



Blue Morpho Investments

SRI alapú befektetések hozama más hasonló eszközökkel rendelkező portfóliókkal szemben

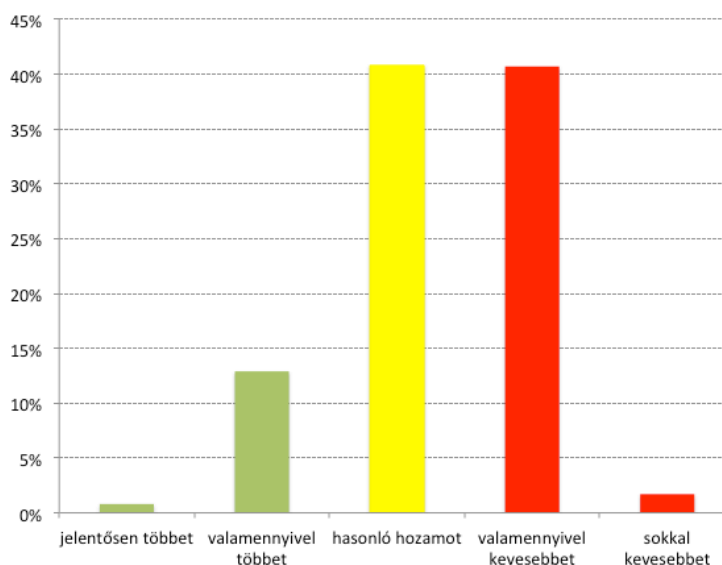
Historikus Tanulmányok - Összefoglaló

Bevezetés

A Blue Morpho Investments Zrt. előkészítési szakaszában potenciális ügyfeleink körében felmérést készítettünk, többek között arról, hogy mi a legfontosabb félelmük a Socially Responsible Investing (SRI) befektetési politika alkalmazásával kapcsolatban. Elsőpró többségben, 71%-uk úgy nyilatkozott, hogy „az SRI alapú befektetések esetleges hozamhátránya” jelenti a legnagyobb lehetséges aggályt a későbbi döntéssel kapcsolatban. Sokan nyilatkoztak nekünk úgy, hogy szívesen választanak olyan befektetést, ahol a pénzük társadalmi hasznossága is érvényesül, de nem szeretnének emiatt kisebb nyereséget elérni.

Hasonló okokból nem terjedtek még el tömeges méretekben a belső égésű motorral működő személygépjárművekkel szemben az elektromos hajtású autók. Bár a többség szívesen venne elektromos autót, és a környezetvédelem is fontos szempont számukra, de az ár, illetve a hatótávolság miatti problémák ettől visszatartják. Még akkor is, ha ez egyébként nem okozna gondot, akár azért, mert csak napi 30-50 km-t járnak vele, illetve hasonló értékű autót vennének egyébként is. ¹

A vizsgálatunkat egy Egyesült Királyságban elvégzett kutatás is igazolta. A Journal of Business Ethics-ben megjelent cikkben 1146 etikus befektetéseket választó ember véleményét kérdezték. Az összes válaszadó 58%-a nyilatkozott úgy, hogy ugyanolyan (illetve ritkább esetben) még magasabb hozamot vár el az SRI alapú eszközöktől, mint más befektetésektől. Igaz, itt 42% vállalt volna valamelyest alacsonyabb



¹ Attitude of European car drivers towards electric vehicles: a survey; Thiel-Alemanno-Scarcella-Zubaryeva-Pasaoglu (2012) - https://setis.ec.europa.eu/system/files/Attitude_of_European_car_drivers_towards_electric_vehicles-a_survey.pdf

hozamot is, de a nagyobb esetleges kockázatot már csak 19% tartotta reálisnak. A többség tehát itt sem visel el rosszabb adatokat, mint ha az SRI-t nem tartaná fontosnak.

2

Nem elegendő tehát a jószándék, a megoldásnál az a legtöbb ember számára alapkritérium, hogy az alapvető igényeiket nem szeretnék feladni. Elvárják, hogy az alternatív megoldásért ne kelljen feladni semmi lényegeset. Ez egy teljesen természetes igény, amit nemcsak a hivatkozott tanulmány az elektromos hajtású autókról, hanem a saját vizsgálatunk a befektetési preferenciákról is visszaigazolt. A saját kérdőívek kielemezése során az is kiderült, hogy a segítő szándék, és a jó ügy melletti kiállás szinte mindenki számára fontos. Ugyanakkor a válaszadók 93%-a legalább 75%-ban saját maga teremtette meg megtakarításait munkája és vállalkozása által (nem örökölte, vagy ajándékként kapta), és nem szeretne feláldozni semmit a kemény munkája gyümölcséből.

