

Sebastian Buczek

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

EFEKT NOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH (OTWARTYCH) AKCJI W POLSCE

1. Wstęp

W światowej literaturze finansowej już od trzech dziesięcioleci trwa spór pomiędzy zwolennikami a przeciwnikami teorii rynków efektywnych (*efficient market theory*) dotyczący tzw. efektu małych spółek. Zdaniem przeciwników efektywności informacyjnej inwestowanie w akcje małych spółek, tzn. spółek o niskiej kapitalizacji rynkowej (iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji), w dłuższych okresach umożliwia osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu (*excess returns*) w porównaniu z giełdowymi indeksami (*benchmarks*). Zwolennicy teorii zwracają uwagę na wysoki poziom ryzyka towarzyszący tego typu inwestycjom, adekwatny – ich zdaniem – do osiągniętych stóp zwrotu.

W 2005 r. autor badał – pokrewny do efektu małych spółek – efekt małych, nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w Polsce. W literaturze finansowej, jak dotychczas, nie podjęto tego tematu. Tymczasem ze wstępnych obserwacji wynika, że lokowanie środków w nowe fundusze akcji może prowadzić do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez inwestorów. Jeśli ta wstępna obserwacja potwierdziłaby się w przyszłości, to byłibyśmy świadkami odkrycia kolejnej anomalii występującej na rynkach finansowych, sprzecznej z teorią rynków efektywnych.

2. Obserwacje

Wstępne badanie dotyczyło kształtowania się stóp zwrotu z nowych polskich funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w latach 2001-2004. Fundusze akcji wybrano nieprzypadkowo. Jest to (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego i

gotówkowych) najbardziej jednorodna kategoria funduszy. Ich strategia inwestycyjna zakłada pełne zaangażowanie w akcje spółek notowanych głównie na warszawskiej GPW. Niewielka część aktywów (średnio ok. 10%) lokowana jest zazwyczaj w krótkoterminowe instrumenty dłużne, takie jak bony skarbowe czy lokaty bankowe.

W analizowanym okresie, tj. w latach 2001-2004, na polskim rynku funduszy pojawiło się 6 nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji¹ (zob. tab. 1).

Tabela 1. Nowe polskie fundusze inwestycyjne (otwarte) akcji powstałe w latach 2001-2004

Nazwa funduszu	Miesiąc rozpoczęcia podawania wartości jednostki
Millennium Akcji	12.2001
CU Polskich Akcji	04.2002
DWS Top 25 MS	11.2002
Allianz Akcji	01.2004
GTFI Akcji	01.2004
AIG Akcji	06.2004

Źródło: opracowanie własne.

Analizie poddano miesięczne stopy zwrotu ($r_{j,t}$) z inwestycji w jednostki uczestnictwa tych funduszy w okresie od miesiąca następującego po miesiącu, w którym rozpoczęto podawanie wartości jednostki uczestnictwa funduszu² (pierwszego miesiąca) do 12 miesięcy po tym okresie. Stopy zwrotu osiągane przez poszczególne fundusze porównano ze stopą odniesienia (WIG)³ – $r_{WIG,t}$. W ten sposób wyznaczone zostały relatywne (do WIG) miesięczne stopy zwrotu dla poszczególnych funduszy:

$$u_{j,t} = \frac{1 + r_{j,t}}{1 + r_{WIG,t}} - 1. \quad (1)$$

Ich suma podzielona przez liczbę subfunduszy pozwoliła na określenie średnich anormalnych stóp zwrotu dla poszczególnych miesięcy t w przypadku całej próby:

$$u_{sr,t} = \frac{\sum_{j=1}^n u_{j,t}}{n}. \quad (2)$$

Na koniec policzono skumulowaną średnią relatywną stopę zwrotu dla okresu 12-miesięcznego, następującego po rozpoczęciu podawania wartości jednostek uczestnictwa:

