

Listas de contenidos disponibles en [ScienceDirect](https://www.sciencedirect.com)

Análisis y política económica

página de inicio de la revista: www.elsevier.com/locate/eap

Análisis de cuestiones políticas de actualidad.

Fondos de inversión con conciencia social e instituciones del país de origen

Gary A Hoover^a, K. Smimou^b^a Instituto Murphy y Departamento de Economía, Universidad de Tulane, 105 Tilton Hall, Nueva Orleans, LA 70118, Estados Unidos^b Ontario Tech University (Instituto de Tecnología de la Universidad de Ontario) – Facultad de Negocios, Ontario, L1G 0C5, Canadá

información del artículo

Historia del artículo:

Recibido el 25 de noviembre de 2022

Recibido en forma revisada el 10 de mayo de 2023

Aceptado el 4 de junio de 2023

Disponible en línea el 9 de junio de 2023

Clasificación JEL:

G10

G11

G12

G14

G15

G23

G31

F3

F42

O1

O47

P51

C11

Palabras clave:

Instituciones

Instituciones del país de origen

Libertad económica

Finanzas internacionales

Derechos de propiedad

Imperio de la ley

Crecimiento económico

Inversión socialmente responsable

Los fondos de inversión

Selección de cartera

Inversión sostenible

Acciones verdes

abstracto

Profundizamos en el desempeño y el riesgo de los fondos de inversión con conciencia social (SC) al tiempo que consideramos el papel destacado de las instituciones del país de origen representado por indicadores de libertad – es decir, la libertad económica con sus cinco áreas componentes subyacentes – además de la libertad personal y humana general de países/regiones en relación con la moneda base de dichos fondos. Desde una perspectiva global e incluyendo consideraciones no lineales, la evidencia muestra que los avances en la libertad económica y sus áreas constituyentes, así como las diferencias en la libertad personal, tienen un impacto positivo considerable y constante en el desempeño de los fondos SC, pero también un ligero efecto positivo en su riesgo. , atestiguado por varias pruebas de robustez. Articulamos los beneficios financieros adicionales que se obtendrán cuando estén presentes tanto las características socialmente responsables como la infraestructura de libertad, confirmando que los indicadores de libertad son importantes. Existe evidencia sutil de que los cambios en la estructura legal y la seguridad de los derechos de propiedad, así como la solidez del dinero, muestran un efecto positivo estadística y económicamente significativo en el desempeño en diversas especificaciones. De acuerdo con el apoyo generalizado a la importancia de la propiedad privada y el estado de derecho, este estudio muestra que sin dinero sólido, un sistema legal que funcione y derechos de propiedad arraigados, el desempeño de los fondos SC está estancado.

© 2023 Sociedad Económica de Australia, Queensland. Publicado por Elsevier BV Todos los derechos reservados.

Los datos brutos utilizados en el análisis se documentarán y se pondrán a disposición de cualquier investigador una vez que se acepte el artículo y previa solicitud. del autor de contacto, una práctica alineada con la política de datos de muchas revistas revisadas por pares.

Los autores agradecen al editor y a dos árbitros anónimos por sus excelentes sugerencias y útiles comentarios. Cualquier error restante es nuestra propia.

Correspondencia a: Ontario Tech University (el Instituto de Tecnología de la Universidad de Ontario), Facultad de Negocios, 2000 Simcoe Street North, Oshawa, Ontario, L1G 0C5, Canadá.

Dirección de correo electrónico: Kamal.smimou@OntarioTechU.ca (K. Smimou).

<https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.06.008> 0313-5926/©

2023 Sociedad Económica de Australia, Queensland. Publicado por Elsevier BV Todos los derechos reservados.

1. Introducción

Aunque la economía de la inversión sostenible y los mercados con conciencia social han recibido considerable atención recientemente, algunas preguntas importantes siguen sin respuesta, en particular las relacionadas con el desempeño y el riesgo de la industria de fondos mutuos. También es necesario abordar el papel, si lo hay, de los rudimentos, el panorama empresarial general, la estructura económica subyacente y el marco institucional que permiten que muchas inversiones (incluidas las socialmente responsables) funcionen y prosperen (por ejemplo, Barnett y Saloman (2006), Marano y otros (2016) y Estrin y otros (2016)). Nuestra contribución es reavivar y abrir este debate determinando si el marco institucional tiene o no un efecto considerable e influyente en el desempeño de esos fondos mutuos, incluidos los fondos que tienden a excluir o disminuir aspectos de ganancias financieras en aras de una defensa consistente de los principios sociales y objetivos subyacentes de estas inversiones y carteras.

El examen empírico de este estudio se basa en trabajos teóricos que avanzaron en factores de modelo para clasificar los modelos de valoración de activos, como los presentados por Fama y French (2018), así como por Barillas y Shanken (2016) y Gibbons et al. (1989). Examinar el impacto del nivel de libertad de una nación como prerrequisito institucional para inversiones y desarrollo de carteras con conciencia social es crucial dado que la mayoría de los fondos con conciencia social (SC) globales se construyen para servir y defender una agenda social; o podrían construirse en torno a un conjunto de criterios basados en principios o emplear varios filtros sociales para alinear sus objetivos y estrategias (ver, por ejemplo, Statman (2000, 2004)).

Aunque la relación entre la libertad económica y los rendimientos del capital ha sido investigada en la literatura, el objetivo de este estudio es llenar un vacío examinando la naturaleza de la relación entre las instituciones del país de origen representadas por indicadores de libertad y la inversión socialmente consciente desde una perspectiva global utilizando una amplia selección de fondos SC (basados en diferentes monedas y con origen en varios países) considerando varias variables de control. También analizamos el impacto diferencial de los subcomponentes de la libertad económica en el desempeño y el riesgo de los fondos mutuos.

Nuestro estudio contribuye a la literatura en muchos frentes; desde una perspectiva empírica, nuestro estudio es oportuno al examinar la importancia del marco institucional del país de origen en relación con el desempeño y el riesgo de grupos específicos de fondos mutuos que recientemente han mostrado una demanda y un atractivo importantes. Hasta donde sabemos, no existe literatura específica que haya examinado el vínculo entre la dinámica de los fondos mutuos internacionales y el panorama general y la calidad de las instituciones del país de origen. (ver, por ejemplo, Bogle (2016), Barillas y Shanken (2016), Fama y French (2018), Gottesman y Morey (2006) y Chevalier y Ellison (1999a)).

Nuestro estudio es crucial, oportuno y relevante para abordar los factores de política macro y los rudimentos relevantes que guían y enriquecen el panorama de inversión específicamente para los fondos SC. Por lo tanto, buscamos conectar los conocimientos macroeconómicos y de políticas generales del país junto con un enfoque micro en un grupo específico de la industria de fondos mutuos (ver, por ejemplo, Tag y Degirmen (2022)). Además, exploramos si las libertades económicas/sociales, representadas por la calidad de las instituciones, son factores que contribuyen a la intensificación del desempeño de los fondos SC, como vehículos de inversión social, y si la mejora de esos indicadores institucionales podría mitigar el riesgo general de las inversiones financieras. productos.

Por lo tanto, nuestra contribución/investigación empírica conecta dos corrientes de literatura. El primero se centra en el desempeño de la industria de fondos mutuos, mientras examinamos la relevancia de examinar el desempeño de los fondos con conciencia social dentro del panorama institucional general del país de origen de las firmas de fondos y las compañías de inversión que desarrollan y construyen esos fondos SC. Por lo tanto, enfatizamos y avanzamos otra explicación/beneficio de esos fondos vinculados a la calidad de las instituciones y al entorno político general del país en el que operan (por ejemplo, Fama y French (2018), Gottesman y Morey (2006) y Chevalier y Ellison (1999a).), y muchos otros). La segunda línea analiza la libertad económica y las instituciones nacionales en relación con la literatura sobre el mercado de valores (por ejemplo, North (1991), Easton y Walker (1997), Acemoglu y Johnson (2005), Justesen (2008), Beazer y Blake (2018), Burnie (2021), Chieh-Tse Hou y Gao (2021), González-Gallego y Pérez-Cárceles (2021) y Pandey et al. (2023)).

Examinar los fondos SC y los impulsores detrás de su desempeño en el mercado presenta algunos desafíos para los investigadores, principalmente debido a la falta o limitación de la diversificación en el proceso de construcción de esos fondos mientras se satisfacen los criterios de filtros sociales y elección basada en principios (por ejemplo, Statman (2004)). Quienes se oponen a los fondos con conciencia social argumentan que la aplicación de consideraciones no financieras como factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en el proceso de inversión podría dar como resultado menores retornos de la inversión porque se reduce el número de oportunidades de inversión (ver, por ejemplo, Geczy et al. (2005)).¹ Utilizamos un conjunto global de fondos con conciencia social y variables de control relevantes, además de los indicadores pertinentes de libertad económica en cada país. Los indicadores están cuidadosamente alineados con la moneda base de los fondos SC. Por ejemplo, si un fondo SC está denominado o su moneda base es el euro, entonces asociamos las métricas de libertad de la zona euro con dicho fondo. Indirectamente, la pregunta novedosa que exploramos es si las libertades económicas/sociales son factores que contribuyen a la intensificación del desempeño de los fondos SC – como vehículos de inversión social – independientemente del país de origen de esos fondos SC, y si esas libertades (s) también podría mitigar el riesgo general de los productos financieros.

Mostramos que el desempeño de los fondos SC y su nivel de riesgo están influenciados por el contexto institucional social y económico creado por la prominencia de tres de cinco áreas subyacentes al índice de libertad económica; y tanto el rendimiento como

¹ En este estudio, no es nuestro objetivo iniciar el debate sobre si los fondos SC deberían tener un mejor o peor desempeño que los fondos de inversión tradicionales. Tampoco pretendemos examinar el costo asociado con el establecimiento o inicio de un fondo socialmente consciente o los programas de monitoreo relacionados y continuos; esas preguntas e investigaciones no están alineadas con el alcance de nuestro estudio.

El riesgo se asocia positivamente con el grado de avance de la libertad personal general de los países con "moneda base".

Más importante aún, documentamos que el progreso en la libertad personal de los países individuales está asociado con un desempeño considerablemente mayor, pero un riesgo ligeramente mayor de los fondos con conciencia social relacionados.

El resto de este documento está estructurado de la siguiente manera: Para mostrar la base de nuestras preguntas de investigación exploratoria y nuestra contribución, la siguiente sección analiza estudios relevantes que examinaron la dinámica de los mercados socialmente conscientes y el marco institucional de algunos países, y el papel del país de origen. instituciones en este proceso. La Sección 3 presenta los métodos de recopilación de datos, describe las variables que utilizamos y presenta el análisis preliminar, destacando algunas de las características de los mercados de SC en todos los países. La Sección 4 especifica de manera paralela la metodología y ofrece evidencia empírica al observar más de cerca el papel de los indicadores de libertad en las medidas de desempeño y el nivel de riesgo de los fondos SC. Finalmente, la Sección 5 presenta la conclusión y las implicaciones.

2. Estudios relacionados y contribución

2.1. Instituciones, crecimiento económico y mercados del país de origen

Dentro de un marco tridimensional, observamos el vínculo entre las instituciones de calidad medidas por indicadores de libertad económica y el crecimiento económico de la nación, lo que a su vez afecta el desarrollo del mercado. Examinamos varias naciones, incluidas aquellas donde la libertad económica es más débil, como Sudáfrica y Brasil. Los riesgos específicos de cada país causados por impuestos discriminatorios, estado de derecho limitado, restricciones a los flujos de fondos o simplemente miedo a la expropiación siempre se mencionan como factores que disuaden a los inversores institucionales extranjeros (por ejemplo, Erb et al. (1996) y Billmeier y Massa (2009)). —de ahí nuestro enfoque en el efecto de la calidad de las instituciones del país de origen en la industria de fondos mutuos. Argumentamos que un panorama empresarial generado por instituciones sólidas confiere los rudimentos para una integración exitosa de productos financieros en el mercado global, en particular productos que se alinean con consideraciones basadas en principios o éticas o sociales (ver, por ejemplo, Bekaert y Harvey (2002)).

Utilizando una medida amplia de leyes e instituciones, observamos que las reducciones en las barreras a la inversión pueden aumentar el precio de los fondos mutuos nacionales, mejorando así su desempeño a medida que la nueva demanda de los inversionistas internacionales hace subir sus precios.² Algunos investigadores (Domowitz et al., 1997) han examinado el impacto de las restricciones a la propiedad extranjera de capital sobre los precios de las acciones y han encontrado que las restricciones moldearon la segmentación del mercado en el mercado bursátil nacional porque los precios de las acciones no restringidas eran significativamente más altos.

A diferencia del enfoque de Acemoglu et al. (2001), sugerimos que los informes anuales "Libertad Económica en el Mundo", que proporcionan una medida integral de las instituciones económicas en varias naciones, nos permiten explorar todos los vínculos posibles entre las instituciones económicas, el crecimiento económico y otros factores. macrovariables relevantes (ver también North (1991)).³ Las piedras angulares de las instituciones económicas, denominadas "libertad económica" en los informes, son el intercambio voluntario, la libertad de competir y la seguridad de la propiedad privada.^{4,5}

2.2. Instituciones del país de origen y canal de desempeño del mercado

Doucouliaqos y Ulubasoglu (2006) encuentran a través de un metanálisis que "independientemente de la muestra de países, la medida de la libertad económica y el nivel de agregación, existe un hallazgo sólido de una asociación positiva directa entre la libertad económica y el crecimiento" (p. 19).⁶ Conjeturamos que, además del crecimiento, un buen desempeño del mercado es mucho más alcanzable con instituciones de mejor calidad en el país. Estudios anteriores han documentado el vínculo entre las instituciones económicas y el desempeño económico; esta conexión es menos sólida para las instituciones económicas y los mercados financieros, en particular el vínculo entre la libertad social y personal y los productos financieros de los mercados de capital. Las instituciones del país de origen (sociales y/o económicas) tienen impactos tanto directos como indirectos en el desempeño del mercado de valores y, en consecuencia, en el

² Somos conscientes de que la flexibilización de los controles de capital también puede dar lugar a una fuga de capitales, debido al mal clima de inversión, y, por tanto, a una reducción de los precios de las acciones.³

Acemoglu et al. (2001) examinan las instituciones como determinantes de la prosperidad económica utilizando las diferencias en las tasas de mortalidad europeas como indicador de las instituciones actuales para evaluar el impacto de estas últimas en el ingreso per cápita. Los autores observaron un fuerte efecto de las instituciones. Argumentan que los europeos establecieron diferentes tipos de instituciones en diferentes colonias, dependiendo de la tasa de mortalidad que enfrentaron, y que estas instituciones persisten hasta el día de hoy. En naciones con altas tasas de mortalidad, los europeos dudaban en establecerse y probablemente establecían instituciones deficientes. Se argumenta lo contrario en el caso de las colonias que tenían bajas tasas de mortalidad. Los informes "Libertad Económica del Mundo" y una muestra de la literatura que utiliza una medida de libertad económica proporcionada en estos informes se pueden encontrar en <http://www.freetheworld.com/>.

⁴ La medida general de la libertad económica se basa en 42 datos diferentes, que se agrupan en cinco categorías o áreas amplias: (1) tamaño del gobierno; (2) estructura legal y seguridad de los derechos de propiedad; (3) acceso a dinero sólido; (4) libertad para comerciar internacionalmente; y (5) regulación del crédito, el trabajo y los negocios. Muchos artículos académicos han utilizado esta medida de las instituciones económicas; la mayoría de estos estudios se centran en la relación entre las instituciones económicas y la prosperidad y el crecimiento económicos; consulte la figura A.1 del Apéndice A.

⁵ Uno de los trabajos pioneros que respalda nuestro argumento es el de Easton y Walker (1997), quienes encontraron que los cambios en la libertad económica tienen un impacto significativo en el nivel de ingreso en el estado estacionario, incluso después de tomar en cuenta los niveles de tecnología, educación de la fuerza laboral y la inversión. Sus resultados implican que la libertad económica es un determinante separado del nivel de ingreso. Asimismo, Dawson (1998) encuentra que la libertad económica impulsa el crecimiento económico directamente al aumentar la eficiencia con la que los insumos se transforman en productos, e indirectamente al alentar y atraer inversiones, lo que a su vez tiene un impacto positivo en el crecimiento económico.

⁶ Los autores reiteran que la exclusión de una medida de libertad económica en un estudio de crecimiento económico arrojaría resultados sesgados en el análisis.

desempeño general del fondo mutuo que incorpora dichos productos financieros. Por un lado, el impacto directo se origina en las restricciones a los flujos de capital y los costos de transacción, o las llamadas "barreras legales", como lo señalan [Bekaert et al. \(2003\)](#), que forman parte de una medida más amplia de instituciones. Por otro lado, el efecto indirecto sugiere que las buenas instituciones atraen inversiones y las hacen más productivas y eficientes, ya que mejoran el entorno empresarial al fortalecer el estado de derecho y el cumplimiento de los contratos, además de racionalizar los negocios mediante la eliminación de trámites innecesarios. barreras u obstáculos.⁷ [La Porta et al. \(1997\)](#) examinan el impacto de las normas legales y su aplicación en el desarrollo de los mercados de capital. Informan que las naciones con un entorno legal deficiente tienen mercados de capital pequeños, mientras que en las naciones que protegen las inversiones de la expropiación, la gente está más dispuesta a invertir libremente sus fondos en los sectores financieros de esas naciones.

