

CZYNNIKI MAKROEKONOMICZNE I MIKROEKONOMICZNE DETERMINUJĄCE EFEKTYWNOŚĆ OTWARTYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE W LATACH 2007-2017

Elżbieta WAŻNA

Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna im. ks. Bronisława Markiewicza, Instytut Ekonomii
i Zarządzania, Zakład Finansów i Rachunkowości, Jarosław; elzbieta.wazna@pwste.edu.pl

Streszczenie: Fundusze inwestycyjne w Polsce w chwili obecnej odgrywają istotną rolę na rynku finansowym w Polsce. Ta bardzo popularna forma lokowania wolnych środków finansowych na międzynarodowych rynkach finansowych, w państwach rozwiniętych gospodarczo, przez wiele lat w Polsce niedoceniona z czasem zyskała sobie coraz większe uznanie i zyskała na znaczeniu na polskim rynku finansowym. Głównym celem artykułu jest analiza czynników makroekonomicznych i mikroekonomicznych determinujących rozwój otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2017.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, rynek kapitałowy, efektywność.

MACROECONOMIC AND MICROECONOMIC FACTORS DETERMINATING EFFECTIVENESS OF OPEN INVESTMENT FACILITIES IN POLAND IN THE YEARS 2007-2017

Abstract: Currently, investment funds play an important role on the Polish financial market. This form of investing available funds on international financial markets, widely popular in economically developed countries, however for many years underestimated in Poland, is becoming more and more recognized and appreciated on the Polish financial market. The main aim of the article is to analyse the micro and macroeconomic factors which determine the development of open-end investment funds in Poland in years 2007-2017.

Keywords: investment funds, capital market, efficiency.

Wstęp

W Polsce fundusze inwestycyjne występują na rynku finansowym od kilkunastu lat. W tym czasie wpływ na efektywność ich działalności miała nie tylko sytuacja gospodarcza, ale także zmiany legislacyjne dotyczące funduszy i ich uczestników. Do rozwoju tego rynku w znacznej mierze przyczyniły się również działania podejmowane przez same fundusze inwestycyjne. W kolejnych latach odpowiadając na potrzeby podmiotów indywidualnych i instytucjonalnych, towarzystwa zarządzające funduszami budowały w ich ramach portfele inwestycyjne o różnym stopniu ryzyka inwestycyjnego. Głównym celem tych działań było osiągnięcie dla danego rodzaju funduszu jak najwyższej stopy zwrotu, która odzwierciedlałaby oczekiwania jego uczestników, a także przyciągała potencjalnych posiadaczy jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych.

Zagadnienia związane z rynkiem funduszy inwestycyjnych są tematem szerokiej dyskusji w literaturze światowej, szczególnie amerykańskiej, gdyż właśnie w Stanach Zjednoczonych rynek funduszy inwestycyjnych osiągnął relatywnie najwyższy stopień rozwoju w skali gospodarki światowej. W Polsce na instytucje te zwraca się coraz więcej uwagi, skupiając się głównie na okresowych badaniach empirycznych dotyczących ich dochodowości i efektywności, które są wartościowym źródłem informacji dla podmiotów zainteresowanych lokowaniem swoich oszczędności na tym rynku, przede wszystkim dlatego, że pozwalają ocenić jakość zarządzania funduszami i porównywać ich konkurencyjność z innymi formami lokaty kapitałów pieniężnych.

Istotnym wydaje się również zauważyć, iż interakcje pomiędzy podażą a popytem powodują rozwój sektora związanego z funduszami powierniczymi, jak i każdego innego sektora działalności ekonomicznej. Ogólnie mówiąc, te same czynniki, które mają wpływ na podaż funduszy powierniczych, kształtują także ich popyt. Na przykład, poziom dochodu i zamożności jest, albo powinien być, głównym czynnikiem determinującym popyt na inwestycje w fundusze powiernicze, jednakże dochód i poziom zamożności mają wpływ także na podaż na takie usługi (poprzez ich wpływ na infrastrukturę rynku i obecność wykwalifikowanych specjalistów). Podobnie, rozwój rynku papierów wartościowych jest istotnym czynnikiem w pobudzaniu popytu, ale też pomaga przy promowaniu zapotrzebowania na usługi związane z funduszami powierniczymi. Dostępność jak i niedobór odpowiednich narzędzi finansowych jest czynnikiem, który ograniczającym rozwój funduszy powierniczych w wielu krajach. Zdarza się również, że konkretny czynnik ma znaczenie nadrzędne dla rozwoju funduszy. Przykładowo, brak przepisów związanych z funduszami powierniczymi zapobiega lub opóźnia założenie funduszy powierniczych w wielu krajach (np. w Jordanii). Istotną rolę w pobudzaniu/ograniczaniu rozwoju funduszy powierniczych odgrywają także ograniczenia związane ze sprawowaniem nadzoru nad funduszami. Nie bez znaczenia są tu również zasady podatkowe.

Głównym celem rozważań prowadzonych przez autorkę jest analiza czynników makroekonomicznych i mikroekonomicznych determinujących rozwój otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2017. Ponadto postanowiono zweryfikować następującą hipotezę badawczą: Efektywność inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2017 zależała głównie od umiejętności doboru instrumentów finansowych do funduszu oraz czynników mikroekonomicznych: wyników funduszy inwestycyjnych, rozwoju rynku pod względem produktowym, wielkości i struktury kosztów w funduszach inwestycyjnych oraz wielkość rodziny funduszy, stopnia rozbudowania sieci sprzedaży intensywności działań marketingowych. Do porządkowania liniowego funduszy inwestycyjnych pod względem stopnia efektywności zarządzania aktywami wykorzystano metodę unitaryzacji zerowanej (MUZ).

1. Makroekonomiczne i mikroekonomiczne czynniki efektywności inwestowania otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2007-2017

Fundusze zbiorowego inwestowania są uważane za jedną z najbardziej udanych i skutecznych innowacji finansowych. Występują one niemal we wszystkich gospodarkach świata, w których odgrywają rolę albo potężnej siły ekonomicznej, albo niewielkiej instytucji finansowej o marginalnym znaczeniu (Khorana, Servaes, Tufano, 2005). Różnice w znaczeniu tych podmiotów w gospodarkach poszczególnych krajów są wynikiem oddziaływania wielu czynników, które wpływając na rynek tych instytucji, hamują lub pogłębiają jego rozwój.

W literaturze przedmiotu nie wypracowano całościowej systematyki czynników wpływających na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych, najczęściej skupiano się na związanych z nimi zagadnieniach mikroekonomicznych, rzadziej makroekonomicznych. Czynniki wpływające na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych można podzielić na ekonomiczne, w tym makroekonomiczne i mikroekonomiczne, legislacyjno-fiskalne oraz społeczno-psychologiczne (Gabryelczyk, 2006).

Czynniki mikroekonomiczne to czynniki kształtujące wielkość i strukturę krajowych rynków funduszy inwestycyjnych najważniejszą rolę odgrywają (Borkowski, 2010):

- stopy zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych,
- wielkość kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych,
- skłonność do oszczędzania.

Do czynników makroekonomicznych i mikroekonomicznych, które mogą oddziaływać na efektywność funduszy zaliczono (Kuciński, 2010):

- miernik potencjału gospodarczego (PKB),
- wskaźniki koniunktury rynkowej (WIG, WIG20, mWIG40, SWIG80 i WIG30),
- wartość oszczędności gospodarstw domowych,
- aktywa funduszy inwestycyjnych.

Aby zbadać, które czynniki makro i mikroekonomiczne wykazują statystycznie istotny związek ze wskaźnikami efektywnościowymi funduszy akcji, obligacji, rynku pieniężnego i zrównoważonych wykorzystano testy Kołmogorova-Smirnova. Przy czym za fundusze o normalnym rozkładzie stóp zwrotu uważano te, w przypadku których wartości testu były większe niż wartość krytyczna i istotnie statystycznie.

Tabela 1.

