

**Determinanty efektów
alokacji aktywów funduszy
inwestycyjnych w Polsce.
Atrybuty funduszy oraz
cechy zarządzających**

Przejdź do produktu na ksiegarnia.beck.pl

Wprowadzenie

Fundusze inwestycyjne (ang. *mutual funds*) to instytucje finansowe, których wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie zebranych od klientów środków pieniężnych w określone papiery wartościowe lub inne prawa majątkowe. Każdy tytuł uczestnictwa w tych podmiotach wyraża wartość udziału inwestora w ich aktywach; posiadane prawo majątkowe pozwala inwestorom uczestniczyć w zyskach, ale może też narażać ich na straty inwestycyjne.

Inwestowanie środków w tego typu produkty inwestycyjne ma zarówno zalety, jak i wady. Wynikają one głównie z idei wspólnego inwestowania. Do podstawowych korzyści należy zaliczyć przede wszystkim: bezpieczeństwo zainwestowanych środków związane, po pierwsze, z konstrukcją prawną funduszu, po drugie, z profesjonalnym zarządzaniem inwestycjami oraz, po trzecie, z możliwością dywersyfikacji portfela. Druga z powyższych zalet łączy się z prowadzeniem operacji finansowych w ramach zarządzania portfelem inwestycyjnym przez wykwalifikowanych menedżerów. Ich zadaniem jest podejmowanie szeregu czynności analitycznych na podstawie informacji płynących z rynku w celu realizacji zakładanych celów inwestycyjnych. Trzecia z wymienionych korzyści wiąże się z możliwością – ze względu na dużą skalę działania – nabywania różnych rodzajów papierów wartościowych i wykorzystywania niskiej korelacji ich stóp dochodu. Do innych zalet funduszy zalicza się też m.in. niskie bariery rozpoczęcia inwestycji oraz płynność inwestycji. Ta pierwsza bywa wysoko oceniana przez inwestorów, gdyż daje okazję do pośredniego nabywania lub zbywania instrumentów (często bez limitu minimalnej wpłaty), przy relatywnie niższych kosztach w porównaniu z bezpośrednim inwestowaniem na rynku kapitałowym. Zaleta związana z dużą

płynnością inwestycji oznacza z kolei dla inwestorów możliwość szybkiego wycofania się z inwestycji i przeznaczenie uzyskanych w ten sposób środków na nowe alokacje lub konsumpcję [por. Haslem, 2003; Gabryelczyk, 2006].

Wśród wad inwestowania w fundusze inwestycyjne na pierwszym miejscu wymienia się brak gwarancji osiągnięcia zysku. Niezależnie od wielkości wniesionego kapitału, okresu inwestycji, celu inwestycyjnego czy renomy wybranego funduszu – inwestorzy zawsze muszą się liczyć z ryzykiem poniesienia straty. Co więcej, niezależnie od efektów alokacji aktywów, zawsze też ponoszą koszty inwestycji w postaci pobieranych przez fundusze opłat za zarządzanie i prowizji za obsługę [por. Miziołek, Trzebiński, 2018]. Warto zaznaczyć, że inwestorzy w swoich decyzjach zwykle pomijają koszty transakcyjne, kierując się jedynie prostą analizą historycznych wyników funduszy [np. Sirri, Tufano, 1998; Wilcox, 2003].