2.3. Fondos de inversión con conciencia social y rendimiento

Las inversiones socialmente conscientes (SC) o éticas se han practicado durante más de un siglo; sin embargo, en los últimos años se desarrolló un número creciente de fondos mutuos SC en muchos países denominados en múltiples monedas, que crecieron considerablemente en términos de activos totales y continúan estando entre los productos financieros más discutidos. Según [Hudson \(2005\)](#) y [Mackenzie y Lewis \(1999\)](#), las inversiones socialmente responsables se basan en criterios éticos definidos por los códigos morales de los inversores. Estas inversiones han ganado popularidad desde 1980 y sus defensores argumentan que la inclusión de consideraciones sociales y ambientales en el proceso de toma de decisiones de inversión mejora los retornos de la inversión. A la luz de los avances en la inversión sostenible y las tenencias verdes, vale la pena examinar los factores subyacentes que sostienen el desempeño de estos fondos SC. Una perspectiva global nos permitirá captar las diferencias entre naciones y dilucidar cómo (si es que lo hay) el perfil de riesgo de este tipo de inversión también está predispuesto por esos factores; por lo tanto, investigamos el papel de las instituciones del país de origen, así como la libertad económica y personal.⁸

Las cinco áreas del índice de libertad económica están integradas en el Índice de Libertad Humana, mientras que las otras seis áreas de libertad personal son el estado de derecho, la seguridad, el movimiento, la religión, la asociación, la reunión y la sociedad civil, la expresión y la información, y las relaciones. (ver [Fig. A.1](#) en el [Apéndice A](#)). Por lo tanto, desde una perspectiva metodológica, el Índice de Libertad Personal abarca aspectos importantes que van en línea con los principios y objetivos de los fondos SC, como el estado de derecho, la expresión y la información, y las áreas de seguridad, que son todos elementos cruciales para seleccionar y construir aquellos tipo de productos financieros con conciencia social.

La metodología del índice de libertad personal destaca que todos los aspectos del índice de libertad personal son relevantes.⁹ Además, dado que el objetivo de nuestro estudio es examinar productos financieros con conciencia social, es necesario que se incluyan aspectos de las instituciones sociales en nuestro estudio empírico. Por lo tanto, incluimos este índice completo de libertad personal considerando otros indicadores y subcomponentes de libertad humana (ver [Figura A.1](#) en el [Apéndice A](#)). El índice es un esfuerzo por medir el grado en que se respeta la libertad de interferencia de los individuos en los países y jurisdicciones anfitriones observados, predominantemente por parte del gobierno ([Thompson, 1963](#)). [Vásquez et al. \(2022\)](#) afirman que "un estado de seguridad puede aumentar o parecer aumentar algunos aspectos de la seguridad, pero restringirá las libertades al empoderar al estado para violar los derechos". Por lo tanto, la seguridad jurídica y la libertad personal específica son condiciones necesarias para altos niveles de libertad personal" (p.14). Llenamos el vacío en la literatura mediante la inclusión del índice de libertad personal para medir el grado en que las personas son libres de disfrutar de importantes libertades civiles, facultadas para ejercer otras libertades, comprar y vender y tomar decisiones de inversión, todos ellos requisitos sociales para mejorar la demanda y el desarrollo de cualquier producto financiero. Los individuos (inversores) normalmente atribuyen valor a un mayor grado de libertad personal ([Ruger y Sorens, 2009](#), p.2).

Algunos estudios han demostrado el impacto positivo de diversas medidas de libertad económica en el crecimiento económico (ver, por ejemplo, [Gwartney et al. \(2006\)](#)), mientras que otros han demostrado que la buena gobernanza, la libertad política y la libertad agregada son positivas y significativas para el proceso de desarrollo económico. crecimiento y actividad empresarial (ver, por ejemplo, [Lui \(1996\)](#), [Zhao et al. \(2003\)](#), [Nikolaev et al. \(2013\)](#), [Audretsch et al. \(2006\)](#) y [Samila y Orenson \(2011\)](#)). Mientras que [Berggren y Gutmann \(2020\)](#) encuentran una relación positiva y sólida entre la independencia judicial y la libertad personal, aunque la democracia no está fuertemente asociada con este tipo de libertad. [Berggren y Gutmann \(2020\)](#) consideraron reglas sustantivas para proteger la libertad personal como uno de los tres vínculos del entorno institucional de un país (ver también, por ejemplo, [Sen \(1999\)](#) y [Franck \(1997\)](#)). Durante muchos años, profesionales y académicos se han preguntado si la introducción de consideraciones sociales y ambientales en el proceso de decisión de inversión puede perjudicar el rendimiento de la inversión.¹⁰ A diferencia de estudios anteriores, investi-

⁷ También podríamos argumentar que una nación con pocas o ninguna restricción a los flujos de capital, pero con altos impuestos, un alto nivel de burocracia y sin un estado de derecho sólido (es decir, que no hace cumplir los contratos o no protege la propiedad privada) aún puede fracasar. para atraer inversiones, o incluso podría significar que las inversiones existentes enfrenten desafíos para funcionar según lo previsto.

⁸ El uso del índice de libertad personal llena un vacío en la literatura financiera al examinar la libertad general, incluida la libertad económica y de otro tipo. libertades humanas, por lo tanto, reconocemos que la libertad personal es un concepto social que enfatiza la dignidad de los individuos/inversores.

⁹ En el [Apéndice A](#), agregamos información adicional sobre los principales indicadores y subcomponentes del índice de libertad personal y el índice de libertad económica. Por ejemplo, dentro de la libertad personal, la primera área es el estado de derecho, que se basa en preguntas como "¿Hasta qué punto las leyes se aplican de manera transparente, independiente, predecible, imparcial e igualitaria, y en qué medida las acciones del gobierno?" los funcionarios cumplen con la ley" (p. 383 del informe Índice de Libertad Humana: Una medición global de la libertad personal, civil y económica elaborado por [Vásquez et al. \(2022\)](#)). 10

Sin embargo, no es el propósito de nuestro estudio participar en debates cargados de ideología o análisis comparativos sobre si los fondos SC deberían tener un mejor o peor desempeño que los fondos de inversión tradicionales. Por ejemplo, [Statman y Klimek \(2006\)](#) encuentran que los índices de inversión socialmente responsable superaron al índice S&P500 a finales de los años 1990 durante la burbuja tecnológica, y posteriormente quedaron rezagados respecto del S&P500 a principios de los años 2000.

la relación entre los fondos SC y los factores institucionales nacionales/variables omitidas que afectan el desempeño financiero según un modelo general de base más amplia, e intentamos eliminar sesgos inherentes encontrados en estudios anteriores que no tomaron en cuenta indicadores de libertad/institucionales.¹¹

2.4. Métricas de libertad y crecimiento de los fondos mutuos internacionales

Comprender el vínculo entre la calidad de las instituciones de un país en particular –que denomina la moneda base de un fondo– y su industria de fondos mutuos es esencial para medir el crecimiento, el tamaño, el desempeño y el riesgo de este último.¹² De hecho, los fondos mutuos internacionales pueden superar al índice con una gestión activa de fondos porque hay más ineficiencias en el mercado internacional que aprovechar.¹³ Sin embargo, como se identificó anteriormente, el vínculo entre la gestión activa y el rendimiento superior de los fondos no es concluyente (Bogle, 2016, 2005; Duan et al., 2009). No existe literatura específica que detalle cómo los fondos mutuos internacionales se ven afectados por la libertad económica y factores relacionados.

Sin embargo, se han realizado algunos estudios sobre los efectos de diversos factores regulatorios, políticos y económicos que afectan a la industria de fondos mutuos. Por ejemplo, los países más ricos con una población más educada poseen una industria de fondos mutuos significativamente mayor. En relación con esto, los países con costos comerciales bajos suelen indicar una industria de fondos más antigua, lo que significa que la industria es más capaz de proporcionar inversiones líquidas y atraer inversores.¹⁴

Por lo tanto, una combinación de demanda, oferta y factores legales contribuye al tamaño de la industria de fondos mutuos (Khorana et al., 2005). Creemos que este nuevo macrocanal de efecto que contribuye e influye en la industria de fondos en términos de rendimiento y riesgo será mucho más visible y comprendido si somos capaces de examinar un grupo de fondos desde una perspectiva global. Aquí nos preocupamos del cumplimiento por parte de los administradores de sus obligaciones fiduciarias junto con la medición de su desempeño; En particular, esos desempeños no son independientes sino que tienen consecuencias para las carreras de los gerentes. Múltiples estudios organizacionales y económicos de los mercados laborales han concluido que los individuos están fundamentalmente preocupados por sus perspectivas de avance dentro de una empresa, siendo de importancia central el potencial de despido, promoción y recompensas (ver Chevalier y Ellison (1999b, 1997)).

Como nuestro objetivo es incluir empíricamente sólo fondos con conciencia social, somos consistentes y alentados por la publicación de numerosos estudios recientes que intentan examinar cuestiones financieras dentro de mercados o grupos de industrias específicos para obtener conocimientos que no serían posibles si combinar una amplia gama de activos e ignorar factores específicos.

Los estudios con características específicas de la industria pueden capturar intuiciones adicionales, como lo hacemos nosotros en este estudio (ver, por ejemplo, Acharya et al. (2013), Hu y Xiong (2013), Jin y Jorion (2006), Singleton (2014), Solt y Swanson (1981) y Tufano (1998)).

3. Datos y estadísticas resumidas

3.1. Construcción de datos y muestras.

Aprovechamos un contexto en el que es posible medir el desempeño de las inversiones y los productos financieros y delinear un conjunto de variables de control mientras examinamos nuestra(s) pregunta(s) de investigación. La industria de fondos mutuos, que se compone de inversiones colectivas administradas profesionalmente que reúnen dinero de múltiples inversionistas, ofrece una rara oportunidad de modelar comparaciones de desempeño interno y externo sobre una base ajustada al riesgo, teniendo en cuenta nuestras métricas de libertad y otras variables relevantes. Recopilamos todos los datos financieros de la base de datos Morningstar, que es una de las bases de datos más conocidas que abarca muchos fondos con conciencia social con una cobertura global (ver, por ejemplo, Matallín-Sáez et al. (2019)).

Basándose en la correspondencia con el director de investigación de Morningstar, Statman (2000) afirma que Morningstar clasifica los fondos mutuos "socialmente conscientes" como fondos que imponen importantes limitaciones socialmente conscientes a sus prácticas de inversión; y limitar el proceso de selección excluyente, no ganaría la clasificación de conciencia social. Por lo tanto, utilice

¹¹ En particular, los fondos SC se centran en incluir en su cartera empresas que satisfagan algunas o todas las expectativas sociales. Las medidas de responsabilidad social corporativa pueden incluir, por ejemplo, la búsqueda de una ventaja competitiva en la tecnología de producción para eliminar el desperdicio, los esfuerzos por obtener mayores ventas y retener clientes leales, la capacidad de atraer y retener mejores empleados, menores costos de litigio, menores costos ambientales, mejores gestión de riesgos y crisis, y buenas relaciones con gobiernos y comunidades, etc. (para una bibliografía útil de estudios académicos que examinan la responsabilidad social corporativa y el desempeño, ver Griffin y Mahon (1997)). ¹²

Observamos que los administradores de fondos mutuos juegan un papel relativamente importante como intermediarios financieros en los mercados de capitales de cada nación. Por tanto, es sensato suponer que los fondos mutuos son inversores institucionales representativos de un país. Además, comparar, vincular o estudiar los efectos monetarios en los fondos mutuos internacionales no era nuevo, ya que algunos estudios anteriores han utilizado esa misma intuición (ver, por ejemplo, Massa et al. (2016) y Chan et al. (2005), y muchos más); Nos inspiramos a seguir el mismo enfoque al vincular el país/región de los fondos SC a su moneda base; la moneda de un fondo se basa en el país de constitución. En nuestro examen empírico, utilizamos la moneda base no sólo para identificar y vincular los fondos SC con los indicadores institucionales nacionales, sino también para controlar esa(s) variable(s) monetaria(s) en nuestras estimaciones de panel. ¹³

En relación con el desempeño de los fondos mutuos, Amihud y Goyenko (2013) determinan que el R2 de un fondo mutuo puede actuar como una medida del desempeño del fondo. Un R2 más bajo indica una mayor selectividad de activos. La selectividad es la proporción de la varianza del fondo causada por un riesgo idiosincrático o una varianza del error de seguimiento multifactorial, y se calcula como uno menos el R2 del fondo.

¹⁴ La voluntad de adaptarse y adoptar es mayor cuando los consumidores del país son más sofisticados (tienen una mayor tasa de alfabetización y un mayor número promedio de años de educación), tienen mayor riqueza y experiencia en la gestión de la riqueza (medida utilizando el PIB per cápita) y tienen acceso a información de mayor calidad (mayor circulación de periódicos y penetración de Internet). Las naciones con protecciones más sólidas para los inversores aumentan la confianza de los inversores en el mercado, alentando a las personas a participar más.

de esta base de datos no socava la contribución de nuestro estudio, porque consideramos que la clasificación de Morningstar es lo suficientemente robusta y rigurosa para permitir esta investigación empírica.¹⁵

Dadas las limitaciones y la disponibilidad de datos, nos centramos únicamente en las muestras recopiladas, que consisten en fondos estadounidenses y no estadounidenses (de otras 12 monedas base/países), totalizando 764 fondos (seleccionados entre aproximadamente 4983 fondos con conciencia social). Toda la información relevante que utilizamos como variables de control para todos los fondos abiertos proviene de la base de datos de Morningstar; Solo se seleccionan fondos con información completa durante un período de 15 años (2001 a 2015). Observamos que la mayoría de los fondos (62,70%) en nuestra muestra global son fondos de acciones.¹⁶ Por supuesto, para seleccionar finalmente la muestra, prestamos considerable atención a la disponibilidad de medidas de desempeño anual (Sharpe, Alpha, Treynor, Information Ratio (IR), Sortino) y el nivel de riesgo de cada fondo (medido por beta), así como la fecha de inicio del fondo y las fechas de finalización, de modo que eliminamos los fondos que se gestionaron después de 2001 (fecha de inicio) y los que ya no existía antes de finales de 2015.

El propósito del criterio es garantizar que solo se seleccionen los fondos SC administrados durante el período elegido (2001 a 2015).

En nuestro estudio, utilizamos las medidas de desempeño ajustadas al riesgo más reconocidas por la industria. El índice de Sharpe fue introducido por Sharpe (1966), una medida relativa de la relación recompensa-riesgo de una cartera, calculada como su rendimiento promedio superior a la tasa libre de riesgo dividido por la desviación estándar de los rendimientos de la cartera/fondo.

El Treynor fue desarrollado por Treynor (1965) como una medida compuesta para evaluar el desempeño de los fondos mutuos. Es una medida relativa del rendimiento de un fondo calculada como su rendimiento promedio superior a la tasa libre de riesgo dividido por su coeficiente beta. Es una medida que se aplicaría a todos los inversores independientemente de sus preferencias de riesgo.

Alfa es un término utilizado para describir la tasa de rendimiento anormal de un administrador, que es la diferencia entre el rendimiento que la cartera/fondo realmente produjo y el rendimiento esperado dado su nivel de riesgo. Fue introducido por Jensen (1968) basándose en el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM), como que alfa es el exceso de rendimiento obtenido por encima de la prima de riesgo a lo largo del tiempo, que los implicados en el modelo CAPM, es decir, los administradores con mejor desempeño son aquellos que producen rendimientos reales de sus fondos que superen sus rendimientos esperados.

La estadística del índice de información se utiliza para medir el rendimiento promedio de una cartera por encima de una cartera de referencia de comparación dividido por la desviación estándar de este exceso de rendimiento. El Índice de Información (IR), desarrollado en 1973 por Treynor y Black (1973), es una de las medidas de desempeño más importantes en la industria de gestión de inversiones (Grinold, 1989, p. 31). Es una relación para el exceso de rendimiento de una cartera/fondo en relación con un índice de referencia específico (normalmente su relevante) dividido por la volatilidad del exceso de rendimiento. El numerador de la medida estadística representa la capacidad del administrador para utilizar su talento e información para generar un rendimiento del fondo que difiere del punto de referencia preseleccionado contra el cual se mide su desempeño, mientras que el denominador de esta estadística mide la cantidad de riesgo residual que el administrador incurrió en la búsqueda de esos rendimientos incrementales.

El Sortino es también una medida relativa del desempeño de una cartera, calculada como su rendimiento promedio superior al umbral mínimo de rendimiento aceptable, dividido por su coeficiente de riesgo a la baja. La medida de Sortino es una estadística de rendimiento ajustada al riesgo que difiere del índice de Sharpe en dos formas: (1) ya que mide el rendimiento promedio de la cartera/fondo por encima de un umbral de rendimiento mínimo aceptable seleccionado por el usuario (que a menudo es un nivel libre de riesgo). tasa); (2) a diferencia del índice de Sharpe, que mide el rendimiento por riesgo total penalizando efectivamente al administrador por rendimientos demasiado bajos o demasiado altos, Sortino captura solo el riesgo de caída del fondo. Se calcula dividiendo el exceso de rentabilidad por el riesgo de caída. El riesgo a la baja es la volatilidad de los rendimientos producidos por un fondo que cae por debajo de cierta tasa de rentabilidad. Una de las formas más populares de calcular el riesgo a la baja es la semidesviación, que utiliza el rendimiento promedio de la cartera como rendimiento de rentabilidad (véanse también Sortino y Price (1994) y Harlow (1991)).

