

Lublin, dn. 12.05.2016 r.

dr hab. inż. Artur Paździor, prof. nadzw. PL

Katedra Finansów i Rachunkowości

Wydział Zarządzania

Politechnika Lubelska

Recenzja rozprawy doktorskiej

Pani mgr Elżbiety Ważnej

pt. „Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych
w Polsce w latach 2007-2014”

napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Krzysztofa Mareckiego

Wstęp

Przedłożona do recenzji praca doktorska składa się ze wstępu, czterech rozdziałów i zakończenia. Objętość rozprawy wynosi 260 stron (181 stron pracy oraz 79 stron załączników). Bibliografia obejmuje łącznie ponad 190 źródeł, na które składa się 89 pozycji zwartych, 71 artykułów w czasopismach, 22 akty normatywne i 10 innych źródeł.

Dokonując recenzji rozprawy doktorskiej mgr Elżbiety Ważnej za punkt odniesienia przyjąłem art. 13 pkt. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule naukowym sztuki (dz.U. 66/2003 poz 595 z późn. zm.). Na podstawie treści zawartych w wymienionym akcie prawnym, recenzja obejmuje następujące elementy:

1. Ocena podjętej problematyki badawczej, tematu i zakresu rozprawy
2. Opinia na temat celów i hipotez/tez badawczych
3. Ocena wykorzystania metod i technik badawczych oraz źródeł informacji wykorzystywanych w analizie
4. Merytoryczna oceny treści zawartych w pracy
5. Uwagi szczegółowe
6. Wnioski i konkluzje

1. Ocena podjętej problematyki badawczej, tematu i zakresu rozprawy

Poszczególne elementy rynku finansowego, w tym także rynek kapitałowy, stanowi filar rozwoju gospodarki rynkowej. Stanowi on źródło pozyskiwania kapitału przez podmioty gospodarcze. Z drugiej strony, stwarza możliwości inwestycyjne dla obywateli, którzy angażując środki finansowe w instrumenty bazowe i pochodne mają możliwość uzyskiwania wyższych stóp zwrotu niż papiery wartościowe wolne od ryzyka.

Proces inwestycyjny może odbywać się w sposób bezpośredni (inwestorzy sami realizują transakcje z wykorzystaniem rachunków inwestycyjnych w biurach maklerskich) lub pośredni (za pomocą jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych). Biorąc pod uwagę wiedzę, posiadane umiejętności, aspekty psychologiczne, a także możliwość dysponowania czasem, dla wielu osób lokowanie środków w funduszach inwestycyjnych wydaje się być atrakcyjną alternatywą inwestycyjną. Atrakcyjność ta wiąże się jednak z efektywnością funkcjonowania funduszy, którą z kolei można rozpatrywać z perspektywy samego funduszu, jak i klientów posiadających jednostki uczestnictwa.

Analiza efektywności funduszy inwestycyjnych może mieć zatem charakter co najmniej dwuwymiarowy. Jest to zagadnienie, z którym można się bez większego problemu uporać na gruncie empirycznym. Znacznie bardziej problematyczna wydaje się sama analiza metodologiczna dotycząca postrzegania efektywności w kontekście samej istoty oraz siły i kierunków oddziaływania na proces budowy wartości funduszu oraz wartości portfela osoby fizycznej posiadającej jednostki uczestnictwa.

Mając na uwadze ponadczasowy, choć szeroko kontestowany (szczególnie w aspekcie rozwoju finansów behawioralnych) charakter zjawiska efektywności, a także niejedoznaczność interpretacji samego pojęcia „efektywność”, podjętą w pracy tematykę należy uznać za atrakcyjną naukowo i empirycznie, a także jak najbardziej aktualną. Pewne wątpliwości może natomiast budzić brak uwzględnienia wielopłaszczyznowej analizy efektywności, z punktu widzenia klientów, samego przedsiębiorstwa oraz całego rynku kapitałowego.