Macierz korelacji liniowych między czynnikami makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi i wskaźnikami efektywnościowymi funduszy akcji

Zmienne	PKB	WIG	WIG20%	mWIG40%	sWIG80%	WIG 30%	Aktywa funduszy inwestycyjnych	Oszczędności gospodarstw domowych
R _p	0,135 (0,47)	0,859 (0,000)	0,800 (0,000)	0,808 (0,000)	0,848 (0,000)	-0,387 (0,000)	-0,067 (0,322)	-0,228 (0,001)
S _p	-0,021 (0,758)	0,016 (0,819)	-0,033 (0,632)	-0,052 (0,447)	0,203 (0,018)	0,211 (0,021)	-0,317 (0,000)	0,196 (-0,196)
CV _p	-0,264 (0,001)	-0,535 (0,000)	-0,526 (0,000)	-0,546 (0,000)	-0,448 (0,000)	-0,400 (0,000)	0,167 (0,033)	0,278 (0,000)
RP	0,152 (0,025)	0,881 (0,000)	0,801 (0,000)	0,836 (0,000)	0,837 (0,000)	-0,369 (0,000)	0,041 (0,547)	-0,129 (0,059)
Beta	0,130 (0,056)	-0,200 (0,003)	0,175 (0,003)	-0,207 (0,010)	-0,170 (0,002)	-0,11 (0,049)	-0,123 (0,071)	0,153 (0,024)
DR	0,156 (0,021)	-0,272 (0,000)	-0,235 (0,000)	0,313 (0,000)	0,318 (0,000)	-0,163 (0,075)	-0,011 (0,868)	-0,99 (0,146)
J	0,196 (0,004)	-0,070 (0,308)	-0,089 (0,193)	-0,016 (0,818)	-0,208 (0,016)	-0,175 (0,056)	-0,254 (0,000)	-0,300 (0,000)
S _p	-0,249 (0,00)	0,834 (0,000)	0,792 (0,000)	0,816 (0,000)	0,793 (0,000)	-0,383 (0,000)	-0,034 (0,217)	-0,232 (0,001)
AS	0,131 (0,054)	-0,110 (0,106)	-0,142 (0,036)	-0,017 (0,802)	0,191 (0,027)	-0,173 (0,058)	-0,264 (0,000)	-0,288 (0,000)
T _p	0,135 (0,047)	0,837 (0,000)	0,737 (0,000)	0,815 (0,000)	0,767 (0,000)	-0,377 (0,000)	0,095 (0,164)	-0,060 (0,376)
M2	0,140 (0,039)	0,841 (0,000)	0,768 (0,000)	0,780 (0,000)	0,806 (0,000)	-0,345 (0,000)	-0,046 (0,503)	-0,190 (0,005)
TE	-0,056 (0,411)	-0,093 (0,174)	-0,076 (0,267)	-0,157 (0,021)	-0,426 (0,000)	0,452 (0,000)	0,246 (0,000)	-0,318 (0,000)
IR	-0,118 (0,084)	0,342 (0,00)	-0,377 (0,000)	-0,221 (0,001)	-0,126 (0,144)	-0,022 (0,808)	-0,037 (0,591)	0,008 (0,902)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych www.money.pl, 10.02.2018.

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że efektywność funduszy akcyjnych mierzona wskaźnikami Sharpa, Treynora, Modiglianiego jest istotnie skorelowana z poziomem indeksów giełdowych WIG, WIG20, mWIG40, i sWIG80, z WIG30 wartością tych indeksów oraz aktywami funduszy inwestycyjnych i oszczędnościami gospodarstw domowych istotne skorelowanie wykazuje również wskaźnik średniej premii za ryzyko (RP), wskaźnik względnego ryzyka CV_p, stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego R_p.

Ważnym problemem, o którym warto wspomnieć jest fakt, że wyniki osiągnięte przez fundusze są determinowane przez szereg rozmaitych czynników. Relacja pomiędzy oczekiwanym dochodem, a poziomem ryzyka zależy w głównej mierze od strategii inwestycyjnej przyjętej przez dany fundusz oraz od rodzaju dokonywanych lokat. Wyniki funduszy akcyjnych uzależnione są od koniunktury na giełdzie, zaś wyniki funduszy obligacji i rynku pieniężnego od poziomu stóp procentowych oraz ich zmian. W przypadku funduszy inwestycyjnych za granicą dodatkowym czynnikiem ryzyka jest zmienność kursu walutowego. Wyniki funduszy inwestycyjnych zależą też pośrednio od ogólnych warunków gospodarczych w tym cyklu koniunkturalnego, inflacji, polityki monetarnej i fiskalnej oraz także od globalnego rozwoju kapitałowego oraz dostępności instrumentów finansowych. Na dochody uzyskiwane za pośrednictwem poszczególnych funduszy inwestycyjnych ma również wpływ skuteczność zarządzanych nimi specjalistów oraz wysokość ponoszonych przez fundusze kosztów. Rolę promotora przyciągającego nowych klientów do funduszy inwestycyjnych coraz częściej pełnią zyski z inwestycji w jednostkach funduszy oraz bardzo niskie oprocentowanie lokat w alternatywne instrumenty finansowe.

Uzyskane wyniki w tabeli 2 są dowodem na to, że tylko wskaźnik Alfa Sharpe'ego (AS), Modigliani (M^2), Miara ryzyka względnego, oraz błędu odwzorowania (TE), wykazuje statystycznie istotną i dodatnią współzależność z poziomem indeksu giełdowego WIG, WIG20, mWIG40. Istotne skorelowanie jest widoczne także między oszczędnościami gospodarstw domowych i aktywami funduszy inwestycyjnych z (S_p) odchyleniem standardowym, (RP) premią za ryzyko, (AS) Alfa Sharpe'a, (T_p) wskaźnikiem Treynora.

Oceniając wyniki funduszy inwestycyjnych musimy zdawać sobie sprawę z narzuconych prawem ograniczeń i wiedzieć, że wymóg dywersyfikacji aktywów funduszu (czyli odpowiedniego rozproszenia portfela) na papiery wartościowe wielu emitentów skutkuje tym, że wyniki najlepiej zarządzanych funduszy nie mają szans z bezpośrednimi inwestycjami w pojedyncze spółki giełdowe, które w długim terminie okażą się najlepsze, a z drugiej fundusze najgorzej zarządzane (czyli osiągające najniższy wzrost wartości) w długim terminie nie dają nadziei żeby ich wynik był tak słaby jak wzrost wartości akcji spółek, które pomimo obiecujących perspektyw, okazały się spółkami osiągające najniższe zyski a tym samym najniższy wzrost rynkowej wartości swoich akcji.

Tabela 2.

Macierz korelacji liniowych między czynnikami makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi i wskaźnikami efektywnościowymi funduszy obligacji

Wskaźniki	PKB	WIG	WIG 20%	mWIG 40%	sWIG 80%	WIG 30%	Aktywa funduszy inwestycyjnych w mld zł	Wartość oszczędności gospodarstw domowych w mld
Rp	-0,321 (0,000)	-0,314 (0,000)	-0,211 (0,002)	0,393 (0,234)	0,161 (0,062)	0,200 (0,029)	-0,330 (0,000)	-0,155 (0,023)
Sp	-0,080 (0,241)	0,022 (0,746)	0,098 (0,155)	-0,033 (0,630)	0,030 (0,726)	0,152 (0,098)	-0,479 (0,000)	-0,380 (0,000)

cd. tabeli 2.

CV _p	0,234 (0,001)	0,373 (0,000)	0,299 (0,000)	-0,418 (0,000)	-0,186 (0,034)	-0,119 (0,204)	0,014 (0,844)	-0,082 (0,244)
RP	-0,629 (0,130)	0,613 (0,143)	0,596 (0,158)	0,593 (0,161)	0,689 (0,087)	0,123 (0,793)	-0,327 (0,000)	-0,289 (0,000)
Beta	0,048 (0,484)	0,018 (0,789)	0,025 (0,715)	0,017 (0,803)	0,062 (0,475)	-0,090 (0,330)	-0,054 (0,429)	-0,033 (0,632)
DR	-0,053 (0,437)	0,289 (0,000)	0,208 (0,002)	0,316 (0,000)	0,326 (0,000)	0,002 (0,985)	0,251 (0,000)	0,215 (0,002)
S _p	0,010 (0,883)	0,079 (0,251)	0,107 (0,117)	-0,071 (0,303)	-0,037 (0,670)	-0,082 (0,371)	-0,141 (0,040)	0,117 (0,087)
AS	0,134 (0,051)	-0,402 (0,000)	-0,398 (0,000)	-0,515 (0,000)	-0,167 (0,054)	-0,063 (0,498)	-0,027 (0,697)	-0,193 (0,005)
T _p	-0,052 (0,450)	0,082 (0,233)	0,058 (0,396)	-0,031 (0,647)	-0,006 (0,948)	-0,120 (0,191)	0,328 (0,000)	-0,284 (0,000)
M ²	-0,206 (0,002)	-0,234 (0,001)	-0,157 (0,022)	-0,324 (0,000)	-0,135 (0,119)	0,103 (0,264)	-0,150 (0,028)	-0,027 (0,698)
TE	-0,016 (0,813)	0,366 (0,000)	0,419 (0,000)	0,383 (0,000)	0,330 (0,163)	-0,128 (0,907)	0,176 (0,10)	-0,344 (0,000)
IR	-0,072 (0,293)	0,032 (0,639)	-0,063 (0,359)	-0,062 (0,368)	0,148 (0,086)	-0,005 (0,960)	-0,092 (0,179)	-0,096 (0,162)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych www.money.pl, 10.02.2018.