Pamiętać jednak należy, że stopy zwrotu osiągnane przez instytucje zbiorowego inwestowania są efektem oddziaływania czynników rynkowych [Carhart, 1997; Droms, Walker, 2006]. Twierdzenie to wiąże się z hipotezą rynku efektywnego (ang. *efficient market hypothesis*, EMH), będącą przedmiotem dyskusji naukowej toczącej się praktycznie od lat 70. XX wieku [por. Fama, 1970; Jajuga, 2010]. Zgodnie z założeniami dotyczącymi efektywności informacyjnej, rynki finansowe szybko i w sposób dokładny odzwierciedlają dostępne informacje, stąd też znana wszystkim informacja nie pozwala na trwałe osiąganie wyników przewyższających portfel rynkowy. Tym bardziej żadne strategie inwestycyjne, opierające się na przeszłych cenach instrumentów finansowych, czyli części dostępnej informacji, nie są w stanie dostarczyć ponadprzeciętnych dochodów [por. Jajuga, Jajuga, 2006]. Niektórzy badacze uważają, że właściwe jest dodanie do powyższych założeń pewnego dynamicznego elementu, który uwzględniałby fakt, że część informacji nie jest jednak ogólnie dostępna [Grossman, Stiglitz, 1980]. Mianowicie aktywni inwestorzy mogą wykorzystywać swoje zasoby do wynajdywania, a następnie właściwego odczytywania nowych danych. Można zatem przyjąć, że sama informacja jest towarem, którego uzyskanie wymaga pewnych umiejętności [por. Dębski, 2012] – od czytania i analizy raportów finansowych aż po posiadanie sieci kontaktów, dzięki którym możliwe jest sprawne reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe. Tacy właśnie uczestnicy rynku o wysokich zasobach i umiejętnościach analitycznych są w stanie osiągnąć stopy zwrotu wyższe niż objaśniane przez tendencje rynkowe, ale przy wyższych kosztach pozyskania informacji. Obie grupy inwestorów (o wyższych i niższych zasobach oraz umiejętnościach analitycznych) mogą jednak odnosić podobne ko-

rzyści w ujęciu netto po odjęciu różnych kosztów transakcyjnych oraz nakładów przeznaczanych na pozyskanie i przetworzenie informacji.

Część badaczy twierdzi jednak, że zasoby danej organizacji mogą istotnie wpływać na ostateczny efekt gospodarowania [np. Barney, 1991; Thompson, Heron, 2005]. Zgodnie z koncepcją zasobowej teorii przedsiębiorstwa (ang. *resource-based view*), to właśnie zasoby organizacji przyczyniają się do uzyskiwania przewagi konkurencyjnej. W instytucjach zbiorowego inwestowania taką przewagą mogą budować zasoby niematerialne w postaci pewnych właściwości organizacyjnych umożliwiających osiąganie np. korzyści skali, jak również cennych i zróżnicowanych umiejętności, wynikających z cech osób zarządzających portfelami inwestycyjnymi. Te dwa elementy, tj. atrybuty funduszy oraz cechy ich zarządzających, przynajmniej teoretycznie mogą umożliwić osiąganie ponadprzeciętnych wyników. Szczególne znaczenie może mieć również fakt utrzymywania się w czasie osiąganych stóp zwrotu, co może świadczyć o istnieniu trwałych predyspozycji menedżerskich lub stabilnych właściwości samych funduszy [Grinblatt, Titman, 1992; Hendricks, Patel, Zeckhauser, 1993; Goetzmann, Ibbotson, 1994; Carhart, 1997]. Wielu badaczy zastanawiało się, czy istnieją wartościowe umiejętności menedżerów, mierzone przez osiągane efekty alokacji, które mogą wynikać z ich cech osobowościowych [por. np. Fang, Kempf, Trapp, 2014; Liu, Yang, Zhou, 2014], czy też na efektywność wpływają raczej atrybuty związane z samymi funduszami [np. Chen, Hong, Huang, Kubik, 2004; Dangl, Wu, Zechner, 2008; Elton, Gruber, Blake; 2012]. W literaturze próbuje się definiować determinanty wspomnianych efektów alokacji aktywów – efektów rozumianych jako podjęte ryzyko z jednej strony i wyniki inwestycyjne z drugiej strony – przez sięgnięcie do atrybutów funduszy oraz cech opisujących samych menedżerów. W związku z powyższym zasadne jest szersze określenie, już w tym miejscu, organizacyjnych i menedżerskich właściwości, które to były najczęściej analizowane w kontekście efektywności funduszy inwestycyjnych.

