

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgra Piotra Jaworskiego pt.
„Efektywność i ryzyko polskich funduszy absolutnej stopy zwrotu”**

1. Cele, hipotezy i metody badań

Recenzowana rozprawa poświęcona jest ważnej i aktualnej kwestii efektywności wybranej grupy funduszy inwestycyjnych. Naukowa wartość problemu wynika stąd, że pomimo wieloletnich badań oraz doświadczeń praktycznych w teorii problematyka efektywności funduszy inwestycyjnych nie doczekała się definitywnego wyjaśnienia. Wynika to także stąd, że fundusze inwestycyjne oraz warunki, w jakich działają ulegają ciągłym zmianom, co czyni tę problematykę aktualną oraz ważną z praktycznego punktu widzenia. Oczywiście, tak jak w przypadku większości tematów dotyczących rynków finansowych, niezwykle istotne znaczenie ma ostatni kryzys finansowy, jego skutki dla inwestorów, konsekwencji w postaci nowych regulacji dotyczących funkcjonowania tych rynków, itd.

Celem głównym pracy, jak pisze Autor, jest „...określenie charakteru stóp zwrotu realizowanych przez krajowe fundusze ASZ oraz sprawdzenie, czy za pomocą modelowania zależności kointegracyjnych możliwe jest osiągnięcie absolutnych stóp zwrotu na polskim rynku kapitałowym”. W rozprawie sformułowano trzy hipotezy, które są przedmiotem weryfikacji.

1. „Notowane na polskim rynku kapitałowym fundusze ASZ nie realizują ponadprzeciętnych stóp zwrotu w stosunku do rynku. Fundusze ASZ są efektywne w sensie słabej hipotezy rynku efektywnego.
2. „Działające w Polsce fundusze ASZ charakteryzują się niższym poziomem ryzyka niż ich potencjalne benchmarki rynkowe oraz wystawione są na oddziaływanie podobnych czynników ryzyka jak fundusze hedgingowe”.
3. Pomiędzy cenami kontraktów terminowych na WIG20 oraz największych, wchodzących w jego skład spółek występują stałe zależności w postaci wektora kointegracyjnego, których wykorzystanie pozwala na budowanie strategii inwestycyjnych absolutnej stopy zwrotu”.

Przytoczone wyżej hipotezy badawcze budzą pewne wątpliwości. Stwierdzenie hipotezy pierwszej, że fundusze FAZ nie realizują ponadprzeciętnych stop zwrotu i są efektywne w sensie hipotezy słabej efektywnego rynku jest niewłaściwe. To, że fundusze nie realizują ponadprzeciętnych stóp zwrotu nie znaczy, że są efektywne w sensie słabej hipotezy efektywnego rynku, tylko że rynek jest efektywny w sensie hipotezy słabej.

Z kolei stwierdzenie, że pomiędzy indeksem WIG20 a największymi spółkami wchodzącymi w jego skład zachodzą stałe zależności w postaci wektora kointegracyjnego wydaje się być oczywiste.

Na podkreślenie zasługuje, że oprócz wskazania celów i hipotez pracy, Doktorant jasno stwierdził, za pomocą jakich metod będą weryfikowane poszczególne hipotezy, co wskazuje, że potrafi w sposób prawidłowy zaprojektować oraz zrealizować proces badawczy.

2. Ocena ogólna pracy

Recenzowana rozprawa liczy 171 stron tekstu, na który składają się: spis treści, wstęp, 5 rozdziałów, zakończenie, załącznik, spis tabel, spis wykresów oraz spis bibliografii.

W rozdziale pierwszym omówiono podstawowe problemy teoretyczne i praktyczne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. W podrozdziale pierwszym, na podstawie literatury, przeprowadzono analizę definicji funduszy inwestycyjnych oraz sformułowano definicję funduszy na potrzeby badań prezentowanych w recenzowanej pracy. Definicja ta będąca swego rodzaju podsumowaniem

omówionych w podrozdziale definicji innych autorów nie budzi zastrzeżeń, chociaż Autor nie wskazuje dlaczego odpowiada potrzebom badań.

