

Wstęp

Proces inwestowania jest wyrzeczeniem się bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, lecz niepewnych zysków [Hirschleifer, 1965, s. 509]. W przytoczonej definicji pojawiają się określenia zysku i niepewności, które określają podstawowe charakterystyki każdej inwestycji: zysk to wysokość oczekiwanej nagrody za wyrzeczenie się konsumpcji, niepewność – ryzyko, że oczekiwany zysk nie zostanie zrealizowany. Zmieniać się może także okres, w którym zysk zostanie zrealizowany. Te trzy elementy: zysk, ryzyko i horyzont czasu stanowią podstawowe charakterystyki inwestycji, które jednocześnie umożliwiają porównanie i wybór inwestycji.

Osoby wyrzekające się konsumpcji na rzecz przyszłych zysków są określane mianem inwestorów, którzy różnią się między sobą zarówno poziomem oczekiwanego zysku, jak i skłonnością do ryzyka. Dokładając kolejny element, jakim jest oczekiwany przez inwestora okres zrealizowania zysku, otrzymujemy ogromną liczbę kombinacji możliwości inwestycyjnych. Owa mnogość możliwości stworzyła warunki do rozwoju rynku kapitałowego, na którym przedmiotem obrotu są właśnie różnego rodzaju produkty inwestycyjne stwarzające możliwość pomnożenia posiadanego kapitału. Podaż tworzą instytucje poszukujące kapitału, a popyt – inwestorzy liczący, że dany podmiot za pomocą zainwestowanych środków zwiększy swój zysk i podzieli się nim z inwestorem w przyszłości.

Ze społeczno-gospodarczego punktu widzenia fundusze inwestycyjne odgrywają ważną rolę jako podmioty realizujące podstawowe funkcje rynku finansowego: alokacji, wyceny i transformacji kapitału. To uzasadnia skupienie uwagi na wynikach inwestycyjnych funduszy, ponieważ z jednej strony ich po-

tencjalni klienci poszukują metod, które właściwie wycenią usługi oferowane przez fundusze w postaci profesjonalnego zarządzania. Z drugiej natomiast strony zarządzający portfelami inwestycyjnymi funduszy chcą podkreślić ważność ich roli i wykazać przewagę aktywnej strategii względem strategii pasywnej w procesie zarządzania portfelem inwestycyjnym.

Jako uzasadnienie wyboru podjętej tematyki efektywności funduszy inwestycyjnych można wskazać przesłanki teoretyczne, empiryczne i użytkowe. Wśród przesłanek teoretycznych należy zwrócić uwagę na problematykę związaną z podejmowaniem decyzji w warunkach ryzyka i zachowań inwestorów na rynku kapitałowym. Istotne znaczenie ma kwestia zdefiniowania pojęcia efektywności funduszy inwestycyjnych. Jedną z ważnych przesłanek empirycznych jest identyfikacja czynników wpływających na ceny walorów, a tym samym wartość jednostek rozrachunkowych funduszy oraz adekwatność wyboru metod i technik stosowanych w pomiarze wyniku rozumianego jako efektywność (*performance measurement*) funduszy inwestycyjnych. Jako przesłanki użytkowe należy wskazać użyteczność podjęcia tego tematu zarówno z punktu widzenia indywidualnych inwestorów, jak i zarządzających funduszami. Konieczne jest dostarczenie narzędzi umożliwiających obiektywną ocenę efektywności zarządzania powierzonymi środkami finansowymi.

Zasadniczym celem niniejszej pracy jest weryfikacja znanych metod i technik oceny efektywności funduszy inwestycyjnych oraz propozycja alternatywnego podejścia do badania efektywności aktywnie zarządzanego portfela. Cel ten będzie zrealizowany przez:

- ▶ przegląd dotychczas stosowanych metod oceny wyników funduszy inwestycyjnych;
- ▶ przegląd wyników badań empirycznych w kraju i na świecie;
- ▶ prezentację teorii oceny efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym stosującą stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ porównanie miar efektywności opierających się na teorii średniej wariancji (*mean-variance theory*) z miarami efektywności stosującymi stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ estymację i weryfikację modeli wyceny stosujących stochastyczny czynnik dyskontujący;
- ▶ ocenę stosowanych metod wskaźnikowych w kontekście powtarzalności wyników;
- ▶ ustalenie, czy wyniki osiągnięte przez zarządzających portfelem inwestycyjnym są wynikiem ich nadzwyczajnych umiejętności inwestycyjnych.