Éppen ezért volt fontos azt vizsgálnunk, hogy az SRI alapú befektetések hozama miként viszonyul a hasonló eszközöket tartalmazó, de SRI szűrést nem alkalmazó portfóliókéhoz képest.

Módszertani kérdések

Az SRI alapú befektetések hozamának vizsgálata, illetve ennek összevetése bármely referencia csoportéval számos szakmai és módszertani kérdést, és témakör tisztázásának szükségességét felveti. Az alábbi szempontok jelentős mértékű befolyást gyakorolja az egyes elemzések eredményére:

- Milyen meghatározás alapján történik az SRI alapú befektetések kiválasztása.
- Az ESG (Environmental, Social, Governance tényezők) valamennyi, vagy csak egyes komponenseinek vizsgálata történik.
- Milyen értékpapírok vizsgálata történik, a részvények, esetleg a kötvények hozama a fontos.
- Magukat a végső értékpapírok teljesítményét vizsgálják, vagy pedig az ún. investment vehicle hozamát, amelyek leggyakrabban nyílt befektetési alapokat jelentenek.
- Az utóbbi esetben hogyan kezelik a költségek szerepét és mely költségek szerepelnek a vizsgálatban egyáltalán (pl. a forgalmazónak részben vagy egészben járó front-load jellegű díjat a befektetők egy része fizeti, de a szakmai teljesítményt nem befolyásolja).
- Mely és milyen hosszú időszak vizsgálata történik.
- Milyen befektetési stratégia megközelítést alkalmaztak azok az alapok, amelyek vizsgálat alá kerültek.
- Milyen módszertant vettek figyelembe az eredményesség megítélésénél.
- Ezen belül is kulcskérdés, hogy a kockázat szerepének milyen jelentőséget tulajdonítottak a kutatók. Például csak a hozamok összehasonlítását végezték el, vagy a kockázati mutatókat is figyelembe vették-e (pl. Sharpe, Sortino, Treynor)
- Több esetben a tanulmány készítői nem vállalták az egyértelmű konklúzió levonását, ezért a szöveges konklúzióból kellett értékelést készíteni, ami magában rejti a szubjektív torzítás lehetőségét.

² Support for Investor Activism among U.K. Ethical Investors; Lewis-Mackenzie (2000) - <http://link.springer.com/article/10.1023%2FA%3A1006082125886>

Mivel a tanulmányok a fenti pontokban eltérő válaszokat adnak, ezért teljes mértékű összehasonlításra, statisztikai szintű bizonyításra a legtöbb esetben nincs tökéletes lehetőség. A probléma miatt ennek ellenére érdemes olyan összesítéseket megvizsgálni, ahol a különböző dolgozatokat igyekeztek egységes szempontrendszer alapján rendszerezni.

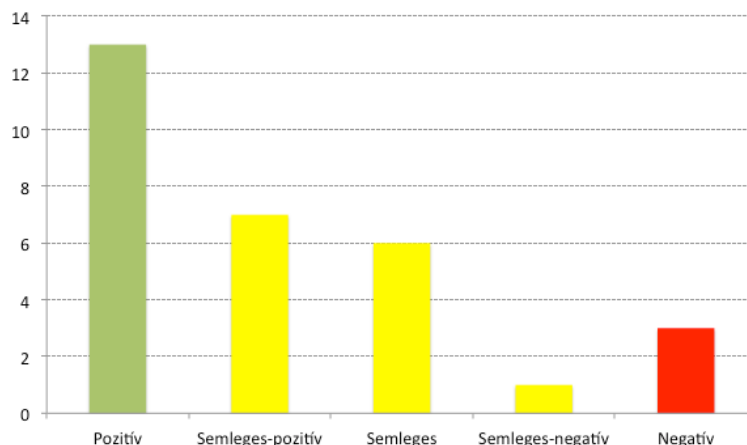
Az Egyesült Nemzetek Szervezetének (ENSZ) Környezetvédelmi Programjának Pénzügyi Kezdeményezése (UNEP FI)³ 2007 októberében a korábbiakhoz képest és azóta is az egyik legrészletesebb összességét tette közzé a kérdéskörben, ami számos tanulmány eredményét dolgozta fel. Itt az említett rendszerezésre is magas színvonalú, sok kérdésre választ adó megoldás született.⁴

Adatok

A dokumentumban összesen 30 tanulmány adatait dolgozták fel, ennek kétharmada egyetemi tanulmány, egyharmada befektetési szolgáltatók saját elemzése volt.

