

Paweł Jamróz*

Uniwersytet w Białymstoku

BADANIE EFEKTYWNOŚCI ZARZĄDZAJĄCYCH FUNDUSZAMI SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNYMI

STRESZCZENIE

Koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania staje się coraz popularniejsza, szczególnie po wybuchu jednego z najbardziej wyniszczających kryzysów finansowych w historii. W artykule przedstawiono wstępne wyniki badań funduszy społecznie odpowiedzialnych za pomocą klasycznych miar efektywności skorygowanymi o ryzyko. Otrzymane wyniki wskazują na średnio niższą efektywność badanych funduszy stosujących zasady SRI względem indeksu RESPECT. Pod względem wyczcucia rynku zarządzający nie charakteryzowali się natomiast ponadprzeciętnymi umiejętnościami, poza jednym funduszem.

Słowa kluczowe: efektywność, fundusze inwestycyjne, inwestycje społecznie odpowiedzialne, zarządzający.

Wprowadzenie

Rosnącą popularność wśród inwestorów koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych (ang. *socially responsible investing* – SRI) można wiązać między innymi z wybuchem kryzysu finansowego. W USA w ostatnich siedemnastu latach liczba funduszy inwestycyjnych deklarujących stosowanie inwestycji społecznie od-

* Adres e-mail: jamroz@uwb.edu.pl.

powiedzialnych wzrosła ponad trzynastokrotnie – z 55 funduszy w 1995 roku do 720 funduszy w 2012 roku. Porównując aktywa zarządzanych funduszy w tym okresie, można stwierdzić, że nastąpił ponadpięciokrotny wzrost osiągając w 2012 roku wartość 3,744 bln USD [*Report on Sustainable...*, 2012]. Obecnie w Polsce koncepcja ta nie cieszy się aż tak dużą popularnością, jednak pojawiają się instytucje i inwestorzy wykorzystujący SRI w swoich decyzjach inwestycyjnych. Przejawem rosnącej popularności tej koncepcji jest powstanie w 2009 roku indeksu RESPECT spółek odpowiedzialnych społecznie notowanych na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Celem badania była ocena efektywności portfela akcji spółek społecznie odpowiedzialnych z indeksu RESPECT w porównaniu z tradycyjnymi indeksami i subindeksami oraz wybranymi funduszami inwestycyjnymi stosującymi elementy koncepcji SRI. W tym celu wyznaczono klasyczne wskaźniki efektywności: Sharpe’a, Treynora i Jensena, oraz modele Treynora-Mazuy’a (TM) i Henrikssona-Mertona (HM). Badanie przeprowadzono na podstawie dziennych logarytmicznych stóp zwrotu.

1. Koncepcja inwestycji społecznie odpowiedzialnych

Koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest elementem szerszej idei społecznej odpowiedzialności biznesu (ang. *Corporate Social Responsible* – CSR). CSR to koncepcja, zgodnie z którą firmy w swoich działaniach dobrowolnie łączą troskę o społeczeństwo i środowisko z prowadzoną działalnością gospodarczą. Społeczną odpowiedzialność biznesu przedstawia się jako integralną część zarządzania strategicznego. Z literatury przedmiotu wynika, że większość ujęć istoty koncepcji SRI odwołuje się do konieczności wkomponowania w proces inwestycyjny aspektów o charakterze społeczno-etycznym, ekologicznym i środowiskowym [Czerwińska, 2009, s. 12]. Sprowadza się zatem to do selektywnego doboru akcji do portfela inwestycyjnego, przy czym sam wybór polega na nabywaniu walorów spełniających określone kryteria. Należą do nich [*European SRI Study 2012*] wykluczenie etyczne (ang. *ethical exlusions*), selekcja pozytywna (ang. *positive screening*), selekcja normatywna (ang. *norms-based screening*), selekcja sektorowa (ang. *pioneer screening*), rangowanie aktywów inwestycyjnych (ang. *best-in-class*), przestrzeżenie podstawowych wartości (ang. *simple screens*), zaangażowanie (ang.

engagement) oraz integracja (ang. *integration*). Wymienione strategie SRI w praktyce postrzegane są jako komplementarne względem siebie i stosowane do różnych faz procesu inwestycyjnego. Na przykład, selekcja pozytywna i wykluczenia stosowane są na etapie tworzenia portfela inwestycyjnego, a strategia zaangażowania i integracji w trakcie bieżącego zarządzania portfelem [Czerwińska, 2009, s. 13–14].

