

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr Elżbiety Ważnej pt. „Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007 – 2014 ”

1. Uwagi ogólne

Praca doktorska mgr Elżbiety Ważnej dotycząca efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych obejmuje 181 stron tekstu zasadniczego, na który składają się: wstęp, cztery rozdziały i zakończenie. W rozprawie umieszczono 24 tabele oraz 9 rysunków. W moim przekonaniu, szczególnie w dwóch pierwszych rozdziałach w słabym stopniu dokumentują one rozważania merytoryczne Autorki. Jednak należy stwierdzić, że Doktorantka obok części zasadniczej zawarła w publikacji aneks, obejmujący 78 stron, w którym w 159 tabelach zamieściła istotne informacje dotyczące efektywności funduszy inwestycyjnych akcji, obligacji, rynku pieniężnego i zrównoważonego w latach 2000 – 2014 oraz ich efektywności z podziałem na wyniki przed i w dobie kryzysu. Bibliografia obejmuje 89 publikacji zwartych, 71 artykułów, 22 akty prawne, 10 raportów oraz 8 źródeł internetowych. Pozycje bibliograficzne, głównie w języku polskim są w przeważającej części wydane przed 2010r, ale na ogół prawidłowo powiązane z tematem rozprawy.

2. Wybór tematu rozprawy doktorskiej

Rozwój całego rynku finansowego i jego poszczególnych elementów, w tym funduszy inwestycyjnych, powoduje ilościowy i jakościowy wzrost ich oferty produktowej. Fundusze te będąc instytucjami zbiorowego inwestowania inwestują posiadane środki finansowe w celu generowania zysków, przy akceptowalnym przez inwestorów ryzyku. Ryzyko to jest szczególnie istotne w dobie globalnego kryzysu finansowego, w czasie którego klienci instytucji finansowych nie zawsze pozytywnie oceniają sposób zarządzania powierzonymi środkami. Konieczna jest więc ocena efektywności funduszy inwestycyjnych oraz sposobu zarządzania nimi.

Problem oceny efektywności funduszy inwestycyjnych podlega szerokiej dyskusji w literaturze krajowej i zagranicznej, w związku z powyższym badania Doktorantki dotyczące

funduszy inwestycyjnych, rynku funduszy inwestycyjnych oraz efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjny w Polsce w doskonały sposób zostały wplecione w ten nurt. Wybór tematu mając na uwadze przesłanki teoretyczne, empiryczne i użytkowe jest więc ze wszech miar zasadny.

3. Cele i hipotezy badawcze

Autorka wyróżniła w dysertacji cel główny oraz powiązane z nim cele szczegółowe. Celem głównym jest „ analiza efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w latach 2007 – 2014 ” (s. 5). Natomiast cele szczegółowe zostały przedstawione jako analiza, weryfikacja oraz ocena zagadnień dotyczących badanych funduszy finansowych (s. 5-6). Analiza dotyczy sytuacji finansowej otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce, ich kosztów oraz porównania efektywności inwestowania polskich otwartych funduszy inwestycyjnych z zagranicznymi, działającymi w Polsce. Weryfikacja odnosi się do czynników efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych oraz miar efektywności, wykorzystywanych do porządkowania badanych funduszy. Oceną została natomiast objęta efektywność badanych funduszy z punktu widzenia menedżerów i uczestników funduszy.

Mimo logicznej poprawności pewne wątpliwości budzi fakt zrównania celów badawczych z metodami badawczymi, jak np. analiza czy analiza porównawcza.

W rozprawie podjęto się zweryfikowania hipotezy głównej oraz stanowiących jej rozwinięcie hipotez pomocniczych. Doktorantka w hipotezie głównej stwierdziła, że „ efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007 – 2014 zależała głównie od umiejętności menedżerów zarządzających portfelem ” (s. 6). Dalsze uszczegółowienie założonej hipotezy znalazło miejsce w hipotezach pomocniczych, odnoszących się do wpływu menedżerskich umiejętności tworzenia prawidłowych mikroprognoz na wyniki funduszy inwestycyjnych i dalej na efektywność otwartych funduszy inwestycyjnych. W hipotezie trzeciej założono zależność między efektywnością inwestowania i umiejętnością doboru instrumentów finansowych oraz czynników makroekonomicznych. Natomiast w hipotezie czwartej założono, że efektywność inwestowania zagranicznych funduszy inwestycyjnych w latach 2007 – 2014 była wyższa niż w polskich otwartych funduszach inwestycyjnych.