La Beta de la cartera es una medida estandarizada del riesgo (de mercado) sistemático basada en la covarianza de un fondo con la cartera de mercado (véanse los trabajos fundamentales de Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966)). El CAPM redefine el riesgo en términos de una cartera o la beta de un valor para capturar la porción no diversificable de esa cartera o riesgo de activo en relación con el mercado en su conjunto.

Para garantizar que los 764 fondos SC de nuestra muestra final se caractericen correctamente como socialmente conscientes, examinamos manualmente el objetivo y la estrategia de inversión de cada uno según la compañía del fondo para ver si están alineados con los principios sociales, ambientales, de gobernanza y éticos. principios que defienden o retratan. Para evaluar el impacto de las métricas de libertad, el presente examen utiliza cinco medidas diferentes de desempeño de los fondos y la beta de cada fondo como variables dependientes, además de un conjunto de variables de control disponibles (como la asignación de activos, la calidad de la junta directiva, la carga y la amplitud de la cartera). categorías: acciones, renta fija, materias primas y variables ficticias de moneda base).

Nuestras principales variables de interés son los niveles de libertad económica (es decir, las instituciones económicas) y los cambios en la libertad económica. Seguimos el informe del FMI de 2015 titulado "Perspectivas de la economía mundial: creación de instituciones" al utilizar el índice incluido en el "Libertad económica del mundo: Informe anual 2015" publicado por el Instituto Fraser como medida clave de la calidad de instituciones. El informe "Libertad Económica en el Mundo" proporciona una medida de la situación económica

¹⁵ Debido a limitaciones de espacio, no pudimos brindar más detalles sobre la metodología Morningstar, pero se recomienda a los lectores que consulten Morningstar. recursos (ver <http://www.morningstar.com/>). dieciséis

Estos datos cubrieron un período que finalizó en 2015, la última fecha disponible al momento de recopilar los datos, con el año inicial seleccionado para que coincida con el año en que Freedom World comenzó a publicar el índice de datos de Libertad Económica anualmente. El horizonte temporal elegido para nuestra muestra no sesgará nuestros resultados y, al mismo tiempo, nos permitirá controlar suficientemente cualquier efecto negativo de la desaceleración financiera y la crisis financiera mundial durante el año 2007-2008.

instituciones que se basa en 42 datos diferentes agrupados en cinco categorías amplias: (1) tamaño del gobierno; (2) estructura legal y seguridad de los derechos de propiedad; (3) acceso a dinero sólido; (4) libertad para comerciar internacionalmente; y (5) regulación del crédito, el trabajo y los negocios. Los puntajes de libertad económica varían de cero a 10, donde un puntaje más alto indica un mayor nivel de libertad económica; consulte el [Apéndice A](#) para obtener más detalles sobre el índice de libertad económica y sus cinco subáreas, así como los índices de libertad personal y libertad humana. Existe una posible justificación económica para utilizar las cinco áreas subyacentes a la medida resumida de la libertad económica, ya que cada una de ellas abarca aspectos fundamentales de la libertad económica: protección de la propiedad privada, intercambio voluntario y libertad para competir.¹⁷

3.2. Estadísticas descriptivas

La [Tabla 1](#), panel A, destaca las estadísticas resumidas de las medidas de desempeño anual y los niveles de riesgo de todos los fondos SC seleccionados durante el período de la muestra. Reportamos los resultados de algunos subgrupos de fondos segregados por su moneda base y los resultados de todos los fondos. Observamos que nuestros 764 fondos SC globales cubren 13 monedas base diferentes (es decir, dólar australiano, real brasileño, dólar canadiense, corona danesa, euro, yen, corona noruega, libra esterlina, dólar de Singapur, rand sudafricano, corona sueca, franco suizo), y el dólar estadounidense).

La media y la mediana de las medidas de desempeño son positivas para todos los fondos SC, excepto el índice de información en dólares estadounidenses. La media (mediana) de todos los fondos SC combinados muestra índices de Sharpe que equivalen a 0,45 (0,55) con una desviación estándar baja (1,29) frente a los de Alpha, que equivalen a 0,99 (1,0) con la desviación estándar más baja (0,17).¹⁸

El panel B del [Cuadro 1](#) muestra las estadísticas resumidas del cambio de indicadores en todos los países/regiones; Observamos que la media es negativa para todos los indicadores excepto en las áreas de regulación y moneda sólida durante el período indicado. El resultado documenta que todos los países y regiones relevantes han sido testigos de cambios negativos, pero pequeños, en sus indicadores de libertad. Por supuesto, observamos que la dispersión es visiblemente mayor tanto para el tamaño del gobierno (área 1) como para la regulación (área 5), lo que respalda la expectativa de una mayor dispersión entre regiones y países seleccionados en nuestro estudio con respecto a estas métricas. Además, un grupo de fondos SC denominados en la moneda euro representa el grupo más grande (315 de 764 fondos SC), por lo que mostramos el movimiento de los principales índices de libertad económica en el [Apéndice B](#) (Figs. B.1 a B.3). junto con las cinco áreas correspondientes para representar la libertad económica, personal y humana de los países de la eurozona (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España). Consideramos que esos cinco países son buenos sustitutos de la región de la eurozona, ya que se encuentran entre los cinco primeros países en términos de PIB y representan aproximadamente el 83% del PIB total y el 81,1% de la población total de todos los países de la eurozona combinados.

4. Resultados empíricos

4.1. Efectos lineales de los medidores de libertad.

En esta sección, probamos si los cambios en la libertad económica afectan el desempeño de los fondos SC siguiendo la intuición y la aplicación de explicaciones multifactoriales (ver [Chen et al. \(1986\)](#) y [Dybvig y Ross \(1985\)](#)). Para probar esta relación, ejecutamos las siguientes regresiones. Nuestro objetivo es probar nuestras hipótesis haciendo una regresión alternativa de las medidas de desempeño o el nivel de riesgo en los indicadores de libertad (FM) propuestos, teniendo en cuenta una serie de variables de control, como en el siguiente modelo completo (A):

$$Y_{it} = \text{Const.} + \delta \times \text{FM}_{it} + \text{GFC}_{it} + \sum_{i=1}^m \theta_{i,j} X_{i,j} + \xi_i \quad (\text{A})$$

donde Y_i denota la variable dependiente, que representa medidas de desempeño (es decir, alfa; Sharpe, Treynor, IR o Sortino) o el nivel de riesgo (es decir, beta) utilizado para el fondo i en el año t ; y GFC_{it} es una variable ficticia que captura la crisis financiera global de 2007-2008 en la estimación para medir su efecto sobre el desempeño y el nivel de riesgo de los fondos SC. La CFG debe entenderse como una manera fácil de dividir la muestra antes y después de la CFG, y la variable ficticia es igual a uno para el período comprendido entre 2008 y 2015, o cero en caso contrario. Alternativamente, a la variable GFC, también controlamos por los efectos fijos del año. Además, incluimos un conjunto de m variables de control X_i , como la categoría global amplia del fondo, el grado de calidad de la junta directiva y la verdadera variable ficticia sin carga durante el período del estudio, etc.¹⁹ También se incluyen m variables de control

¹⁷ La primera área, Tamaño del gobierno, mide en qué medida los gobiernos dependen de la elección privada en lugar del gobierno para asignar recursos (ver [Gwartney et al. \(2006\)](#)). La protección de la propiedad privada se refleja en la segunda área, Estructura jurídica y seguridad de los derechos de propiedad, que mide no sólo el grado en que se protege la propiedad privada sino también los otros componentes clave de un sistema jurídico necesarios para la protección de la propiedad privada, como como estado de derecho, poder judicial independiente y un sistema judicial imparcial ([Gwartney et al., 2008](#)). La tercera área, el acceso a una moneda sólida, es importante tanto para la protección de la propiedad privada como para el intercambio voluntario, ya que la falta de una moneda sólida limita las ganancias del comercio y la inflación (por ejemplo) reduce el valor de la propiedad mantenida en instrumentos monetarios. La cuarta área, la libertad de comercio, mide el grado en que los individuos y las empresas pueden comerciar internacionalmente. Por último, la libertad para competir y participar en los mercados se mide en la quinta área (Regulación del Trabajo, el Crédito y los Negocios). ¹⁸

Tanto la diferencia de medias como las varianzas son estadísticamente significativas; Los resultados del análisis ANOVA que aborda la significación estadística no son reportados pero están disponibles del autor correspondiente. ¹⁹

Podríamos haber incluido variables demográficas adicionales como edad, sexo, antigüedad en el cargo y experiencia profesional de los administradores de fondos como variables. en nuestro análisis, pero la edad y el género (incluido el estilo del fondo) no siempre se informaron durante el período de muestra en nuestras bases de datos.

tabla 1

Estadísticas resumidas de métricas de fondos SC seleccionadas para la muestra completa y submuestras según lo guiado por la moneda base del fondo. (Datos anuales de 2001 a 2015).

Panel A: Estadísticas descriptivas de métricas de fondos SC seleccionadas para la muestra completa y una submuestra de 13 grupos de fondos según lo guiado por el moneda base del fondo.

Moneda base		Nivel de riesgo del fondo		Métricas de rendimiento del fondo			
		Beta	Alfa	IR	Treynor	Sharpe	sortino
Euro	Desv.	1,003	0,091	0,209	2.986	0.327	1.479
	estándar media. (DAKOTA DEL SUR)	0,139	4,453	1,957	19.340	1.233	9.987
	Mediana	1,00	0,12	0,05	4,94	0,42	0,64
	Mínimo	0,15	-38,86	-11,63	-87,64	-2,63	-2,23
	Máximo	2,44	24,03	26,04	149,31	4,71	568,81
corona noruega	Desv.	1,032	1.091	0,306	6.452	0.458	1.724
	estándar media. (DAKOTA DEL SUR)	0,147	5.918	1,505	29.034	1.304	3.444
	Mediana	1,00	0,32	0,33	9,66	0,55	0,96
	Mínimo	0,33	-17,95	-4,99	-88,62	-2,15	-1,97
	Máximo	1,72	42,07	5,14	114,45	3,26	18,84
Libra esterlina	Desv.	0,989	0,483	0,240	4.352	0.524	1.865
	estándar media. (DAKOTA DEL SUR)	0,152	6,394	1,503	26.669	1.461	3.733
	Mediana	0,99	0,68	0,14	7,42	0,53	0,89
	Mínimo	0,52	-42,76	-4,63	-118,24	-3,04	-2,34
	Máximo	2,00	27,95	6,04	74,82	4,44	26,35
Corona sueca	Desv.	0,997	0,622	0,268	6.621	0.417	1.580
	estándar media. (DAKOTA DEL SUR)	0,129	5,102	1,380	36.185	1.283	3.533
	Mediana	1,00	0,40	0,17	8,13	0,56	0,89
	Mínimo	0,07	-25,82	-4,28	-104,54	-2,98	-2,39
	Máximo	1,50	54,11	11,14	536,23	5,02	31,66
Dólar estadounidense	Desv.	0,982	0,305	0,001	4.351	0.621	2.018
	estándar media. (DAKOTA DEL SUR)	0,222	4,996	1,388	25.152	1.300	4.829
	Mediana	0,97	0,27	-0,02	5,62	0,68	1,13
	Mínimo	0,0039	-31,47	-6,40	-991,94	-3,71	-2,63
	Máximo	2,56	33,83	5,80	79,74	3,83	123,06
All funds	Significar	0,995	0,291	0,169	4.107	0.450	1.698
	Desarrollo estándar. (DAKOTA DEL SUR)	0,17	5,03	1,71	24.47	1.29	7.24
	Mediana	1,00	0,23	0,06	5,68	0,55	0,88
	Mínimo	0,00391	-42,76	-11,63	-991,94	-3,71	-2,63
	Máximo	2,56	54,11	26,04	536,23	5,02	568,81

Panel B: Estadísticas resumidas de los indicadores de cambio de libertad en todos los países relevantes, incluida la región de la eurozona.

variables	Económico Libertad (EF)	Área 1 (Tamaño de Gobierno)	Área 2 (Sistema legal & Derechos de propiedad)	Área 3 (Sonido Dinero)	Área 4 (Libertad intercambiar Internacionalmente)	Área 5 (Regulación)	Humano Libertad (AF)	Personal Libertad (FP)
Estadísticas								
Desv.	-0,0012	-0,0009	-0,0039	0,0003	-0,0044	0,0034	0,0002	-0,0002
estándar media.	0.0104	0,0298	0.0116	0,0186	0,0176	0,0237	0,0065	0.0051
Estadísticas base								
Mediana	0.0000	0,0006	-0,0033	0,0012	-0,0032	0,0064	0,0010	0.0000
Mínimo	-0,0546	-0,0840	-0,0676	-0,1287	0,1346	-0,0939	-0,0361	-0,0416
Máximo	0.0517	0,1219	0.0386			0,0984	0,0402	0.0736

Notas: Para ahorrar espacio, los coeficientes de correlación entre todas las variables relevantes basadas en la muestra completa no se informan, pero están disponibles en autor a pedido. Dado que los datos solo están disponibles entre 2008 y 2015, el tamaño de la muestra (utilizado tanto para la libertad (libertad humana como para la libertad personal) libertad) indicadores – se reduce de 11.460 a 5.348.

utilizados en la muestra global que se recopilaban directamente de la base de datos Morningstar, así como 12 variables ficticias para control de varias monedas base asociadas con nuestros fondos SC frente al dólar estadounidense. Para fines de análisis estadístico, Algunas variables se convirtieron en números, como la calificación de calidad de la placa (A a D) que se convirtió en puntuaciones relevantes de 10. a 4 (ver, por ejemplo, [Chevalier y Ellison \(1999b\)](#) y [Gottesman y Morey \(2006\)](#)).20 La mayoría de las variables de control fueron

20 Las calificaciones de la junta directiva se otorgan en función de si la junta directiva del fondo ha servido bien a los intereses de los accionistas, según lo determinado por un análisis exhaustivo. según los analistas de Morningstar. Las juntas directivas que lideran la industria con respecto al servicio a los accionistas obtienen excelentes calificaciones. Aquellos que superan el estándar de la industria. pero no incorpore todas las mejores prácticas obtenga B. Los directorios de fondos con gobernanza estándar obtienen C, mientras que aquellos que siguen las normas de la industria obtienen D o F.

se incluyen en la estimación utilizando sus valores correspondientes, mientras que otras variables de control, como la asignación flexible de activos, la verdadera ausencia de carga y la categoría amplia global de los fondos, se utilizan como variables ficticias.

En la estimación de la ecuación. (A), los indicadores de libertad (FM) se representan de múltiples maneras: utilizando el cambio de libertad económica (EF), las cinco áreas de libertad económica (áreas 1 a 5), la libertad personal (PF) o la libertad humana general (HF).) medida. Por lo tanto, avanzamos en la sección econométrica y realizamos una serie de pruebas empíricas sobre el impacto de la FM en el desempeño y el riesgo de fondos SC seleccionados. Este proceso ayuda a la operacionalización de las hipótesis.²¹

La Tabla 2 muestra el resultado de la regresión en la ecuación. (A) mientras intentamos explicar el desempeño de los fondos mutuos mediante regresión secuencial. La Tabla 2 muestra que los resultados de todas las posibles medidas de rendimiento de los fondos (variables dependientes) responden directamente a nuestra principal pregunta de investigación. Hay un claro apoyo a nuestra pregunta de investigación en el caso del ratio de Sharpe y el ratio de Treynor, de modo que los fondos SC en países con mayor libertad económica tienen un ratio de Sharpe un 6,54% más alto que los demás, y en términos del ratio de Treynor hay un 130,94. % de rendimiento adicional para esos fondos SC.²² Incluso después de controlar el efecto fijo del año, el resultado señala que los indicadores de libertad económica más altos están asociados positivamente con un mayor rendimiento.

En términos de riesgo general de los fondos SC, los resultados muestran que el cambio en la libertad económica tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo en su beta, de modo que una mejora del 1% en la libertad económica a nivel de país – asociada con la moneda base del SC fondos – contribuye en promedio con un 0,36 (o 0,76) adicional al riesgo general de esos fondos SC. Por lo tanto, podemos ver que la libertad económica tiene un impacto en el riesgo y el desempeño de los fondos SC, pero ese impacto depende de las medidas de desempeño utilizadas. Por ejemplo, observamos que otras medidas de desempeño como alfa (es decir, el rendimiento excedente de una inversión en relación con el rendimiento de un índice de referencia de acuerdo con el modelo de fijación de precios de activos de capital), el índice de información (es decir, el rendimiento promedio superior a el de una cartera de comparación o de referencia dividida por la desviación estándar de este exceso de rendimiento), y Sortino (es decir, variación del índice de Sharpe que diferencia la volatilidad perjudicial de la volatilidad general total mediante el uso de la desviación estándar de los rendimientos negativos de la cartera del activo – desviación a la baja – en lugar de la desviación estándar total de los rendimientos de la cartera) no están influenciados estadísticamente por el cambio de la libertad económica.²³ Desde otra perspectiva, encontramos que durante la crisis financiera post-global (CFG) hubo un efecto negativo considerable que refleja un efecto depresivo notable. en todas las medidas de desempeño seleccionadas excepto alfa de los fondos SC. En resumen, hay un mayor rendimiento de los fondos SC; El coeficiente estimado de la medida de Libertad Económica (EF) es estadística y económicamente significativo en respuesta directa a nuestra pregunta de investigación.