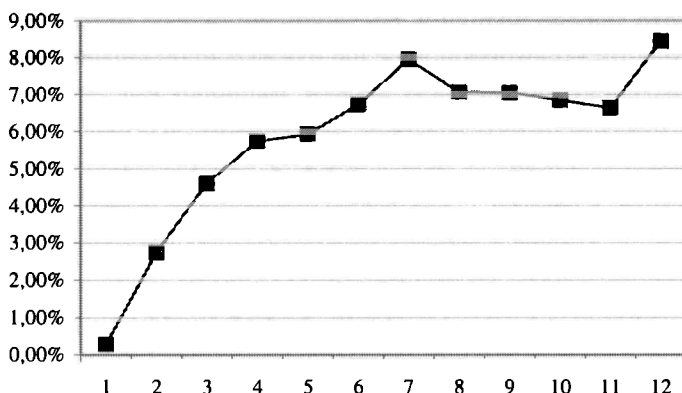
¹ Jeden z tych 6 funduszy – DWS Top 25 Małych Spółek – charakteryzował się nieco odmienną strategią inwestycyjną, koncentrującą się na lokowaniu środków w akcje spółek o niskiej kapitalizacji rynkowej.

² Pominęto kilkanaście pierwszych dni funkcjonowania funduszu. W okresie tym konstruowany jest zwykły portfel funduszu.

³ Jest to uproszczenie. Większą dokładność można byłoby uzyskać, porównując wyniki funduszy do stopy odniesienia, która w 90% składałaby się z WIG, a w 10% z indeksu opisującego kształtowanie się cen krótkoterminowych instrumentów dłużnych.

$$u_{sk} = \prod_{t=1}^{12} (1 + u_{sr,t}) - 1. \quad (3)$$

Wyniki badania w sposób syntetyczny zaprezentowano na rys. 1.



Rys. 1. Skumulowana średnia relatywna stopa zwrotu nowych polskich funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji dla okresu 12-miesięcznego po miesiącu od rozpoczęcia podawania wartości jednostki w latach 2001-2004
Źródło: opracowanie własne.

Skumulowana średnia relatywna stopa zwrotu w analizowanym okresie obejmującym lata 2001-2004 dla nowych funduszy inwestycyjnych akcji wyniosła blisko 8,5% w okresie pierwszych 12 miesięcy od miesiąca po rozpoczęciu podawania wartości jednostek uczestnictwa tych funduszy⁴.

Przed wyciągnięciem jakichkolwiek konkluzji należałoby jeszcze przeanalizować kształtowanie się skumulowanej relatywnej stopy zwrotu w przypadku poszczególnych nowych funduszy akcji. Szczegółowe informacje na ten temat przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Skumulowane relatywne stopy zwrotu nowych polskich funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji dla okresu 12-miesięcznego po miesiącu od rozpoczęcia podawania wartości jednostki w latach 2001-2004 (w %)

Fundusz / miesiąc	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	u_{sk}
AIG Akcji	8,98	-0,73	7,00	2,51	1,30	-1,98	2,22	-3,96	0,74	-1,11	-1,02	-1,14	12,75
Allianz Akcji	0,47	1,66	1,15	0,83	-0,10	0,60	0,15	-2,23	0,35	0,47	-1,84	1,25	2,72
CU Polskich Akcji	3,14	3,19	2,55	2,71	1,77	-1,43	1,53	1,89	2,15	2,94	3,83	4,99	33,35
DWS Top 25 MS	4,94	6,28	-0,87	1,04	1,92	-1,28	-1,69	-0,47	-5,08	0,33	1,13	3,16	9,28
GTFI Akcji	-2,77	-1,64	0,69	-0,77	-0,87	2,01	0,01	-0,86	0,06	-0,02	-1,56	1,25	-4,49
Millennium Akcji	-13,1	5,93	0,38	0,13	-2,95	6,61	4,69	0,72	1,68	-3,77	-1,70	0,69	-2,22
$u_{sr,t}$ vs WIG	0,28	2,45	1,82	1,08	0,18	0,75	1,15	-0,82	-0,02	-0,19	-0,19	1,70	
u_{sk}	0,28	2,74	4,61	5,74	5,93	6,72	7,95	7,07	7,05	6,84	6,63	8,45	

Źródło: opracowanie własne.