Cechy menedżerów (ang. *managerial characteristics*), mogące świadczyć o posiadanych przez nich umiejętnościach, wiążą się przede wszystkim ze zdobytym wykształceniem czy stażem zawodowym. W badaniach analizuje się także dane demograficzno-społeczne określające profil zarządzającego. Zgodnie z teorią kapitału ludzkiego (ang. *human capital theory*), takie czynniki, jak edukacja, doświadczenie, odbyte szkolenia czy choćby zdobyte certyfikaty, poświadczające posiadane kwalifikacje pozytywnie korelują z umiejętnościami zawodowymi, a przez to powinny się przekładać, z jednej strony, na osiągane efekty alokacji, a z drugiej – na wyższe wynagrodzenia [por. Chevalier, Ellison, 1999a; Gottesman, Morey, 2006a].

Modele agencji (ang. *agency theory*) pokazują natomiast, że wybory menedżerów, odnoszące się do konstrukcji i zarządzania portfelami inwestycyjnymi, po części zależą od poziomu akceptowanego ryzyka [Berkowitz, Kotowitz, 2002]. Obserwowana przez klientów zmienność stóp zwrotu osiąganych przez fundusz determinuje wysokość wynagrodzenia menedżerów, ponieważ zależy ono bezpośrednio od wartości zarządzanych aktywów, a pośrednio od samych wyników funduszu. W literaturze dotyczącej funduszy inwestycyjnych, która nawiązuje do wspomnianej teorii rynku efektywnego, dochodzi się jednak do odmiennych wniosków. Wyniki osiągane przez zarządzających powinny być niezależne od cech, jakimi wykazują się menedżerowie czy same fundusze. W związku z tym sprawdzenie, czy cechy menedżerów i funduszy oddziałują statystycznie istotnie i ekonomicznie znacząco na **efekty alokacji aktywów jest ważne nie tylko dla klientów, ale także dla toczącej się w literaturze przedmiotu (i wciąż nierozstrzygniętej) dyskusji między zwolennikami różnych teorii.**

Generalnie w odniesieniu do cech menedżerów, oprócz danych demograficznych, wyróżnia się także właściwości związane z przygotowaniem zawodowym. Wspomniane cechy są badane przede wszystkim w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych [Chevalier, Ellison, 1999b; Philpot, Peterson, 2006; Gottesman, Morey, 2006b; Andreu, Pütz, 2012], natomiast w krajach rozwijających się takie badania prowadzi się stosunkowo rzadko ze względu na ograniczony zakres danych. W polskich warunkach na przykład tylko szczątkowo zajmowano się tą tematyką. W związku z tym analiza powiązań cech zarządzających z **efektami alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce stanowi praktycznie całkowicie wolne pole badawcze.**

Gdy umiejętności menedżerskie, związane z posiadanymi przez zarządzających cechami przestają odgrywać rolę w osiągnięciu ponadprzeciętnych wyników, fundusze inwestycyjne mogą próbować wykorzystywać czynniki organizacyjne do generowania wyższych stóp zwrotu. Właściwości samych funduszy (ang. *fund attributes*) określane są jako cechy fundamentalne (odpowiadają m.in. za sposób zarządzania), ale również jako atrybuty, jakimi posługują się fundusze w osiągnięciu przewagi na rynku. Rezultaty badawcze prezentowane w literaturze przedmiotu sugerują, że inwestorzy powinni uwzględniać, poza cechami menedżerskimi, również i inne zmienne mogące wpływać na efekty alokacji, takie jak stabilność wyników, obrót walorów w portfelu czy choćby czynniki opisujące właśnie sam fundusz, tj. okres funkcjonowania, wielkość, cel inwestycyjny, wysokość kosztów uczestnictwa i obsługi [Chen, Hong, Huang, Kubik, 2004; Bliss, Porter, Schwarz, 2008; Bodson, Cavenaile, Sougne, 2011; Tang, Wang, 2012; Fer-