Według Europejskiego Forum Zrównoważonych Inwestycji (ang. Eurosif) określenie zrównoważonych i odpowiedzialnych inwestycji polega na podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zgodnie z czynnikami określonymi skrótem ESG (ang. *Environmental, Social and Governance*, czyli środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego). Rynek SRI wzrasta w ostatnich latach bardzo dynamicznie, również w Europie. Według Eurosif rynek odpowiedzialnych inwestycji w Europie wynosił w 2012 roku około 8,75 mld euro, odnotowując 35-procentowy wzrost w porównaniu z 2009 rokiem [*European SRI Study 2012*].

Pierwsze indeksy CSR powstawały w Stanach Zjednoczonych, gdzie za pioniera tego zjawiska uznaje się firmę Dow Jones, która we wrześniu 1999 roku rozpoczęła publikację indeksu SI (ang. *Sustainability Index*). Rok później fundusz Calvert rozpoczął publikację indeksu CSR, a w lipcu 2001 roku pierwszy indeks (*FTSE4Good*) opublikowała angielska firma FTSE. Indeksy CSR oprócz swojej podstawowej roli, czyli dostarczania informacji o bieżącej koniunkturze wśród spółek danego segmentu, coraz częściej są podstawą do konstrukcji opartej na ich składzie portfeli funduszy inwestycyjnych. Można stwierdzić, że to nie tylko rozwój CSR doprowadził do powstawania indeksów i dedykowanych funduszy inwestycyjnych, ale obecnie to indeksy CSR motywują spółki do stosowania poszczególnych zasad ESG w prowadzonej przez siebie działalności biznesowej [*Indeksy CSR na świecie*].

Badacze zajmujący się kwestią odpowiedzialnego inwestowania twierdzą, że ewentualne pozytywne efekty związane ze stosowaniem strategii inwestycyjnych według SRI mogą się pojawić dopiero po kilku lub kilkunastu latach. Z tego powodu są one często utożsamiane z inwestorami instytucjonalnymi, takimi jak na przykład fundusze emerytalne lub inwestycyjne [Jedynak, 2011, s. 239]. Zastosowanie koncepcji SRI w procesie inwestycyjnym funduszy wiąże się z możliwością wzrostu efektywności oraz kształtowaniem wizerunku instytucji, dlatego wyznacznikiem pozycji konkurencyjnej na rynku usług finansowych są wyniki zarządzania aktywami funduszu. W literaturze przedmiotu brakuje bezspornych dowodów na pozytywne oddziaływanie strategii SRI na efektywność portfela inwestycyjnego. Z jednej stro-

ny, w świetle klasycznej teorii portfela oraz hipotezy rynku efektywnego informacyjnie budowa portfela z uwzględnieniem kryteriów SRI może skutkować obniżeniem jego efektywności w długim okresie. Ponieważ efektywność portfela rynkowego przewyższa wszystkie inne skonstruowane portfele, więc im bardziej efektywny jest rynek, tym bardziej oczywisty jest wpływ strategii SRI na wyniki osiągane przez zarządzających funduszami. Ponadto występuje problem odpowiedniej dywersyfikacji portfela ze względu na wykluczanie pewnych branż z inwestycji, co skutkuje niedoważaniem lub przeważaniem niektórych sektorów w portfelu. Z drugiej strony, w kontekście krytyki hipotezy rynku efektywnego i na skutek asymetrii informacyjnej zastosowanie kryteriów SRI do budowy portfela może przynieść inwestorowi przewagę informacyjną, co w efekcie może skutkować osiągnięciem ponadprzeciętnych zysków [Czerwińska, 2009, s. 21].

W literaturze przedmiotu wymieniane są głównie trzy hipotezy badawcze odnoszące się do wyników osiąganych przez portfele inwestycyjne konstruowane na podstawie strategii SRI w porównaniu z portfelami tradycyjnymi. Według pierwszej hipotezy portfele SRI osiągają słabsze wyniki niż tradycyjne z powodu rygorystycznej selekcji spółek do portfela. Zgodnie z drugą hipotezą, portfele SRI osiągają lepsze wyniki niż ich tradycyjne odpowiedniki ze względu na brak obowiązku informacyjnego dotyczącego społecznej odpowiedzialności. Portfel oparty na ładzie korporacyjnym, środowisku i kryteriach społecznych może osiągać lepsze wyniki niż przyjęty benchmark. Pozytywne i niejawne informacje pomagają zarządzającym w doborze akcji, które generują wyższe stopy zwrotu niż tradycyjne fundusze inwestycyjne. Według trzeciej hipotezy portfele SRI mają inną ekspozycję na ryzyko i w związku z tym, inne oczekiwane stopy zwrotu niż tradycyjne portfele [Renneboog, Horst, Zhang, 2007, s. 24–25].