Nawiązując do zakresu analizowanych problemów, można stwierdzić, że recenzowana rozprawa doktorska jest pracą interesującą, wypełniającą zarówno funkcję poznawczą, jak i aplikacyjną. Przytoczone hipotezy podporządkowane są wcześniej wyznaczonym celom.

4. Układ i zawartość merytoryczna

Treść recenzowanej rozprawy, mieszcząca się w granicach określonych jej tytułem, podzielona została na wstęp oraz cztery rozdziały.

Pierwszy rozdział o charakterze teoretycznym (str. 9 – 49) obejmuje cztery podrozdziały, w których przedstawiono teoretyczne podstawy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, traktowanych jako instytucje zbiorowego inwestowania. Dokonano przeglądu definicji tego pojęcia, na podstawie których sformułowano kilka istotnych cech badanych funduszy oraz funkcji przez nie pełnionych. W toku przeprowadzonego wywodu umiejscowiono badane fundusze w gronie funduszy private equity. Słusznie dalej stwierdzono, że „ ... fundusze inwestycyjne capital można określić jako fundusze private equity, zaś określenie venture capital używa się w sytuacji, gdy inwestycje typu inwestycyjnego , bądź też private equity obarczone są szczególnym ryzykiem ”. W dalszej części prowadzonych rozważań, wskazano na prawno – ekonomiczne uwarunkowania funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Takie ujęcie pozwoliło na prześledzenie zmian zachodzących w uwarunkowaniach prawnych, stanowiących podstawę ich funkcjonowania oraz na wyróżnienie rodzajów funduszy inwestycyjnych, które w dalszej części dysertacji będą przedmiotem badań. Dokonano również klasyfikacji funduszy inwestycyjnych, działających w Polsce, uwzględniając jako kryterium klasyfikacyjne kryterium ekonomiczne, prawne oraz dopuszczalnych form prawno – ekonomicznych. Podjęto się również określenia wpływu funduszy inwestycyjnych na funkcjonowanie rynku kapitałowego, wykazania ich wpływu na kapitalizację i płynność polskiego rynku kapitałowego.

W rozważaniach Doktorantki brakuje mi wyróżnienia ze zbioru przytoczonych definicji tej, która będzie uwzględniana w toku dalej prowadzonego wywodu. Również nie jest przekonywujące wskazanie wpływu funduszy inwestycyjnych na wzrost płynności rynku kapitałowego w Polsce. Zawarte w tabeli 2 dane nie zawsze są zgodne z interpretacją Doktorantki. Przykładem jest stwierdzenie dotyczące wzrostu poziomu kapitalizacji giełdy w 2014r o około 99,61%, przy kapitalizacji spółek w 2013r na poziomie 593.450 mln zł i 2014r na poziomie 591.164 mln zł.

W rozdziale drugim (str. 50 – 64) w trzech podrozdziałach dokonano przeglądu teorii rynków efektywnych, miar efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych oraz zachowań zarządzających i uczestników funduszy inwestycyjnych. W przeprowadzonych badaniach literatury przedmiotu, odnosząc się głównie do teorii L. Bacheliera, skupiono się na problemie efektywności rynku finansowego w sensie informacyjnym. Słusznie zauważono, że dostępność i szybkość przepływu informacji determinuje stopień dokładności, z jaką rynek dokonuje wyceny występujących na nim instrumentów finansowych oraz efektywności funduszy inwestycyjnych. Doktorantka słusznie zauważyła, że do oceny funkcjonowania funduszy inwestycyjnych nie tylko ważna jest ich stopa zwrotu, ale również selektywność, pojmowana jako zdolność zarządzającego aktywami funduszu do wyboru spółek portfela i wycucie rynku, traktowane jako umiejętność przewidywania zmian cen akcji i reagowanie na nie przez właściwe kształtowanie struktury portfela, z uwzględnieniem aktywów bezpiecznych i ryzykownych. Mając na uwadze powyższe zaprezentowano wskaźniki Sharpe'a, alfa Sharpe'a, Treynora, i Jensena, które poddano krytycznej analizie, zauważając, że są one mało przydatne do oceny umiejętności wycucia rynku przez zarządzającego funduszem w kontekście poprawy zyskowności badanych inwestycji. W efekcie wskazano

kolejne modele, jak Henrikossona – Mertona oraz Treynora i Mazuy'a, które wykorzystano w dalszych badaniach do oceny umiejętności menedżerów badanych funduszy w zakresie przewidywania zmian, zachodzących w czasie bessy i hossy. W rozdziale tym nie przedstawiono jednak możliwości korzystania z innych wskaźników, które później są przytaczane, jak na przykład współczynnik IR, który traktowany jest jako miara efektywności zarządzania portfelem i jako miara umiejętności zarządzania menedżerów portfeli.