reira, Keswani, Miguel, Ramos, 2013]. Obserwowany pod koniec XX i na początku XXI wieku dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych oraz zwiększenie ich popularności wśród inwestorów indywidualnych doprowadziły do wzrostu zainteresowania nimi bezpośrednio jako przedmiotem dociekań naukowych. Liczne prace dotyczące powiązań cech funduszy z osiąganymi przez nie wynikami na rynkach rozwiniętych stanowią punkt odniesienia dla analiz dotyczących rynków rozwijających się. Badań związanych z organizacyjnymi determinantami efektywności na nieamerykańskich rynkach jest jednak wciąż niewiele. Istnienie zależności efektów alokacji aktywów od właściwości funduszy w Polsce było badane jedynie w organicznym zakresie [np. Białkowski, Otten, 2011; Perez, 2012].

Analiza czynników wpływających na wyniki (efektywność inwestycji) czy też ryzyko inwestycyjne instytucji zbiorowego inwestowania daje kilka efektów badawczych. **Z perspektywy czysto poznawczej** wzbogaca ona dostępną literaturę finansową o polskie doświadczenia, dotyka także zagadnień do tej pory niepodejmowanych w krajach Europy Środkowowschodniej. Nadmienić należy, że omawiane kwestie bezpośrednio się łączą z wieloma problemami występującymi w ramach teorii finansów, w tym z hipotezą rynku efektywnego, teorią kapitału ludzkiego, zasobową teorią przedsiębiorstwa, koncepcją korzyści skali, modelem agencji czy choćby koncepcją kredencjalizmu [np. Chen, Lee, Rahman, Chan, 1992; Latzko, 1999; Li, Zhang, Zhao 2011; Haslem, 2015; Kaur, 2017]. Natomiast **z perspektywy praktycznej** badania empiryczne dotyczące determinant efektów alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych mają istotne znaczenie zarówno dla firm zarządzających aktywami, przyszłych menedżerów, jak i dla samych inwestorów. Można wymienić kilka powodów takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, ustalenie pożądanых cech funduszu oraz jego zarządzających może być przez inwestorów traktowane jako fundament decyzji inwestycyjnych. Pozwala ono inwestorom wybierać takie fundusze, których zarządzający mają predyspozycje do osiągania lepszych wyników, lub decydować się na inwestycje w podmioty, które ze względu na posiadane cechy strukturalno-funkcjonalne mogą w przyszłości dać wyższe stopy zwrotu. Po drugie, badania z omawianego zakresu mają istotne znaczenie dla towarzystw funduszy inwestycyjnych ze względu na stosowane procedury rekrutacyjne. W przypadku zatrudniania menedżerów o pożądanых atrybutach, jak również posiadania przez fundusz właściwych cech – firmy zarządzające aktywami mogą odpowiednio wykorzystywać te informacje w przedsięwzięciach marketingowych. Po trzecie, określenie cech organizacji, umożliwiających rozwój zawodowy pracowników, jak również wskazówek określających profil zarządzającego od-

noszącego sukces, pozwolą studentom lub osobom zainteresowanym pracą na rynku finansowym podejmować rzutujące na ich przyszłość decyzje.

