

Dawid Dawidowicz

EFEKT NOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH AKCJI POLSKICH W LATACH 2005–2012

EFFECT OF NEW POLISH EQUITY INVESTMENT FUNDS IN 2005–2012

Katedra Analizy Systemowej i Finansów, Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie,
ul. K. Janickiego 31, 71-270 Szczecin,
e-mail: dawid.dawidowicz@zut.edu.pl

Summary. The last results of the research of new funds in Poland has shown that such funds can achieve average higher returns than the market during the first 12 months of their activity. The main goal of the article was to analyze new Polish equity investment funds and to confirm whether these investment funds are able to achieve better performance in comparison to the index WIG or not. A research was based on data of 20 new Polish equity investment funds during the period 2005–2012. The results of the research provide new evidence that cumulated average relative rate of return of new Polish equity investment funds was positive, that means these funds were better than the market. However not every rate of return of new Polish equity investment fund was better than the rate of return from index WIG, that is why it was impossible to clearly confirm the research hypothesis that the new Polish equity investment funds in 2005–2012 in the first twelve months of their activity outperformed the market. It also means that strategy based on the new investment funds can be a high risk investment.

Słowa kluczowe: efekt nowych funduszy inwestycyjnych, fundusze inwestycyjne, rynki rozwijające się.
Key words: effect of new investment funds, emerging markets, investment funds.

WPROWADZENIE

Inwestorzy poszukują skutecznych strategii inwestycyjnych, które przyniosłyby im ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji przy akceptowalnym przez nich poziomie ryzyka inwestycyjnego. W wyniku prób zaspokojenia oczekiwań inwestorów powstają nowe fundusze inwestycyjne nie tylko otwarte, ale także zamknięte o zróżnicowanych politykach inwestycyjnych i strategiach inwestycyjnych. Wyniki badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych pozwalają stwierdzić, że jeśli funduszom inwestycyjnym udaje się osiągnąć ponadprzeciętną stopę zwrotu, to zasadniczo dotyczy to wybranych i stosunkowo krótkich okresów (Dawidowicz 2008). Brakuje także potwierdzeń, że jeden fundusz może osiągać permanentnie ponadprzeciętne stopy zwrotu. Pewne szanse na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu wiążą się z nowymi oraz małymi funduszami inwestycyjnymi.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że badanie efektu małych spółek jest podobne do efektu nowych, dopiero powstających funduszy inwestycyjnych, jednak utożsamianie tego efektu w wypadku małych i nowych funduszy nie jest do końca uzasadnione, ponieważ nowe fundusze inwestycyjne nie zawsze muszą być funduszami akcyjnymi, nie muszą to być także fundusze akcji małych spółek, których kapitalizacja w okresie koniunktury wzrasta szybciej aniżeli spółek dużych. Nie zawsze też funduszami „małymi” są tylko fundusze nowe. Faktem jest jednak,

iż małe fundusze osiągają stosunkowo dobre wyniki (Schonberger 2011). Należy zaznaczyć, iż najczęściej charakteryzują się także większą zmiennością uzyskiwanych wyników, a więc wysokim ryzykiem inwestycyjnym. W literaturze światowej jest tylko kilka artykułów poświęconych badaniu wyników nowych funduszy inwestycyjnych (Marquardt i Tanzer 2008). Dowodzi się w nich istnienie zależności między małymi-nowymi funduszami inwestycyjnymi, a ich wynikami (Arteaga i in. 1998, Xiong i in. 2009). Jednak część zagranicznych wyników badań dostarcza dowodów, że nowe fundusze inwestycyjne osiągają słabsze wyniki niż istniejące już fundusze. Między takimi funduszami zauważono także zależność polegającą na tym, że nowe fundusze z mniejszymi przepływami pieniężnymi osiągają lepsze wyniki niż nowe fundusze z większymi przepływami pieniężnymi (Chun-An Li i Hong-Chih Ma 2010).

Celem artykułu jest zbadanie czy nowe fundusze inwestycyjne akcyjne uzyskują ponadprzeciętne stopy zwrotu w stosunku do wyników uzyskanych przez rynek opisany przez indeks WIG.