⁴ Jest to znaczące odchylenie w stosunku do wyników inwestycyjnych osiąganych przez pozostałe fundusze inwestycyjne (otwarte) akcji, tj. istniejące w całym analizowanym okresie. Średnia 12-miesięczna stopa zwrotu dla 12 funduszy istniejących w całym okresie, obejmującym lata 2001-2004, wyniosła 10,0%, podczas gdy – WIG 10,5%. Szerzej na ten temat w: [1].

Analiza kształtowania się skumulowanej relatywnej stopy zwrotu w przypadku poszczególnych nowych funduszy akcji prowadzi do wniosku, że dodatnie relatywne stopy zwrotu osiągnęło 4 na 6 funduszy. Wyjątkiem okazały się fundusze GTFI Akcji oraz Millennium Akcji, z tym że w tym drugim przypadku było to wynikiem bardzo słabego wyniku w początkowym okresie funkcjonowania funduszu, kiedy jego portfel prawdopodobnie nie był jeszcze do końca ukształtowany.

3. Przyczyny

Jakie mogą być główne przyczyny występowania efektu nowych funduszy? Najbardziej prawdopodobne wydają się następujące czynniki:

- łatwiejsze zarządzanie mniejszymi funduszami niż dużymi,
- obniżony poziom opłaty za zarządzanie i administrację w pierwszych miesiącach funkcjonowania nowych funduszy,
- tzw. gra marketingowa.

W Polsce fundusze inwestycyjne zobowiązane są do zebrania początkowej kwoty na poziomie 4 mln zł. Zwykle ten początkowy kapitał wykląda towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI) zarządzające funduszem lub podmiot wchodzący w skład tej samej grupy finansowej. W początkowej fazie funkcjonowania funduszu jego aktywa są zatem bardzo małe i wynoszą kilka, kilkanaście milionów złotych. Zarządzanie takim funduszem jest znacznie łatwiejsze niż portfelem z aktywami na poziomie kilkudziesięciu czy kilkuset milionów złotych. Zarządzający małym funduszem ma większe możliwości inwestycyjne. Może inwestować nie tylko w największe i najbardziej płynne walory, ale również w akcje spółek średniej wielkości, a nawet tych najmniejszych, o kapitalizacji rynkowej na poziomie kilkudziesięciu mln złotych. Ponadto zajmowanie pozycji, tzn. nabywanie lub sprzedawanie akcji, szczególnie tych mniej płynnych, jest zdecydowanie ułatwione w przypadku mniejszych portfeli.

Oprócz łatwiejszego zarządzania małymi funduszami, drugim czynnikiem wpływającym na możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez nowe fundusze może być obniżony poziom opłaty za zarządzanie i administrację w pierwszych miesiącach ich funkcjonowania. Większość polskich funduszy akcji pobiera opłatę w wysokości ok. 4% aktywów netto rocznie. Ponieważ początkowo znaczna część aktywów ulokowanych w nowym funduszu jest wykładana przez TFI zarządzające danym funduszem (lub inny podmiot wchodzący w skład grupy finansowej), obciążanie aktywów funduszu wysokimi kosztami nie ma racjonalnego uzasadnienia. W dalszej fazie funkcjonowania funduszu, po wzroście aktywów do kilkudziesięciu milionów złotych, wysokość opłaty za zarządzanie i administrację może być podwyższona do docelowego poziomu.

Trzecim czynnikiem jest tzw. gra marketingowa. Aby przyciągnąć inwestorów do nowych i nieznanych funduszy, TFI podejmują różne działania marketingowe,

które mają zwrócić uwagę potencjalnych inwestorów. Działania takie mogą mieć charakter kampanii marketingowych, konferencji prasowych, spotkań z potencjalnymi klientami, prezentacji dla sieci dystrybucyjnych itd. Wszystkie te działania związane są z określonymi kosztami, ale nie gwarantują sukcesu w postaci napływu znacznych środków do nowych funduszy.