Poruszany problem badawczy jest aktualny, zwłaszcza w kontekście obserwowanego wzrostu poziomu aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce (wartości aktywów ogółem i średniej wartości aktywów pojedynczego funduszu) oraz dążenia w całej Unii Europejskiej (m.in. poprzez zmiany w dyrektywie UCITS IV dotyczącej transgranicznego łączenia funduszy) do zwiększenia efektywności w zakresie kosztów europejskiego rynku funduszy. W polskiej literaturze finansowej liczba prac traktujących o determinantach efektów alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych jest niezwykle ograniczona. Nieco częściej pojawiają się natomiast opracowania dotyczące efektywności omawianych pośredników finansowych, ale koncentrują się one głównie na ustaleniu występowania tzw. powtarzalności wyników [np. Jackowicz, Filip, 2009; Urbański, Winiarz, Urbański, 2016; Urbański, 2017] oraz sposobów pomiaru wyników inwestycyjnych [np. Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001; Gabryelczyk, 2006; Olbryś, 2009, 2012; Witkowska, 2009; Witkowska, Kompa, Grabska, 2009; Sikora, 2010; Zamojska, 2012; Pietrzyk, 2014b; Dittmann, 2019]. Podejmowane próby badań omawianego zjawiska w państwach naszego regionu są również nieliczne. Brak dyskusji naukowej na temat powiązania cech menedżerów i atrybutów funduszy z wynikami oraz ryzykiem inwestycyjnym w krajach Europy Środkowowschodniej może być spowodowany relatywnie krótkim okresem funkcjonowania funduszy inwestycyjnych i niewielką ich liczbą w porównaniu z bardziej rozwiniętymi rynkami. Niepodejmowanie badań empirycznych w tym obszarze wynika przede wszystkim z braku odpowiednich baz zawierających informacje o samych menedżerach funduszy, tj. o cechach zarządzających, ale również o atrybutach zarządczych poszczególnych funduszy. W krajach rozwiniętych istnieją wyspecjalizowane serwisy, które dostarczają tego rodzaju informacji (np. Morningstar czy choćby CRSP), natomiast w Polsce funkcjonują jedynie serwisy oferujące informacje o wynikach instytucji zbiorowego inwestowania.

Dociekania prezentowane w książce są efektem kontynuacji badań rozpoczętych w ramach projektu badawczego nr DEC-2014/15/D/HS4/01227, finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki (NCN). W samych analizach empirycznych użyte są dane pochodzące z kilku źródeł. Po pierwsze, w pomiarze efektów alokacji aktywów kluczowe było zebranie danych o wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, te zaś posłużyły w dalszej części do pomiaru wyników (efektywności inwestycji) oraz ryzyka inwestycyjnego z wykorzystaniem rozbudowanego zestawu miar. Drugi rodzaj informacji stanowiły dane pozwalające na dokonanie opisu właściwości poszczególnych funduszy, nazywanych skrótowo ich

atrybutami. Wśród nich znajdował się szeroki zbiór cech strukturalno-funkcyjnych 223 funduszy inwestycyjnych. Ów zbiór danych pochodził z zamówionego raportu w firmie Analizy Online SA. Wreszcie trzeci rodzaj danych obejmował cechy 349 osób zarządzających funduszami. Informacje na ich temat zostały zebrane przez autora książki z różnych źródeł, w tym informacji na stronach internetowych TFI (opisów biograficznych menedżerów), serwisów społecznościowych oraz baz zawierających informacje o osobach i firmach działających w obrocie gospodarczym. Ręczne zbieranie danych było konieczne ze względu na to, że w Polsce nie ma publicznie dostępnego zbioru tego rodzaju informacji. Badania w części empirycznej były zatem prowadzone na podstawie 1869 obserwacji rocznych. Do wnioskowania statystycznego użyto funkcji regresji wielorakiej, wykorzystując podejścia odpowiednie dla danych panelowych. Reasumując, badanie zostało przeprowadzone na podstawie nigdy wcześniej nie wykorzystanego zbioru danych.

Biorąc pod uwagę zawartość merytoryczną realizowanych badań, **wkład książki do literatury przedmiotu można ująć w pięciu punktach.**

Po pierwsze, w polskiej literaturze analizowano jak do tej pory głównie efektywność omawianych podmiotów, ewentualnie weryfikowano występowanie zjawiska powtarzalności wyników inwestycyjnych. Dzięki opisanym dalej badaniom możliwe było pójście o krok dalej, a mianowicie ustalenie determinant efektów alokacji, osobno dla ryzyka i osobno dla wyników inwestycyjnych. Jak już wspomniano, praktyczne znaczenie tego typu rozważań jest duże, ze względu na to, że ustalenie determinant efektów alokacji oddziałuje na decyzje zarówno zarządzających funduszami inwestycyjnymi, jak i ich klientów. Jest również niezmiernie istotne dla teorii nauk ekonomicznych.