En la siguiente sección, examinamos el efecto de las calificaciones de las Cinco Áreas del EF, ya que cada uno de los subcomponentes transmite un aspecto diferente de la libertad económica de un país. Luego examinamos los componentes de desempeño/riesgo y área del índice de libertad económica.²⁴ Primero examinamos

las áreas 1 a 3 juntas, luego repetimos la estimación con las cinco áreas para cada medida de riesgo y desempeño. El Área 1 mide el Tamaño del Gobierno, y aquí vemos que niveles más bajos de gasto e impuestos gubernamentales, un nivel relativamente bajo de inversión gubernamental como porcentaje de la inversión bruta y relativamente pocas empresas estatales se traducen en calificaciones más altas en esta área (Tabla 3).²⁵

²¹ Estamos utilizando alternativamente tres indicadores para capturar el efecto de los indicadores de libertad en varias medidas de desempeño en nuestro estudio; Estamos siguiendo este proceso para la solidez de los resultados empíricos, ya que queremos ver cuál de los sustitutos seleccionados tiene el mayor impacto en las medidas de desempeño. 22

Cabe señalar que el índice de Sharpe es el rendimiento promedio obtenido por encima de la tasa libre de riesgo por unidad de volatilidad o riesgo total. La volatilidad es una medida de las fluctuaciones de precios de un activo o cartera, mientras que el índice Treynor mide la recompensa-riesgo teniendo en cuenta una métrica de rendimiento para determinar cuánto exceso de rendimiento se generó para cada unidad de riesgo (riesgo sistemático o de mercado).) asumido por una cartera. El riesgo en el índice Treynor se refiere al riesgo sistemático medido por la beta de una cartera. Beta mide la tendencia del retorno de una cartera a cambiar en respuesta a cambios en el retorno del mercado en general. 23

El índice de información mide la capacidad de un administrador de cartera para utilizar su talento e información para generar un rendimiento de cartera que difiere del índice de referencia. 24

Aunque en esta sección examinamos las diferentes áreas de libertad económica por separado, somos conscientes de que es posible que no puedan sostenerse por sí solas. Los diferentes componentes y áreas de libertad económica están interconectados de manera que cuando un componente o área es débil o falta, la efectividad de otras áreas se reduce. Los autores del informe "Libertad económica en el mundo" se refieren a diferentes áreas de libertad económica como diferentes partes del automóvil (motor, neumáticos, etc.). Aunque puedes ver cada pieza por separado, se necesitan todas para poner el coche en marcha (Gwartney et al., 2008). De manera similar, las naciones pueden tener libertad para comerciar bienes, servicios e instrumentos financieros, pero los beneficios serían muy limitados si la nación no tiene el Estado de derecho. Es decir, a menos que el sistema judicial funcione adecuadamente y los contratos se cumplan, la libertad de comercio no producirá beneficios óptimos. Además, si una nación tiene un Estado de derecho sólido pero un nivel muy alto de impuestos, ninguna libertad de comercio y un alto nivel de burocracia, entonces los beneficios del Estado de derecho serían limitados. El objetivo de esta sección es descubrir qué aspectos de la libertad económica son los más importantes, incluso si no podemos verlos como completamente separados. Esto determinará aún más qué áreas de libertad económica deben abordarse primero para mejorar el desempeño de la industria de fondos mutuos. 25

De acuerdo con la Figura A.1 del Apéndice A, es importante señalar que el tamaño del área gubernamental no sólo captura el consumo, el gasto/la inversión del gobierno, sino también el lado de los ingresos (tasa impositiva, tasas de impuestos sobre la nómina) y el estado. propiedad de los activos. Es ampliamente reconocido que existe una relación única entre el tamaño del gobierno y el crecimiento económico. Por lo tanto, los ingresos del gobierno son endógenos y la causalidad inversa puede ser importante para algunos países, ya que aquellas naciones que tienen éxito económico pueden tener la capacidad de expandir (aumentar el tamaño) sus gobiernos brindando más servicios sociales. Sin embargo, la calificación general del área 2 se basa en una multitud de indicadores. Por ejemplo, el consumo gubernamental representa el gasto de consumo del gobierno general como porcentaje del consumo total, de modo que los países con una mayor proporción de gasto gubernamental recibirían calificaciones más bajas; además, una calificación más alta de la inversión o los subsidios gubernamentales como proporción del PIB generará una calificación más baja para países con mayores sectores de transferencias y subsidios. La mayor inversión gubernamental se calcula como porcentaje de la inversión total. Mientras que los países con tasas impositivas marginales más altas que entran en vigor en umbrales de ingresos más bajos recibieron calificaciones más bajas. El último indicador es la propiedad estatal de activos, que mide el grado en que el Estado controla el capital en sectores importantes, pero no mide el alcance de los ingresos y gastos gubernamentales como porcentaje de la producción, como es habitual en los países que aplican políticas fiscales expansivas . ejercer poco control directo sobre la economía.

Tabla 2

Regresiones del rendimiento de los fondos y métricas de riesgo sobre el crecimiento de la libertad económica de países o regiones relevantes. Las variables dependientes denotan las medidas de rendimiento (Alfa a Sortino) y Beta, que mide el nivel de riesgo del fondo en el año t que cubre el período completo. Tamaño de muestra n = 11.460.

Dependent variables ⇒ Independent Variables ↓	Beta	Alpha	Information Ratio (IR)	Treynor	Sharpe	Sortino	Beta	Alpha	Information Ratio (IR)	Treynor	Sharpe	Sortino
Const.	0.9816*** [.007]	-0.26 [.48]	1.742*** [.237]	3.022*** [.93]	0.505*** [.073]	1.665*** [.223]	1.00*** [.005]	-0.28** [.14]	1.82*** [.23]	-7.62*** [.82]	-0.68*** [.06]	-1.15*** [.14]
Economic Freedom (EF)	0.3605*** [.169]	2.079 [4.64]	-0.999 [.232]	130.94*** [25.36]	6.538*** [1.207]	3.847 [3.16]	0.76*** [.212]	-1.09 [6.88]	-2.28 [2.17]	11.74 [21.7]	2.31** [1.06]	-3.94 [6.94]
Flexible Asset Allocation (dummy)	0.11 [.138]	0.47 [2.56]	-0.043 [.341]	2.503 [5.22]	-0.017 [.364]	0.154 [1.12]	0.10 [.13]	0.26 [2.58]	-0.187 [.34]	1.96 [2.29]	0.09 [.21]	0.34 [.69]
Board Quality Grade	-0.007*** [.0008]	0.095*** [.023]	0.0303*** [.008]	0.138 [.129]	0.012 [.008]	0.033 [.03]	-0.008*** [.0007]	0.079*** [.021]	0.014* [.007]	0.10* [.06]	0.03*** [.004]	0.06** [.03]
True No-Load (dummy)	0.0004 [.004]	0.225** [.113]	0.008 [.038]	-0.26 [.541]	0.023 [.03]	0.068 [.091]	-0.002 [.003]	0.348*** [.096]	0.035 [.03]	0.59 [.36]	0.10*** [.016]	0.2* [.11]
Global Broad Category: GBC-Equity	0.0056 [.003]	0.174 [.108]	-1.776*** [.232]	3.8*** [.673]	0.278*** [.062]	0.656*** [.21]	-0.006** [.002]	0.19** [.08]	-1.83*** [.23]	4.34*** [.78]	0.38*** [.055]	0.82*** [.15]
GBC-Fixed Income	-0.02*** [.004]	0.212** [.085]	-1.709*** [.236]	2.25*** [.61]	0.274*** [.066]	0.72*** [.176]	-0.026*** [.004]	0.21*** [.06]	-1.76*** [.23]	2.65*** [.81]	0.35*** [.06]	0.86*** [.18]
GBC-Convertibles	-0.0007 [.016]	-0.414 [.443]	-2.04*** [.306]	1.63 [2.85]	0.232 [.23]	0.571 [.568]	-0.006 [.016]	-0.46 [.41]	-2.1*** [.30]	1.61 [1.49]	0.26** [.12]	0.63* [.34]
GBC-Tax preferred	0.22*** [.016]	- 0.712*** [.204]	-1.776*** [.283]	0.98 [.913]	0.214 [.142]	0.875 [.588]	0.208*** [.02]	-0.83*** [.16]	-1.95*** [.28]	1.16 [1.86]	0.43** [.17]	1.23* [.63]
GBC-Allocation	0.036*** [.004]	0.19 [.123]	-1.69*** [.235]	1.49** [.66]	0.172*** [.066]	0.394** [.155]	0.026*** [.005]	0.23** [.11]	-1.73*** [.23]	1.92** [.76]	0.24*** [.056]	0.52*** [.14]
GFC	-0.0045*** [.003]	0.296*** [.096]	-0.048 [.031]	-3.03*** [.468]	-0.302*** [.024]	-0.686*** [.129]						
Year fixed effect	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 Base Currency Dummies vs. U.S. Dollar dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No	No	No	No
R-Square Adjusted	0.0344	0.0084	0.051	0.0097	0.027	0.002	0.029	0.005	0.053	0.484	0.57	0.098

Notas: Los errores estándar robustos se proporcionan entre paréntesis debajo de los coeficientes estimados, después de corregir por heterocedasticidad siguiendo el método de White (1980), como en MacKinnon (1985). Según lo recomendado por Greene (2000), para todos los resultados relevantes utilizamos la estimación MCO agrupada con errores estándar que se ajustan por heterocedasticidad transversal y correlación transversal (es decir, errores estándar corregidos por panel). *, ** y *** indican la diferencia significativa desde cero en los niveles del 10%, 5% y 1%, respectivamente. Además, reestimamos todas las regresiones teniendo en cuenta la variable ficticia de la crisis financiera mundial (CFG) de 2007-2008 para capturar si hubo algún cambio en las variables dependientes. Esos resultados no se informan pero no difieren cualitativamente de los anteriores. La CFG debe entenderse como una forma sencilla de dividir la muestra y cubrir el período comprendido entre 2007 y 2015; por lo tanto, esta variable no abarca únicamente el período 2007-2008. Cuando controlamos por el efecto fijo anual, eliminamos la variable GFC para evitar obtener resultados espurios.

Observamos que en términos de riesgo de los fondos SC, una mejora y/o una calificación alta en el área 1 significa que las empresas de fondos enfrentan menos competencia del gobierno y están mejor posicionadas para competir globalmente, debido a factores como tasas impositivas más bajas. Los resultados muestran que los cambios en el área 1 son positivos pero estadísticamente insignificantes, lo que significa que la mejora en el área 1 no está asociada con un menor nivel de riesgo de los fondos SC, aunque Sound Money (área 3) tiene un efecto opuesto y mayor sobre el riesgo de fondos seleccionados. De hecho, no sorprende que la moneda sólida surja como una de las áreas con un fuerte impacto en el riesgo de los fondos SC, ya que este factor nos dice si el dinero del país es propenso a una apreciación repentina o tal vez a una depreciación a más largo plazo. en poder adquisitivo. Las instituciones que conducen a tasas de inflación bajas (y estables) y menos regulaciones que limiten la capacidad de usar monedas alternativas deberían aumentar el riesgo de los fondos SC, sin embargo, según los resultados de la Tabla 3, notamos que el área 3 tiene un impacto positivo considerable . sobre el desempeño de los fondos SC a través de dos medidas de desempeño. Dada la naturaleza de los fondos SC, que se desarrollan para alinearse con importantes principios sociales y ambientales, encontramos que la mejora en el tamaño del gobierno (como una reducción en el gasto y el consumo del gobierno) tiene un efecto positivo en el desempeño de los fondos SC; Se puede conjeturar que tal vez los fondos SC disfruten de un mejor desempeño, dado su enfoque social, una vez que el gasto/consumo gubernamental en varios programas se contraiga y el factor Tamaño del Gobierno se recupere. Sin embargo, observamos que otras áreas, como el sistema legal y los derechos de propiedad, respaldan positivamente y son estadísticamente significativas para el desempeño general de Information Ratio, Sharpe, Sortino y Treynor.

Los cambios positivos en la Regulación (área 5), que mide la regulación del crédito, el trabajo y los negocios, pueden reducir los costos de transacción y, por lo tanto, hacer que las empresas socialmente responsables sean más competitivas. Esto, a su vez, debería traducirse en un desempeño positivo de los fondos SC. Sin embargo, los coeficientes sobre los cambios en el área 5 indican efectos positivos significativos para el riesgo de los fondos SC, pero efectos negativos estadísticamente significativos en sus ratios Treynor, Sharpe y Sortino (Tabla 3, columnas 5 a 7). Observamos desde una perspectiva global que una mayor mejora en el área 5 implica que su puntaje es alto en esta porción del índice;

Tabla 3

Regresiones del rendimiento de los fondos y métricas de riesgo sobre el crecimiento de las áreas de libertad en países o regiones relevantes. Las variables dependientes denotan las medidas de rendimiento (Alfa a Sortino) y Beta, que mide el nivel de riesgo del fondo en el año t que cubre el período completo. Tamaño de muestra $n = 11,460$.

Dependent variables \Rightarrow Independent Variables \Downarrow	Beta	Alpha	Information Ratio (IR)	Treynor	Sharpe	Sortino
Const.	1.00*** [.006]	-0.51*** [.16]	1.71*** [.24]	-8.11*** [.90]	-0.73*** [.06]	-1.35*** [.19]
Area 1 (Size of Government)	0.004 [.07]	-0.77 [2.33]	-0.62 [.74]	28.78*** [7.51]	2.36*** [.38]	8.63*** [2.78]
Area 2 (Legal System & Property Rights)	0.43** [.20]	4.56 [5.92]	3.23** [1.66]	84.26*** [22.57]	3.88*** [.91]	15.27*** [4.53]
Area 3 (Sound Money)	0.27*** [.075]	-2.45 [2.72]	-1.16 [.83]	-9.64 [6.8]	1.38*** [.42]	5.37*** [1.85]
Area 4 (Freedom to Trade Internationally)	-0.06 [.12]	-7.97** [3.39]	-6.05*** [1.27]	-18.28 [11.7]	-5.49*** [.74]	-15.9** [7.27]
Area 5 (Regulation)	0.22** [.005]	6.80* [3.62]	1.86* [.96]	-29.55** [14.56]	-2.90*** [.53]	-7.63** [3.06]
Flexible Asset Allocation (dummy)	0.10 [.13]	0.28 [2.57]	-0.17 [.34]	2.26 [2.2]	0.11 [.19]	0.39 [.67]
Board Quality Grade	-0.008*** [.0007]	0.08*** [.021]	0.016** [.007]	0.14** [.06]	0.029*** [.004]	0.065** [.03]
True No-Load (dummy)	-0.002 [.003]	0.35*** [.096]	0.037 [.03]	0.63* [.35]	0.10*** [.016]	0.20* [.11]
Global Broad Category: GBC-Equity	-0.005** [.002]	0.20** [.08]	- 1.82***[.23]	4.45*** [.78]	0.39*** [.054]	0.85*** [.14]
GBC-Fixed Income	-0.02*** [.004]	0.22*** [.06]	-1.75*** [.24]	2.75*** [.80]	0.36*** [.06]	0.88*** [.19]
GBC-Convertibles	-0.006 [.015]	-0.45 [.41]	-2.09*** [.30]	1.72 [1.46]	0.27** [.12]	0.66** [.33]
GBC-Tax preferred	0.21*** [.016]	-0.80*** [.16]	-1.94*** [.28]	1.56 [1.87]	0.44*** [.17]	1.31** [.63]
GBC-Allocation	0.026*** [.005]	0.24** [.10]	-1.73*** [.23]	2.02*** [.76]	0.25*** [.056]	0.54*** [.14]
GFC						
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 Base Currency Dummies vs. U.S. Dollar dummy	No	No	No	No	No	No
R-Square Adjusted	0.030	0.006	0.055	0.485	0.576	0.10

Los países deben permitir que los mercados determinen los precios y abstenerse de actividades regulatorias que retrasen la entrada en el negocio y aumenten el costo de producción de los productos. También deben abstenerse de "tener favoritos", es decir, de utilizar su poder para obtener pagos financieros y recompensar a algunas empresas a expensas de otras. Sin embargo, contrariamente a lo esperado, encontramos que la mejora en el área 5 está asociada con que los fondos SC logren menos en términos de desempeño, aunque la contribución total de las cinco áreas es positiva para Sharpe y Treynor.

Tabla 4

Regresiones del rendimiento de los fondos y métricas de riesgo sobre el crecimiento de la libertad personal de países o regiones relevantes. Las variables dependientes denotan las medidas de rendimiento (Alfa a Sortino) y Beta, que mide el nivel de riesgo del fondo en el año t que cubre el período completo. Tamaño de muestra n = 5349.