Az egyetemi tanulmányok esetén a húsz darabos mennyiségből csupán három esetben találtak olyat a kutatók, ahol az ESG tényezők negatívan befolyásolták a hozamokat a teljes részvénypiachoz, vagy a kiválasztott referenciacsoporthoz képest. Hét esetben a két kategória között nem volt kimuthatható eltérés, de az összesítést végzők itt is három alcsoportot különböztettek meg. A semleges mellett lett olyan tanulmány, amely a semleges-pozitív, illetve a semleges-negatív alcsoportba került. A hét semleges tanulmányból négy olyan volt, amelyik egyik irányban sem hajlik el, kettő a pozitív, és egy pedig a negatív oldal felé mozdul inkább. Végezetül a legnagyobb kategória a pozitív összefüggésé lett, amelybe tíz tanulmány, vagyis a teljes mennyiség fele került bele. Ezeknél találtak a kutatók egyértelmű bizonyítékot arra, hogy az ESG kritériumok használata, részben vagy egészben kifejezetten hozzájárult ahhoz, hogy a befektetések eredményei jobbak legyenek a tipikus részvénypiaci hozamoknál, vagy egy kijelölt referencia csoportnál.

A befektetési szolgáltatók által készített tíz átfogó elemzés egyike sem mutatott ki összefüggést az SRI alapú befektetési politika használata és a teljesítmény között. Három esetben egyértelműen segítettek a jobb eredmények elérését, így hét esetben lett semleges a kiértékelés az összesítés alapján.



Három esetben egyértelműen segítettek a jobb eredmények elérését, így hét esetben lett semleges a kiértékelés az összesítés alapján. Itt azonban hozzá kell tenni, hogy az UNEP FI szakemberei a semleges kategórián belül öt esetben csak azért soroltak ide a pozitív csoport helyett elemzéseket, mert ott nem szerepelt megfelelő korreláció vizsgálat a teljesítmény és az ESG faktorok között, miközben az elemzések készítői inkább pozitív megállapításokat fogalmaztak

³ <http://www.unepfi.org/about/>

⁴ Demystifying Responsible Investment Performance, UNEP FI (2007) -

http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf

meg az SRI eredményességét és felülteljesítését illetően. A teljes kép összesítése érdekében ezért az ábrán ezeket a semleges-pozitív kategóriában szerepeltettem.

A pozitív vagy a jóval kisebb arányú negatív összefüggé esetén az egyik legfontosabb kérdés a felülteljesítés, illetve a ritkább alulteljesítés mértéke. Ahol született ezzel kapcsolatos, konkrét számot is felvállaló megállapítás, ott az alábbiakat találjuk a lényegét kiemelve, külön-külön az egyes anyagoknál:

- Negyedévekénti újraszűrés esetén a Domini Social Index alapján éves 2,4%-os hozam felülteljesítés történt, továbbá 0,07-es Sharpe ráta előny.
- Éves 3,05%-os hozamtöbblet elérése történt, de az adatmennyiség miatt ez nem tekinthető statisztikailag szignifikánsnak. Ez a tanulmány csak a Vállalatirányítást (G) vizsgálta, és ott is csak 10 évet.
- Havi 0,01-0,02%-os lemaradás passzív, és akár 0,3%-os aktív befektetés esetén. A tanulmány kizárólag Társadalmi tényezőket (S) elemzett.
- A kifejezetten „bűnösnek” tartott részvények alulértékelttsége miatt havi 0,3-0,45%-os hozamtöbbletre képesek az etikusakkal szemben. Ez a tanulmány kizárólag Társadalmi (S) hatásokat vizsgált.
- A tanulmány a Vállalatirányítás (G) kérdéseit vizsgálta, és az aktív részvényesi szerepkörre fókuszált. Ez alapján a felülteljesítést az etikus cégeknél éves szinten legalább 10%-os.
- Főként Németország és Svájc, de valamelyest az Egyesült Államok részvénypiacán is az alapok 60%-a felülmúlta az általánosan benchmark-ot, igaz a felülteljesítés mértéke összességében statisztikailag nem szignifikáns mértékű.
- Mind az egyértelműen káros, mind a hasznos tevékenységet végző vállalatok felülmúlták a részvénypiacot, de a különbség csak az utóbbi esetben mutat statisztikailag is bizonyítható előnyt, amelynek mértéke éves szinten 1,15% volt.
- A Domini 400 index havi szinten 0,09%-ot generált az S&P 500-al szemben, de ez nem megbízható adat, mert a tanulmány csak 14 éves időszakot vizsgált.
- A leginkább etikus portfólió havi 0,2%-os hozamtöbbletet generált, amíg a kifejezetten rossz, és a legrosszabb megítélésű sorrendben havonta 0,34%-ot, illetve 0,19%-ot veszített a részvénypiac egészéhez képest.

