *Socially Responsible Investment: Differences between Europe and United States*, Vlerick Leuven Gent Working Paper Series 2006/22, 2006.
- Mansley M., *Socially Responsible Investment: A Guide for Pension Funds and Institutional Investors*, Monitor Press, Sudbury, 2000.
- Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum, Washington 2007.
- Solomon E., Solomon A., Norton S., *Socially responsible investment in the UK: Drivers and current issues*, „Journal of General Management” 2002, vol. 27, no. 3, s. 1-13.
- Sparkes R., *Socially Responsible Investment – A Global Revolution*, John Wiley & Sons, Chichester 2002.
- Sparkes R., *The Ethical Investor*, Harper Collins, London 1995.
- United Nations General Assembly, *World Summit Outcome*, Resolution A/60/1, adopted by the General Assembly on 15 September 2005.
- www.Calvert.com.

THE IDEA OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT ON THE EXAMPLE OF CALVERT INVESTMENT FUNDS

Summary: The subject of in-depth analysis is the research of investment effectiveness of Socially Responsible Investment Funds. The analyzed funds (five of them) were selected from the American market of Calvert Socially Responsible Funds. The paper assumes that ROI and the risk generated by the fund are not different from the market average represented by S&P500 index. Therefore, American investors, while choosing from SRIs are motivated not only by a potential profit but also by the awareness of social purposes for which they were created. Additionally, the paper quotes the research results pointing at differences in the approach to SRIs on American and European market. The differences regard the definition of investment, the business involved, professional terminology and strategies applied.