Badanie jest kontynuacją badań przeprowadzonych przez S. Buczka (2006), który, obserwując wyniki nowych funduszy inwestycyjnych, zauważył anomalię występującą na polskim rynku, zaprzeczającą w pewnym sensie teorii rynków efektywnych. Potwierdzenie takiej anomalii skutkowałoby możliwością stosowania nowej skutecznej i efektywnej strategii inwestowania.

W pracy postawiono następującą hipotezę badawczą: nowe fundusze inwestycyjne akcji polskich w latach 2005–2012 osiągnęły w pierwszych dwunastu miesiącach działalności wyniki lepsze od rynku opisanego przez indeks WIG.

ZAKRES ORAZ DANE DO BADAŃ

Okres badawczy obejmował lata 2005–2012, a przedmiotem badań objęto 20 nowych funduszy akcyjnych rynku polskiego, które powstały w tym czasie. Za fundusze akcyjne przyjęto te, które wchodziły w skład funduszy akcji polskich, zgodnie z klasyfikacją funduszy inwestycyjnych opracowaną przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (Przyporządkowanie funduszy 2012). Były to przede wszystkim fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

Dodatkowym założeniem było przyjęcie do badań tylko takich funduszy, które charakteryzowały się 12-miesięcznym okresem funkcjonowania oraz takich, które działały na koniec okresu badawczego. Wykaz funduszy przyjętych do badania zamieszczono w tabeli 1.

Tabela 1. Nowe fundusze inwestycyjne akcji polskich powstałe w latach 2005–2012

Nazwa funduszu	Początek wyceny
KBC Subfundusz Akcyjny	31.10.2006
Credit Agricole Akcyjny	30.11.2006
Noble Fund Akcji	29.12.2006
KBC Portfel Akcyjny SFIO	29.12.2006
Amplico Subfundusz Akcji Plus	31.01.2007
PKO Subfundusz Akcji Plus	31.05.2007
Subfundusz SKOK Akcji	31.07.2007
Allianz Akcji Plus	30.11.2007
QUERCUS Agresywny	31.03.2008
Aviva Investors Nowych Spółek	30.04.2008
AXA FIO Subfundusz Akcji	31.07.2010
AXA FIO Subfundusz Akcji Big Players	31.07.2010
Copernicus Subfundusz Akcji	31.07.2010
SKOK FIO Etyczny 2	31.08.2010
Arka Prestiż Akcji Polskich Subfundusz	30.11.2010

cd. tab. 1.

Nazwa funduszu	Początek wyceny
Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja	31.12.2010
BPS FIO Subfundusz BPS Akcji	31.05.2011
Copernicus Subfundusz Akcji Dywidendowych	31.05.2011
Subfundusz Allianz Selektywny	30.06.2011
Subfundusz Ipopema Agresywny	30.12.2011

Źródło: opracowanie własne.

W badaniu pominięto m.in. sześć funduszy powstałych w 2012 roku ze względu na niepełny rok ich działalności: Altus FIO Parasolowy Subfundusz Akcji, Caspar Polskich Akcji, DB Funds FIO (Dynamiczny), Subfundusz Eques Akcji SFIO, Open Finance Akcji, Superfund Akcji. Ponadto pominięto fundusze, które powstały w tym czasie, ale zakończyły swoją działalność, a więc nie funkcjonowały na koniec 2012 roku.

METODYKA BADAŃ

W badaniu wykorzystano metodę zaproponowaną przez S. Buczka w artykule *Efekt nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) Akcji w Polsce* (Buczek 2006), polegającą na porównaniu wyników nowych funduszy z wynikami uzyskanymi przez rynek reprezentowany przez indeks WIG na podstawie relatywnych stóp zwrotu¹. Wykorzystanie tej metodyki w żaden sposób niemodyfikowanej miało na celu potwierdzenie lub zaprzeczenie wcześniejszym wynikom badań i miało umożliwić porównanie uzyskanych w badaniu wyników z poprzednimi wynikami.