Kontrowersyjny wydaje się także dobór horyzontu badawczego. Okres 2007-2014 wydaje się mieć uzasadnienie (choć autorka tego nie opisuje) w kontekście wydarzeń kryzysowych, które scharakteryzowano w rozdziale trzecim. Nie jest także jasne, dlaczego horyzont badań nie jest spójny z okresem zakończenia kryzysu finansowego lub kryzysu ekonomicznego, będącego następstwem tego wcześniejszego. Ponownie należy przypuszczać, że chodziło o to, by badania obejmowały możliwie najdłuższy okres, co wydaje się mieć racjonalne przesłanki.

Analiza efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych została przeprowadzona z wykorzystaniem szerokiego wachlarza narzędzi statystycznych. Autorka oszacowała i zestawiała rezultaty badań efektywności. Przedstawiła również zróżnicowanie osiągniętych przez fundusze rezultatów. W podsumowaniu analiz pojawiają się jednak sformułowania, które nieco odbiegają od podstawowego celu pracy i które w związku z tym mogą nosić znamiona domysłów i spekulacji, a nie weryfikacji hipotez badawczych. Przykładem może być np. zdanie, iż „zarządzający w przypadku funduszy inwestycyjnych akcji nie posiadali również zdolności przewidywania właściwego doboru walorów do danego portfela w skali mikro...” (s. 125). W pracy nie badano przecież kompetencji menedżerskich i racjonalności podejmowania decyzji w warunkach ryzyka. W związku z tym tego typu uwagi wydają się być trochę na wyrost w kontekście rezultatów analizy empirycznej.

Podsumowując, tematyka rozważań prowadzonych w pracy jest naukowo intrygująca i mająca reperkusje zarówno w teorii jak i praktyce finansów, zaś zakres prowadzonych badań oraz przyjęty horyzont badawczy, a także użyte w pracy metody badawcze, mimo pewnych wątpliwości, można uznać za uzasadnione.

2. Opinia na temat celów i hipotez/tez badawczych

Celem głównym rozważań prowadzonych w pracy była „analiza efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w latach 2007-2014”. Biorąc pod uwagę to, iż analiza jest narzędziem stosowanym w ocenie danego zjawiska, można mieć wątpliwości, czy słowo „ocena” nie oddawałoby lepiej istoty prowadzonych w rozprawie badań.

W korelacji (trochę niefortunne sformułowanie) do celu głównego autorka sformułowała cele szczegółowe:

- ocena efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych z punktu widzenia menedżerów i uczestników funduszy,
- miary efektywności inwestowania,
- weryfikacja czynników efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce,
- analiza sytuacji finansowej otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce,
- analiza kosztów prowadzonych przez inwestujących w otwarte fundusze inwestycyjne,
- weryfikacja miar efektywności do porządkowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce,

- analiza porównawcza efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych polskich z zagranicznymi funduszami działającymi w Polsce.

Można odnieść wrażenie swego rodzaju inflacji celów wyartykułowanych przez autorkę. Formułowanie zbyt dużej wiązki celów po pierwsze wprowadza swego rodzaju intelektualne zakłopotanie oraz powoduje, że trudno w tym wszystkim odnaleźć nawiązanie do celu głównego pracy. Zastrzeżenia budzić może także niezbyt precyzyjne ich formułowanie.

Analiza drugiego celu nie przywodzi na myśl, co konkretnie autorka miała na myśli. Można jedynie przypuszczać, że chodziło o identyfikację istniejących (ewentualnie stworzenie nowych) miar efektywności inwestowania na rynku kapitałowym.

Czwarty cel szczegółowy (znowu słowo „analiza”, zamiast „ocena”) sugeruje, że w rozprawie autorka przeprowadzi rzetelną ocenę kondycji finansowej funduszy. Tymczasem ocena zamieszczona w p. 4.5 pracy zawiera wyłącznie analizę zmian wartości aktywów funduszy, bez ingerencji w miary wykorzystywane w oceni sytuacji finansowej podmiotów.

Mało zrozumiałe jest wydaje się szósty cel szczegółowy. Pojawiające się w nim słowo „porządkowanie” jest mało komunikatywne z naukowego punktu widzenia i mało precyzyjne w odniesieniu do praktyki funkcjonowania funduszy inwestycyjnych.