Variables dependientes	Beta	Alfa	Información Relación (IR)	Treynor	Sharpe	sortino	Beta	Alfa	Información Relación (IR)	Treynor	Sharpe	sortino
Independiente Variables												
Const.	0.962 [.007]	-0.51 [.19]	-0.13 [.237]	0.99 [.89]	0.311 [.081]	1.17 [.27]	1.00 [.006]	-0.62 [.14]	0.036 [.26]	-16.38 [.67]	-1.28 [.052]	-2.31 [.14]
Personal Libertad (PF)	0.301 [.37]	-4.26 [11.51]	-2.60 [4.18]	80.84 [47.37]	16.64 [2.69]	61.08 [13.33]	0.32 [.46]	-35.22 [12.95]	-16.98 [4.79]	77.55 [44.2]	19.24 [2.98]	71.09 [13.62]
Asignación flexible de activos (ficticia)	-0.18 [.04]	0.97 [.61]	-0.15 [.31]	4.75 [4.47]	0.17 [.36]	0.053 [.96]	-0.19 [.038]	0.73 [.59]	-0.28 [.27]	6.72 [1.00]	0.58 [.15]	1.04 [.23]
Grado de calidad del tablero	-0.006 [.0012]	0.13 [.03]	0.03 [.01]	0.10 [.11]	0.009 [0.009]	0.03 [.05]	-0.008 [.001]	0.09 [.03]	0.01 [.04]	0.33 [.07]	0.057 [.006]	0.14
Verdadero sin carga (ficticio)	0.014 [.004]	0.21 [.13]	0.10 [.05]	0.34 [.50]	0.036 [.033]	0.21 [.14]	0.005 [0.004]	0.19 [.11]	0.11 [.04]	2.11 [.29]	0.21 [.022]	0.14 [.05]
Categoría amplia global: GBC-Equity	0.021 [.004]	0.49 [.13]	0.07 [.25]	12.8 [7.3]	0.78 [.69]	1.68 [.35]	0.002 [.002]	0.49 [.09]	-0.014 [.26]	15.15 [.62]	1.08 [.05]	0.51 [.23]
Renta fija GBC	-0.038 [.005]	0.089 [.11]	-0.30 [.26]	4.51 [.69]	0.59 [.07]	1.89 [.26]	-0.04 [.006]	0.03 [.08]	-0.38 [.27]	6.23 [.69]	0.82 [.06]	2.26 [.20]
GBC-Convertibles	0.011 [.024]	-0.86 [.76]	-0.42 [.38]	6.72 [3.72]	0.54 [.29]	0.89 [.51]	0.006 [.023]	-0.92 [.70]	-0.51 [.39]	7.23 [1.31]	0.63 [.12]	2.31 [.29]
Impuesto GBC preferido	0.21 [.03]	-0.83 [.27]	-0.23 [.34]	2.43 [.96]	0.85 [.19]	3.21 [1.06]	0.17 [.03]	-1.13 [.24]	-0.46 [.35]	6.46 [.26]	1.51 [.05]	1.12 [.27]
Asignación GBC	0.026 [.005]	0.96 [.17]	0.30 [.25]	6.70 [7.5]	0.54 [.07]	0.77 [.13]	0.01 [.005]	0.92 [.15]	0.21 [.27]	2.11 [8.18]	0.73 [.05]	4.65 [1.18]
Efecto fijo del año	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 variables ficticias de moneda base frente a la variable ficticia del	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	No	No	No	No	No
dólar estadounidense R-Square ajustado	0.0639	0.0146	0.0263	0.0904	0.1451	0.0082	0.048	0.013	0.028	0.616	0.526	0.047

Tabla 5

Regresiones del desempeño de los fondos y métricas de riesgo sobre el crecimiento de la libertad humana de países o regiones relevantes. Las variables dependientes denotan las medidas de rendimiento (Alfa a Sortino) y Beta, que mide el nivel de riesgo del fondo en el año t que cubre el período completo. Tamaño de muestra n = 5349.

Variables dependientes	Beta	Alfa	Información Relación (IR)	Treynor	Sharpe	sortino	Beta	Alfa	Información Relación (IR)	Treynor	Sharpe	sortino
Variables independientes												
Const.	0.962 [.007]	-0.52 [.199]	0.145 [0.257]	1.42 [0.88]	0.35 [.07]	1.313 [.26]	1.00 [.005]	-0.44 [.13]	0.12 [0.26]	-16.73 [.64]	-1.38 [.051]	-2.66 [.16]
Humano Libertad (HF)	0.942 [.354]	13.090 [9.01]	5.629 [3.36]	-747.65 [37.99]	-36.26 [2.278]	-74.75 [10.32]	1.86 [.42]	-5.09 [12.56]	-8.31 [4.72]	172.7 [33.74]	6.69 [2.02]	40.16 [15.65]
Asignación flexible de activos (ficticia)	-0.17 [.038]	0.97 [0.63]	-0.15 [0.30]	4.75 [3.55]	0.174 [.36]	0.053 [0.95]	-0.19 [.036]	0.66 [.58]	-0.31 [.3]	6.85 [1.12]	0.82 [.15]	1.17 [.30]
Grado de calidad del tablero	-0.0065 [.0012]	0.13 [0.03]	0.028 [0.011]	0.10 [.10]	0.009 [0.01]	0.03 [.05]	-0.008 [.001]	0.083 [.03]	0.006 [0.01]	0.34 [.07]	0.06 [.006]	0.16 [.05]
Verdadero sin carga (ficticio)	0.014 [.004]	0.21 [.13]	0.103 [0.049]	0.34 [.47]	0.036 [.03]	0.21 [.147]	0.006 [0.004]	0.16 [.11]	0.10 [0.04]	2.16 [.29]	0.23 [.02]	0.55 [.23]
Categoría amplia global: GBC-Equity	0.021 [.004]	0.49 [.13]	0.07 [.25]	12.79 [7.5]	0.78 [.067]	1.68 [.35]	0.003 [.002]	0.46 [.09]	-0.03 [.27]	15.21 [.62]	1.10 [.05]	2.32 [.20]
Renta fija GBC	-0.038 [.005]	0.08 [.11]	-0.308 [.26]	4.51 [.72]	0.59 [.07]	1.89 [.26]	-0.05 [.006]	-0.0004 [0.08]	-0.39 [.27]	6.27 [.27]	0.64 [.05]	2.36
GBC-Convertibles	0.011 [.025]	-0.86 [.75]	-0.42 [.38]	6.72 [3.14]	0.54 [.25]	0.89 [.45]	0.006 [.023]	-0.94 [.70]	-0.51 [.39]	7.21 [1.32]	0.64 [.12]	1.14 [.28]
Impuesto GBC preferido	0.207 [.027]	-0.83 [.26]	-0.23 [.34]	2.43 [1.29]	0.85 [.21]	3.21 [1.11]	0.17 [.03]	-1.23 [.23]	-0.51 [.35]	7.21 [1.32]	0.64 [.12]	1.14 [.28]
Asignación GBC	0.026 [.0056]	0.96 [.17]	0.30 [.25]	6.70 [7.5]	0.54 [.07]	0.77 [.128]	0.013 [.005]	0.89 [.14]	0.19 [.27]	6.63 [2.06]	1.56 [.05]	4.84 [1.18]
Efecto fijo del año	No	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 variables ficticias de moneda base frente a la variable ficticia del	Si	Si	Si	Si	Si	Si	No	No	No	No	No	No
dólar estadounidense R-Square ajustado	0.0656	0.0149	0.0267	0.1723	0.1852	0.0097	0.052	0.012	0.027	0.618	0.521	0.046

Las Tablas 4 y 5 muestran los resultados cuando utilizamos otros sustitutos de la libertad (el tamaño de la muestra es menor que los resultados anteriores ya que los datos anuales cubren los años 2008 a 2015); Precisamente en el Cuadro 4, los fondos SC en los países donde Libertad Personal (PF) está mostrando un mayor avance tienen una tendencia a sumar 16,64% (o 19,24%) en el ratio Sharpe o 61,08% (o 71,09%) en el ratio Sortino. Por lo tanto, la libertad personal (y sus indicadores subyacentes, ver figura A.1) surge como un efecto positivo más fuerte o una asociación con un mayor desempeño de esos fondos SC. En contraste con el Cuadro 4, observamos que los resultados del Cuadro 5 muestran que el progreso logrado en el índice amplio de libertad humana de un país está asociado con un desempeño negativo y un mayor riesgo (beta) de los fondos SC, que se pasa por alto considerando el tipo fijo. efecto año. Sin embargo, los resultados

(columnas 8 a 13) revelan un signo opuesto, de modo que un índice de libertad humana más alto está relacionado con un mayor desempeño de las medidas de desempeño de Sharpe, Treynor y Sortino. Por lo tanto, para los administradores de esos fondos o inversionistas que están considerando fondos SC, los resultados conceden y muestran que incluso después de condicionar para esos "peores" o "mejores" años específicos, el índice general de libertad humana tiene un impacto considerable en el desarrollo y éxito de aquellos fondos SC con mejor y mayor poder explicativo.

Dados los resultados antes mencionados, para realizar comprobaciones de solidez, posteriormente realizamos una batería de pruebas de sensibilidad para examinar la validez de nuestra evidencia central y verificar que nuestras predicciones se mantuvieran. Por ejemplo, nuestro análisis podría estar plagado de un supuesto lineal injustificado de la relación entre los indicadores de libertad y las características de los fondos SC en términos de desempeño y riesgo. Además, los resultados de las Figs. B.4 a B.6 (ver Apéndice B) señalan la posibilidad de una relación no lineal entre los ratios de Sharpe al cuadrado y tres indicadores de libertad; por lo tanto, una verificación de solidez es crucial y se examina en la siguiente sección. Este resultado implica nuevamente que es probable que haya factores adicionales (de ahí la necesidad de utilizar la regresión de componentes principales) que contribuyan al desempeño/riesgo general de los fondos seleccionados.

4.2. Marco de robustez y evaluación

4.2.1. Relación de nitidez al cuadrado

Este análisis está en línea con Fama y French (2018), quienes proponen ratios de Sharpe al cuadrado para seleccionar factores relacionados con la matriz de covarianza de los rendimientos, en general. Desarrollaron el índice de Sharpe al cuadrado para los factores del modelo como métrica para clasificar los modelos de valoración de activos, en línea con Barillas y Shanken (2016). Sin embargo, Fama y French (2018) argumentaron que los modelos en competencia deberían juzgarse en función del índice máximo de Sharpe al cuadrado. Fama y French (2018) definen α como el vector de intersecciones de regresiones de β en Σ como la matriz de covarianza residual, por lo que la relación máxima de Sharpe $\Sigma^{-1}\alpha$ al cuadrado para las intersecciones es $Sh2(\alpha) = \alpha' \Sigma^{-1} \alpha$ y el ganador entre los modelos de la competencia es el que produce el $Sh2(\alpha)$ más pequeño.

El estadístico GRS de Gibbons et al. (1989) proporciona una prueba de si múltiples factores se suman a la explicación de los rendimientos esperados de un modelo base. Fama y French (2018) afirman que el objetivo es minimizar $Sh2(\alpha)$ – ignorando el error de medición – y el mejor modelo es aquel cuyos factores tienen el mayor $Sh2(f)$. Por lo tanto, mientras buscamos los factores subyacentes de FM del país anfitrión que tienen una influencia sustancial en el desempeño de los fondos SC, sugerimos que una verificación de solidez podría suponer que el índice de Sharpe (real) logrado de cada fondo que tenemos depende de un conjunto de factores. Factores útiles' pertinentes para cada fondo SC que lo deriva; luego simplemente calculamos el índice de Sharpe al cuadrado, $Sh2$ de cada fondo como métrica para juzgar los indicadores de libertad y probar si, efectivamente, aumentan o reducen el factor al cuadrado. Por lo tanto, intentamos deconstruir el ratio de Sharpe al cuadrado y mostrar las contribuciones de los factores FM a $Sh2$. Higos. B.4 a B.6 en el Apéndice describen la relación no lineal entre los indicadores de libertad y el índice de Sharpe al cuadrado estimado de todos los fondos seleccionados, de modo que cuanto menor sea el cambio de los indicadores de FM en cualquier dirección, mayor será el índice de Sharpe al cuadrado. apoyado por la concentración visible de una mayoría de puntos en el centro de las cifras.

La Tabla 6 muestra que el crecimiento de los indicadores de libertad seleccionados tiene una contribución significativa al índice de Sharpe al cuadrado. Si queremos considerar el índice de Sharpe al cuadrado máximo del fondo, observamos que la libertad personal tiene un efecto positivo y estadísticamente significativo mayor que los otros indicadores de FM, incluso después de controlar el efecto de año fijo. Además, cuando consideramos las tres áreas de libertad económica y luego las cinco, observamos que el poder explicativo mejora, y el área 2 (Sistema legal y derechos de propiedad) tiene un efecto positivo significativo en el índice de Sharpe al cuadrado, mientras que las otras cuatro áreas, excepto Sound Money exhibe un impacto negativo estadísticamente significativo en él.

Es notable desde una perspectiva global que los fondos SC –aun cuando toman seriamente en cuenta importantes consideraciones sociales, éticas y/o ambientales– se benefician de la mejora de algunos aspectos de la libertad, en particular las instituciones sociales, representadas por el índice de libertad personal. pero también se aprovechan del debilitamiento de algunas otras facetas de la libertad económica.

4.2.2. Regresión de componentes principales

En esta subsección, intentamos incorporar otra dimensión a nuestro análisis: el hecho de que tal vez los tres indicadores de libertad puedan tener algunos puntos comunes inherentes que no podríamos capturar examinando cada uno individualmente.

Además, cuando se trata de las cinco áreas subyacentes al índice general de libertad económica, conjeturamos que la interdimensionalidad de las áreas puede revelar más información y proporcionar intuición adicional a nuestro análisis. Suponemos que todos los indicadores de FM son candidatos para explicar las medidas de desempeño (es decir, el índice de Sharpe, seleccionado porque, en promedio, se ha demostrado que está sujeto a la influencia más alta y consistente de los indicadores de FM dado su fuerte poder explicativo) y el riesgo. (es decir, beta). En los resultados de la primera etapa identificamos tres indicadores de libertad (EF, PF y HF) y luego extraemos los componentes principales de esas variables. Mediante el análisis de los vectores propios, se elegirá el número de vectores propios de modo que la varianza acumulada explicada por los componentes principales sea al menos del 90%. En la segunda etapa, utilizamos las cinco áreas de libertad económica y luego extraemos los componentes principales que representan la matriz de covarianza de la misma manera. Retenemos sólo los primeros componentes que representan cerca del 90% de los valores propios acumulados de la volatilidad total en la matriz de covarianza; reconocemos que el número de componentes principales retenidos es algo arbitrario, pero estamos en línea con Connor y Korajczyk (1988) y muchos otros estudios. Estimación para análisis de componentes principales para reducir la dimensionalidad del conjunto de datos. Se genera un conjunto de componentes principales y un subconjunto

Tabla 6

Regresiones del índice de Sharpe al cuadrado (Sh2) sobre el crecimiento de cada una de las posibles métricas de libertad de los países o regiones relevantes. Tamaño de muestra completo n = 11 460 o tamaño de submuestra n = 5349.

Dependent variables ⇒ Independent Variables ↓	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe	Squared Sharpe
Const.	2.12*** [.124]	2.404*** [.124]	2.30*** [.123]	2.17*** [.17]	2.25*** [.176]	0.362*** [.11]	0.035 [.11]	-0.18 [.11]	-0.19 [.16]	-0.37** [.16]
Economic Freedom (EF)	-37.99*** [1.969]					-31.03*** [2.66]				
Personal Freedom (PF)				31.54*** [5.14]					32.42*** [6.00]	
Human Freedom (HF)					-71.25*** [4.95]					-26.84*** [4.88]
Area 1 (Size of Government)		-15.84*** [.82]	-14.22*** [.893]				-2.12** [.91]	-3.68*** [.91]		
Area 2 (Legal System & Property Rights)		9.83*** [1.93]	13.40*** [1.93]				25.07*** [2.16]	20.93*** [2.05]		
Area 3 (Sound Money)		1.97** [.98]	-0.82 [.92]				2.89*** [.74]	9.57*** [.77]		
Area 4 (Freedom to Trade Internationally)			-14.74*** [1.59]					-38.57*** [2.05]		
Area 5 (Regulation)			-6.38*** [.933]					-0.31 [1.31]		
Flexible Asset Allocation (dummy)	0.316 [.819]	0.32 [.81]	0.31 [.79]	0.022 [1.11]	0.022 [1.07]	0.42 [.56]	0.56 [.56]	0.51 [.50]	0.79 [.62]	0.86 [.62]
Board Quality Grade	0.039* [.02]	0.04** [.02]	0.039** [.02]	0.04 [.037]	0.042 [.04]	0.05*** [.014]	0.06*** [.014]	0.06*** [.013]	0.13*** [.03]	0.14*** [.03]
True No-Load (dummy)	0.013 [.054]	0.013 [.054]	0.013 [.054]	0.14 [.084]	0.14* [.082]	0.12*** [.04]	0.15*** [.04]	0.14*** [.04]	0.47*** [.06]	0.487*** [.06]
Global Broad Category: GBC-Equity	0.04 [.103]	0.04 [.09]	0.041 [.10]	0.06 [.13]	0.06 [.14]	0.23** [.11]	0.29*** [.11]	0.26** [.10]	0.59*** [.15]	0.61*** [.15]
GBC-Fixed Income	-0.042 [.11]	-0.042 [.10]	-0.042 [.11]	0.42*** [.14]	0.42*** [.15]	0.09 [.12]	0.14 [.12]	0.13 [.11]	0.80*** [.18]	0.84*** [.18]
GBC-Convertibles	0.021 [.30]	0.021 [.3]	0.02 [.30]	0.23 [.24]	0.23 [.26]	0.06 [.21]	0.09 [.21]	0.09 [.20]	0.38 [.26]	0.41 [.26]
GBC-Tax preferred	-0.43 [.30]	-0.43 [.31]	-0.43 [.31]	0.52 [.48]	0.52 [.52]	-0.16 [.34]	0.02 [.33]	-0.05 [.34]	1.71*** [.57]	1.81*** [.57]
GBC-Allocation	-0.24** [.11]	-0.24** [.10]	-0.24** [.10]	-0.22* [.129]	-0.22 [.14]	-0.13 [.11]	-0.09 [.11]	-0.10 [.10]	0.09 [.16]	0.11 [.16]
GFC	-0.34*** [.045]	-0.62*** [.045]	-0.48*** [.048]							
Sample size	11460	11460	11460	5340	5340	11460	11460	11460	5340	5340
Year fixed effect	No	No	No	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 Base Currency Dummies vs. U.S. Dollar dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No	No	No
R-Square Adjusted	0.0433	0.053	0.0672	0.074	0.1039	0.279	0.281	0.319	0.31	0.306

se selecciona para incluirlo como regresión en una regresión MCO (método PCR). Por supuesto, los estimadores se transforman a partir de componentes para obtener estimadores de los coeficientes del modelo original (A).