W kolejnych podrozdziałach rozdziału pierwszego omówiono wybrane problemy rynku funduszy inwestycyjnych, które w sposób syntetyczny przedstawiają ogólną charakterystykę tej kategorii ekonomicznej.

Rozdział drugi poświęcono omówieniu funduszy absolutnej stopy zwrotu. Podobnie jak w rozdziale pierwszym Autor najpierw omówił spotykane w literaturze definicje funduszy absolutnej stopy zwrotu oraz sformułował własną definicję na potrzeby pracy. Analizując definicje funduszy ASZ Autor słusznie zwraca uwagę, że koncepcja tych funduszy jest sprzeczna z jednym z podstawowych założeń współczesnych finansów mówiących o związku ryzyka i stopy zwrotu. W kolejnych podrozdziałach omówił rozwój rynku tych funduszy w Polsce i na świecie oraz opisał rodzaje strategii stosowanych przez fundusze ASZ. Rozważania zawarte w tym rozdziale są poprawne, właściwie charakteryzują wybrane aspekty funkcjonowania rynku funduszy ASZ.

Rozdział trzeci rozprawy jest rozdziałem empirycznym, w którym za pomocą różnych metod badana jest efektywność analizowanych funduszy. Przedmiotem analizy są 42 fundusze działające na polskim rynku kapitałowym, które Autor rozprawy zakwalifikował do kategorii ASZ. W rozdziale tym weryfikowane są dwie hipotezy pracy. Pierwsza dotycząca stóp zwrotu funduszy ASZ, druga dotycząca ryzyka tych funduszy. Do celów weryfikacji tych hipotez Autor wykorzystał model równowagi rynku kapitałowego CAPM raz wskaźniki Sharpe'a, Treynora oraz Jensena. Wskaźniki te są standardowo wykorzystywane do badania stóp zwrotu oraz ryzyka portfela aktywów. Sposób wykorzystania tych metod nie budzi zastrzeżeń. Warto podkreślić, że Doktorant nie ogranicza się do najprostszyc form używanych modeli, ale wykorzystuje także formy zmodyfikowane, co pozwala w sposób bardziej dokładny analizować badane parametry funduszy ASZ. Trzeba jednak zaznaczyć, że modele wieloczynnikowe, np. siedmioczynnikowy model omawiany na stronach od 88 do 90 nie wnosi nowych elementów, zaś formułowane na jego podstawie nie są przekonujące. Omawiając uzyskane wyniki Autor pisze na stronie 89, że większość parametrów beta dla indeksu WIG i WIG 20 jest dodatnia, co sugeruje wpływ stóp zwrotu z rynku akcji na wyniki tych funduszy, choć w większości są nieistotne statystycznie. Wątpliwości budzi także wniosek sformułowany w oparciu o analizę współczynnika beta dla czynnika I_s , czyli różnicy między stopami zwrotu z WIG20 i

sWIG80, który wskazuje na to, że badane fundusze koncentrują się na małych spółkach. Te dwa wnioski rodzą wątpliwości, gdyż jeden mówi o zależności wyników i ryzyka od WIG i WIG 20, a drugi o zależności od sWIG80.

Rozdział czwarty rozprawy ma charakter empiryczny i poświęcony jest badaniu efektywności funduszy absolutnej stopy zwrotu w kontekście słabej hipotezy efektywności rynku finansowego. Jak już wspomniałem wyżej hipoteza, którą mają udowodnić badania jest źle, a przynajmniej niezręcznie sformułowana. Fundusze efektywne są to fundusze, które osiągają zakładane wyniki, np. na poziomie benchmarku, dodatnie stopy zwrotu, itd. Poza tym powstaje swego rodzaju niejasność metodyczna, gdyż badanie wyników funduszy inwestycyjnych jest raczej prowadzone w kontekście hipotezy silnej rynku efektywnego. Wychodzi się bowiem z założenia, że zarządzający funduszami mogą mieć dostęp do szerszej informacji niż „zwykli” uczestnicy rynku, a zatem mogą osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu. Wyższe stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych świadczyłyby zatem o braku efektywności silnej. W tym kontekście przeprowadzone przez Doktoranta badania budzą pewne wątpliwości. Wykorzystane w rozdziale metody badawcze nie budzą wprawdzie zasadniczych wątpliwości, gdyż są powszechnie wykorzystywane do badania losowego charakteru cen instrumentów finansowych, ale są one raczej wykorzystywane do badania pojedynczych aktywów a nie portfela aktywów. Oczywiście jednostka uczestnictwa czy certyfikat funduszu inwestycyjnego są też instrumentami finansowymi, ale jednak ich ceny uzależnione są od cen innych aktywów, z reguły finansowych.