W badaniu wykorzystano dane dotyczące miesięcznych stóp zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych w pierwszych 12 miesiącach ich funkcjonowania na rynku od momentu pierwszego pełnego miesiąca, w którym dokonana była wycena zbywanych przez te fundusze jednostek uczestnictwa.

Badanie przebiegało w kilku etapach. W pierwszej kolejności obliczono miesięczne stopy zwrotu badanych funduszy oraz stopy zwrotu indeksu giełdowego WIG.

W dalszej kolejności obliczono miesięczne relatywne do indeksu WIG stopy zwrotu, wykorzystując wzór (Buczek 2006):

$$u_{j,t} = \frac{1 + r_{j,t}}{1 + r_{WIG,t}} - 1$$

gdzie:

$u_{j,t}$ – miesięczna relatywna stopa zwrotu poszczególnych funduszy inwestycyjnych,

$r_{j,t}$ – miesięczna stopa zwrotu j -tego funduszu inwestycyjnego w danym okresie,

$r_{WIG,t}$ – miesięczna stopa zwrotu indeksu giełdowego WIG w danym okresie.

Dzieląc sumę relatywnych stóp zwrotu poszczególnych funduszy przez liczbę funduszy można uzyskać średnią relatywną stopę zwrotu dla całej próby. Wykorzystuje się w tym celu wzór (Buczek 2006):

$$u_{sr,t} = \frac{\sum_{j=1}^n u_{j,t}}{n}$$

¹ Zaproponowane przez S. Buczka porównanie wyników nowych funduszy inwestycyjnych z rynkiem reprezentowanym przez indeks WIG jest pewnym uproszczeniem. W wypadku funduszy inwestycyjnych akcyjnych w praktyce przyjmuje się benchmark, który jest złożony w 90% z indeksu WIG oraz w 10% ze średniej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych.

gdzie:

$u_{sr,t}$ – średnia relatywna stopa zwrotu dla poszczególnych miesięcy t w wypadku całej próby,
 n – liczba funduszy inwestycyjnych.

Ostatnim etapem w badaniu jest obliczenie skumulowanej średniej relatywnej stopy zwrotu dla okresu 12-miesięcznego. Oblicza się ją ze wzoru (Buczek 2006):

$$u_{sk} = \prod_{t=1}^{12} (1 + u_{sr,t}) - 1$$

gdzie:

u_{sk} – skumulowana średnia relatywna stopa zwrotu dla okresu 12-miesięcznego.

Zaproponowana metodyka ma kilka wad. Pierwsza polega na odniesieniu uzyskanych wyników badania do średniej relatywnej stopy zwrotu uzyskanej przez wszystkie nowe fundusze inwestycyjne, a także na obliczeniu średniej z różnych okresów, zarówno hossy, jak i bessy na giełdzie papierów wartościowych. Nie pozwala to na odniesienie się do efektu nowych funduszy inwestycyjnych wyłącznie w okresie hossy oraz efektu nowych funduszy w okresie bessy.

WYNIKI BADANIA

W tabeli 2 zamieszczono dane dotyczące poszczególnych relatywnych stóp zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych w stosunku do indeksu WIG.

Przeprowadzone badanie świadczy o tym, iż średnie wyniki nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w pierwszych 12 miesiącach ich działalności były lepsze od benchmarku jakim był indeks WIG. Warto także zauważyć, że część nowych funduszy inwestycyjnych rozpoczęła działalność w okresie koniunktury, a część w okresie dekonunktury na rynku finansowym. Ponadto nie wszystkie nowe fundusze akcji polskich osiągnęły dodatnią skumulowaną relatywną stopę zwrotu.