La evidencia revela que para Sharpe, como variable dependiente, la libertad personal general ejerce un efecto positivo estadísticamente significativo sobre el índice de Sharpe de los fondos SC, mientras que la libertad económica tiene el signo opuesto. La libertad humana mostró un impacto más débil pero positivo en el índice de Sharpe utilizando el método PCR.²⁶ Además, incluso la libertad económica general ha mostrado un efecto negativo (positivo) estadísticamente significativo en el desempeño (riesgo) de los fondos SC. Algunas de sus áreas subyacentes importan más que otras; por ejemplo, la solidez del sistema monetario y legal y la propiedad contribuyen positivamente, mientras que

²⁶ Debido a limitaciones de espacio, estos resultados no se informan, pero están disponibles a pedido del autor correspondiente.

El tamaño del gobierno y la libertad de comercio contribuyen negativamente al desempeño de los fondos SC. Contrariamente al desempeño de los fondos, después de considerar variables de control cruciales, encontramos que el riesgo de los fondos SC aumenta cuanto más libre es el panorama económico (la libertad humana es débilmente significativa) del país asociado con la moneda base de los fondos SC. Lo más importante es que el área 3 (dinero sólido) y el área 5 (regulación) están asociadas con un mayor riesgo, pero otras áreas de libertad económica (por ejemplo, las áreas 1 y 4) están asociadas con un menor riesgo de los fondos SC. Es crucial dentro de un nexo económico entender que las naciones pueden no presenciar avances en las cinco áreas; por lo tanto, documentamos que el estado de algunas de esas áreas podría ser deseable para estos grupos de fondos, mientras que la mejora de otras áreas/aspectos podría ser perjudicial para su desempeño o riesgo.

4.2.3. Perspectivas y métodos de no linealidad.

A continuación, examinamos la posibilidad de no linealidad mientras controlamos la influencia de otras variables, incluido el efecto fijo anual, y descartamos la opción de que los indicadores de libertad (FM) sugeridos puedan tener un efecto débil o un efecto más fuerte dada la consideración de no linealidad. Por lo tanto, probamos para ver si la relación del FM sugerido depende del tiempo y/o del tamaño y pierde su intensidad en un cierto punto. El panel A de la [Tabla 7](#) muestra los resultados de nuestra regresión MCO con la adición de un componente de no linealidad polinómica de los indicadores de libertad utilizando tanto el indicador como su cuadrado. Documentamos que la libertad personal (PF) y su cuadrado son estadísticamente significativos; y, de hecho, hay un efecto positivo significativo del FP al cuadrado, lo que sugiere que el punto de inflexión de la relación se produce en una variación menor pero negativa del indicador FP.

La libertad personal (libertad humana) tiene la misma influencia en el desempeño de los fondos SC, y concluimos que los coeficientes del término y su cuadrado son significativos y difieren en tamaño y (no en) signo para sugerir que solo en cambios extremadamente altos (bajos) de PF (HF) comenzamos a presenciar un impacto combinado positivo no lineal en el desempeño de estos fondos SC globales.

Además, el riesgo de los fondos SC bajo la consideración de no linealidad no reveló ningún efecto estable del término y su cuadrado de libertad personal y libertad humana, excepto en el caso de HF cuando notamos que se asocia un cambio anual del 1% en términos de HF. con un riesgo 1,83 mayor de los fondos SC. Sorprendentemente, y a diferencia de resultados anteriores, notamos que el área 1 (Tamaño del Gobierno) ya no tiene un efecto estadístico, pero sí su cuadrado (relación cuadrática). Esto sirve para mostrar que la mejora en el área es beneficiosa para el desempeño general de los fondos SC sólo en un mayor grado de progreso en términos de tamaño del gobierno; Mientras tanto, Sound Money (área 3) mantiene la misma influencia de ambos términos sobre el riesgo de los fondos SC. En resumen, la relación entre algunas áreas de EF (áreas 4 y 5) y la relación de Sharpe tiene forma de U invertida, mientras que las otras áreas tienen la forma opuesta.

Para mayor solidez de nuestros resultados, la [Tabla 7](#), panel B, informa el resultado de modelos no lineales que utilizan un algoritmo de optimización numérica, el método de mínimos cuadrados no lineales, empleando indicadores de libertad y solo un subconjunto de las variables de control mencionadas que han demostrado tener un valor consistente y mayor. nivel de significancia en el método de mínimos cuadrados lineales. El modelo ha sido reestimado con diferentes valores de partida para verificar que se ha alcanzado el máximo global; el estimador de máxima verosimilitud es el valor del coeficiente que maximiza la función de log-verosimilitud concentrada.

Con respecto al desempeño de los fondos SC, obtenemos evidencia que respalda que los tres indicadores de libertad, excepto la libertad humana (HF), tienen un efecto positivo estadísticamente significativo, mientras que el riesgo de esos fondos está positiva pero ligeramente influenciado por las variaciones de la libertad económica y la libertad humana del país o país relevante. región. Una vez más, las áreas 1 y 5 tienen efectos negativos, pero las otras áreas muestran un impacto mayor pero positivo en el desempeño de los fondos SC. Con esta descomposición de las cinco áreas subyacentes de libertad económica, discernimos que el riesgo de los fondos SC se ve muy afectado y aumentado, en el orden de 0,32, por las áreas de Dinero Sano, Sistema Legal y Derechos de Propiedad.

5. Conclusión, implicaciones y direcciones futuras

En este estudio, destacamos la relevancia de los indicadores de libertad en el desempeño y el riesgo de los productos financieros. Utilizamos la industria de fondos mutuos con conciencia social porque representa un excelente laboratorio para probar nuestra principal pregunta de investigación y analiza el papel que contribuyen las libertades económicas/sociales al desempeño de los fondos SC, pero creemos que los resultados pueden extenderse para cubrir otras industrias. , en particular organizaciones adyacentes a la industria de fondos mutuos, como otras instituciones financieras (por ejemplo, bancos y compañías de seguros), ya que los gerentes de ese tipo de empresas generalmente están motivados y/o requeridos para mantener un alto desempeño frente a un punto de referencia mensurable o índice.

Consideramos que los impactos positivos estimados y el papel influyente/contributivo de aspectos de la libertad económica y la libertad personal sobre el desempeño y el riesgo no deberían limitar el atractivo de algunos fondos socialmente conscientes frente a otros y, por lo tanto, la aplicabilidad y el alcance del estudio no deberían limitar el énfasis. sobre el papel de los indicadores de libertad de país/región en el desempeño general de la industria financiera y organizaciones similares.

En términos generales, encontramos que los cambios en el nivel general de libertad económica tienen un impacto positivo directo y estadísticamente significativo en el desempeño de los fondos SC. También observamos que los coeficientes de libertad económica y/o libertad personal no cambian mucho, ni en magnitud ni en significancia, cuando agregamos varias variables de control, incluido el efecto fijo anual, incluso después de realizar varios exámenes de solidez. Cuando separamos el índice de libertad económica en sus cinco áreas, encontramos que algunos aspectos de la libertad económica, medidos por área, son importantes para el desempeño y el riesgo de los fondos SC. Sin embargo, los cambios en el área 2 (Sistema legal y derechos de propiedad) y el área 3 (Moneda sólida) muestran consistentemente un efecto estadísticamente significativo en muchas especificaciones del modelo.

En conclusión, los hallazgos de este estudio apuntan a implicaciones políticas y prácticas. Desde una perspectiva académica, este estudio contribuye a las áreas de inversión ESG internacional, al evaluar los riesgos y oportunidades ESG que rodean

Tabla 7

Examen del efecto no lineal de los indicadores de libertad sobre el desempeño del fondo y el nivel de riesgo mientras se controla el efecto fijo anual. Las variables dependientes denotan la medida de rendimiento (Sharpe) o Beta, que mide el nivel de riesgo del fondo en el año t que cubre el período completo o el período de la submuestra. Tamaño de muestra completo n = 11 460 o tamaño de submuestra n = 5349.

Panel A: Polynomial nonlinearity component is captured by using relevant variable(s) and its square, which suggests the relationship loses its effectiveness or intensity at a certain point.

Dependent variables ⇒	Sharpe	Beta	Sharpe	Sharpe	Beta	Beta	Sharpe	Beta	Sharpe	Beta
Independent Variables ⇓										
Const.	-0.68*** [0.06]	1.00*** [.006]	-0.73*** [.06]	-0.75*** [.06]	0.99*** [.006]	0.99*** [.006]	-1.26*** [.05]	1.00*** [.006]	-1.38*** [.05]	1.00*** [.005]
Economic Freedom (EF)	-2.28* [1.42]	0.61** [.27]								
Squared EF (EF ²)	1.39 [40.06]	-6.18 [8.04]								
Personal Freedom (PF)							21.99*** [2.41]	0.057 [.46]		
Squared PF (PF ²)							-353.2*** [56.68]	34.14*** [12.88]		
Human Freedom (HF)									9.11*** [2.44]	1.83*** [.47]
Squared HF (HF ²)									255.72* [138.5]	-2.80 [21.43]
Area 1 (Size of Government)			3.15*** [.39]	2.92*** [.38]	-0.013 [.07]	-0.002 [.07]				
Squared Area 1—(Area1) ²			25.83*** [6.97]	4.05 [7.81]	1.79 [1.14]	1.95 [1.23]				
Area 2 (Legal System & Property Rights)			1.12 [1.0]	2.80*** [1.06]	0.48** [.21]	0.38* [.16]				
Squared Area 2—(Area2) ²			-274.4*** [52.79]	-255.6*** [52.9]	7.71 [10.25]	9.19 [10.25]				
Area 3 (Sound Money)			-0.81 [.77]	-0.81 [.77]	0.66*** [.16]	0.65*** [.16]				
Squared Area 3—(Area3) ²			-2.84 [3.45]	15.63*** [4.09]	1.95*** [.65]	1.70** [.70]				
Area 4 (Freedom to Trade Internationally)				-9.70*** [.98]		0.03 [.15]				
Squared Area 4—(Area4) ²				-140.51*** [23.46]		3.27 [2.99]				
Area 5 (Regulation)				-2.91*** [.54]		0.28*** [.11]				
Squared Area 5—(Area5) ²				-24.9*** [8.17]		-2.35 [1.61]				
Flexible Asset Allocation (dummy)	0.1 [.21]	0.10 [.13]		0.10 [.20]	0.10 [.14]	0.10 [.13]	0.58*** [.15]	-0.19*** [.04]	0.613*** [.15]	-0.19*** [.036]
Board Quality Grade	0.03*** [.004]	-0.008*** [.0007]		0.03*** [.004]	-0.008*** [.0007]	-0.008*** [.0007]	0.05*** [.006]	-0.008*** [.001]	0.06*** [.006]	-0.008*** [.001]
True No-Load (dummy)	0.10*** [.017]	-0.002 [.003]		0.11*** [.016]	-0.003 [.003]	-0.03 [.003]	0.22*** [.02]	0.006 [.039]	0.22*** [.02]	0.006 [.39]
Global Broad Category: GBC-Equity	0.38*** [.05]	-0.005*** [.002]		0.39*** [.05]	-0.006*** [.003]	-0.00*** [.002]	1.08*** [.05]	0.002 [.002]	1.09*** [.05]	0.003 [.002]
GBC-Fixed Income	0.35*** [.06]	-0.02*** [.004]		0.36*** [.06]	-0.03*** [.004]	-0.025*** [.004]	0.82*** [.06]	-0.05*** [.006]	0.82*** [.06]	-0.05*** [.006]
GBC-Convertibles	0.27*** [.12]	-0.006 [.015]		0.26*** [.11]	-0.005 [.16]	0.65*** [.16]	0.63*** [.12]	0.007 [.024]	0.64*** [.12]	0.006 [.02]
GBC-Tax preferred	0.43** [.17]	0.209*** [.016]		0.44*** [.17]	0.21*** [.16]	0.03 [.15]	1.51*** [.26]	0.17*** [.03]	1.55*** [.26]	0.17*** [.027]
GBC-Allocation	0.24*** [.05]	0.26*** [.005]		0.25*** [.05]	0.026*** [.005]	0.28 [.107]	0.73*** [.05]	0.013*** [.005]	0.74*** [.05]	0.013*** [.005]
GFC										
Sample size	11460	11460	11460	11460	11460	11460	5340	5340	5340	5340
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
12 Base Currency Dummies vs. U.S. Dollar dummy	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No
R-Square Adjusted	0.57	0.029	0.573	0.586	0.031	0.031	0.527	0.049	0.521	0.052

(Continúa en la siguiente página)

acciones y ETF, y la gestión de riesgos globales, al tiempo que aborda la relevancia del marco institucional social y económico en la búsqueda de carteras de inversión climática socialmente responsables y que prioricen el crecimiento en todas las naciones. Los profesionales y los formuladores de políticas pueden beneficiarse de esta investigación, ya que proporciona información y orientación adicionales sobre los factores institucionales subyacentes y los indicadores de libertad que respaldan la prosperidad y el crecimiento de este grupo de productos financieros. Para las empresas de inversión, la libertad económica y/o aspectos de la libertad económica, o la libertad personal, deberían incluirse como un instrumento adicional –y una visión macroeconómica– junto con la combinación óptima de activos de riesgo. Para ayudar al analista y al gestor de carteras, el carácter intuitivo del método lo hace versátil y fácil de utilizar por parte de las empresas de inversión como herramienta de decisión complementaria.

Articulamos los beneficios financieros adicionales que se obtendrán cuando estén presentes características socialmente responsables e infraestructura de libertad, confirmando que los indicadores de libertad son importantes. Una limitación notable de nuestro estudio es que no probamos posibles canales internos que gobiernan y dirigen las estrategias y decisiones de inversión (por ejemplo, incluidas aquellas pruebas estrictas sobre

Tabla 7 (continuación).

Panel B: Nonlinear model specification using nonlinear least squares method by regressing dependent variables (fund performance and risk level) on most significant variables plus relevant freedom indicators.

Dependent variables ⇒	Sharpe	Beta	Sharpe	Beta	Sharpe	Beta	Sharpe	Beta
Independent Variables ↓								
Const.	0.61*** [.02]	1.00*** [.002]	0.69*** [.02]	1.00*** [.002]	0.55*** [.015]	0.99*** [.002]	0.55*** [.015]	0.99*** [.002]
Economic Freedom (EF)	5.35*** [1.15]	0.38** [.15]						
Personal Freedom (PF)					29.28*** [2.9]	0.26 [.38]		
Human Freedom (HF)							-35.27*** [2.21]	0.92*** [.29]
Area 1 (Size of Government)			-2.43*** [.43]	-0.12** [.06]				
Area 2 (Legal System & Property Rights)			10.67*** [1.04]	0.32** [.14]				
Area 3 (Sound Money)			5.61*** [.66]	0.32*** [.08]				
Area 4 (Freedom to Trade Internationally)			3.74*** [.70]	0.081 [.09]				
Area 5 (Regulation)			-1.61*** [.55]	0.12 [.07]				
Board Quality Grade	0.035*** [.007]	-0.009*** [.001]	0.04*** [.007]	-0.009*** [.001]	0.07*** [.01]	-0.007*** [.001]	0.084*** [.01]	-0.007*** [.001]
GFC	-0.30*** [.024]	-0.004 [.003]	-0.37*** [.026]	-0.008** [.003]				
Sample size	11460	11460	11460	11460	5340	5340	5340	5340

qué tan sostenible es una empresa o un gobierno para satisfacer los criterios ESG) dentro de la industria de fondos mutuos, y cómo la calidad general de las instituciones interactúa (si es que lo hace) y también se toma en consideración internamente. Este estudio abre la puerta a futuros estudios que aborden el papel del macrocanal y el entorno político de un país, ya que proporciona el marco institucional en el que la industria de fondos mutuos se desarrolla, crece y construye diversos productos financieros. Por lo tanto, será beneficioso abordar el papel de los indicadores de libertad o los aspectos resilientes de la libertad económica en la construcción de diversas carteras temáticas para las cuales se han integrado factores ambientales, sociales y de gobernanza en la estrategia de inversión. proceso.

Disponibilidad de datos

Partes de los datos están disponibles comercialmente a partir de fuentes identificadas en el texto, y el resto de los datos (es decir, indicadores de libertad) está disponible en fuentes públicas.

Apéndice A

Áreas de Libertad Económica y Componentes, más Libertad Humana y Libertad Personal

El índice mide el grado de libertad económica presente en cinco áreas principales: [1] Tamaño del gobierno; [2] Sistema Jurídico y Seguridad de los Derechos de Propiedad; [3] Dinero sano; [4] Libertad de Comercio Internacional; [5] Reglamento. Los datos completos sólo están disponibles con un desfase de dos años, por lo que el índice en sí tiene un desfase de dos años. Cada componente y subcomponente se ubica en una escala de 0 a 10 que refleja la distribución de los datos subyacentes. Cuando hay subcomponentes presentes, sus calificaciones se promedian para derivar la calificación del componente. Luego se promedian las calificaciones de los componentes dentro de cada área para obtener calificaciones para cada una de las cinco áreas. A su vez, se promedian las calificaciones de las cinco áreas para obtener la calificación resumida de cada país. Los cinco componentes del área 1 (Tamaño del gobierno) indican en qué medida los países dependen del proceso político para asignar recursos, bienes y servicios. Cuando el gasto público aumenta en relación con el gasto de los individuos, los hogares y las empresas, la toma de decisiones del gobierno sustituye a la elección privada y la libertad económica se reduce.