2. Charakterystyka podejścia badawczego

Ocenę wyników działania funduszy inwestycyjnych można przeprowadzić z punktu widzenia dwóch kryteriów: selektywności (ang. *selectivity*) oraz tak zwanego wyczucia rynku (ang. *market timing*). Selektywność umożliwia analizę zdolności zarządzającego aktywami funduszu do umiejętnego wyboru spółek do portfela (ang. *stock picking*) na podstawie posiadanych informacji. Wyczucie rynku to umiejętność wyboru właściwego momentu zmiany proporcji udziału poszczególnych walorów

w aktywach funduszu, czyli umiejętność przewidywania trendu na rynku. Selektowność w praktyce opiera się na analizie fundamentalnej spółek, choć również na porównaniu wyników tej analizy z bieżącą wyceną rynkową. Wycucie rynku w całości opiera się na analizie historycznej notowań indeksu skupiającego większość giełdowych spółek [Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001, s. 132–133]. Do oceny umiejętności selektywności i wycucia rynku zarządzających funduszami inwestycyjnymi na polskim rynku akcji stosuje się zasady CSR. W artykule wykorzystano wersje parametryczne modeli Treynora-Mazuya (TM) oraz Henrikssona-Mertona (HM).

Ocenę efektywności inwestycji zawsze przeprowadza się w stosunku do przyjętego punktu odniesienia (benchmarku), którym może być na przykład oczekiwana przez inwestora stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału. W badaniu zastosowano klasyczne miary efektywności, wskaźniki Treynora (T_p), Sharpe'a (S_p) oraz alfa Jensena (J), oparte na skorygowanym ryzyku. Szczegółowy opis tych miar można znaleźć w pracach Domańskiego [2011, s. 61–65], Tarczyńskiego [1997, s. 155–158] czy Jamroza [2013, s. 195–197].

Jeśli zarządzający portfelem trafnie przewiduje wahania rynku lub konsekwentnie wybiera niedowartościowane walory do portfela, to uzyskuje wyższe premie za ryzyko. O skuteczności zarządzającego świadczy zatem wartość parametru alfa ($\hat{\alpha}_p$). Jeśli ma wartość dodatnią, świadczy o dobrej skuteczności, a jeśli ujemną, odwrotnie. Wartość $\hat{\alpha}_p$ określa, w jakim stopniu stopa zwrotu z portfela odzwierciedla wyższe średnie zwroty, uwzględniające ryzyko. Wskaźnik Jensena (J) w porównaniu z wymienionymi wskaźnikami pozwala wyznaczyć średnie stopy zwrotu, uwzględniając różne ich wartości wolne od ryzyka dla każdego przedziału czasowego w badanym okresie. Za pomocą parametru alfa Jensena wyznacza się premię za ryzyko w kategoriach ryzyka rynkowego (niedywersyfikowalnego), podobnie jak za pomocą wskaźnika Treynora [Reilly, Brown, 2001, s. 673–674].

Zastosowano również zmodyfikowany parametr alfy Jensena, który uwzględnia możliwy wpływ małych spółek według następującej formuły [Kreander, Gray, Power, Sinclair, 2005, s. 14–77]:

$$R_p - R_F = \alpha_{zp} + \beta_{zp}(R_M - R_F) + \gamma_{zp}(R_S - R_M) + \varepsilon_p \quad (1)$$

gdzie R_S – stopa zwrotu z indeksu małych spółek, na przykład sWIG80.