Wyniki w tabeli 3 świadczą o tym, że wskaźnik beta portfela, Alfa Sharpe'a, (AS) Treynora (T_p), Modigliani (M²) wykazuje statystycznie istotną i dodatnią współzależność z poziomem indeksu giełdowego WIG, WIG20 i sWIG80. Ponadto zaobserwowano istotną współzależność pomiędzy współczynnikiem Sharpa i wartością oszczędności gospodarstw, aktywów funduszy inwestycyjnych a wskaźnikami S_p i R_p.

Z uwagi na odmienną politykę inwestycyjną prowadzoną przez cztery wskazane kategorie funduszy inwestycyjnych (tab. 1-4) zasadne wydaje się przyjęcie założenia, że zmiany struktury rynku finansowego wpływają w różny sposób na fundusze lokujące swoje aktywa w instrumenty dłużne oraz te inwestujące w instrumenty udziałowe. Jednocześnie należy mieć na uwadze fakt, że fundusze należące do kategorii funduszy zrównoważonych lokują aktywa zarówno w instrumenty dłużne, jak i udziałowe.

Rozważając potencjał funduszy lokujących w instrumenty udziałowe, należy wziąć pod uwagę dwie cechy charakteryzujące rynek takich instrumentów:

- wielkość rynku instrumentów udziałowych, tj. wartość wyemitowanych instrumentów będących przedmiotem notowań, która jest równa kapitalizacji giełd papierów wartościowych funkcjonujących na danym rynku,
- głębokość rynku instrumentów udziałowych, tj. płynność instrumentów udziałowych będących przedmiotem notowań.

Natomiast skądźnik Alfa Sharpa (AS), stopa zwrot funduszy (S_p), ryzyko względne (CV_p), premia za ryzyko (RP), Alfa Jensena (J) stanowi statystycznie istotną i dodatnią współzależność z poziomem indeksu giełdowego WIG, WIG20, mWIG40 i sWIG80 (tab 4).

Tabela 3.

Macierz korelacji liniowych między czynnikami makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi i wskaźnikami efektywnościowymi funduszy rynku pieniężnego

Wskaźnik	PKB	WIG	WIG20%	mWIG40%	sWIG80%	WIG 30%	Aktywa funduszy inwestycyjnych w mld zł	Wartość oszczędności gospodarstw domowych w mld
Rp	-0,101 (0,195)	0,350 (0,000)	0,420 (0,000)	0,098 (0,211)	0,173 (0,045)	0,037 (0,687)	-0,484 (0,000)	-0,321 (0,000)
Sp	-0,122 (0,650)	0,345 (0,000)	0,478 (0,000)	-0,111 (0,155)	-0,130 (0,133)	0,064 (0,488)	-0,485 (0,000)	-0,407 (0,000)
CVp	-0,026 (0,742)	0,089 (0,257)	0,224 (0,004)	-0,014 (0,857)	-0,066 (0,450)	0,054 (0,562)	-0,137 (0,079)	-0,198 (0,011)
RP	0,053 (0,497)	0,618 (0,000)	0,637 (0,000)	0,403 (0,000)	0,504 (0,000)	-0,021 (0,822)	-0,519 (0,000)	-0,491 (0,000)
Beta	0,028 (0,725)	-0,235 (0,002)	-0,180 (0,020)	-0,210 (0,007)	-0,264 (0,002)	0,010 (0,917)	-0,096 (0,218)	0,092 (0,240)
DR	0,037 (0,632)	-0,163 (0,036)	-0,039 (0,619)	-0,208 (0,007)	-0,242 (0,005)	0,067 (0,466)	-0,017 (0,831)	-0,087 (0,265)
Sp	0,029 (0,714)	0,595 (0,000)	0,645 (0,000)	0,361 (0,000)	0,438 (0,000)	0,031 (0,737)	-0,552 (0,000)	-0,513 (0,000)
AS	0,044 (0,571)	-0,355 (0,000)	-0,362 (0,000)	-0,384 (0,000)	-0,123 (0,154)	-0,242 (0,008)	0,436 (0,000)	0,314 (0,000)
Tp	-0,045 (0,052)	0,414 (0,000)	0,488 (0,000)	-0,267 (0,070)	0,232 (0,191)	-0,041 (0,349)	-0,354 (0,000)	-0,194 (0,012)
M2	-0,151 (0,251)	0,295 (0,360)	0,320 (0,280)	0,141 (0,545)	0,113 (0,542)	0,086 (0,515)	-0,423 (0,178)	-0,613 (0,143)
TE	0,103 (0,187)	-0,374 (0,000)	-0,432 (0,000)	-0,137 (0,077)	-0,181 (0,035)	-0,056 (0,545)	-0,472 (0,000)	0,300 (0,000)
IR	-0,65 (0,408)	-0,071 (0,364)	-0,056 (0,473)	-0,057 (0,469)	-0,099 (0,253)	0,057 (0,535)	0,136 (0,081)	0,147 (0,059)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych money.pl, 10.02.2018.

Wśród innych czynników, które mogą wpływać na kształtowanie krajowego rynku funduszy inwestycyjnych i kierunek jego rozwoju, rozważyć należy także wpływ poziomu inflacji oraz rynkowych stóp procentowych (Dawidowicz, 2011): kredytu lombardowego, redyskonta referencyjnej i depozytowej.

Obniżanie stóp procentowych wpływało na kształtowanie się rentowności bonów skarbowych oraz rentowności obligacji, zwłaszcza obligacji o stałym oprocentowaniu. Wysokie wartości stóp procentowych w gospodarce narodowej w latach 1997-2014 wpłynęły przede wszystkim na wyniki inwestycyjne funduszy dłużnych oraz funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego.

Tabela 4.

Macierz korelacji liniowych między czynnikami makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi i wskaźnikami efektywnościowymi funduszy zrównoważonych

Zmienne	PKB	WIG	WIG20%	mWIG40%	sWIG80%	WIG 30%	Aktywa funduszy inwestycyjnych w mld zł	Oszczędności gospodarstw domowych w mld zł
Rp	-0,014 (0,859)	0,694 (0,000)	0,675 (0,000)	0,633 (0,000)	0,539 (0,000)	-0,194 (0,033)	-0,225 (0,003)	-0,267 (0,000)
Sp	-0,164 (0,034)	0,586 (0,000)	0,536 (0,000)	0,493 (0,000)	0,409 (0,000)	0,188 (0,038)	-0,229 (0,003)	-0,082 (0,288)
CVp	-0,183 (0,019)	0,282 (0,000)	0,251 (0,001)	0,322 (0,000)	0,265 (0,002)	-0,119 (0,198)	-0,024 (0,759)	0,026 (0,742)
RP	0,119 (0,128)	0,265 (0,001)	0,220 (0,005)	0,220 (0,004)	0,132 (0,126)	-0,060 (0,515)	-0,089 (0,258)	0,073 (0,350)
Beta	0,036 (0,640)	-0,006 (0,937)	-0,019 (0,805)	-0,006 (0,938)	-0,019 (0,825)	0,018 (0,844)	-0,054 (0,485)	0,024 (0,761)
DR	0,018 (0,814)	-0,069 (0,375)	-0,092 (0,235)	-0,004 (0,961)	-0,070 (0,416)	0,009 (0,925)	0,136 (0,078)	0,143 (0,065)
J	-0,081 (0,294)	0,539 (0,000)	0,525 (0,000)	0,499 (0,000)	0,446 (0,000)	-0,178 (0,051)	-0,066 (0,392)	-0,123 (0,113)
Sp	-0,145 (0,060)	0,477 (0,000)	0,455 (0,000)	0,443 (0,000)	0,287 (0,001)	-0,082 (0,370)	-0,187 (0,220)	-0,089 (0,621)
AS	-0,173 (0,025)	0,267 (0,000)	0,269 (0,000)	0,443 (0,000)	0,261 (0,002)	-0,068 (0,457)	0,095 (0,644)	-0,038 (0,546)
Tp	-0,117 (0,133)	0,424 (0,000)	0,387 (0,000)	0,393 (0,000)	0,313 (0,000)	-0,173 (0,058)	-0,080 (0,301)	-0,037 (0,636)
M2	-0,137 (0,076)	0,719 (0,000)	0,710 (0,000)	0,639 (0,000)	0,648 (0,000)	-0,290 (0,001)	-0,316 (0,000)	-0,424 (0,000)
TE	0,086 (0,270)	-0,448 (0,000)	-0,447 (0,000)	-0,407 (0,000)	-0,333 (0,000)	0,046 (0,619)	0,084 (0,279)	0,188 (0,015)
IR	-0,159 (0,039)	-0,190 (0,014)	-0,208 (0,007)	-0,134 (0,082)	-0,113 (0,190)	0,119 (0,029)	0,000 (0,999)	0,101 (0,193)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych www.money.pl, 10.02.2018.