El Área 2 se centra en los ingredientes clave de un sistema jurídico coherente con la libertad económica, que son el estado de derecho, la seguridad de los derechos de propiedad, un poder judicial independiente e imparcial y la aplicación imparcial y efectiva de la ley.

El área 3 capta la importancia de que las personas tengan acceso a dinero sólido.

Los componentes del área 4 están diseñados para medir una amplia variedad de restricciones que afectan el intercambio internacional: aranceles, cuotas, restricciones administrativas ocultas y controles sobre los tipos de cambio y el movimiento de capitales.

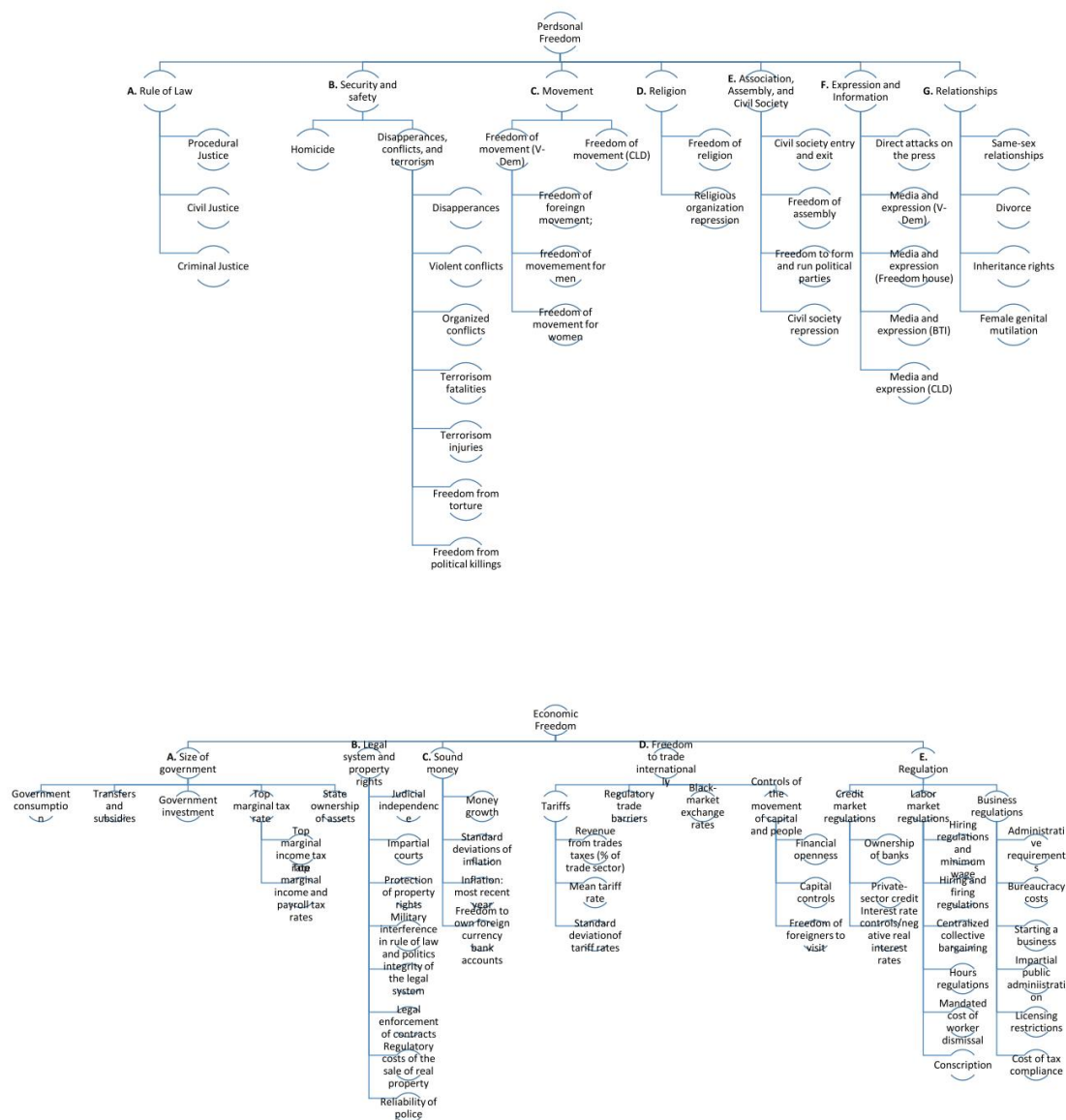


Figura A.1. Indicadores de libertad personal/libertad económica y sus subcomponentes asociados. Nota: V-Dem = Variedades de Democracia; CLD = Conjunto de datos sobre libertad civil; BTI = Índice de Transformación de Bertelsmann Stiftung.

Fuente: Compilado y organizado por autores del Instituto Cato y el Instituto Fraser, el Índice de Libertad Humana publicado por Vásquez et al. (2022).

Cuando las regulaciones restringen la entrada a los mercados e interfieren con la libertad de participar en intercambios voluntarios, reducen la libertad económica. El área 5 del índice se centra en las restricciones regulatorias que limitan la libertad de intercambio en los mercados de crédito, trabajo y productos.

El Índice de Libertad Humana (HFI) presenta una medida amplia de la libertad humana, entendida como la ausencia de restricciones coercitivas. Este índice utiliza 82 indicadores distintos de libertad personal y económica en las siguientes áreas: Estado de derecho; Seguridad y protección; Movimiento; Religión; Asociación, asamblea y sociedad civil; Expresión e información; Identidad y Relaciones; Tamaño del gobierno; Sistema jurídico y derechos de propiedad; Dinero sano; Libertad para comerciar internacionalmente; y Reglamento. La última recopilación mundial de estadísticas es "El Índice de Libertad Humana", publicado por el Instituto CATO, el Instituto Fraser y la Fundación Friedrich Naumann para la Libertad.

El Índice de Libertad Humana presenta el estado de la libertad humana en el mundo basándose en una medida amplia que abarca la libertad personal, civil y económica. La libertad humana es un concepto social que reconoce la dignidad de los individuos y se define aquí como libertad negativa o ausencia de restricciones coercitivas. Además, el índice es un

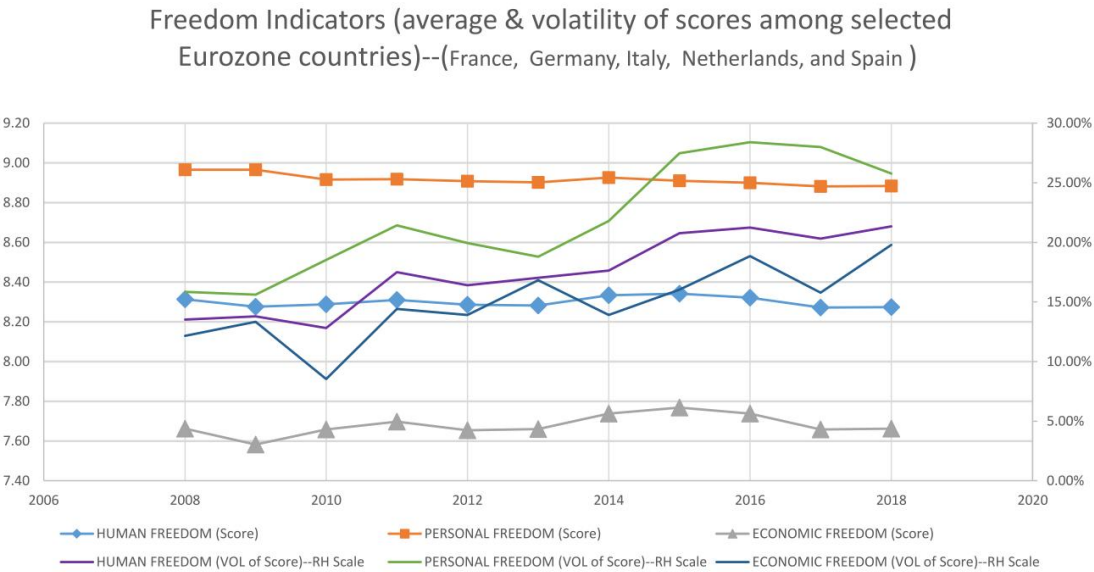
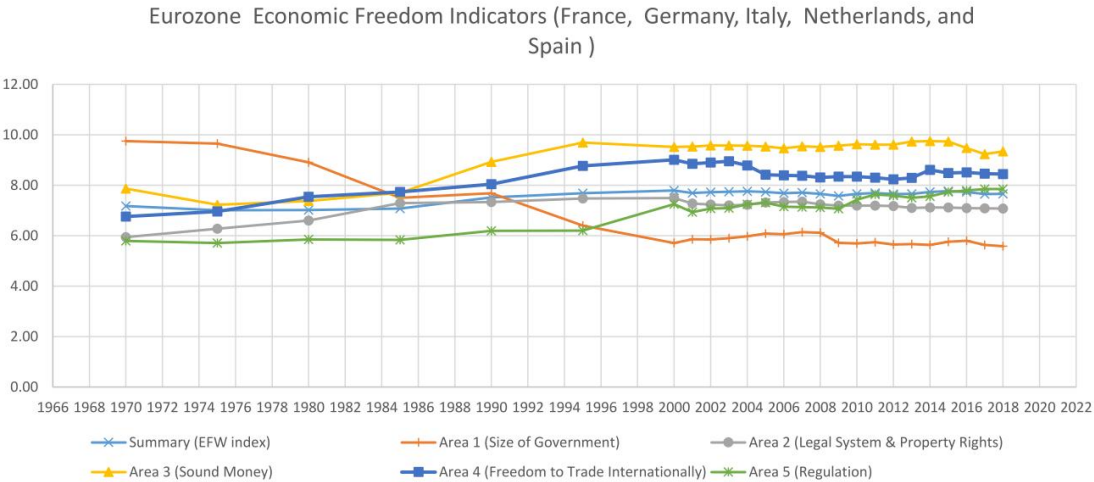
recurso que proporciona una forma más objetiva de observar las relaciones entre la libertad y otros fenómenos sociales y económicos, así como las formas en que las diversas dimensiones de la libertad interactúan entre sí.

El Índice de Libertad Humana fusiona el Índice de Libertad Económica y un Índice de Libertad Personal. La primera es una construcción más antigua del Instituto Fraser. El Índice de Libertad Personal (PFI) tiene las primeras siete dimensiones del Índice de Libertad Humana enumeradas anteriormente. Las puntuaciones están en una escala de 0 a 10, o el rango de ninguna libertad a plena libertad; se puede leer una puntuación de 5,0 como "medio libre". Para obtener más detalles sobre la metodología de cada índice, se recomienda a los lectores que los encuentren en los sitios web oficiales del Cato Institute y/o Fraser Institute.

apéndice B

Higos. B.1 a B.3 muestra el movimiento de los índices principales y de subárea de libertad económica de los países de la eurozona elegidos para representar la eurrregión.

Higos. B.4 a B.6: Movimiento de indicadores de libertad versus ratios Squared Sharpe (Sh2) de fondos SC seleccionados



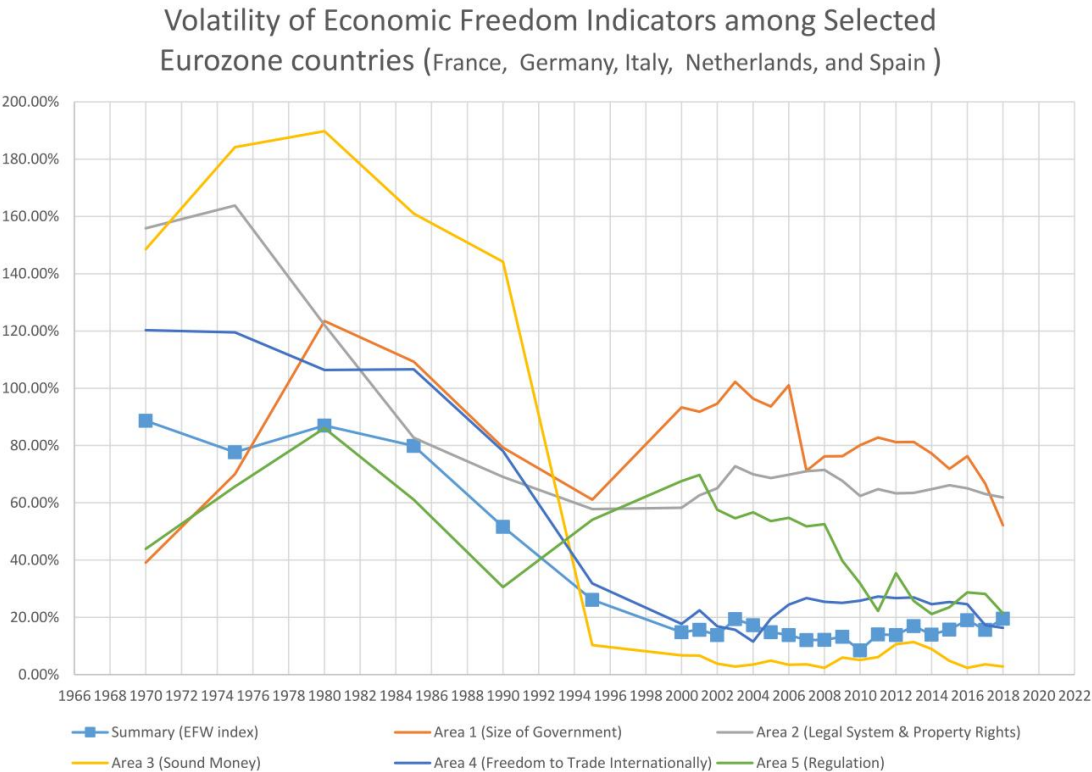


Figura B.3. Volatilidad de los indicadores de libertad económica entre países seleccionados de la eurozona (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España)

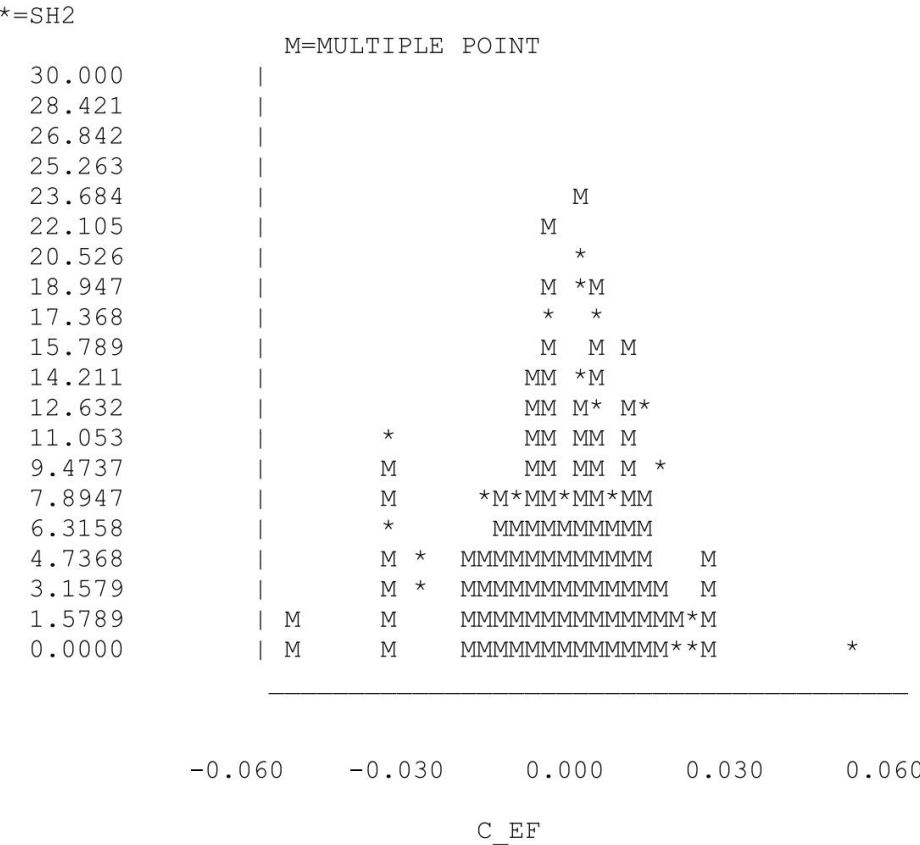


Figura B.4. Cambio de Libertad Económica (C_EF).