W rozdziale trzecim (str. 65 – 109), obejmującym pięć podrozdziałów odniesiono się do kryzysu finansowego, stanowiącego determinantę funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Doktorantka przybliżając problematykę kryzysu dokonała przeglądu teorii cykli koniunkturalnych, samego pojęcia i przyczyn kryzysu finansowego, jego objawów i przeciwdziałania, które jednak w moim przekonaniu w niewielkim stopniu rozwiązują postawiony cel badawczy. Bliższe nurtowi prowadzonych przez Doktorantkę badań są kolejne podrozdziały, dotyczące determinant kryzysu finansowego w Polsce oraz ich wpływu na sytuację polskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Brakuje mi jednak w nich specyfikacji liczbowych, obrazujących przemiany zachodzące na rynku badanych funduszy i ich otoczeniu.

W rozdziale czwartym (str. 110 – 162), obejmującym siedem podrozdziałów zawarto najbardziej istotne dla realizacji celu pracy i weryfikacji postawionych hipotez wyniki badań własnych Doktorantki. Merytorycznie, w moim przekonaniu jest to najbardziej cenna część dysertacji. W rozdziale przeprowadzono analizę czynników efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce. W tym celu wykorzystano metodę unitaryzacji zerowanej, pozwalającej na budowę rankingu obiektów w oparciu o wartości zmiennej syntetycznej. Porządkowanie funduszy akcji, obligacji, rynku pieniężnego oraz zrównoważonego, przeprowadzono w oparciu o takie wskaźniki jak Jensena, Sharpa, Alfa Sharpa, Treynora, Modiglianego, wskaźnika informacyjnego IR, efektywnej stopy zwrotu i średniej premii za ryzyko (str. 113). W wyniku przeprowadzonych badań wskazano najbardziej efektywne fundusze w badanej grupie. Wskazano dalej efektywność funduszy inwestycyjnych na podstawie porównania ich wyników z wynikami wzorca odniesienia, które w przypadku badań Doktorantki są zróżnicowane w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego. Jednak w toku przeprowadzonych badań słusznie stwierdzono, że wzorce odniesienia nie zapewniają prawidłowego odzwierciedlenia polityki funduszy inwestycyjnych. Kolejne badania dotyczyły więc określenia umiejętności przewidywania skutków zmian przez zarządzających otwartymi funduszami inwestycyjnymi. Wykorzystano w tym celu model Treynora - Mazuy'a oraz Henrikossona – Mertona. Zbadano również czynniki wpływające na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych. Wyróżniono czynniki mikro i makroekonomiczne oraz wykorzystując współczynniki korelacji liniowej zbadano, które z nich wykazują statystycznie istotny związek ze wskaźnikami efektywności funduszy akcji, obligacji, rynku pieniężnego oraz zrównoważonego. Zbadano również, które z badanych funduszy są najbardziej podobne, biorąc pod uwagę przedmiotowe miary efektywności. Przedstawiono wyniki efektywności przed kryzysem i w czasie jego trwania w odniesieniu do rodzajów badanych funduszy. Analizując zawartość rozdziału czwartego należy stwierdzić ogromną

różnorodność kierunków prowadzonych badań. Jednak mimo wieloaspektowości prowadzonych rozważań na uwagę zasługuje jasność przeprowadzonego wywodu.

Analizując zawartość poszczególnych rozdziałów oraz proporcje między nimi należy stwierdzić, że konstrukcja pracy i jej struktura są zasadniczo właściwie przedstawione. Pewien niedosyt budzi skrótowe potraktowanie rozdziału drugiego, w szczególności w zakresie zastosowanych w pracy mierników efektywności oraz rozbudowany rozdział trzeci w odniesieniu do cykli koniunkturalnych, które w dalszej części pracy są mało wykorzystane.