Ponadto wyznaczono często stosowany model Treynora-Mazuy'a (TM) do zbadania umiejętności wycucia rynku *ex post*. Autorzy zdefiniowali wycucie rynku jako reakcję na zmiany stopy zwrotu z portfela rynkowego. Istotą tego podejścia jest to, że jeśli zarządzający funduszami mogliby przewidzieć ogólne ruchy rynku, to zwiększaliby ryzyko portfela w okresach wzrostów, a zmniejszali w okresach spadków. Model TM ma następującą postać [Treynor, Mazuy, 1966, s. 131–136]:

$$R_p = \alpha_p + \beta_p R_M + \gamma_p R_M^2 + \varepsilon_p \quad (2)$$

gdzie γ_p – miara wycucia rynku przez zarządzającego portfelem.

Dodatnia wartość γ_p świadczy o tym, że zarządzający prawidłowo prognozuje ruchy badanego rynku, a rozmiary tego parametru świadczą o stopniu tej umiejętności.

Kolejną klasyczną metodą testowania umiejętności zarządzających funduszami jest statystyczna procedura zaproponowana przez R.D. Henrikssona i R.C. Mertona [1981, s. 513–533], obejmująca zarówno testy parametryczne, jak i nieparametryczne. Testy parametryczne opierają się wyłącznie na danych statystycznych, bez wymogu posiadania informacji na temat prognoz zarządzających funduszami. R.D. Henriksson i R.C. Merton zaproponowali model regresji, który rozdziela udział wycucia rynku od doboru papierów wartościowych. Stosując MNK, szacuje się następujące równanie [Romacho, Cortez, 2006, s. 354]:

$$R_p - R_F = \alpha_p + \beta_{1p}x + \beta_{2p}y + \varepsilon_p \quad (3)$$

gdzie $x = R_M - R_F$; $y = \max[0; -(R_M - R_F)]$.

W modelu HM ocena parametru $\hat{\alpha}_p$ mierzy selekcję papierów wartościowych, a $\hat{\beta}_2$ – wycucie rynku; dodatnie wartości tych oszacowań świadczą o tym, że zarządzający funduszem wybiera właściwe walory do portfela oraz dokonuje transakcji w odpowiednim momencie [Zamojska, 2009].

3. Wyniki empiryczne

Badanie efektywności funduszy społecznie odpowiedzialnych przeprowadzono na podstawie 901 dziennych notowań pochodzących z okresu 19 listopada

2009–28 czerwca 2013 (oprócz subindeksu WIG-energia, który jest liczony od 31 grudnia 2009 roku oraz indeksu SKOK Etyczny2 z okresu od 18 sierpnia 2010 roku). Do obliczeń wykorzystano logarytmiczne stopy zwrotu z notowań wartości netto jednostek¹ wybranych funduszy inwestycyjnych. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie rentowności WIBID-u 1Y, a za portfel rynkowy – indeks RESPECT. Dane te pochodziły z witryn internetowych stooq.pl oraz bossa.pl. Do badania wybrano cztery fundusze inwestycyjne stosujące elementy strategii SRI (zob. tabelę 1), które działały nieprzerwanie w analizowanym okresie. Obliczenia wykonano za pomocą arkusza kalkulacyjnego Excel oraz pakietu ekonometrycznego Gretl wersja 1.9.9.

Tabela 1. Badane fundusze inwestycyjne stosujące kryteria strategii SRI

Skrócona nazwa	Nazwa funduszu	TFI	Data uruchomienia funduszu
AREN	ARKA BZ WBK Energii FIO	BZ WBK AIB TFI	27.12.2007
DWP3	INVESTOR Zmian Klimatycznych	INVESTORS TFI	28.01.2008
PZOA	PZU FIO Energia Medycyna Ekologia (d. Optymalnej Alokacji)	TFI PZU	29.07.2010 20.12.2007
SKE2	SKOK SFIO Etyczny 2	TFI SKOK	18.08.2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z witryny internetowej www.analizy.pl (data pobrania: 10.07.2013).

Indeks spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT stosowany na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych od 19 listopada 2009 roku, jako drugi tego typu indeks w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Portfel indeksu tworzą firmy odpowiedzialne społecznie, notowane na głównym rynku GPW, dobierane z indeksów WIG20, mWIG40 i sWIG80. Selekcja spółek przeprowadzana jest co pół roku po ostatniej sesji stycznia i lipca na podstawie badania ankietowego. Obecnie w skład indeksu wchodzi 20 spółek (zob. tabelę 2), w połowie z indeksu WIG20.

¹ Wartość netto jednostki funduszu inwestycyjnego to cena wartości jednostki uczestnictwa nieuwzględniająca opłat manipulacyjnych.