W pracy są weryfikowane cztery hipotezy badawcze. Zgodnie z pierwszą z postawionych hipotez walory i portfele są wyceniane przez czynniki zbywalne i niezbywalne. Druga hipoteza to stwierdzenie, że nie istnieje możliwość osiągnięcia nadzwyczajnych stóp zwrotu na skutek stosowania aktywnego zarządzania portfelem. Zgodnie z trzecią hipotezą osiągnięcie najlepszych wyników w danej grupie funduszy w okresie przeszłym nie gwarantuje osiągnięcia analogicznych wyników w przyszłości. Ostatnią z weryfikowanych hipotez jest teza, że wyniki osiągane przez zarządzających portfelem inwestycyjnym funduszu są efektem aktualnej sytuacji na rynku, a nie nadzwyczajnych zdolności zarządzających.

Realizacja postawionych celów badawczych oraz weryfikacja hipotez wymagała przyjęcia określonych metod badawczych. W rozprawie wykorzystano metody jakościowe i ilościowe. Jako metodą jakościową posłużono się krytycznym przeglądem literatury i za jej pomocą zidentyfikowano aktualny stan wiedzy na temat badania efektywności funduszy inwestycyjnych.

W zakresie ilościowej weryfikacji efektów aktywnego zarządzania portfelem funduszy wykorzystano wnioskowanie indukcyjne, które pozwoliło na sformułowanie i weryfikację hipotez badawczych. Szeroko wykorzystane zostały metody wnioskowania statystycznego oraz metody analizy wskaźnikowej służące ocenie efektywności portfela inwestycji. Kluczowym elementem, na którym opiera się teoretyczna konstrukcja rozprawy, jest zmienna losowa określana jako stochastyczny czynnik dyskontujący (*stochastic discount factor*, SDF). SDF jest zdefiniowany jako iloczyn subiektywnej oceny ryzyka inwestora (poziomu niecierpliwości) oraz zmian międzyokresowej substytucji konsumpcji. Przyjęto założenie, że SDF prawidłowo wycenia walory finansowe i dostarcza metod badania efektywności funduszy umożliwiających testowanie zachowań inwestorów w świetle klasycznego paradygmatu teorii finansowej, gdzie zakłada się, że inwestorzy indywidualnie podejmują racjonalne decyzje na relatywnie pozbawionym restrykcji rynku i przy niskim koszcie pozyskania informacji. W efekcie prowadzi to do eliminacji produktów o niższej jakości i wzrostu liczby produktów o dobrej jakości. Elastyczność SDF jako narzędzia oceny efektywności oraz niewielka liczba ograniczeń, jakie muszą być spełnione, sprawia, że SDF jest niezwykle użytecznym narzędziem w procesie oceny efektywności portfeli inwestycyjnych.

Treść opracowania została podzielona na sześć rozdziałów. W pierwszym z nich przedstawiono dynamikę rozwoju funduszy inwestycyjnych w kraju i na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem determinant rozwoju funduszy.

Przedstawiona została koncepcja funduszu inwestycyjnego jako instytucji zbiorowego inwestowania oraz sposób, w jaki uczestniczy on w wypełnianiu funkcji rynku finansowego. W tej części opracowania przedstawiono szczegółowe klasyfikacje funduszy.

W rozdziale drugim fundusz inwestycyjny jest traktowany jako klasyczny portfel papierów wartościowych. Przedstawiono tu podstawowe założenia i konsekwencje wykorzystania stochastycznego czynnika dyskontującego w procesie wyceny zarówno pojedynczych walorów, jak i portfela. Istotnym elementem w proponowanym podejściu jest konstrukcja procesu generującego wartości szeregu stochastycznego czynnika dyskontującego. Omówiono szeroko rodzaje modeli wyceny, metody ich estymacji i problemy, jakie wiążą się z szacowaniem parametrów strukturalnych w tych modelach oraz z identyfikacją ryzyka. Przedstawione w tym rozdziale podejście do wyceny walorów za pomocą stochastycznego czynnika dyskontującego opiera się na rozważaniach zaproponowanych przez Cochrane'a i przedstawionych w jego książce z 2005 r. pt. *Asset Pricing. Revisited Edition*.