Inflacja, jak i poziom stóp procentowych nie mogą być uznawane za czynniki wpływające istotnie i bezpośrednio na wielkość krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, ale mogą one wpływać na zmiany struktury tego rynku, jak i współkształtować nasilenie i kierunek działania innych czynników ekonomicznych na ten rynek funduszy.

Z drugiej strony podkreślenia wymaga fakt, że wzrost poziomu inflacji przyczynia się do wzmocnienia postrzegania przez gospodarstwa domowe sytuacji makroekonomicznej jako niestabilnej i w konsekwencji powoduje wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych. Wobec niepewnego przyszłego wpływu inflacji na realną wartość dochodów i przyszłe kształtowanie się cen gospodarstwa domowe zwiększają sumę oszczędności, kierując się motywami ostrożnościowymi (Loayza, Schmidt-Hebbel, Serven, 2000) oraz zamiarem zachowania poziomu konsumpcji w przypadku utraty źródła dochodu. Jednocześnie brak w literaturze szczegółowych badań odnoszących się do przyczyn zwiększenia się wielkości oszczędności gospodarstw domowych w okresach wysokiej inflacji. Zwiększenie się sumy oszczędności może wynikać z (Borkowski 2010):

- zwiększenia wydatków na nabycie instrumentów finansowych,
- zmniejszania się wielkości zaciągniętych zobowiązań,
- zwiększenia wydatków na nabycie dóbr trwałych.

W okresach wysokiej inflacji daje się zauważyć zwiększony popyt gospodarstw domowych na instrumenty finansowe oraz dobra trwałe. Niepewność co do przyszłej sytuacji ekonomicznej i wartości pieniądza powoduje zmniejszenie się popytu na kredyty i w konsekwencji zmniejszenie się sumy zobowiązań gospodarstw domowych (Wachtel, 1977).

Jednocześnie spadek poziomu inflacji i jego stabilizacja na niskim poziomie sprzyja obniżaniu się stopy oszczędności gospodarstw domowych, przy czym wskazuje się, że z uwagi na dodatni wpływ stabilnej inflacji na wzrost gospodarczy i wzrost dochodów efekt ten jest krótkotrwały (Andres, Hernando 1998). Wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych oprócz inflacji pozostającej na niskim i stabilnym poziomie wymaga także jednoczesnego wystąpienia innych czynników wspomagających popyt na usługi zarządzania aktywami, do których w szczególności należą poziom wzrostu gospodarczego oraz wzrost dochodu per capita, a wśród czynników mikroekonomicznych – atrakcyjne stopy zwrotu z instrumentów dłużnych i udziałowych (Klapper, Sulla, Vittas, 2004).

2. Analiza czynników efektywności inwestowania w otwartych funduszach inwestycyjnych w Polsce z wykorzystaniem metody unitaryzacji zerowanej (MUZ)

Wybór funduszu inwestycyjnego zależy od stosunku inwestora indywidualnego do ryzyka oraz wyników, jakie fundusz inwestycyjny uzyskał we wcześniejszych okresach. Ocenę efektywności inwestycji zawsze przeprowadza się względem jakiegoś punktu odniesienia lub wzorca, którym może być oczekiwany przez inwestora zysk, mierzony stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Wśród metod pomiaru rezultatów uzyskanych przez fundusze inwestycyjne najbardziej znane i stosowane metody to poczynając od najprostszych – stopy zwrotu z jednostki uczestnictwa wraz z odchyleniem standardowym będącym miarą ryzyka, aż do metod opartych na CAPM. Oczywiście przed rozpoczęciem takiej analizy konieczne jest pogrupowanie funduszy uwzględniające ich politykę inwestycyjną. Osobno zatem analizowane będą wyniki funduszy akcji, obligacji rynku pieniężnego i funduszy zrównoważonych.

Do porządkowania liniowego funduszy inwestycyjnych pod względem stopnia efektywności zarządzania aktywami autorka zaproponowała metodę unitaryzacji zerowanej (MUZ). Metoda ta polega na budowie rankingu obiektów w oparciu o wartości zmiennej syntetycznej (agregatowej), której wartości obliczono według wzoru (Kukuła, 2000):

$$Q_i = \sum_{j=1}^s z_{ij} \quad (1)$$

gdzie:

s – liczba zmiennych,

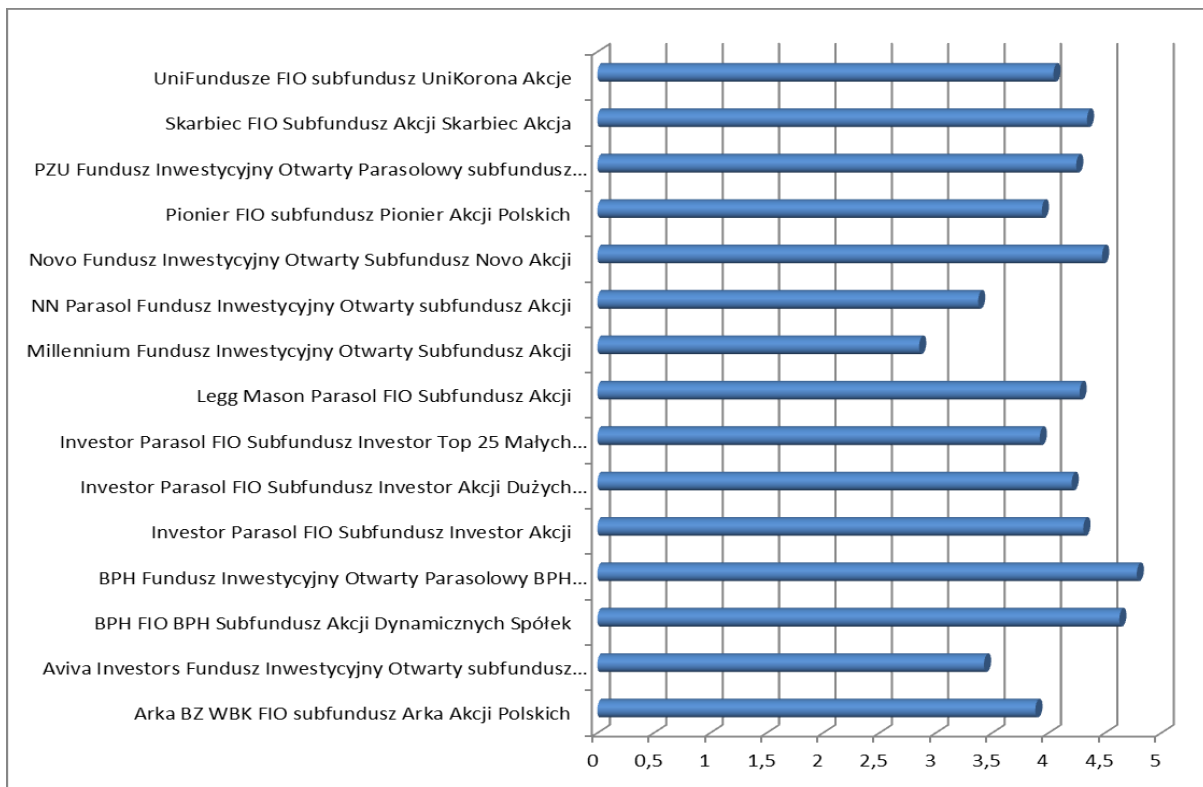
z_{ij} – wartości zmiennej unormowanej.