Tabela 2. Skład indeksu RESPECT na dzień 2 września 2013 roku

Spółka	Udział w portfelu indeksu
PGNiG SA	12,166
PZU SA	10,377
PGE SA	9,829
PKN Orlen SA	9,430
KGHM SA	7,057
TP SA	6,446
BOGDANKA SA	6,400
ING BSK SA	5,754
HANDLOWY SA	5,685
MILLENNIUM SA	4,591
JSW SA	4,236
AZOTY TARNÓW SA	4,109
LOTOS SA	3,772
NETIA SA	3,174
BUDIMEX SA	1,585
PELION SA	1,411
APATOR SA	1,390
ELBUDOWA SA	1,073
KOGENERACJA SA	0,769
BANK BPH SA	0,746

Źródło: http://www.gpw.pl/portfele_indeksow#RESPECT (data pobrania: 2.09.2013).

Analizując dochody z inwestycji mierzone średnią dzienną stopą zwrotu (zob. tabelę 3), można zauważyć, że wśród indeksów najwyższą dzienną stopę zwrotu odnotowały WIG-Paliwa i RESPECT, a wśród funduszy – PZU, Energia, Medycyna, Ekologia. Ujemne stopy zwrotu osiągnęły indeksy WIG20 i WIG-Energia, oraz dwa fundusze Investor Zmian Klimatycznych i Skok Etyczny 2.

Tabela 3. Statystyki opisowe analizowanych wskaźników giełdowych oraz funduszy w okresie 19 listopada 2009–28 czerwca 2013

Indeks	Średnia dzienna stopa zwrotu	Mediana	Odchylenie standardowe	Korelacja z indeksem RESPECT
1	2	3	4	5
RESPECT	0,00040	0,00072	0,01241	–
WIG	0,00014	0,00062	0,01104	0,930
WIG20	–0,00004	0,00055	0,01282	0,925

1	2	3	4	5
mWIG40	0,00023	0,00082	0,00995	0,764
sWIG80	0,00005	0,00078	0,00872	0,723
WIG-Energia	-0,00025	-0,000260	0,01250	0,666
WIG-Paliwa	0,00049	0,00064	0,01582	0,870
WIG-Banki	0,00014	0,00074	0,01485	0,792
AREN	0,00020	0	0,01179	0,389
DWP3	-0,00015	0,00019	0,00943	0,509
PZOA	0,00065	0,00057	0,00695	0,367
SKE2	-0,00012	0	0,00866	0,802

Źródło: obliczenia własne.

Najniższym ryzykiem całkowitym w analizowanym okresie, mierzonym odchyleniem standardowym, charakteryzowały się fundusze PZU oraz Skok Etyczny 2, natomiast spośród indeksów sWIG80 i mWIG40. Z kolei najwyższym ryzykiem obarczone były subindeksy WIG-Paliwa i WIG-Banki. Najsilniej skorelowany z indeksem RESPECT był szeroki indeks WIG oraz indeks złotych spółek WIG20, co wynika ze składu indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych. Najslabiej skorelowane z indeksem RESPECT były fundusze PZU i Arki, co mogło wynikać z odmiennej polityki inwestycyjnych tych instytucji.

Tabela 4. Wskaźniki efektywności skorygowane o ryzyko w okresie 19 listopada 2009–28 czerwca 2013

Skrócona nazwa	β_p	T_p	S_p	J	Zmodyfikowana alfa Jensena
AREN	0,37053	0,00022	0,00704	-0,00004	-0,000006
DWP3	0,38794	-0,000700	-0,028770	-0,00027	-0,00031
PZOA	0,20642	0,00259	0,07684	0,00046**	0,00050**
SKE2	0,57542	-0,000400	-0,026890	-0,00038**	-0,00031*
RESPECT	1	0,00032	0,02585	-	-

Istotny statystycznie na poziomie *** 0,01; ** 0,05; * 0,1.

Źródło: obliczenia własne.