W rozdziale trzecim przedstawiono pojęcie efektów zarządzania portfelem oraz nadzwyczajnej stopy zwrotu (*abnormal performance*) funduszy inwestycyjnych. Omówiono czynniki kształtujące nadzwyczajne stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych oraz teoretyczne podstawy pomiaru wyników osiągniętych przez fundusze inwestycyjne w świetle modeli wyceny aktywów opierających się na stochastycznym czynniku dyskontującym. W ostatniej części rozdziału zaprezentowano miary efektywności absolutnej i relatywnej.

W rozdziale czwartym przedstawiono podstawowe zagadnienia związane z ilościowym podejściem do pomiaru efektywności otwartych funduszy inwestycyjnych. W pierwszej części, wprowadzającej szczegółowo omówiono poszczególne etapy pomiaru wyniku osiągniętego przez portfel funduszu w celu oceny efektywności. W dalszej części jest omawiany problem prognozowania stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych w długim i krótkim okresie. Jedną z podstawowych przesłanek przeprowadzania analizy wyników historycznych jest próba prognozowania przyszłych stóp zwrotu funduszy. Istotnym elementem tego procesu jest dobór właściwych miar ze statystyczno-ekonometrycznego punktu widzenia, co umożliwia zarówno trafne konstruowanie rankingów funduszy inwestycyjnych, jak i ocenę efektywności zarządzania portfelem funduszu w wybranym horyzoncie inwestycji.

Rozdział piąty zawiera obszerny przegląd badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych, przede wszystkim na rynkach krajów rozwiniętych, takich

jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania oraz wybrane kraje Europy Zachodniej. W pierwszej części przedstawiono wyniki badań empirycznych poświęconych efektywności funduszy działających na rynkach dojrzałych i wschodzących. Następnie dokonano prezentacji czynników determinujących poziom efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym w podziale na dwie grupy. Pierwszą grupę stanowią czynniki przypisywane specyficze funduszy, tzw. mikrocynniki, natomiast drugą – czynniki efektywności przypisywane zarządzającym portfelami funduszy. W ostatniej części rozdziału przedstawiono obszerny przegląd badań poświęconych kontynuacji wyników osiągniętych przez fundusze inwestycyjne.

Szósty rozdział obejmuje opis badania empirycznego, którego celem była ocena przydatności modeli wyceny i stochastycznego czynnika dyskontującego do oceny efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym. Przedmiotem analizy są wybrane fundusze inwestycyjne akcji rynku krajowego.

W zakończeniu zebrano najważniejsze wnioski wynikające z poszczególnych rozdziałów oraz przedstawiono dalsze kierunki badań w kontekście określania standardów czytelnego i rzetelnego przedstawiania wyników funduszy inwestycyjnych ich odbiorcom, czyli inwestorom. Unifikacja standardów umożliwia porównywanie wyników, co ma szczególne znaczenie dla efektywnej alokacji środków na rynku finansowym nie tylko w skali pojedynczych krajów, ale także w skali gospodarki globalnej.

Pragnę serdecznie podziękować współpracownikom z Katedry Ekonometrii Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego: dr. hab. Pawłowi Miłobędzkiemu, dr. hab. Tadeuszowi Bołtowi, dr. hab. Krystynie Strzale, dr. Lechowi Kujawskiemu i mgr Marii Blangiewicz za ogromne wsparcie merytoryczne i dyskusje naukowe, które stanowiły inspirację do powstania tej rozprawy. Dziękuję również za wsparcie finansowe otrzymane od Uniwersytetu Gdańskiego w ramach finansowania projektów badań własnych: BW 2330-5-0164-6 i BW 2330-5-0267-4.