5. Uwagi formalne

Praca nie jest pozbawiona pewnych uchybień formalnych i edytorskich. Dla przykładu:

- występują w pracy niepoprawne lub nieprecyzyjne zwroty, np. ceny uczestników finansowych (str. 4), problemy, z jakimi walczy (str. 5), zastrzyk finansowy (str. 45), oznaczenie tym samym symbolem stopy zwrotu z instrumentu wolnego od ryzyka i z portfela rynkowego (str. 59), nie można też ominąć Karola Marksa (str. 67), przesadne inwestycje (str. 70), idąc dalej należy podkreślić (str. 70),

-można zauważyć nieadekwatność niektórych przypisów do treści lub przytoczonych odwołań, np. przypis 34, odwołanie do omówionych wcześniej omówionych obligacji z warrantem, które wcześniej jednak nie zostały przedstawione (str. 23),

- mało precyzyjne oznakowanie tabel lub wyszczególnień w nich zawartych, np. tabela 2, w której w kolumnie 3,6 i 8 posłużono się skrótem indeks, bez jego rozwinięcia; tabele 18 do 24, w których średnie i odchylenia standardowe powinny dotyczyć okresu przed kryzysem i w trakcie jego trwania, a nie tylko jak to oznaczono w okresie przed kryzysem; tabele, zawarte w Aneksie też nie pozbawione są drobnych uchybień, np. tabela 2, która powinna dotyczyć 2001r, a nie 2000r.,

-występowanie tzw. literówek, np. str. 30, 48, 50, 62, 108.

Mimo pewnych uchybień, występujących w dysertacji należy stwierdzić, że nie mają one większego wpływu na zasadniczą ocenę recenzowanej pracy. Autorka z wyjątkiem przytoczonych przykładów, posługuje się poprawnym językiem. Prowadzony wywód jest również logiczny i spójny.

6. Uwagi ogólne

Reasumując, główne osiągnięcia Doktorantki, w moim przekonaniu, to:

- rozwinięcie i pogłębienie od strony teoretycznej tematu ważnego z punktu widzenia teorii i praktyki finansów,
- przeprowadzenie analizy czynników efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce,

- porządkowanie funduszy akcji, obligacji, rynku pieniężnego oraz zrównoważonego w oparciu o takie wskaźniki jak Jensena, Sharpa, Alfa Sharpa, Treynora, Modiglianiego, wskaźnika informacyjnego IR, efektywnej stopy zwrotu i średniej premii za ryzyko,
- wskazanie najbardziej efektywnych funduszy w badanej grupie,
- wyznaczenie efektywności funduszy inwestycyjnych na podstawie porównania ich wyników z wynikami wzorca odniesienia,
- podjęcie się określenia wpływu umiejętności zarządzających funduszami inwestycyjnymi na efektywność tych instytucji i ich inwestycji,
- porównanie efektywności funduszy zagranicznych i krajowych, funkcjonujących w Polsce.

Należy również stwierdzić, że Doktorantka wykazała się właściwą znajomością literatury w zakresie podjętego problemu badawczego oraz prezentuje poprawny warsztat naukowy.

Na tle ogólnie pozytywnej oceny pracy, wypełniając obowiązki recenzenta, pragnęłabym podnieść mające niewątpliwie dyskusyjny charakter, następujące kwestie:

- jak rozumiane jest przez Doktorantkę pojęcie efektywności badanych funduszy inwestycyjnych, w tym efektywność rynku w sensie informacyjnym, które przyjęto jako podstawę podjętych badań,
- czy wykorzystane w pracy mierniki oceny efektywności są w opinii Doktorantki wystarczające,
- jakie przesłanki pozwoliły Doktorantce podzielić okres badawczy na okres przed kryzysem i w trakcie jego trwania w odniesieniu do Polski i wyznaczonego przedziału czasowego lat 2007 – 2014.,
- czy zdaniem Doktorantki przeprowadzając badania efektywności funduszy inwestycyjnych, należy uwzględnić zależność stóp zwrotu poszczególnych rodzajów badanych funduszy inwestycyjnych względem siebie.

Zakładam, że kwestie te zostaną przez Doktorantkę podniesione, rozwinięte i wyjaśnione podczas obrony pracy doktorskiej.

7. Konkluzja

W konkluzji wyrażam pogląd, że pozytywne cechy rozprawy dominują nad jej usterkami. Doktorantka pomyślnie rozwiązała postawione zadania badawcze. Biorąc pod uwagę wartości teoretyczno – poznawcze recenzowanej dysertacji stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr Elżbiety Ważnej pt. „Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007 – 2014 ” ma charakter oryginalny oraz odpowiada wymogom w zakresie nadawania stopni i tytułów naukowych. Na tej podstawie wnioskuję o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