Po drugie, badania empiryczne uwzględniały jednocześnie relatywnie stałe w czasie atrybuty funduszy oraz cechy menedżerów, które były konsekwencją stosowanego modelu zarządzania i aktualnie obowiązujących rozwiązań kadrowych. Szerokie spojrzenie na determinanty efektów alokacji aktywów pojawiało się do tej pory jedynie w wybranych pracach dotyczących amerykańskich rynków. Co więcej, wprowadzenie nowych cech opisujących menedżerów, ewentualnie modyfikacja uwzględnianych już atrybutów funduszy wzbogacają katalog zmiennych objaśniających, wykorzystywanych w literaturze przedmiotu.

Po trzecie, dotychczasowa literatura na ten temat koncentrowała się głównie na rynkach rozwiniętych, badania zawarte natomiast w niniejszej książce rozszerzają tę relatywnie skromną bazę literaturową, traktującą o rynkach rozwijających się, o polskie doświadczenia. Wzbogacają one zarazem wiedzę o podobieństwach i różnicach systemów finansowych różnych państw. Ponadto,

mimo że w ograniczonym zakresie analizowano już w polskojęzycznej literaturze zależności między samymi właściwościami funduszy a wynikami inwestycyjnymi, omawiane zagadnienie wciąż jest nie do końca poznane.

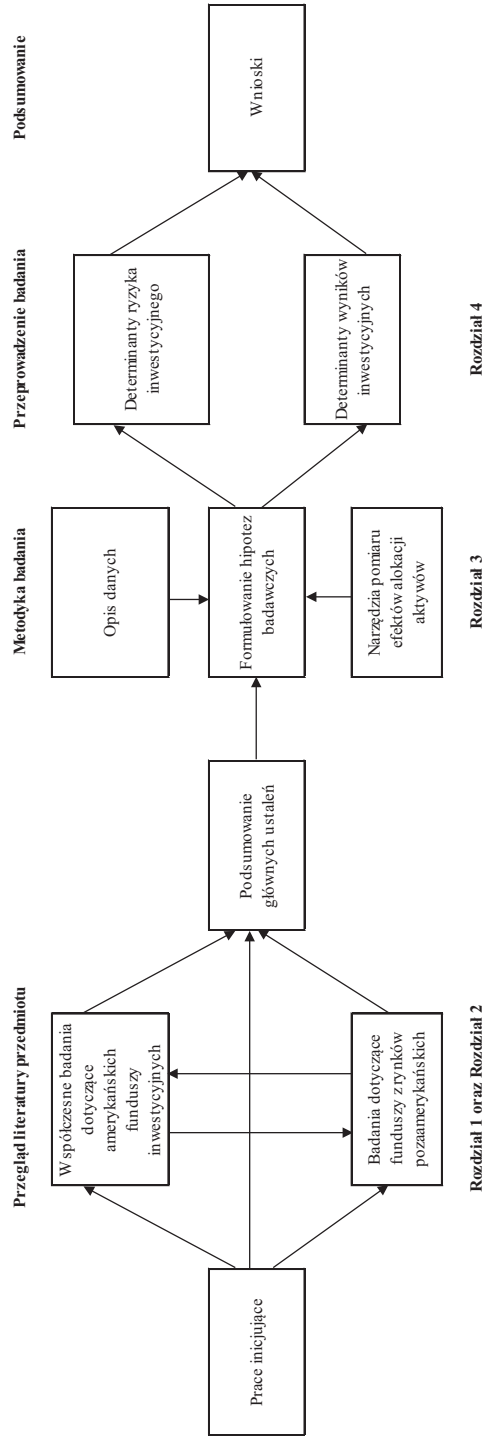
Po czwarte, do tej pory jedynie w niewielkiej liczbie prac wprowadzano podział na fundusze zarządzane kolegiąlnie oraz jednoosobowo. W prezentowanej pracy natomiast dokonanie tego podziału pozwala uzyskać ciekawe wnioski badawcze dotyczące ekonomicznie istotnych cech zespołów zarządzających oraz zmiennych opisujących profil pojedynczych menedżerów. Decyzja o odseparowaniu funduszy jednoosobowo zarządzanych od funduszy kierowanych przez zespoły zarządzające dostarcza przestrzeni do poszukiwania różnic determinant efektów alokacji z uwzględnieniem przyjętej przez dany fundusz struktury zarządzania. Pozwala również na porównanie rezultatów z ustaleniami otrzymanymi dla całej badanej zbiorowości.