Rozdział piąty pracy poświęcony jest badaniu możliwości wykorzystania zjawiska kointegracji pomiędzy cenami kontraktów terminowych na indeks WIG 20 oraz największych, wchodzących w jego skład spółek. Należy zgodzić się z Doktorantem, że korelacja jest relacją między dwiema zmiennymi i nie dowodzi związku o charakterze przyczynowo-skutkowym. Kointegracja oznaczająca długookresową zależność pomiędzy procesami finansowymi może stanowić lepsze narzędzie wyboru strategii inwestycyjnych. Jak już jednak zaznaczyłem wyżej występowanie zależności, zwłaszcza w długim okresie, pomiędzy indeksem a akcjami składającymi się na ten indeks (pomiędzy kontraktem futures indeksu a kontraktami futures na akcje wchodzące w skład indeksu) wydaje się być oczywiste. Nie kwestionując wyników obliczeń uzyskanych przez doktoranta, warto jednak zwrócić uwagę na pewne niejasności związane z kształtowaniem portfeli konstruowanych w oparciu o

zjawisko kointegracji. Na stronie 125 w tabelki 5. 4 zestawiono trzy portfele inwestycyjne składające się z kontraktów futures na akcje KGHM, PEKAO, PKN ORLEN oraz PKO BP. Zaskakujące są struktury poszczególnych portfeli, które wskazują na wysoce rozbieżne prognozy zmian cen poszczególnych kontraktów na akcje. Kontrakty terminowe na akcje poszczególnych spółek wyraźnie dzielą się na spadkowe i wzrostowe. Wątpliwości budzi także sposób doboru poszczególnych akcji do portfela. Np. w dniu 25 września 2009 roku portfel składał się z: -2,16% (krótkich?) kontraktów terminowych na akcje KGHM, 503,85% (długich?) PEKAO, -205,61% kontraktów na akcje PKN ORLEN i -196,08% akcji PKO BP. Przy tego typu eksperymentach przyjmuje się z reguły określoną wartość środków do zainwestowania, które są dzielone pomiędzy poszczególne instrumenty, których udział sumuje się do jedności (100%). W symulacji przedstawionej przez Doktoranta ta suma zainwestowanych środków kształtowana jest elastycznie (zmienia się); inaczej mówiąc jest nieograniczona. Krótka sprzedaż w przypadku kontraktów terminowych nie oznacza zwiększenia środków, jak w przypadku krótkiej sprzedaży akcji. Zarówno sprzedaż krótka jak i długa (w momencie zajmowania pozycji) mają takie same konsekwencje dla portfela; trzeba opłacić prowizję oraz wpłacić depozyt zabezpieczający. Postępując się powyżej przytoczonymi danymi oraz zakładając, że w symulacji przyjęto na początek określoną kwotę można stwierdzić, że w dniu 25 września 2009 roku musielibyśmy zainwestować sumę 9 razy większą. Dla takiej strategii koszty transakcyjne nie można by uznać za nieistotne. W symulacji pominięto także jeden istotny fakt. Chodzi mianowicie o to, że zmiany cen kontraktów terminowych mogą być tak istotne, że w trakcie jednego dnia wartość depozytu zabezpieczającego zmniejsza się poniżej poziomu minimalnego. Zachodzi wtedy konieczność jego uzupełnienia. Czy zatem hipotetyczny inwestor również ma nieograniczone możliwości uzupełniania tego depozytu? Moim zdaniem założenia przyjęte przez Doktoranta zbyt odrobinę odbiegają od rzeczywistości, aby wyniki eksperymentu można uznać za dające podstawy do oczekiwania, że proponowana przyniesie pozytywne absolutne stopy zwrotu.