Sposób normowania zmiennej w metodzie MUZ zależy od jej charakteru, tj. czy jest ona stymulantą, destymulantą czy nominantą. W niniejszych porządkowanie funduszy prowadzono na podstawie cech, które były wyłącznie stymulantami, więc ich normowanie przeprowadzono według wzoru:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \min x_{ij}}{\max x_{ij} - \min x_{ij}} \quad (2)$$

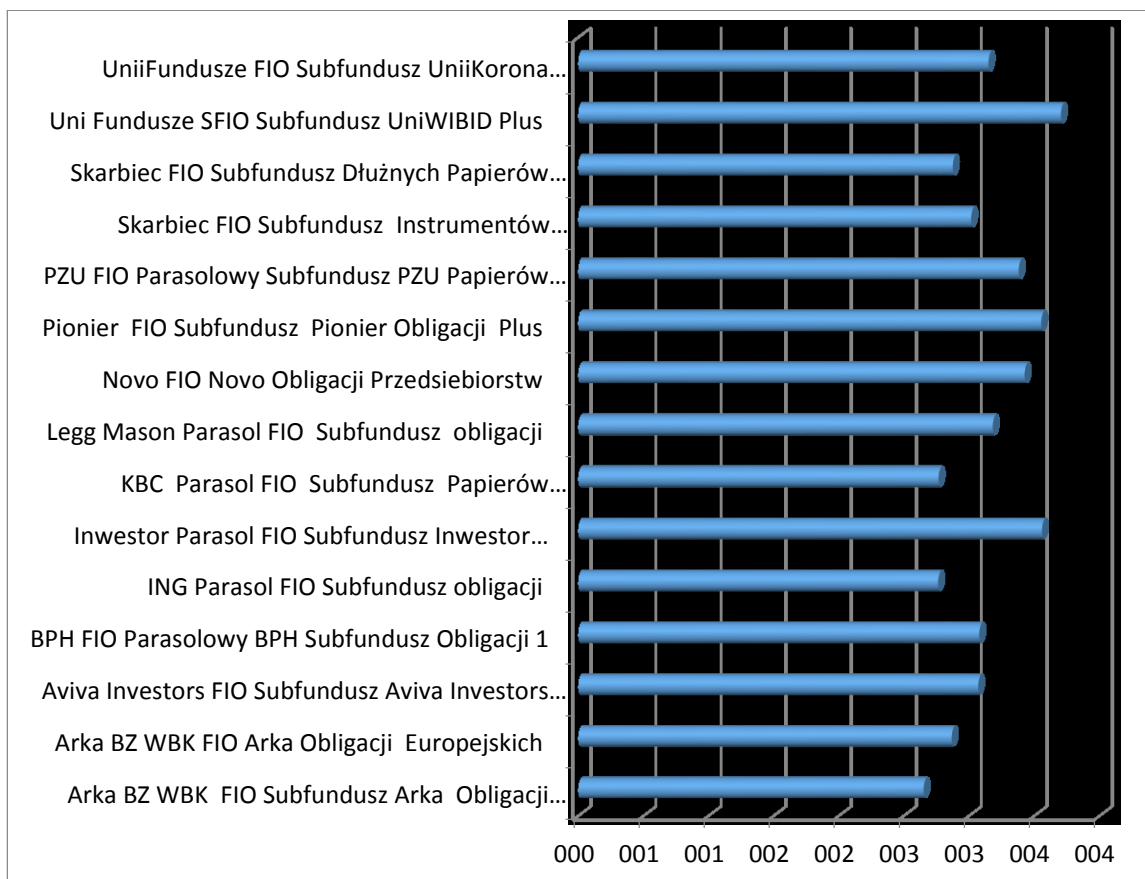
gdzie x_{ij} – oryginalna wartość zmiennej.

Im wyższa jest wartość zmiennej syntetycznej tym wyżej w rankingu plasuje się obiekt. Jak już wspomniano, porządkowanie funduszy przeprowadzono na podstawie wartości mierników ich efektywności, tj. wskaźnika Jensena, Sharpa, Alfa Sharpa, Treynora, Modiglianiego, wskaźnika informacyjnego IR, efektywnej stopy zwrotu i średniej premii za ryzyko. Rangowanie funduszy inwestycyjnych przeprowadzono odrębnie dla każdej z czterech grup funduszy: akcji, obligacji, rynku pieniężnego i zrównoważonych. Wyniki zilustrowano na rys. 2-5.



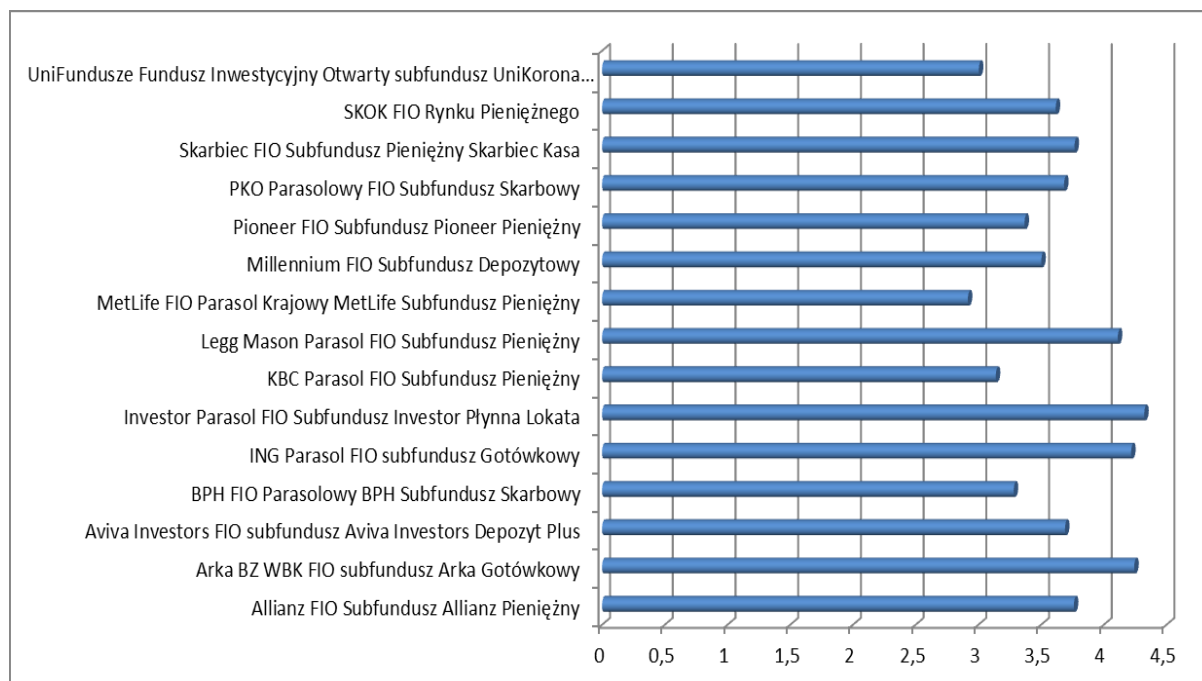
Rysunek 2. Wartości zmiennej syntetycznej w metodzie MUZ dla funduszy akcyjnych. Źródło: opracowanie własne.

Z rys. 2 wynika, że wśród funduszy akcji najwyższą efektywność osiągnęły: UniFundusze FIO subfundusz UniiKorona Akcje, Skarbiec FIO subfundusz Akcja, PZU Fundusz Inwestycyjnym Otwarty Parasolowy subfundusz Akcji Krakowiak, a najmniej efektywne były fundusze Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka Akcji Polskich, Aviva Investors Fundusz Inwestycyjny Otwarty subfundusz Akcji, BPH FIO BPH subfundusz Akcji Dynamicznych Spółek.