Tym, co powinno zagwarantować sukces w postaci napływu znaczących środków od inwestorów, jest natomiast wysoka stopa zwrotu funduszu w relacji do zyskowności konkurencyjnych funduszy w pierwszych miesiącach jego funkcjonowania. Ponadprzeciętne zyski zwracają bowiem uwagę mediów oraz inwestorów obserwujących rynek funduszy inwestycyjnych. Zarządzający małym funduszem jest w stanie osiągnąć wysoką stopę zwrotu nie tylko dzięki temu, że zarządzanie mniejszym portfelem jest łatwiejsze czy dzięki niższym kosztom, ale również dzięki korzyściom wynikającym z zarządzania przez TFI (lub grupę finansową) innymi, większymi portfelami. Mały fundusz może znajdować się „pod szczególną opieką” zarządzającego i mieć uprzywilejowaną pozycję względem innych funduszy zarządzanych w ramach danego TFI (czy grupy finansowej). Zakładając racjonalność postępowania zarządzającego, należy oczekiwać, że wszelkie operacje będą przeprowadzane zgodnie z prawem.

W jaki sposób zarządzający może poprawić wyniki inwestycyjne małego funduszu postępując *lege artis*? Załóżmy, że TFI (lub grupa finansowa) zarządza dwoma funduszami akcji: jednym małym – o wielkości aktywów netto kilka milionów złotych i drugim, większym – o wartości aktywów netto kilkaset milionów złotych. Zarządzający może nabyć najpierw pakiet akcji pewnej spółki do małego funduszu, a dopiero później zacząć kupować walory do drugiego, większego funduszu. Ten dodatkowy popyt wpłynie na wzrost ceny akcji. Mały fundusz skorzysta zatem z tego, że nabył pakiet akcji jako pierwszy i po niższej cenie. Dodatkowo skorzysta również z możliwości upłynnienia niewielkiego pakietu, kiedy cena już wzrośnie. Po całej operacji mały fundusz nie będzie posiadał tych walorów, ale w wartości jednostki uczestnictwa będzie odzwierciedlony wysoki zrealizowany zysk na transakcji. Wielokrotne powtórzenie tego typu lub podobnych operacji w pierwszych miesiącach funkcjonowania nowego funduszu inwestycyjnego powinno zapewnić mu osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. To z kolei zwróci uwagę mediów i inwestorów.

Aby potwierdzić ten tok rozumowania, warto zwrócić uwagę, że z 6 analizowanych nowych funduszy bardzo dobre wyniki uzyskiwały te, które były zarządzane przez TFI wchodzące w skład dużych grup ubezpieczeniowych (CU, AIG, Allianz). Może to oznaczać, że w przypadku nowych funduszy akcji zarządzanych przez TFI posiadające stosowne doświadczenie w zarządzaniu i inne znaczące aktywa należy oczekiwać ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych.

4. Dalsze kierunki badań

Sceptycy zarzucają hipotezie o występowaniu efektu nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w Polsce brak wystarczającego materiału dowodowego. Najpoważniejszymi zarzutami są pojawienie się zaledwie 6 nowych funduszy i to w kilku latach (czyli różnych uwarunkowań rynkowych) oraz brak dokładnej analizy ryzyka towarzyszącego inwestowaniu w nowe fundusze.

W drugiej połowie 2006 r. oraz w roku 2007 najprawdopodobniej będzie możliwa weryfikacja przedstawionej hipotezy. Będzie to związane ze zmianami na rynku funduszy inwestycyjnych w naszym kraju. TFI będą bądź to przekształcać istniejące fundusze inwestycyjne w tzw. fundusze parasolowe (*umbrella funds*), bądź tworzyć nowe fundusze tego typu. Ponieważ proces przekształcania będzie skomplikowany i czasochłonny, znaczna liczba TFI zdecyduje się na uruchomienie nowych funduszy parasolowych, m.in. z subfunduszami akcji. To z kolei zwiększy liczbę potencjalnych przypadków do analizy i tym samym umożliwi ostateczne zweryfikowanie hipotezy o występowaniu omawianego efektu.

Przedstawione obserwacje można byłoby również rozszerzyć na inne kategorie funduszy, tj. zrównoważone, stabilnego wzrostu czy nawet obligacji. Można byłoby także pokusić się o przeprowadzenie badań dotyczących dłuższego okresu dla rynków dojrzałych, w tym amerykańskiego, oraz próbę odpowiedzi na jeszcze jedno pytanie – czy anomalie związane z wynikami nowych funduszy inwestycyjnych występują tylko na polskim rynku, czy może jest to zjawisko bardziej powszechne? Jeśli okazałoby się, że jest to zjawisko powszechne, to przeciwnicy teorii rynków efektywnych wytoczyliby kolejny argument przeciwko efektywności informacyjnej.