Po piąte, większość pozycji literatury przedmiotu ogranicza się zaledwie do kilku wybranych miar efektów alokacji, a jednocześnie dostarcza wniosków sugerujących istnienie wrażliwości uzyskanych rezultatów na zmiany zastosowanych rozwiązań metodycznych. W tej pracy, w celu zbadania odporności uzyskanych rezultatów na modyfikację zastosowanych miar efektów alokacji, zdecydowano się użyć szerokiego zestawu miar ryzyka oraz wyników inwestycyjnych. Różnorodność przyjętych rozwiązań metodycznych w analizie związku cech menedżerów oraz atrybutów funduszy z efektami alokacji ich aktywów zwiększa stopień pewności we wnioskowaniu statystycznym.

Osiągnięcie celu głównego badania, jakim jest **zidentyfikowanie determinant efektów alokacji i ustalenie siły ich oddziaływania na rynku polskich funduszy inwestycyjnych**, będzie rezultatem osiągnięcia celów szczegółowych. Pierwszym z nich jest wspomniana identyfikacja cech funduszy oraz ich zarządzających na podstawie krytyczno-poznawczego przeglądu literatury. Drugim z kolei jest określenie wpływu atrybutów funduszy, będących konsekwencją ich historii oraz organizacyjnych właściwości funduszy, na uzyskiwane wyniki i ryzyko inwestycyjne. Trzeci z celów szczegółowych wiąże się z ustaleniem wpływu zestawu zmiennych opisujących samych zarządzających portfelami, na wspomniane efekty alokacji. Czwarty z celów szczegółowych dotyczy ustalenia tego, czy analizowane determinanty wyników oraz ryzyka inwestycyjnego różnią się w zależności od przyjętej struktury zarządzania funduszem.

Opisane założenia badawcze oraz zaprezentowane cele książki pozwalają na omówienie jej struktury formalnej. Zawartość poszczególnych rozdziałów została zasygnalizowana na rysunku W.1.

Rysunek W.1. Struktura formalna książki



Źródło: opracowanie własne.

W konsekwencji przyjętej struktury formalnej książkę podzielono na cztery rozdziały oraz zakończenie. Dwie początkowe części zawierają obszerny opis prac podejmowanych w ramach literatury przedmiotu. W rozdziale pierwszym definiuję strukturalno-funkcjonalne atrybuty funduszy. Także w tej części zestawiam ustalenia badawcze związane z wpływem najpopularniejszych w piśmiennictwie atrybutów funduszy na efekty alokacji. Wewnętrzna struktura rozdziału odpowiada pięciu podstawowym determinantom, tj. (1) wielkości funduszu, (2) okresowi jego funkcjonowania, (3) kosztom uczestnictwa i obsługi, (4) stopie obrotu walorów oraz (5) strukturze zarządzania. Grupowanie prac odbywa się według następującego schematu: najpierw prezentowane są prace inicjujące dany nurt badawczy, a następnie współczesne prace dotyczące amerykańskich funduszy inwestycyjnych, na koniec prace dotyczące funduszy inwestycyjnych z rynków pozaamerykańskich.

W rozdziale drugim zestawiam i opisuję grupy cech menedżerów, które mogą świadczyć o posiadanych umiejętnościach zarządzających. Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury, umożliwiającego wyróżnienie zmiennych demograficznych oraz zestawu cech związanych z historią rozwoju zawodowego (wykształceniem, doświadczeniem zawodowym oraz nabytymi kompetencjami), możliwe będzie usystematyzowanie dotychczasowego stanu wiedzy oraz uzasadnienie i usytuowanie w istniejącej literaturze hipotez badawczych. Wewnętrzna struktura tego rozdziału jest zbliżona do tej zaprezentowanej w rozdziale pierwszym, tj. po prezentacji podstawowych prac literaturowych przechodzę do omówienia współczesnych badań prowadzonych na rynku amerykańskim oraz rynkach pozaamerykańskich (por. rys. W.1).