W tabeli 4 zestawiono współczynnik beta modelu CAPM oraz wskaźniki efektywności Treynora (T_p), Sharpe'a (S_p), alfa Jensena (J) i alfa Jensena zmodyfikowana o efekt małych spółek. Współczynnik beta określa zmienność wartości jednostki uczestnictwa funduszu wobec rynku reprezentowanego w tym badaniu przez indeks

RESPECT. Najwyższą wartość współczynnik beta osiągnął dla funduszu SKOK, a najniższą dla PZU. Analizowane fundusze można określić mianem defensywnych, co oznacza, że stopa zwrotu z portfela funduszu wzrasta mniej niż wynosi wzrost stopy zwrotu z benchmarku i spada mniej w sytuacji, gdy stopa zwrotu z benchmarku zmniejsza się. Badane fundusze stosują zatem bardzo ostrożne strategie inwestycyjne, przynosząc inwestorom, średnio rzecz biorąc, prawie trzykrotnie niższe dzienne zwroty niż indeks RESPECT. W całym okresie badania według wskaźników Treynora i Sharpe'a wyższą efektywność niż rynek osiągnął jedynie fundusz PZU. Biorąc pod uwagę wskaźniki alfę Jensena oraz zmodyfikowaną alfę, stwierdzono, że dodatnie ich wartości osiągnął jedynie fundusz PZU. Najefektywniejszym spośród badanych funduszy był zatem PZU Energia, Medycyna, Ekologia.

Tabela 5. Wyniki estymacji modelu TM

Fundusz akcji	$\hat{\alpha}_p$	$\hat{\beta}_p$	$\hat{\gamma}_p$	R^2
AREN	0,000002	0,371467***	0,233921	0,151
DWP3	0,000124	0,376329***	-2,89554***	0,268
PZOA	0,000590**	0,205677***	-0,185869	0,135
SKE2	-0,000154	0,569996***	-1,20067**	0,646

Istotny statystycznie na poziomie *** 0,01; ** 0,05; * 0,1.

Źródło: obliczenia własne.

Oszacowania parametrów modelu Treynora-Mazuya (TM) przedstawiono w tabeli 5, z których ponad 58% jest istotnych statystycznie. Ocena parametru gamma świadczy o stopniu umiejętności wyczucia rynku. Uzyskane wyniki wskazują, że trzy spośród czterech ocen parametru gamma przyjmują wartości ujemne, co według J.L. Treynora i K. Mazuya świadczy o negatywnym wpływie wyczucia rynku na osiągnięte stopy zwrotu przez zarządzających funduszami.

Tabela 6. Wyniki estymacji modelu HM

Fundusz akcji	$\hat{\alpha}_p$	$\hat{\beta}_{1p}$	$\hat{\beta}_{2p}$	R^2
AREN	-0,0004860	0,423434***	0,099704	0,152
DWP3	0,000360	0,299222***	-0,167189***	0,264
PZOA	0,000464	0,206968***	0,001024	0,135
SKE2	-0,0002680	0,561008***	-0,026459	0,644

Istotny statystycznie na poziomie *** 0,01; ** 0,05; * 0,1.

Źródło: obliczenia własne.

Do określenia umiejętności zarządzających funduszami w zakresie selektywności oraz wycucia rynku zastosowano parametryczną wersję modelu Henrikssona-Mertona (HM). Wyniki oszacowań parametrów strukturalnych modelu HM przedstawiono w tabeli 6. Oszacowania dwóch parametrów alfa są dodatnie, a pozostałe dwa ujemne, przy czym żaden parametr nie jest statystycznie istotny. W tym przypadku nie można zatem rozstrzygnąć o umiejętności selekcji zarządzających funduszami. Ocena parametru $\hat{\beta}_{2p}$ oceniającego wycucie rynku jest w dwóch z czterech przypadków ujemna, co również nie pozwala rozstrzygnąć o umiejętności wycucia rynku zarządzających funduszami.

Podsumowanie

Ocena efektywności funduszy społecznie odpowiedzialnych przyniosła zróżnicowane wnioski, co wynika z różnych sposobów pomiaru ryzyka oraz dochodu w wykorzystywanych wskaźnikach. Analiza efektywności inwestycji w indeks RESPECT wskazuje na jego przewagę nad wybranymi indeksami oraz funduszami, oprócz WIG-Paliwa i PZU Energia, Medycyna, Ekologia. Może to być spowodowane tym, że połowa spółek z indeksu RESPECT należy do indeksu WIG20, które charakteryzują się wysoką płynnością i kapitalizacją. Na wyniki indeksu RESPECT niewątpliwie wpływa znaczna w nim reprezentacja spółek z sektora surowcowego i energetycznego, które po wybuchu kryzysu były liderami wzrostów. W zakresie wycucia rynku zarządzający nie charakteryzowali się ponadprzeciętnymi umiejętnościami, oprócz funduszu ARKA. Przeprowadzone testy nie rozstrzygnęły kwestii umiejętności selekcji. Podsumowując, można stwierdzić, że fundusze społecznie