Zastanawiające jest to, że w celu głównym ani żadnym z celów szczegółowych nie pojawia się słowo „kryzys”, podczas gdy w rozdziale czwartym, stanowiącym kulminację empiryczną rozprawy sformułowanie to występuje dość często, nawet w tytule podrozdziałów: 4.5 i 4.6.

Poza celem głównymi i celami szczegółowymi autorka sformułowała również główną hipotezę badawczą o następującej treści: „Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2014 zależała głównie od umiejętności menedżerów zarządzających portelem”. Tak sformułowana hipoteza, jak już wspomniano w recenzji, może budzić wątpliwości metodologiczne. W części empirycznej pracy autorka nie analizuje kompetencji menedżerów zarządzających funduszami, czy poszczególnymi portfelami inwestycyjnymi, ale wyłącznie ocenia wyniki funduszy pod kątem efektywnościowym. W związku z tym, wszelkie insynuacje związane z kompetencjami menedżerskimi wydają się być formułowane zbyt pochopnie. Co do zasadności badania efektywności nie można mieć natomiast żadnych zastrzeżeń.

Rozwinięciem hipotezy głównej są hipotezy pomocnicze:

- H₁: Na poziom efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2014 miały wpływ menedżerskie umiejętności formułowania prawidłowych mikroporognoz w zakresie cen instrumentów tworzących portfel inwestycyjny.
- H₂: Zdolność menedżerów do formułowania trafnych makroprognoz dotyczących przewidywania zachowań całego rynku na podstawie historycznych notowań indeksów giełdowych istotnie wpływa na wyniki funduszy inwestycyjnych.
- H₃: Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2014 zależała głównie od umiejętności doboru instrumentów finansowych do funduszu oraz czynników mikroekonomicznych: wyników funduszy inwestycyjnych, rozwoju rynku pod względem produktowym, wielkości i struktury kosztów w funduszach inwestycyjnych oraz wielkości rodziny funduszy, stopnia rozbudowania sieci sprzedaży, intensywności działań marketingowych.
- H₄: Efektywność inwestowania zagranicznych funduszy inwestycyjnych w latach 2007-2014 była wyższa niż otwartych funduszy inwestycyjnych polskich.

Hipotezy pomocnicze, poza wątkiem poruszonym w kontekście oceny hipotezy głównej, nie budzą większych zastrzeżeń. Zostały one sformułowane poprawnie i precyzyjnie, z podaniem wystarczających szczegółów dotyczących grupy badawczej i horyzontu czasowego badań oraz struktury analiz realizowanych w pracy.

3. Ocena wykorzystania metod i technik badawczych oraz źródeł informacji wykorzystywanych w analizie

Recenzowana rozprawa ma charakter teoretyczno-empiryczny. Jak sama autorka pisze: „podstawę teoretycznych rozważań stanowiła krytyczna ocena polskiej literatury naukowej...”. Dalej autorka przypomina także o wykorzystanej w pracy literaturze zagranicznej. Czy można zatem sądzić, że krytyczna analiza bibliograficzna dotyczyła wyłącznie polskich pozycji literaturowych, a analiza publikacji zagranicznych miała charakter wyłącznie bezkrytycznego zasobu transfuzji treści tam zawartych? Przyznać należy, że autorka nieco zbyt mało krytycznie (wbrew opisowi) podchodzi do treści zawartych w literaturze naukowej. Bardziej dogłębna konstruktywna krytyka stanowiłaby świadectwo na większą dojrzałość naukową autorki. Na usprawiedliwienie można orzec, że waga rozważań podejmowanych w pracy (np. hipoteza efektywności rynków finansowych) jest na tyle duża, że może ona onieśmielać niejednego dojrzałego naukowca.

W pracy zaprezentowano następujące zakresy analizy:

A. Zakres rzeczowy:

- wyselekcjonowana grupa ekspertów związanych z rynkiem kapitałowym, w tym uczestnicy sektorów: bankowego, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, doradztwa finansowego, ubezpieczeniowego, asset management, funduszy hedgingowych, oraz środowiska akademickiego,
- informacje zawarte w prospektach emisyjnych oraz sprawozdaniach finansowych działających funduszy inwestycyjnych, a także dane dotyczące wyników działania funduszy inwestycyjnych w Polsce, udostępnione przez Komisję Nadzoru Finansowego i Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, Izbę Zarządzającą Funduszami i Aktywami.