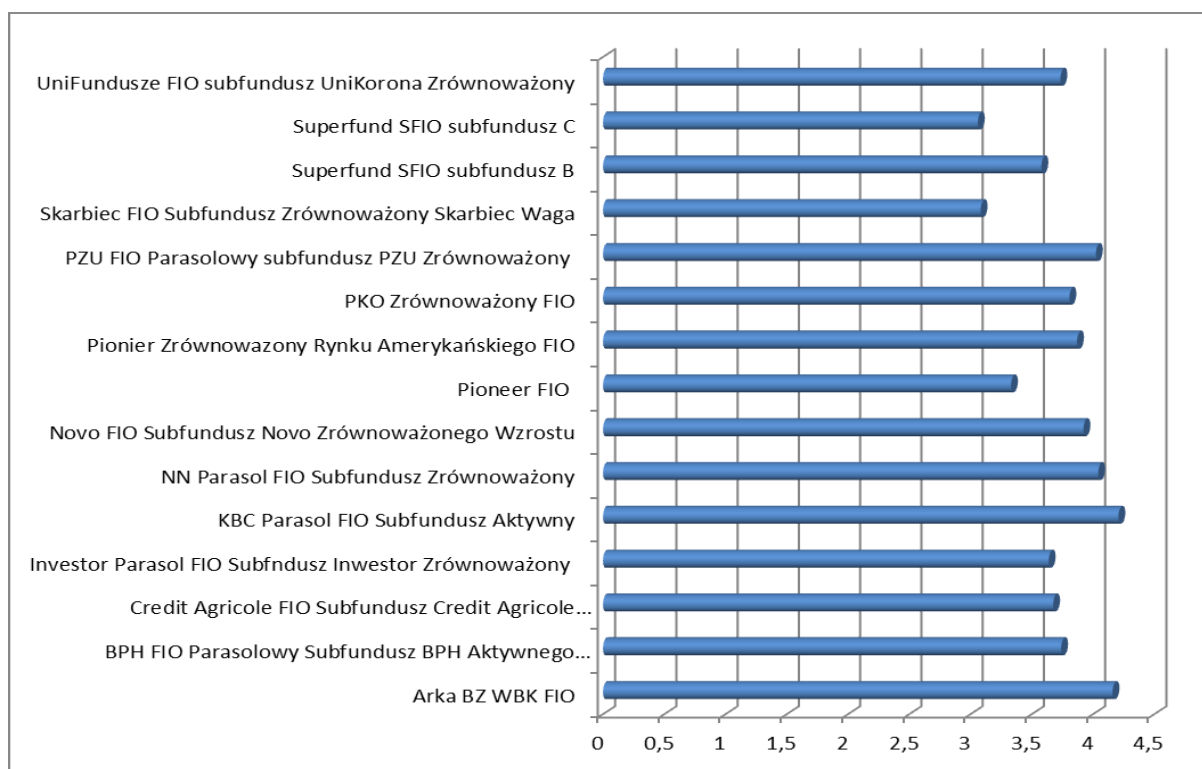
Rysunek 3. Wartości zmiennej syntetycznej w metodzie MUZ dla funduszy obligacji. Źródło opracowanie własne.

Z rys. 3 wynika, że wśród funduszy obligacji najwyższą efektywność osiągnęły: UniiFundusze FIO subfundusz UniiKorona Obligacji, UniiFundusze SFIO subfundusz UniWIBID Plus, Skarbiec FIO subfundusz Dłużnych Papierów Wartościowych, a najmniej efektywne były fundusze: Arka BZ WBK FIO Subfundusz Arka Obligacji Skarbowych, Arka BZ WBK FIO Arka Obligacji Europejskich i Aviva Investors FIO Subfundusz Aviva Investors Obligacji.



Rysunek 4. Wartości zmiennej syntetycznej w metodzie MUZ dla funduszy rynku pieniężnego. Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 4 można zauważyć, że wśród funduszy rynku pieniężnego najwyższą efektywność osiągnęły: UniFundusze Fundusz Inwestycyjny Otwarty subfundusz UniKorona Pieniężny, SKOK FIO Rynku Pieniężnego, Skarbiec FIO Subfundusz Pieniężny Skarbiec Kasa a najmniej efektywne były: Allianz FIO Subfundusz Allianz Pieniężny, Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka Gotówkowy, Aviva Investors FIO subfundusz Aviva Investors Depozyt Plus. Natomiast wśród funduszy zrównoważonych najwyższą efektywność osiągnęły: UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Zrównoważony, Superfund SFIO subfundusz C, Superfund SFIO subfundusz B, a najmniej efektywne były fundusze: Arka BZ WBK FIO Zrównoważony, BPH FIO Parasolowy Subfundusz BPH Aktywnego Zarządzania, Credit Agricole FIO Subfundusz Credit Agricole Dynamiczny Polski.



Rysunek 5. Wartości zmiennej syntetycznej w metodzie MUZ dla funduszy zrównoważonych. Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów IZTFI z dnia 10.02.2018.

Wykorzystanie wyżej wymienionych miar w praktyce nie jest do końca oczywiste, bowiem może nastręczać pewne problemy. Jeżeli do wyznaczenia ich wartości przyjmiemy niewłaściwą wersję modelu CAPM, wówczas uzyskane oceny efektywności zarządzania portfelem będą obciążone systematycznym błędem, zazwyczaj na korzyść portfeli charakteryzujących się niskim poziomem ryzyka. O ile pewne skorygowanie wskaźników Jensena i Treynora nie nastręcza większych trudności, o tyle w przypadku wskaźnika Sharpe'a stanowi to poważny problem. (Haugen, 1996), Wartości wskaźników Jensena i Treynora, a tym samym zysk różnicowy, mogą być dodatkowo wypaczone przez wybór niewłaściwego indeksu rynku. Wiadomo, że indeksy giełdowe, nawet te najbardziej obszerne, mogą być zaledwie zniekształconym przybliżeniem prawdziwego portfela rynkowego.

Jedną z podstawowych ról, jaką pełnią fundusze inwestycyjne na rynku finansowym, jest mobilizowanie oszczędności celem transmisji ich od podmiotów posiadających nadwyżki środków pieniężnych do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał. W konsekwencji na zapotrzebowanie na usługi funduszy i innych pośredników finansowych wpływ będzie miała wielkość oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa domowe, a rozwój krajowego rynku funduszy spowodowany napływem środków będzie powiązany z pojawianiem się nowych oszczędności na rynku oraz popularnością funduszy inwestycyjnych jako sposobu oszczędzania.

Przyjmuje się, że stopień wykorzystania instrumentów finansowych jako sposobu tezauryzacji zależy od trzech grup czynników (Borkowski):

- demograficznych,
- psychologicznych,
- dochodowych.

Do czynników demograficznych wpływających na skłonność do lokowania nadwyżek w instrumenty finansowe należą wiek, wykształcenie, płeć i stan cywilny. Wraz z wiekiem spada skłonność do lokowania w instrumenty finansowe, w szczególności w akcje (Wang, Hanna, 1997). Jednocześnie skłonność ta jest tym wyższa, im wyższe wykształcenie oszczędzającego (Baker, Haslem, 1974). Skład portfela instrumentów finansowych zależy także od płci i stanu cywilnego. Samotni mężczyźni są bardziej skłonni do inwestowania w nieruchomości, akcje i dłużne papiery wartościowe emitowane przez korporacje, podczas gdy samotne kobiety nakierowane są na lokaty w skarbowe papiery wartościowe (Haynes, Helms, 1992).

Czynniki psychologiczne mają wpływ na postrzeganie własnej sytuacji: materialnej oraz jej perspektyw na tle zmian sytuacji gospodarczej. Osoby przewidujące poprawę swojej sytuacji materialnej oraz sytuacji ekonomicznej kraju są bardziej skłonne do lokowania aktywów w udziałowe instrumenty finansowe. Nie bez znaczenia jest także stopień rozwoju rynku pośredników finansowych, zaufanie, jakim darzą potencjalni kapitałodawcy instytucje na nim działające oraz stopień przejrzystości działania pośredników, w szczególności w aspekcie kosztów ponoszonych przez oszczędzających (Claycamp, 1963).