odpowiedzialne nie pozwalają, średnio rzecz biorąc, uzyskiwać ponadprzeciętnych zwrotów od przyjętego benchmarku. W przyszłych badaniach podjęta zostanie próba zastosowania innych wskaźników niż miary dostosowane do ryzyka, ze względu na niespełnienie przez nie wielu założeń, jak na przykład takiej samej ilości i wielkości aktywów funduszy.

Literatura

- 2012 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States (2012), Social Investment Forum Foundation 2012, plik pdf http://www.ussif.org/files/Publications/12_Trends_Exec_Summary.pdf (data pobrania: 28.07.2013).
- Czekaj J., Woś M., Żarnowski J. (2001), *Efektywność giełdowego rynku w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Czerwińska T. (2009), *Spoleczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 3.
- Domański Cz. (red.) (2011), *Nieklasyczne metody oceny efektywności i ryzyka. Otwarte fundusze emerytalne*, PWE, Warszawa.
- Dzielnicki A., Gudaszewski W., Hnatiuk M., Stefanoff J. (2005), *Pomiar wyników działalności inwestycyjnej*, „Rynek Terminowy” nr 29 (3).
- European SRI Study 2012, plik pdf http://eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study_low-res%20v1.1.pdf (data pobrania: 29.07.2013).
- Henriksson R.D., Merton R.C. (1981), *On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Testing Forecasting Skills*, „Journal of Business” 54.
- Indeksy CSR na świecie*, plik pdf http://odpowiedzialni.gpw.pl/indeksy_csr_na_swiecie (data pobrania: 29.07.2013).
- Jajuga K., Jajuga T. (1997), *Inwestycje*, PWN, Warszawa.
- Jamróz P. (2013), *Efektywność wybranych FIO rynku akcji w latach 2003–2011*, w: *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, Zeszyty Naukowe nr 768, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 63. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Jedynak T. (2011), *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, Zeszyty Naukowe PTE nr 11, Kraków.
- Jensen M. C. (1968), *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964*, „Journal of Finance” 23.

- Kreander N., Gray R.H., Power D.M., Sinclar C.D. (2005), *Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis*, „Journal of Business Finance and Accounting”, September/October, 32(7), (8).
- Reilly F.K., Brown K.C. (2001), *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. II, Warszawa.
- Renneboog L., Horst J., Zhang Ch. (2007), *Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance*, Finance Working Paper, 175, June, plik pdf http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985267 (data pobrania: 10.06.2013).
- Romacho J.C., Cortez M.C. (2006), *Timing and Selectivity in Portuguese Mutual Fund Performance*, „Research in International Business and Finance” 20.
- Tarczyński W. (1997), *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Vol. II, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa.
- Treynor J.L., Mazuy K. (1966), *Can Mutual Funds Outguess the Market?*, „Harvard Business Review” 43.
- Zamojska A. (2009), *Timing a okresy hossy i bessy na rynku kapitałowym: przypadek polskich funduszy akcyjnych*, referat wygłoszony na III konferencji naukowej „Modelowanie i prognozowanie gospodarki narodowej”, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk-Jelitkowo 27–29.05.2009, plik pdf http://ekonometria.wzr.pl/konf_09_art/off/Zamojska_Timing_okresy_hossy_bessy.pdf (data pobrania: 9.10.2009).

STUDY ON THE EFFECTIVENESS OF MANAGERS OF SOCIALLY RESPONSIBLE MUTUAL FUNDS

Abstract

The concept of socially responsible investing is becoming increasingly more popular, especially after the outbreak of one of the most devastating financial crises in history. This paper presents the results of an initial study of socially responsible funds with the use of classical effectiveness measures adjusted for risk. Obtained results indicate that, on average, the effectiveness of funds adhering to the rules of SRI was lower relative to the RESPECT index. When it comes to market timing the fund managers did not exhibit any above-average skills, but for one fund.

Translated by Paweł Jamróż

Keywords: efficiency, mutual funds, socially responsible investing, managers.

Kod JEL: A13, G11, G23.