B. Zakres czasowy badań:

- analiza prospektów emisyjnych i sprawozdań finansowych funduszy inwestycyjnych zamyka się w okresie od 1.01.2000 do 30.06.2015 r.,
- badania wyselekcjonowanych ekspertów rynku kapitałowego przeprowadzono w II połowie 2014 r.,
- zakres przestrzenny: Polska.

Niezrozumiały, w kontekście analiz prowadzonych w pracy, wydaje się punkt A, w którym autorka pisze o wyselekcjonowanej grupie ekspertów związanych z rynkiem kapitałowym. W samej analizie nie odnalazłem informacji o przeprowadzeniu tego typu badań. Warto tutaj zaznaczyć, że taka analiza stanowiłaby dopełnienie części empirycznej, w przypadku, kiedy wyniki oceny efektywności zostałyby skonfrontowane z analizą kompetencji menedżerskich i innymi zdolnościami związanymi z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych w warunkach wysokiego ryzyka.

4. Merytoryczna oceny treści zawartych w pracy

Przedłożona praca jest poświęcona bardzo ważnym zagadnieniom finansowym. Poruszana w niej problematyka związana jest z rynkiem kapitałowym, w kontekście efektywności funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Tematyka pracy plasuje się zatem w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Autorka przekonująco uzasadniła wybór tematu badawczego. Poza kilkoma niedociągnięciami związanymi z mało precyzyjnym sformułowaniem kilku celów oraz hipotez badawczych, istota badań jest spójna z tematem rozprawy. Struktura pracy jest przemyślana,

dobór grupy badawczej uznać należy za właściwy. Umożliwia to logiczną i konsekwentną realizację postawionego celu badawczego. W treść rozważań prowadzonych w pracy całkiem słusznie wpleciony został wątek związany z kryzysem finansowym. Trudno jednak wytłumaczyć to, iż nie znalazł on miejsca w żadnym z celów, czy hipotez badawczych. Pewien niedosyt może budzić także porzucenie weryfikacji hipotezy efektywności rynków finansowych i założenie (*notabene* zbyt uproszczone), że możliwe jest uzyskiwanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez fundusze w zależności od kompetencji zarządzającego. Taka nadinterpretacja ukierunkowuje analizę w kierunku finansów behawioralnych, czego autorka nie poddaje ocenie.

Wart odnotowania jest interesujący opis dotyczący istoty i przyczyn kryzysów finansowych zamieszczony w p. 3.2 rozprawy, a także objawy kryzysów finansowych i ich niwelowanie scharakteryzowane w p. 3.3. Doktorantka opisując te niezwykle ważne w obecnych uwarunkowaniach kształtowania się cykli koniunkturalnych wydarzenia wykazała się dużą zręcznością językową oraz umiejętnością właściwego doboru źródeł literaturowych. Podobnie można zrecenzować punkt 3.4, gdzie autorka zamieściła informacje na temat determinant kryzysu finansowego w Polsce i wybranych częściach świata. Wątpliwości może budzić za to dosyć pobieżna ocena wpływu kryzysu na sytuację finansową polskiego rynku funduszy inwestycyjnych (p. 3.5), gdzie doktorantka niemal wyłącznie skupiła się na analizie zmian wartości aktywów, nie wnikając w szczegóły dotyczące ich kondycji finansowej.

Pozytywnie należy ocenić stronę metodyczną pracy, zawierającą duży zasób badań empirycznych, obejmujących analizę makro i mikroekonomicznych czynników efektywności inwestowania otwartych funduszy, ocenę ich sytuacji finansowej, ocenę stopnia efektywności lokowania funduszy oraz ocenę porównawczą lokowania krajowych i zagranicznych funduszy inwestycyjnych w Polsce. O ile sama analiza statystyczna nie budzi większych wątpliwości, o tyle (jak już wspomniałem) nieco zbyt syntetyczna ocena sytuacji finansowej funduszy może budzić pewien niedosyt. Nie wpływa to jednak znacząco na weryfikację celów i hipotez badawczych postawionych przez autorkę.