Dodatnią relatywną stopę zwrotu osiągnęło 13 funduszy (Credit Agricole Akcyjny, Noble Fund Akcji, PKO Subfundusz Akcji Plus, Subfundusz SKOK Akcji, Allianz Akcji Plus, QUERCUS Agresywny, Aviva Investors Nowych Spółek, AXA FIO Subfundusz Akcji Big Players, Arka Prestiż Akcji Polskich Subfundusz, Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja, BPS FIO Subfundusz BPS Akcji, Copernicus Subfundusz Akcji Dywidendowych, Subfundusz Allianz Selektywny) z 20 analizowanych. W wypadku siedmiu nowych funduszy (KBC Subfundusz Akcyjny, KBC Portfel Akcyjny SFIO, Amplico Subfundusz Akcji Plus, AXA FIO Subfundusz Akcji, Copernicus Subfundusz Akcji, SKOK FIO Etyczny 2, Subfundusz Ipopema Agresywny) skumulowana relatywna stopa zwrotu była ujemna. Dlatego wyniki przeprowadzonego badania nie przesądzają jednoznacznie o lepszych wynikach każdego nowego funduszu inwestycyjnego akcji polskich w pierwszym roku ich działalności w relacji do szerokiego rynku reprezentowanego przez indeks WIG. Na ostateczny wynik mogła mieć także wpływ liczba nowych funduszy inwestycyjnych w poszczególnych okresach koniunktury i dekonunktury na rynku.

Niemniej jednak skumulowana, średnia relatywna stopa zwrotu wszystkich nowych funduszy, powstałych w latach 2005–2012, w odniesieniu do WIG była dodatnia. Dzięki zastosowaniu w badaniu takiej samej metodyki można było porównać uzyskane wyniki z wynikami uzyskanymi przez S. Buczkę dotyczącymi efektu nowych funduszy inwestycyjnych powstałych w latach 2001–2004.

Tabela 2. Relatywne stopy zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w stosunku do indeksu WIG