Látható tehát, hogy az eredmények viszonylag széles spektrumon szóródnak, ugyanakkor a pozitív oldal túlsúlyban van. Nagyon erősen függ a módszertantól az eredmény, és azt is külön ki kell emelni, hogy értémszerűen a semleges eredmények a fentiekben nem szerepelnek, ezekből több van, mint a negatívokból, és kevesebb, mint a pozitívokból.

A Deutsche Bank közigazgatásai egy ennél is átfogóbb, konkrétumokat tekintve ugyanakkor kevésbé tartalmas tanulmányukban nagyon hasonló következtetésre jutnak, itt az alapok 42% felülteljesít, és az abszolút többség vagy felülteljesít, vagy legalább eléri a hagyományos alapok teljesítményét.⁵

Érdekesség, hogy született már magyar nyelvű, kifejezetten az SRI alapú befektetések kiértékelésével foglalkozó egyetemi tanulmány, pontosabban TDK dolgozat is. Ebben a szerző több indexet megvizsgálva arra a következtetésre jut, hogy sokkal inkább a pozitív eredményekre vannak adatok, és a negatív összefüggésre semmiképpen sincs.⁶

⁵ Sustainable Investing, Establishing Long-Term Value and Performance ; Deutsche Bank Climate Change Advisors (2012) - https://institutional.deutscheawm.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf

⁶ Etikus befektetési alapok; Szilágyi György (2010) http://publikaciok.lib.uni-corvinus.hu/publikus/tdk/SZGY_20100330135330.pdf

Konklúzió

Az egyetemi tanulmányok és a befektetési szolgáltatók elemzése esetén elmondható, hogy a befektetők főbb szempontjának, miszerint az SRI alapú befektetések miatt nem szeretnének hátrányt szenvedni, az adatok többsége alapján ezen kategória egyértelműen elfogadható kell, hogy legyen, és nem kell megváltoztatniuk elképzeléseiket. Egy nagyságrendel több tanulmány bizonyítja ezt, mint amelyik cáfolja.

A múltbeli adatokra hivatkozva ha nem is teljes, de igen nagy bizonyossággal kijelenthető, hogy semmilyen hozamhátrányt nem kell elszenvedni. Sőt, igen jó, 50% feletti esély van arra, hogy a részvények esetén a jellemző részvénytőke hozam szignifikáns mértékben felülmúlható. Ez azonban több fontos tényező függvénye, úgy mint: az ESG komponensek súlya a stratégián belül, a stratégia alkalmazhatósága, a stock-picking, timing, piacok kiválasztása, és hogy mely referenciacsoporthoz hasonlítjuk a teljesítményt.

Az egyedi tényezők miatt a hozam eltéréseket megbízható módon nem lehet összesíteni. Az eredmények éves szinten -3,6% - + 10% között szóródtak, de az eredmények túlnyomó többsége nem a negatív oldalon volt, sőt az összes tanulmány 43,3%-a bizonyított pozitív, és további 23,3%-a valószínűsített pozitív összefüggést az etikus vállalati magatartás és a befektetők eredményei között a részvénytőkehozamokhoz képest, így az összes tanulmány kétharmada a pozitív oldal melletti igazoltságot mutatott fel.

Hogy a jövőbeni adatok után is így lesz-e, arról egyértelmű következtetést ugyan nem lehet levonni, de a historikus tapasztalatok, továbbá a kritikus faktorok alapján nagyon nagy valószínűséggel megállapítható, hogy így marad. A különbséget jelentős mértékben javíthatja, vagy ronthatják egyéb tényezők, így többek között a részvénykiválasztás, vagy az időzítés, ezért az SRI alapú befektetéseknél – csak úgy mint szinte minden más esetben – a befektetőknek további fontos döntéseket kell meghozniuk a későbbiekben is.

Budapest, 2015 február 23.

Faluvégi Balázs
Blue Morpho Investments Zrt.
www.bluemorphoinvestments.hu