Wnioski sformułowane przez Autora w końcowej części pracy na ogół mają potwierdzenie w uzyskanych wynikach badań, chociaż mogą rodzić pewne wątpliwości. Np. na stronie 91 podsumowując wyniki badań omawianych w rozdziale trzecim Doktorant stwierdza, że większość analizowanych funduszy osiąga wyniki lepsze niż benchmarki rynkowe, także ryzyko generowane przez większość funduszy



jest niższe niż ryzyko benchmarków. Z kolei w zakończeniu pracy na stronie 145 zamieszczono wniosek mówiący o tym, że fundusze ASZ nie realizują ponadprzeciętnego zysku.

Niejasna jest część tekstu (strona 147) mówiąca o ryzyku funduszy ASZ. Autor stwierdza, że wyniki przeprowadzonych badań pozwalają na stwierdzenie, że ryzyko generowane przez fundusze ASZ jest zdecydowanie niższe niż ryzyko benchmarków. To oczywiście jest dodatkowym argumentem na rzecz efektywności funduszy ASZ, które osiągają wyższe niż benchmarki stopy zwrotu przy niższym ryzyku. Stwierdzenie, że fundusze ASZ charakteryzują się wyższym ryzykiem niż fundusze obligacji jest oczywiste, nawet bez badań. W tym kontekście warto zauważyć, że w pracy nie rozróżnia się pomiędzy funduszami akcyjnymi (zrównoważonymi) a obligacyjnymi. Jeżeli wśród analizowanych funduszy występują fundusze obligacyjne, to ich wyniki powinny być poddane odrębnej analizie.

Trzeci wniosek z badań, dotyczący możliwości osiągnięcia absolutnych stóp zwrotu na polskim rynku kapitałowym z wykorzystaniem strategii opartej na modelowaniu ekonometrycznym z wykorzystaniem kointegracji stop zwrotu jest trudny do oceny ze względu na wskazane wyżej wątpliwości, dotyczące eksperymentu badawczego.

Podsumowując powyższe rozważania można stwierdzić, że recenzowana rozprawa, pomimo krytycznych czy polemicznych uwag sformułowanych wyżej stanowi wartościową pracę badawczą, spełniającą kryteria stawiane pracom doktorskim. Jej mocną stroną jest strona metodyczna. Autor rozprawy wykazał, że potrafi sprawnie posługiwać się złożonymi narzędziami ilościowymi wykorzystywanymi w badaniach ekonomicznych. Można nawet stwierdzić, że recenzowana rozprawa charakteryzuje się swego rodzaju asymetrią części metodycznej i merytorycznej. Zbyt duża ilość zastosowanych metod nie pozwala na jednoznaczne rozstrzygnięcia sformułowanych tez, a w wielu przypadkach prowadzi do mnożenia wątpliwości. Można także zauważyć, że Doktorant podjął w rozprawie zbyt wiele wątków, które nie były konieczne z punktu widzenia tematu pracy. Dotyczy to w szczególności badania efektywności słabej rynku finansowego. Jak już wspomniałem wcześniej wyniki funduszy inwestycyjnych są raczej analizowane w kontekście hipotezy silnej rynku kapitałowego.

3. Inne uwagi

Recenzowana rozprawa napisana jest na ogół dobrym językiem, co przy tak obszernej pracy, złożonej naturze badanego problemu oraz skomplikowanym wywodzie jest osiągnięciem godnym podkreślenia, wskazującym, że Doktorant nie tylko potrafi prowadzić badania naukowe, ale potrafi poprawnie posługiwać się językiem w wyjaśnianiu tej skomplikowanej materii, co nie jest częstym zjawiskiem. Pewne zastrzeżenia można natomiast zgłosić odnośnie do błędów formalnych, które w recenzowanej pracy nie należą do rzadkości.

4. Podsumowanie

Recenzowana rozprawa spełnia warunki stawiane rozprawom doktorskim, stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantów dyscyplinie finanse, a także dowodzi umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Uwagi sformułowane wyżej mają charakter polemiczny i nie umniejszają wartości naukowej pracy, którą oceniam pozytywnie, w związku z czym wnoszę o dopuszczenie do publicznej obrony rozprawy doktorskiej, której Autorem jest mgr Piotr Jaworski.