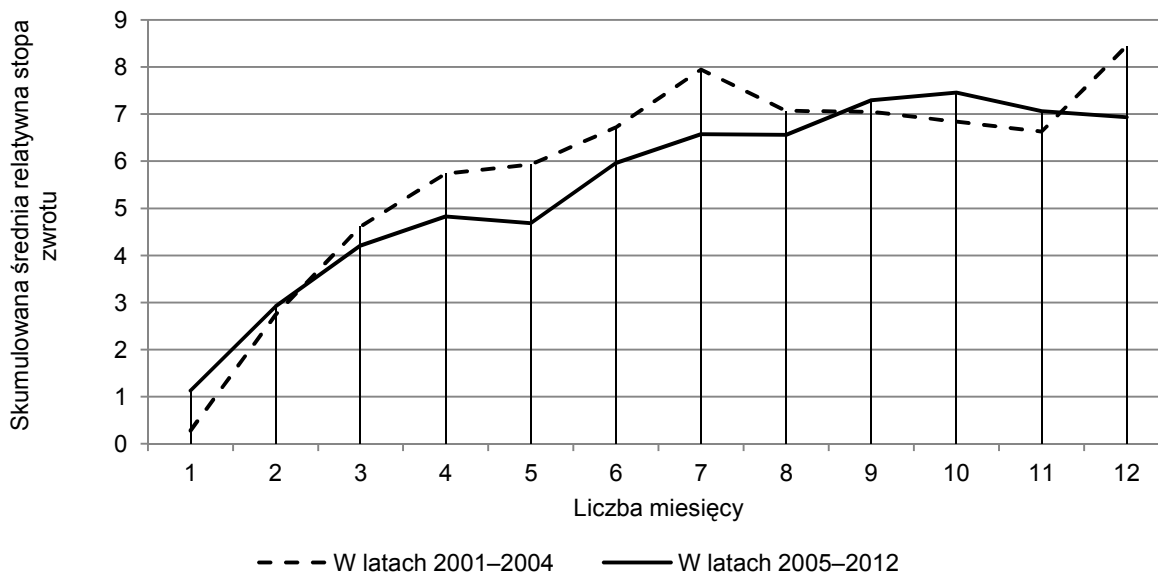
Nazwa funduszu	1. miesiąc	2. miesiąc	3. miesiąc	4. miesiąc	5. miesiąc	6. miesiąc	7. miesiąc	8. miesiąc	9. miesiąc	10. miesiąc	11. miesiąc	12. miesiąc
KBC Subfundusz Akcyjny	-0,97	0,84	-0,99	-1,11	-1,52	0,11	-0,41	-1,15	1,06	-0,02	-0,32	0,39
Credit Agricole Akcyjny	3,87	1	0,33	-4,06	-1,41	1,72	-1,39	4,72	-0,82	1,08	0,65	1,27
Noble Fund Akcji	2,32	2,07	1,69	3,08	2,73	-0,15	3,02	1,92	1,09	-0,36	1,14	0,4
KBC Portfel Akcyjny SFIO	-1,72	-2,53	-2,36	-0,88	-1,93	-0,62	2,59	-0,57	0,29	1,32	-0,39	-1,38
Amplico Subfundusz Akcji Plus	4,08	-1,21	3,3	-3,68	-0,44	-3,8	-1,47	2,32	-3,5	-1,92	0,3	-2,64
PKO Subfundusz Akcji Plus	5,87	7,58	3,91	2,47	0,4	8,7	4,07	0,01	1,71	-3,78	-1,87	0,19
Subfundusz SKOK Akcji	1,8	0,01	-0,14	1,65	1,37	3,14	0,41	-0,19	2,4	-1,06	3,51	-0,72
Allianz Akcji Plus	5,52	8,18	3,94	2,29	1,3	0,03	-1,15	-1,44	3,3	-3,85	-2,72	-1,99
QUERCUS Agresywny	1,25	-0,78	5,88	-2,53	2,5	2,72	10,51	2,15	-0,12	-2,02	2,92	-1,46
Aviva Investors Nowych Spółek	1,57	7,62	-1,32	2	2,75	3,09	0,42	-2,85	8,56	5,34	1,96	-0,18
AXA FIO Subfundusz Akcji	-0,93	-0,01	0,71	1,06	0,02	0,75	-0,88	0,15	-0,47	1,11	0,38	-2,33
AXA FIO Subfundusz Akcji Big Players	-0,28	-1,04	0,00	2,28	0,50	3,00	-1,34	0,26	-0,20	1,18	-0,51	-2,07
Copernicus Subfundusz Akcji	-0,33	0,05	-1,89	4,86	-3,30	-2,08	-1,97	-3,35	-0,95	-1,04	-2,03	0,02
SKOK FIO Etyczny 2	-1,79	-1,31	-0,67	-2,59	0,42	0,33	-0,88	-1,69	-3,27	2,32	-0,82	2,51
Arka Prestiż Akcji Polskich Subfundusz	-0,28	1,34	0,87	-2,00	-1,76	0,63	-0,10	-1,21	1,09	3,46	-1,86	0,49
Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja	1,51	3,34	0,45	-0,21	-1,66	-0,19	0,03	-4,93	-2,98	0,51	-1,72	8,44
BPS FIO Subfundusz BPS Akcji	2,58	2,03	2,12	0,05	-1,01	1,75	0,75	-0,66	-1,40	-1,01	-0,29	0,30
Copernicus Subfundusz Akcji Dywidendowych	2,15	0,55	3,63	6,63	-2,86	4,72	2,57	5,51	8,96	2,12	0,15	0,65
Subfundusz Allianz Selektywny	-2,02	8,19	5,30	4,18	-0,59	2,62	-1,90	1,34	-1,31	-0,73	-5,87	-4,57
Subfundusz Ipopema Agresywny	-1,62	-0,10	1,00	-1,10	1,59	-0,86	-0,63	-0,70	1,27	0,57	-0,37	0,00
Suma miesięcznych relatywnych stóp zwrotu	22,57	35,81	25,77	12,39	-2,91	25,61	12,26	-0,34	14,71	3,23	-7,76	-2,69
Średnia miesięczna relatywna stopa zwrotu	1,13	1,79	1,29	0,62	-0,15	1,28	0,61	-0,02	0,74	0,16	-0,39	-0,13
Skumulowana relatywna stopa zwrotu	1,13	2,92	4,21	4,83	4,68	5,96	6,58	6,56	7,29	7,45	7,07	6,93

Kolorem szarym zaznaczono wyniki funduszy, których skumulowana relatywna stopa zwrotu względem indeksu WIG była dodatnia.