5. Podsumowanie

Z przeprowadzonych przez autora wstępnych obserwacji dotyczących kształtowania się stóp zwrotu z nowych polskich funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji, obejmujących lata 2001-2004, wynika, że możemy być świadkami odkrycia anomalii na rynkach finansowych – efektu nowych funduszy inwestycyjnych (akcji) w Polsce. W 4 na 6 przypadków inwestowanie w nowe fundusze umożliwiałoby osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, tzn. znacznie wyższych od stopy odniesienia – WIG (oraz pozostałych „starych” funduszy). Dotyczyło to głównie nowych funduszy zarządzanych przez TFI posiadające stosowne doświadczenie w zarządzaniu i inne znaczące aktywa.

Za główne przyczyny występowania efektu nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w Polsce można byłoby uznać następujące czynniki:

- łatwiejsze zarządzanie mniejszymi funduszami niż dużymi,

- obniżony poziom opłaty za zarządzanie i administrację w pierwszych miesiącach funkcjonowania nowych funduszy,
- tzw. grę marketingową, czyli „szczególną opiekę” zarządzających roztaczaną nad nowymi funduszami.

W drugiej połowie 2006 r. i w roku 2007 najprawdopodobniej będzie możliwa weryfikacja hipotezy o występowaniu omawianego efektu, przynajmniej w przypadku polskich funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji. Będzie to związane ze zmianami na rynku funduszy w naszym kraju i uruchamianiem nowych funduszy parasolowych, m.in. z subfunduszami akcji przez istniejące już TFI. Inwestorzy, którzy wierzą w opisywany efekt, powinni lokować środki w subfundusze akcji nowo tworzonych funduszy parasolowych.

Literatura

- [1] Buczek S., *Efektywność informacyjna rynków akcji – teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- [2] Chan K., Chen N., *Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms*, „Journal of Finance” 1991, vol. 46, s. 1467-1484.
- [3] Capaul C., Rowley I., Sharpe W., *International Value and Growth Stock Returns*, „Financial Analysts Journal” 1993 nr 1, s. 27-36.
- [4] Dreman D., *Contrarian Investment Strategies: the Next Generation*, Simon & Schuster, New York 1998.
- [5] Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25, s. 383-417.
- [6] Fama E., *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance” 1991, vol. 46, s. 1575-1617.
- [7] Fama E., French K., *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50, s. 131-155.
- [8] Fama E., French K., *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 1992, vol. 47, s. 427-465.
- [9] Graham B., *The Intelligent Investor*, Harper and Row Publishers, 1973.
- [10] Malkiel B., *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton & Company, New York 1973.
- [11] Malkiel B., *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, Working Paper No. 91, Princeton University 2003.
- [12] Roll R., *A Possible Explanation of the Small Firm Effect*, „Journal of Finance” 1981, vol. 36, s. 879-888.
- [13] Shiller R., *From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*, Discussion Paper No. 1385, Yale 2002.

THE NEW EQUITY MUTUAL FUNDS EFFECT IN POLAND

Summary

A discussion on efficient market theory has been alive for the last thirty years. Some market anomalies have been found, however it's still not clear whether the theory is true or not.

I analyzed the investment performance of new Polish equity funds, including new (just set up) funds, in period of 2001-2004. New funds, on average, delivered relatively high returns, far better than WIG index (and "old" funds). Particularly strong performance was delivered by funds managed by fund providers with a long-term track record and managing other large portfolios.

The new equity mutual funds effect in Poland can be real because:

- it's easier to manage smaller funds than bigger,
- new funds are charged with lower management fees at the beginning,
- the managers focus more on new funds to attract interest of potential investors.

My study will be continued in the future. The Polish fund market will give an opportunity for such research. In the second half of 2006 and in 2007 new umbrella funds with equity subfunds will be created by many Polish fund providers. Investors who believe in the effect should buy these subfunds.