W rozdziale trzecim, poprzedzającym część empiryczną, zostaną opisane zgromadzone dane oraz zdefiniowane będą użyte zmienne. Ponadto w celu sformułowania wstępnych uogólnień sięgam po narzędzia statystyki deskryptywnej. W części tej referuję również najważniejsze wątki dyskusji na temat zasadności wykorzystania wybranych sposobów pomiaru efektów alokacji. Ustalenia poczynione w początkowych dwóch rozdziałach umożliwiają wyodrębnienie zbioru hipotez badawczych. Ostatnim elementem tego rozdziału jest omówienie wykorzystanej procedury badawczej, na którą składają się statyczne modele panelowe z efektami losowymi; przy ich wyborze kierowano się standardem obowiązującym w literaturze przedmiotu.

Rozdział czwarty jest rozdziałem ściśle empirycznym; prezentuję w nim ustalenia dotyczące determinant efektów alokacji aktywów w ramach dwóch obszarów: ryzyka i wyników inwestycyjnych. Wpływ poszczególnych cech za-

rzządzających oraz atrybutów funduszy na powyższe zmienne objaśniane jest pokazany w odniesieniu do każdej z użytych miar oraz w kontekście trzech prób. Pierwsza z nich obejmuje całość próby badawczej, druga – fundusze kierowane zespołowo oraz trzecia – fundusze zarządzane jednoosobowo. Zabieg pogrupowania funduszy ze względu na stosowaną strukturę zarządzania pozwoli na realizację szczegółowego celu czwartego pracy.

Podsumowaniem całości ustaleń jest zakończenie. Zamieszczam w nim, oprócz odpowiedzi na podstawowe pytanie badawcze o istnienie determinant efektów alokacji aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce, również porównania z ustaleniami poczynionymi na rynkach rozwiniętych i rozwijających się. Wskazuję też na ograniczenia i trudności w przeprowadzeniu niniejszego badania, nakreśliłam także dalsze perspektywy badawcze. Oprócz głównego podsumowania, w pracy znajduje się kilkanaście podsumowań poszczególnych podpunktów, które wyróżniam znakiem trzech asterisków: * * *. Oddzielnymi podsumowaniami, wyróżnionymi w strukturze pracy, opatrzone rozdziały pierwszy i drugi. Opisana struktura formalna pracy jest bezpośrednią pochodną celów i hipotez badawczych.

Powstanie niniejszej książki było możliwe dzięki wsparciu i życzliwości wielu osób. W tym miejscu chciałbym serdecznie podziękować recenzentom wydawniczym: prof. dr. hab. Bogusławowi Pietrzakowi oraz prof. ucz. dr. hab. Tomaszowi Miziołkowi za wnikliwe i cenne uwagi, które pozwoliły udoskonalić książkę. Szczególne wyrazy wdzięczności kieruję w stronę prof. dr. hab. Krzysztofa Jackowicza – pierwszego czytelnika fragmentów monografii – za wszelkie przekazane sugestie. Pomocą o ogromnym znaczeniu okazało się również wsparcie prof. ucz. dr. hab. Łukasza Kozłowskiego; jego uwagi cenne były zwłaszcza na koncepcyjnym i częściowo operacyjnym etapie tworzenia procedury badawczej. Składam ponadto podziękowania na ręce ks. prof. ucz. dr. hab. Marka Stokłosa, prorektora ds. nauki i współpracy międzynarodowej Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie, oraz prof. ucz. dr. hab. Adama Koronowskiego, dyrektora Instytutu Ekonomii i Finansów UKSW, za stworzenie mi zarówno warunków rozwoju naukowego, jak i docenienie wysiłku przy pisaniu książki.

[Przejdź do księgarni →](#)



ksiegarnia.beck.pl