Wiersze zaznaczone na biało oznaczają wyniki funduszy, których skumulowana relatywna stopa zwrotu względem indeksu WIG była ujemna.

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Obliczoną skumulowaną, względną stopę zwrotu 20 nowych funduszy inwestycyjnych, powstałych w latach 2005–2012, można było porównać ze skumulowaną względną stopą zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych akcyjnych powstałych w latach 2001–2004 (wykres 1).



Wykres 1. Skumulowana średnia relatywna stopa zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2001–2004 oraz 2005–2012 w odniesieniu do indeksu WIG (w %)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Przerywaną czarną linią oznaczono wartości skumulowanej średniej relatywnej stopy zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w relacji do indeksu WIG uzyskane przez S. Buczka w latach 2001–2004, natomiast linią czarną oznaczono wartości skumulowanej średniej relatywnej stopy zwrotu nowych funduszy akcji polskich w stosunku do indeksu WIG uzyskaną w tym badaniu w latach 2005–2012.

Na podstawie danych zawartych na wykresie 1 można stwierdzić, że wyniki z dwóch badanych okresów były do siebie zbliżone, a skumulowana, średnia relatywna stopa zwrotu nowych funduszy akcji polskich uzyskana w okresie 2005–2012 była o 1,52 punktu procentowego niższa od skumulowanej, średniej relatywnej stopy zwrotu funduszy akcji polskich uzyskanej w latach 2001–2004.

WNIOSKI

Wyniki przeprowadzonego badania dowodzą, iż na zastosowanej metodyce skumulowanej, średniej relatywnej stopy zwrotu nowe fundusze inwestycyjne akcji polskich osiągają w pierwszych 12 miesiącach działalności stopę zwrotu wyższą niż stopa zwrotu indeksu WIG. Może to świadczyć o pewnej anomalii na rynku funduszy inwestycyjnych, jednak ze względu na uproszczoną metodykę badania niezbędne jest pogłębienie tego badania na podstawie klasycznej metody oceny efektywności funduszy inwestycyjnych. Nie można jednoznacznie potwierdzić postawionej hipotezy, że nowe fundusze inwestycyjne akcyjne w latach 2005–2012 osiągnęły w pierwszych 12 miesiącach działalności wyniki lepsze od rynku. Odnosi się to wyłącznie do

uśrednionych wyników osiągniętych przez badane fundusze. Warto dodać, że ponadprzeciętność wyników uzyskanych przez nowe fundusze odnosiła się do większości, ale nie do wszystkich nowych funduszy akcji polskich. 35% nowych badanych funduszy inwestycyjnych nie uzyskało wyników lepszych od rynku, dlatego zastosowanie strategii inwestycyjnej opartej na inwestowaniu w nowe fundusze akcji polskich można, na tym etapie badania, uznać za ryzykowne.

PIŚMIENNICTWO

- Arteaga K.R., Ciccotello C.S., Grant C.T.** 1998. New Equity Funds Marketing and Performance, w: *Financ Anal. J.*, November/December, 48.
- Buczek S.** 2006. Efekt nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w Polsce, w: *Pr. Nauk. AE we Wrocławiu 1133, Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Red. W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga, Wydaw. AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław, 15–21.
- Chun-An Li, Hong-Chih Ma.** 2010. The Performance and Cash Flows of Newly Raised Funds, w: *Rev. of Pac. Bas. Financ. Mark. & Polic.*, Dec, Vol. 13 Issue 4, 539–557.
- Dawidowicz D.** 2008. Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności, Wydaw. CeDeWu, Warszawa, 105–15.
- Marquardt K., Tanzer A.** 2008. Best of the new funds, w: *Mutual funds*, 45–47.
- Przyporządkowanie funduszy i aktywa funduszy inwestycyjnych**, IZFA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>, 20.05.2013 r.
- Schonberger J.** 2011. A small funds with big gains, w: *Kiplinger's Personal Finance* 03, 54.
- Xiong J., Idzorek T., Chen P., Ibboston R.** 2009. Impact of Size and Flows on Performance for Funds of Hedge Funds, w: *J. Portfolio Management*, Winter, 118–130.