Na tej podstawie można stwierdzić, że zarówno badania literaturowe, jak i analiza empiryczna, zostały przeprowadzone prawidłowo, zaś wnioskowanie na podstawie zrealizowanych badań, jest spójne i logiczne.



5. Uwagi szczegółowe

<i>Strona</i>	<i>Akapit</i>	<i>Uwaga szczegółowa</i>
11	2	Po opisie dotyczącym kapitału własnego pojawia się sformułowanie: „Drugim źródłem finansowania rozwoju przedsiębiorstw jest kapitał zewnętrzny”. Przecież kapitał własny również może mieć charakter zewnętrznego źródła. Przykładem może być np. emisja akcji lub dokapitalizowanie spółki przez udziałowców. Autorka niepotrzebnie przenika z podziału kapitałów według źródeł pochodzenia w kierunku form finansowania wewnętrznego i zewnętrznego.
13	3	Autorska pisze: „Fundusze inwestycyjne inwestują bowiem często swoje zasoby finansowe.” Przyznać należy, że specyfika funkcjonowania funduszy inwestycyjnych polega na angażowaniu środków powierzonych przez posiadaczy jednostek uczestnictwa, a nie inwestowaniu swoich zasobów, czyli w tradycyjnym rozumieniu zasobów właścicieli.
62	3	W p. 2.3 doktorantka pisze o zachowaniach zarządzających i uczestników funduszy inwestycyjnych nie zwracając niemal żadnej uwagi na postępującą algorytmizację decyzji inwestycyjnych. W związku z tym pojawia się pytanie: czy w obecnych uwarunkowaniach, gdzie wiele transakcji jest realizowanych przez „sztuczną inteligencję” (automatyzacja budowy zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, czy chociażby „zwyczajne” zlecenia: Stop limit, Stop loss, PCR, PKC, PEG, PEG limit, itp.) kompetencje menedżerskie zarządzających funduszami mają jeszcze istotne znaczenie dla wyniku funduszu?
110	2	W zakresie rzeczowym analizy doktorantka wymienia „wyselekcjonowaną grupę ekspertów związanych z rynkiem kapitałowym...”. W analizie empirycznej nie doszukałem się jednak jakiegokolwiek informacji na ten temat. Trudno zatem określić, co doktorantka miała na myśli formułując w ten sposób zakres rzeczowy analizy?

Inne uwagi:

- w niektórych miejscach pracy wcięcia akapitowe mają 1,25 cm, w innych zaś 0,6,
- nie wszędzie wypunktowania są jednolicie sformatowane,
- na różnych stronach wypunktowania mają odmienną formę graficzną,

- w wielu miejscach autorka używa formy osobowej, co w pracach naukowych nie zawsze jest pożądane (np. s.49 „Uczą nas tego...”),
- W pracy pojawiają się nieliczne błędy językowe i stylistyczne (np. s. 137 „wziąć”, s. 161 „zawartość tabeli 19 opisuje...”).

6. Wnioski i konkluzje

Oceniając całość pracy doktorskiej stwierdzam, że Doktorantka zrealizowała cel pracy. Samą zaś dysertację uznać należy za oryginalną i podejmującą aktualną problematykę związaną z funkcjonowaniem rynku kapitałowego w Polsce.

Na tej podstawie, zgodnie z wymaganiami określonymi w Ustawie o stopniach naukowych i tytule naukowym przedłożona do oceny rozprawa doktorska Pani mgr Elżbiety Ważnej pt. „Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2014”, przygotowana pod kierunkiem naukowym Pana prof. dr hab. Krzysztofa Mareckiego, moim zdaniem spełnia wszystkie wymogi stawiane rozprawom doktorskim. Na tej podstawie wnioskuję do Rady Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie o dopuszczenie Autorki recenzowanej pracy do publicznej obrony.



Lublin, dn. 12.05.2016 r.