Wśród czynników dochodowych znaczenie mają: wielkość bieżących dochodów aż wielkość majątku, które są uznawane za istotne czynniki determinujące wielkość aktywów, w tym ulokowanych na rynku finansowym. Wraz ze wzrostem wielkości dochodu wzrasta część dochodu ulokowana w instrumenty udziałowe i jednocześnie wzrasta łączna wartość takich inwestycji dokonana przez gospodarstwo domowe (Claycamp, 1963). Wzrost zamożności rozumianej, jako łączne aktywa netto przekłada się i zmianę struktury oszczędności na korzyść instrumentów o wyższym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu, charakteryzujących się także niższą płynnością. Dodatkowo gospodarstwa domowe osiągające ponadprzeciętne dochody charakteryzują się niższą awersją do ryzyka inwestycyjnego i w konsekwencji są skłonne lokować większą część swoich oszczędności w instrumenty finansowe o wyższym poziomie ryzyka (Wachter, Yogo, 2008).

Z punktu widzenia zagregowanego popytu na tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjne wielkość środków ulokowanych przez oszczędzających w instrumentach finansowych jest zależna od poziomu zamożności społeczeństwa. Co do zasady w krajach zamożniejszych łączna wartość wyemitowanych instrumentów finansowych jest wyższa. Jednocześnie wzrost zamożności społeczeństwa jest czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku finansowego (Demirgüç-Kunt, Levine).

Fundusze inwestycyjne, podobnie jak inne instrumenty finansowe, są dobrami luksusowymi. Teoretycznie popyt na nie powinien charakteryzować się dodatnią elastycznością, co oznacza, że rośnie co najmniej proporcjonalnie wraz ze wzrostem dochodu rozporządzalnego.

Miernikiem stopnia zamożności społeczeństwa jest wielkość produktu krajowego brutto na mieszkańca. Miara ta pomimo niewątpliwych zalet pozwalających dokonywać porównania przeciętnego stopnia zamożności społeczeństw posiada także wady, z których największą jest ta, że nie odzwierciedla rozpiętości dochodowej i majątkowej istniejącej wewnątrz społeczeństwa (Hussein, Thirlwall, 1999).

Wśród czynników prawno-podatkowych kształtujących krajowe rynki funduszy inwestycyjnych wyróżnić należy czynniki krajowe i ponadkrajowe. Czynniki ponadkrajowe to czynniki działające ze zbliżonym natężeniem na co najmniej dwa rynki krajowe w przeciwieństwie do czynników krajowych działających wyłącznie wewnątrz danego rynku krajowego.

Do tej grupy czynników zaliczono także wielkość opodatkowania inwestycji w fundusze inwestycyjne, w szczególności w odniesieniu do innych instrumentów mogących pełnić tożsame funkcje ekonomiczne (alokacja kapitału). Abstrahując od funkcji fiskalnej opodatkowania należy podkreślić, iż szczególnie istotnym bodźcem kształtującym wielkość rynku funduszy inwestycyjnych jest wprowadzanie podatków, które realizują funkcje pozafiskalne, a w szczególności wpływają na alokację pomiędzy konsumpcją i inwestycje. W konsekwencji opodatkowanie spełniające funkcję fiskalną powinno być zaliczone do czynników o charakterze stricte prawnym, zaś w sytuacji, gdy państwo w sposób zamierzony wpływa na alokację dochodów ludności pomiędzy konsumpcją a inwestycjami, to opodatkowanie powinno być uznawane za czynnik o charakterze makroekonomicznym. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że głównym motywem wprowadzania podatków jest motyw fiskalny sklasyfikowano wielkość i przedmiot opodatkowania jako czynnik o charakterze prawno-podatkowym.

Czynniki prawne determinujące wielkość popytu na instrumenty finansowe są znacznie zróżnicowane i wyróżnić wśród nich należy dwie grupy. Do pierwszej należą regulacje dotyczące zakresu i kształtu uprawnień wobec emitentów udziałowych i dłużnych papierów wartościowych oraz regulacje prawne nakierowane na niwelowanie asymetrii informacyjnej pomiędzy emitentem a nabywcą instrumentu finansowego. Ich obecny kształt jest pochodną uwarunkowań historycznych, a w szczególności zakresu, w jakim państwo chroni prawa związane z prywatną własnością i w jakim przyznaje im priorytet nad własnością publiczną.

Drugą grupą czynników o charakterze prawnym determinującą skłonność inwestorów dopowierzania aktywów emitentom instrumentów finansowych jest zdolność państwa do egzekwowania uprawnień inwestorów w razie naruszenia tych warunków (sądownictwo i stosowne prawa). Bez wątpienia tylko odpowiednio skonstruowany system prawny chroniący interesy nabywców papierów wartościowych, kształtujący ich uprawnienia wobec emitentów i gwarantujący ich wykonanie przy wsparciu przymusu państwowego jest warunkiem

koniecznym tworzenia się silnych i różnorodnych rynków finansowych, których istnienie jest konieczne dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

Najbardziej zróżnicowaną grupę czynników wpływających na rozwój krajowych funduszy inwestycyjnych stanowią czynniki społeczno-psychologiczne. Z uwagi na stopień skomplikowania produktów inwestycyjnych, jakimi są fundusze inwestycyjne, poziom wykształcenia społeczeństwa oraz wiedzy o rynku finansowym i podmiotach na nim funkcjonujących może wpływać na kształtowanie się wielkości popytu na usługi zarządzania aktywami, a w konsekwencji na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych.

Istotne znaczenie dla wzrostu popularności funduszy inwestycyjnych jako sposobu gromadzenia środków mieć może poziom zaufania jakim darzone są w danym społeczeństwie rynki finansowe i instytucje na nim działające. Wyższy poziom zaufania do rynków finansowych prowadzi do wyższych oszczędności ulokowanych za pośrednictwem rynku finansowego w strukturze oszczędności. Zaufanie do instytucji zajmujących się zarządzaniem aktywami jest funkcją długości funkcjonowania rynku tych instytucji w danym kraju – najbardziej rozwinięte rynki funduszy inwestycyjnych to rynki, na których funkcjonują najstarsze fundusze inwestycyjne (Borkowski, 2010).

Omówione czynniki wpływające na politykę banków odnośnie udzielania przedsiębiorstwom kredytów, pozwalają na lepsze zrozumienie uwarunkowań działalności funduszy. W momencie występowania trudności z uzyskaniem finansowania w obrębie systemu bankowego, fundusze stają się bowiem jednym z podstawowych źródeł finansowania rozwoju, bądź też przekształceń przedsiębiorstw.

Dzieje się tak pomimo tego, iż kryzysy oddziałują równie silnie na banki, jak i fundusze. Omawiając wpływ kryzysu na fundusze należy podkreślić, iż wpływ ten związany jest przede wszystkim ze spadkiem wartości przedsiębiorstw w czasie recesji. Ma to szczególne znaczenie dla tych funduszy, które zajmują się inwestycjami długoterminowymi. Zagadnienie to omawia Małgorzata Mikita podkreślając, że z uwagi na kryzys finansowy spółki mogące być zainteresowane finansowaniem poprzez fundusze stanęły przed problemem, który dotknął większość przedsiębiorstw, a mianowicie – spadkiem popytu na ich produkty. Dynamiczny rozwój tych spółek został zatem utrudniony, czasami wręcz zahamowany (Mkita, 2009).

Opisana trudna sytuacja przedsiębiorstw przekłada się na perspektywy ceny i stopy zysku, na jakie mogą liczyć fundusze typu dzięki swoim inwestycjom. W efekcie, w czasach kryzysu wartość kapitału będącego w posiadaniu funduszy, najczęściej gwałtownie się zmniejsza. Zagadnienie to omawia również cytowana już M. Mitka, która podkreśla, iż „w przypadku kryzysu czy długotrwałej recesji zwiększa się ryzyko, iż wartość danej firmy nie wzrośnie. Prowadzi to do wzrostu ryzyka związanego z finansowaniem oraz utrudnia oszacowanie przyszłych zysków, jakie uzyskać mogą fundusze.

Oprócz trudności związanych z ryzykiem długofalowego spadku zainwestowanego w dane przedsiębiorstwo kapitału, podczas kryzysu fundusze narażone są również na inne straty. Dotykają one przede wszystkim te fundusze, które planowały zrealizować zyski z inwestycji,

a którym w korzystnym wycenie aktywów przeszkodził właśnie kryzys. Kryzys wpływa również negatywnie na te fundusze, które specjalizują się w transakcjach wykopowych, bądź fundusze, które planują pozyskać kapitał dla dalszych inwestycji. Ostatnie z wymienionych zagadnień warto podkreślić szczególnie mocno, jako że w warunkach kryzysu globalnego obserwuje się spadek zaufania inwestorów do wszystkich instytucji finansowych.