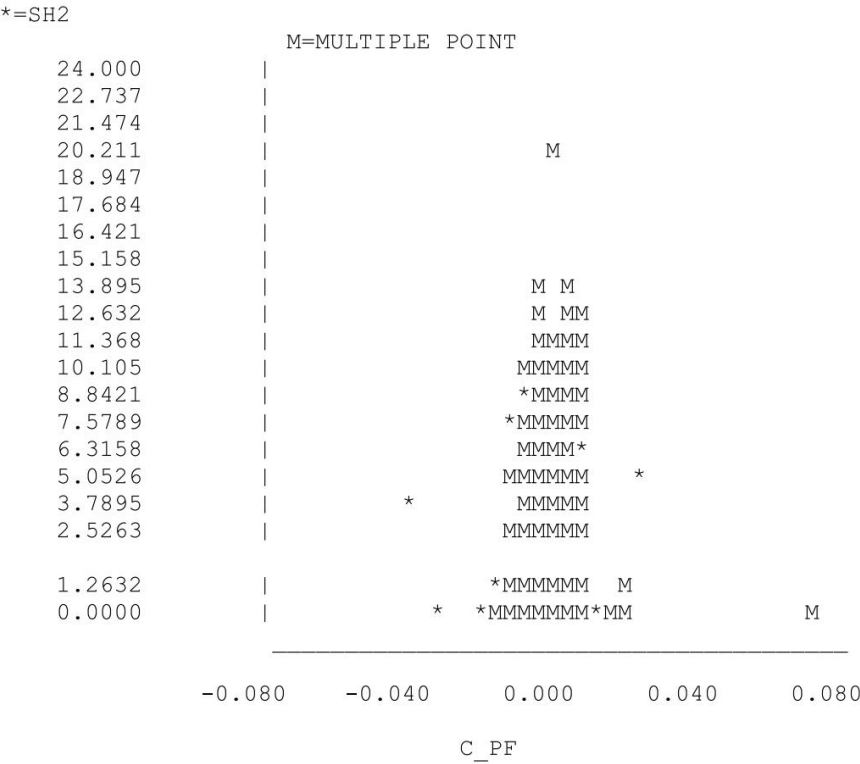


Figura B.5. Cambio de Libertad Personal (C_PF)

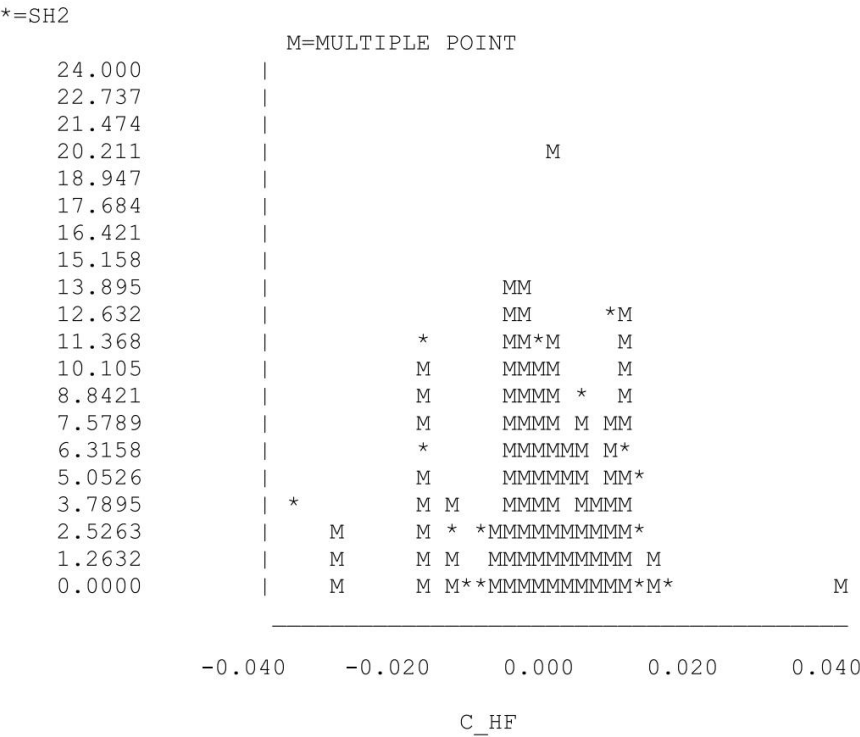


Figura B.6. Cambio de Libertad Personal (C_HF).

Referencias

- Acemoglu, D., Johnson, S., 2005. Instituciones de separación. *J. Polit. Economía*. 113, 949–995.
- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J., 2001. Los orígenes coloniales del desarrollo comparativo: una investigación empírica. *Soy. Economía. Apocalipsis* 91 (5), 1369–1401.
- Acharya, VV, Lochstoer, LA, Ramadorai, T., 2013. Límites del arbitraje y la cobertura: evidencia de los mercados de productos básicos. *J. Finanzas. Economía*. 109, 441–465.
- Amihud, Y., Goyenko, R., 2013. R2 de fondos mutuos como predictor de rendimiento. *Rev. Finanzas. Semental*. 26 (3), 667–694.
- Audretsch, D., Keilbach, M., Lehmann, E., 2006. *Emprendimiento y crecimiento económico*. Oxford University Press, Nueva York.
- Barillas, F., Shanken, J., 2016. ¿Qué alfa? *Rev. Finanzas. Semental*. 30, 1316–1338.
- Barnett, ML, Saloman, RM, 2006. Más allá de la dicotomía: la relación curvilínea entre responsabilidad social y desempeño financiero. *Estrategia. Gestionar. J*. 27 (1), 1101–1122.
- Beazer, Q., Blake, D., 2018. La naturaleza condicional del riesgo político: cómo las instituciones de origen influyen en la ubicación de la inversión extranjera directa. *Soy. J. Ciencia política*. 62 (2), 470–485.
- Bekaert, G., Harvey, CR, 2002. Investigación en finanzas de mercados emergentes: mirando hacia el futuro. *Emergente. Marca. Apocalipsis* 3 (4), 429–448.
- Bekaert, G., Harvey, CR, Lundblad, C., 2003. Liberalización del mercado de valores en los mercados emergentes. *J. Finanzas. Res.* 26, 275–299.
- Berggren, N., Gultmann, J., 2020. Garantizar la libertad personal a través de las instituciones: el papel de la democracia electoral y la independencia judicial. *EUR. J. Economía del Derecho*. 49, 165–186.
- Billmeier, A., Massa, I., 2009. ¿Qué impulsa el desarrollo del mercado de valores en los mercados emergentes: instituciones, remesas o recursos naturales? *Emergente. Marca. Apocalipsis* 10 (1), 23–35.
- Bogle, JC, 2005. La industria de los fondos mutuos 60 años después: ¿para bien o para mal? *Finanzas. Anal. J.* 61 (1), 15–24.
- Bogle, JC, 2016. El fondo mutuo indexado: 40 años de crecimiento, cambio y desafío. *Finanzas. Anal. J.* 72 (1), 9–13.
- Burnie, D., 2021. Señales de democracia, dictadura y libertad económica en el mercado de valores. En t. J. *Economía financiera*. 28 (1), 375–390.
- Chan, K., Covrig, V., Ng, L., 2005. ¿Qué determina el sesgo interno y el sesgo externo? Evidencia de asignaciones de acciones de fondos mutuos en todo el mundo. *J. Finanzas* 60, 1495–1534.
- Chen, N.-F., Roll, R., Ross, SA, 1986. Las fuerzas económicas y el mercado de valores. *J. Autobús*. 59, 383–403.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1997. La asunción de riesgos por parte de los fondos mutuos como respuesta a los incentivos. *J. Polit. Economía*. 105, 1167–1200.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1999a. ¿Algunos administradores de fondos mutuos son mejores que otros? Patrones transversales en comportamiento y desempeño. *J. Finanzas* 54 (3), 875–899.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1999b. Preocupaciones profesionales de los administradores de fondos mutuos. *QJ Economía*. 114 (2), 391–432.
- Chieh-Tse Hou, T., Gao, S., 2021. El impacto de la libertad económica en las previsiones de ganancias de los analistas financieros: evidencia de la región de Asia y el Pacífico. *Res. financiera Letón*. 43, 102009.
- Connor, G., Korajczyk, RA, 1988. Riesgo y rendimiento en una APT de equilibrio: Aplicación de una nueva metodología de prueba. *J. Finanzas. Economía*. 21 (2), 255–289.
- Dawson, JW, 1998. Instituciones, inversión y crecimiento: nueva evidencia de datos de panel y entre países. *Economía. Pregunta*. 36, 603–619.
- Domowitz, I., Glen, J., Madhavan, A., 1997. Segmentación del mercado y precios de las acciones: evidencia de un mercado emergente. *J. Finanzas LII* (3), 1059–1085.
- Doucoulagos, C., Ulubasoglu, MA, 2006. Libertad económica y crecimiento económico: ¿la especificación marca la diferencia? *EUR. J. Economía política*. 22 (1), 60–81.
- Duan, Y., Hu, G., McLean, RD, 2009. ¿Cuándo es probable que la selección de valores tenga éxito? Pruebas de fondos mutuos. *Finanzas. Anal. J.* 65 (2), 55–66.
- Dybvig, PH, Ross, SA, 1985. Si, el APT se puede comprobar. *J. Finanzas* 40 (4), 1173–1188.
- Easton, S., Walker, MA, 1997. Ingresos, crecimiento y libertad económica. *América. Economía. Apocalipsis* 87 (2), 328–832.
- Erb, CB, Harvey, C., Viskanta, TE, 1996. Riesgo político, riesgo económico y riesgo financiero. *Finanzas. Anal. J.* 52 (6), 29–46.
- Estrin, S., Meyer, EK, Nielsen, BB, Nielsen, S., 2016. Las instituciones del país de origen y la internacionalización de las empresas estatales: un estudio entre países análisis. *J. Autobús mundial*. 51 (2), 294–307.
- Fama, EF, francés, KR, 2018. Factores de elección. *J. Finanzas. Economía*. 128, 234–252.
- Franck, T., 1997. ¿Es la libertad personal un valor occidental? *Soy. J. Int. Ley* 91 (4), 593–627.
- Geczy, CC, Stambaugh, RF, Levin, D., 2005. *Invertir en fondos mutuos socialmente responsables*. Manuscrito inédito, Disponible en SSRN : <https://ssrn.com/abstract=416380> o <http://dx.doi.org>.
- Gibbons, M., Ross, S., Shanken, J., 1989. Una prueba de la eficiencia de una cartera determinada. *Econometría* 57 (5), 1121–1152.
- González-Gallego, N., Pérez-Cárceles, MC, 2021. Criptomonedas y prácticas ilícitas: El papel de la gobernanza. *Economía. Anal. Política* 72, 203–212.
- Gottesman, AA, Morey, MR, 2006. Educación de administradores y desempeño de fondos mutuos. *J. Empir. Finanzas*. 13, 145–182.
- Greene, WH, 2000. *Análisis econométrico*, cuarta ed. Prentice-Hall, Hoboken, Nueva Jersey, Estados Unidos.
- Griffin, JJ, Mahon, JF, 1997. El desempeño social corporativo y el debate financiero corporativo: veinticinco años de investigación incomparable. *Autobús. Soc.* 36 (5), 5–31.
- Grinold, RC, 1989. La ley fundamental de la gestión activa. *J. Portf. Gestionar*. 15 (3), 30–38.
- Gwartzney, DJ, Holcombe, RG, Lawson, RA, 2006. Las instituciones y el impacto de la inversión en el crecimiento. *Ciklos* 59 (2), 255–273.
- Gwartzney, DJ, Lawson, R., Norton, S., 2008. *Libertad económica en el mundo: informe anual de 2008*. En: *Libertad económica del mundo: Anual 2008 Informe*. Documento digital disponible en www.freetheworld.com.
- Harlow, WY, 1991. Asignación de activos en un marco de riesgo a la baja. *Finanzas. Anal. J.* 47 (5), 28–40.
- Hu, C., Xiong, W., 2013. ¿Son los precios de futuros de productos básicos un barómetro de la economía global? En: Weyl, GE, Glaeser, EL, Santos, T. (Eds.), *Apres Le Diluvio: las finanzas y el bien común después de la crisis*. Prensa de la Universidad de Chicago.
- Hudson, R., 2005. Inversión ética: inversores y gestores éticos. *Autobús. Ética Q*. 15 (4), 641–657.
- Jensen, MC, 1968. El desempeño de los fondos mutuos en el período 1945–1964. *J. Finanzas* 23 (2), 389–416.
- Jin, Y., Jorion, P., 2006. Valor de la empresa y cobertura: evidencia de los productores de petróleo y gas de Estados Unidos. *J. Finanzas* 61 (2), 893–919.
- Justesen, M., 2008. El efecto de la libertad económica en el crecimiento revisado: nueva evidencia sobre causalidad de un panel de países 1970–1999. *EUR. J. Economía política*. 24 (3), 642–660.
- Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2005. Explicando el tamaño de la industria de fondos mutuos en todo el mundo. *J. Finanzas. Economía*. 78 (1), 145–185.
- La Porta, R., López-de Silanes, F., Schleifer, A., Vishny, RW, 1997. Determinantes legales de la financiación externa. *J. Finanzas LII* (3), 1131–1150.
- Lintner, J., 1965. Precios de valores, riesgo y ganancias máximas de la diversificación. *J. Finanzas* 20 (4), 587–615.
- Lui, FT, 1996. Tres aspectos de la corrupción. *Contemporáneo. Economía. Política* 22 (1), 132–145.
- Mackenzie, C., Lewis, A., 1999. Moral y mercados: el caso de la inversión ética. *Autobús. Ética Q*. 9 (3), 439–452.
- MacKinnon, JG, 1985. Algunos estimadores de matrices de covarianza consistentes con heterocedasticidad con propiedades mejoradas de muestras finitas. *J. Econometría* 29 (3), 305.
- Marano, V., Arregle, J.-L., Hitt, MA, Spadafora, E., Van Essen, M., 2016. Las instituciones del país de origen y la relación de desempeño de la internacionalización: una revisión metaanalítica. *J. Administrar*. 42 (5), 1075–1110.
- Massa, M., Wang, Y., Zhang, H., 2016. Evaluación comparativa y riesgo cambiario. *J. Finanzas. Cuant. Anal.* 51 (2), 629–654.

- Matallín-Sáez, JC, Soler-Domínguez, A., de Mingo-López, DV, Tortosa-Ausina, E., 2019. ¿El rendimiento de los fondos mutuos socialmente responsables varía a lo largo de el ciclo económico? Nuevos conocimientos sobre el efecto de las características idiosincrásicas de SR. *Autobús. Ética: Eur. Apocalipsis* 28 (1), 71–98.
- Mossin, J., 1966. Equilibrio en un mercado de activos de capital. *Econometría* 34 (4), 768–783.
- Nikolaev, B., Hall, JC, Pulito, JM, VanMetre, BJ, 2013. El efecto de la libertad personal y económica en la actividad empresarial: evidencia de un nuevo índice de libertad a nivel estatal. *Soy. J. Entrep. VI*, 88–103.
- Norte, CD, 1991. Instituciones. *J. Economía. Perspectiva*. 5 (1), 97–112.
- Pandey, V., Steigner, T., Sutton, NK, 2023. El valor de la libertad económica en las fusiones transfronterizas. En t. *Rev. Economía. Finanzas* En prensa.
- Ruger, WP, Sorens, J., 2009. Libertad en los 50 estados: un índice de libertad personal y económica. *Centro Mercatus, Universidad George Mason, Fairfax, Virginia*.
- Samila, S., Orenson, O., 2011. Capital riesgo, emprendimiento y crecimiento económico. *Rev. Economía. Estadística*. 93 (1), 338–349.
- Sen, A., 1999. Desarrollo como libertad. *Prensa de la Universidad de Oxford, Oxford*.
- Sharpe, WF, 1964. Precios de los activos de capital: una teoría del equilibrio del mercado en condiciones de riesgo. *J. Finanzas* 19 (3), 425–442.
- Sharpe, WF, 1966. *J. Autobús*. 39 (1), 119–138.
- Singleton, K., 2014. Los flujos de inversores y el auge/caída de los precios del petróleo en 2008. *Administrar. Ciencia*. 60, 300–318.
- Solt, M., Swanson, P., 1981. Sobre la eficiencia de los mercados de oro y plata. *J. Autobús*. 54, 453–478.
- Sortino, FA, Price, LN, 1994. Medición del desempeño en un marco de riesgo a la baja. *J. Invertir*. 3 (3), 59–65.
- Statman, M., 2000. Fondos mutuos socialmente responsables. *Finanzas. Anal. J.* 56 (3), 30–39.
- Statman, M., 2004. El rompecabezas de la diversificación. *Finanzas. Anal. J.* 60 (4), 44–53.
- Statman, M., Klimek, G., 2006. Índices socialmente responsables: composición, desempeño y error de seguimiento. *J. Portf. Gestionar*. 32 (3), 100–109.
- Tag, MN, Degirmen, S., 2022. Libertad económica e inversión extranjera directa: ¿están relacionadas? *Economía. Anal. Política* 73, 737–752.
- Thompson, SM, 1963. Derecho impersonal y libertad personal. *Ética* 73 (3), 157–166.
- Treynor, JL, 1965. Cómo calificar la gestión de fondos de inversión. *Harv. Autobús. Apocalipsis* 43 (1), 63–75.
- Treynor, JL, Black, F., 1973. Cómo utilizar el análisis de seguridad para mejorar la selección de cartera. *J. Autobús*. 46 (1), 66–86.
- Tufano, P., 1998. Los determinantes de la exposición al precio de las acciones: ingeniería financiera y la industria minera de oro. *J. Finanzas* 53 (3), 1015–1052.
- Vasquez, I., McMahon, FM, Schneider, GS, 2022. Índice de libertad humana: una medida global de la libertad personal, civil y económica. *catón Instituto e Instituto Fraser, Washington; Y Vancouver*.
- White, H., 1980. Un estimador de matriz de covarianza consistente con heterocedasticidad y una prueba directa de heterocedasticidad. *Econometría* 48, 817–838.
- Zhao, JH, Kim, SS, Du, J., 2003. El impacto de la corrupción y la transparencia en la inversión extranjera directa: un análisis empírico. *Gestionar. En t. Rdo.* 23 (2), 116–129.