Pomimo opisanych tendencji znawcy przedmiotu są zgodni odnośnie tego, iż zjawisko kryzysu może wywierać na fundusze również pozytywny wpływ. Jest to obserwowane szczególnie mocno w przypadku tych funduszy, które są na etapie doboru spółek portfelowych. Fundusze takie po wybuchu kryzysu czy też recesji, dzięki spadku wartości spółek, mogą dokonać korzystnej inwestycji, a następnie po zakończeniu kryzysu zrealizować z niej zyski. Oprócz tego pozytywny wpływ na dynamikę rynku funduszy, mają również te konsekwencje kryzysu, czy też recesji, które dotyczą banki, zmuszając je do ograniczenia swej działalności kredytowej. W takich okolicznościach, im bardziej zmniejsza się liczba udzielanych kredytów, tym bardziej wzrasta możliwość, iż przedsiębiorstwa będą poszukiwały kapitału właśnie w funduszach. Warto przy tym podkreślić, iż wzrost restrykcyjności w udzielaniu kredytów bankowych, wpływa również na warunki ich przyznawania. Zwraca na to uwagę również A. Kazimierzczak, który podkreśla, iż wzrost restrykcyjności banków odnośnie udzielanych kredytów oznacza również wzrost wymaganych przez banki zabezpieczeń oraz wyższą marżę i oprocentowanie udzielanych kredytów”.

Podsumowując dotychczasowe rozważania należy stwierdzić, iż zawirowania gospodarcze w rodzaju kryzysów, bądź też inne zjawiska mające negatywny wpływ na sektor bankowy, wydają się w mniejszym stopniu dotyczyć funduszy, niż banki. W szczególnie korzystnej sytuacji są te fundusze, które dokonują inwestycji już po wybuchu kryzysu, a które zyski realizować będą już po jego zakończeniu. Wydaje się również, iż fundusze dzięki specyfice swojej działalności są dużo lepiej przygotowane do zarządzania ryzykiem, niż banki czy inne instytucje kredytowe. Jest to szczególnie ważne jeżeli weźmiemy pod uwagę potrzeby przedsiębiorców związane z koniecznością zdobywania kapitału, które to potrzeby przedsiębiorcy mogą próbować zaspokoić właśnie dzięki funduszom. Należy więc podkreślić, iż z punktu widzenia przedsiębiorców fundusze są ważnym źródłem kapitału, z którego skorzystanie możliwe jest również pomimo trudności, jakie dotyczą inne instytucje finansowe, w tym w szczególności banki (Kazimierzczak, 1997).

3. Zakończenie

Fundusze inwestycyjne odgrywają coraz większą rolę na rynku kapitałowym, gdyż zwiększając swój potencjał inwestycyjny mają coraz większy wpływ na procesy na nim zachodzące. Rola ta będzie stale wrastać. Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego,

pojawiać się będą nowe możliwości inwestycyjne, zwiększać się będzie liczba oferowanych w obrocie instrumentów, wachlarz instytucji, zajmujących się inwestycjami w imieniu posiadaczy nadwyżek kapitałowych.

Przeprowadzona analiza czynników determinujących rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce pozwoliła na wyciągnięcie następujących wniosków:

1. Podstawowym czynnikiem makroekonomicznym, który stymuluje efektywność funduszy inwestycyjnych jest koniunktura na GPW mierzona indeksami giełdowymi, a w mniejszym zakresie zamożność społeczeństwa, czy struktura oszczędności społeczeństwa.
2. Indeksy WIG, WIG20, mWIG40 sWIG80 czy WIG30 stanowią barometr kondycji ekonomicznej spółek o różnej wielkości, kapitalizacji, branży itp. Badania pokazały, że rodzaj funduszy inwestycyjnych determinował wpływ konkretnych indeksów na efektywność zarządzania aktywami. Wynika to naturalnie z odmiennych strategii inwestycyjnych funduszy akcji, obligacji, rynku pieniężnego i zrównoważonych, które lokują środki finansowe w różne walory spółek cechujących się różnym poziomem kapitalizacji i należących do różnych branż.
3. O dalszym rozwoju rynku instytucji zbiorowego inwestowani powinni zdecydować także działania podejmowane przez zarządzających polskimi funduszami inwestycyjnymi. Od tego, w jaki sposób wykorzystają oni obowiązujące regulacje prawne, skonstruują swoją ofertę, będą informułować i edukować przyszłych inwestorów, zależeć będzie, czy polskie fundusze inwestycyjne na trwałe zagoszczą na polskim rynku.
4. Konieczna jest zmiana w zakresie systemu wynagrodzeń zarządzających portfelami inwestycji poprzez silniejsze powiązanie opłat za zarządzanie portfelem inwestycji funduszu z osiągniętymi wynikami, co mogłoby przyczynić się do zabezpieczenia interesów klientów ponad interesami TFI. W tym celu powinno się minimalizować wysokość stałych opłat na rzecz opłat wynagradzających ponadprzeciętną efektywność zarządzania aktywami funduszy.
5. Rozwój funduszy jest możliwy dzięki atrakcyjnym stopom zwrotu, które są w stanie przyciągnąć do funduszy inwestycyjnych nowych inwestorów i nowe aktywa oraz podnieść świadomość zalet, jakie wiażą się z lokowaniem środków w fundusze inwestycyjne.

Bibliografia

1. Baker, H.K., Haslem, J.A. (1974). The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences. *Journal of Business Research*, 2, 4, 469.
2. Borkowski, G. (2010). *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.pl, 40, 164.
3. Claycamp, H.J. (1963). *The composition of consumer savings portfolios*. Chicago: The Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois.
4. Cohn, R., Lewellen, W., Schlarbaum, G. (1975). Individual investor risk aversion and investment portfolio composition. *Journal of Finance*, 30, 2, 605.
5. Dawidowicz, D. (2011). *Fundusze inwestycyjne rodzaje, metody oceny, analiza z uwzględnieniem światowego kryzysu finansowego*. Warszawa: Wyd. CeDeWu.pl, 65.
6. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses (OJ L 41, 2002).
7. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with regard to investments of UCITS (OJ L 41, 2002).
8. Gabryelczyk, K. (2006). *Fundusze inwestycyjne rodzaje, zasady funkcjonowania*. Kraków: Wydawnictwo Oficyna Ekonomiczna, 205.
9. Haugen, R.A. (1996). *Teoria Nowoczesnego Inwestowania*. Warszawa: WIG-Press, 384-386.
10. Haynes, P.J., Helms, M.M. (1992). Analyzing consumer attitudes. *Personal Financial Planning*, 4, 2, 23.
11. Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P. (2005). Explaining the size of the mutual fund industry around the World. *Journal of Financial Economics*, 147.
12. Klapper, L., Sulla, V., Vittas, D. (2004). The development of mutual funds around the World. *Emerging Markets Review*, 5, 1, 1.
13. Kuciński, J. (2010). *Uwarunkowania i perspektywy rozwoju polskich funduszy inwestycyjnych*. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, 454.
14. Lease, R.C., Lewellen, W., Schlarbaum, G. (1974). The individual investor: Attributes and attitudes. *The Journal of Finance*, 29, 2, 413.
15. Loayza, L., Schmidt-Hebbel, K., Servén, L. (2000). What drives private saving across the World. *The Review of Economics and Statistics*, 82, 2, 165.

16. Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (DzU Nr 114, póź. 1192).
17. Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).
18. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997r. o funduszach inwestycyjnych (DzU Nr 139, póź. 933, z późn. zm.).
19. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: DzU z 2010 roku, Nr 211, poz. 1384).
20. Wachtel, P. (1977). Inflation, Uncertainty and behavior. W Zarnowitz, G.H. Moore, *Explations in Economic Research*, 4, 4. New York: NBER Books, National Bureau of Economic Research, 88.
21. Wachter, J.A., Yogo, M. (2008). Why do household portfolio rise in wealth.
22. Wang, H., Hanna, S. (1997). Does risk tolerance decrease with age. *Financial Consulting and Planning*, 8, 2, 27.