

Dawid Dawidowicz

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

OCENA DECYZJI UCZESTNIKÓW WYBRANYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH AKCYJNYCH W OKRESIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Streszczenie: Celem artykułu była ocena trafności decyzji uczestników funduszy inwestycyjnych dotycząca wpłat/wypłat środków pieniężnych do/z wybranych funduszy akcji polskich w latach 2007-2010 w kontekście ich przyszłych wyników. W badaniu posłużono się przykładem trzech funduszy: Pioneer Akcji Polskich, ING Akcji 2 oraz Arka BZ WBK Akcji. Uczestnicy funduszy inwestycyjnych mogą podejmować decyzje o uczestnictwie w funduszu bądź o wycofaniu się z funduszu w zależności od swoich oczekiwań co do przyszłych wyników funduszy. Wyniki przeprowadzonego badania dowodzą, że uczestnicy badanych funduszy przy podejmowaniu decyzji o uczestnictwie bądź rezygnacji z danego funduszu mogli kierować się emocjami, a podejmowane decyzje były niekorzystne z punktu widzenia inwestycyjnego.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, kryzys finansowy, behawioryzm uczestników funduszy inwestycyjnych.

1. Wstęp

Fundusze inwestycyjne są instytucjami, którym powierza się środki pieniężne, lokowane następnie w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe. Ponadto fundusze inwestycyjne powinny prowadzić działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego¹. Zatem, zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, w interesie uczestników funduszy inwestycyjnych jest ograniczanie ryzyka inwestycyjnego funduszy przez różnego rodzaju ograniczenia inwestycyjne nakładane na fundusze. Ograniczenia takie mają minimalizować ryzyko nieosiągnięcia celu inwestycyjnego poszczególnych funduszy, jednak nie ograniczają możliwości zarządzania posiadanymi jednostkami uczestnictwa przez samych uczestników funduszy w sytuacji, gdy uznają oni to za konieczne.

¹ Ustawa z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, DzU z 2004 r. Nr 146, poz. 1546, art. 3, ust. 3.

Wyniki badań wskazują na to, że zarządzający funduszami inwestycyjnymi nie zawsze konstruują swoje portfele inwestycyjne zgodnie z teorią portfelową, a ich budowa jest bliska portfelom zbudowanym na podstawie teorii behawioralnego portfela, czyli że zarządzający funduszami także przy wyborze aktywów do portfeli kierują się emocjami (por. [Majewski 2004, s. 25]). Uczestnicy funduszy inwestycyjnych mogą także ulegać emocjom w związku ze zmianami zachodzącymi na rynku, których przejawem jest możliwość całkowitego lub częściowego wycofania się z danego funduszu w wypadku negatywnych przyszłych oczekiwań.

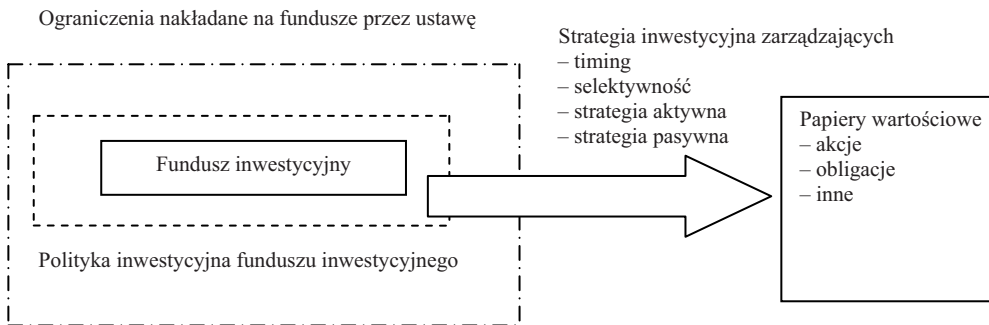
Celem artykułu jest ocena trafności decyzji uczestników funduszy inwestycyjnych akcji polskich w okresie kryzysu finansowego obejmującego lata 2007-2010. Przesłanką tak postawionego celu badawczego jest próba uzyskania odpowiedzi na pytanie, czy uczestnicy polskich funduszy akcyjnych w czasie kryzysu finansowego podejmowali racjonalne decyzje co do wejścia lub wyjścia z funduszy inwestycyjnych w kontekście przyszłych wyników tych funduszy.

Nieco odmienne badanie dotyczące zależności między stopami zwrotu a transferami uczestników funduszy emerytalnych nie potwierdza zależności między wynikami funduszy a napływem nowych uczestników do najlepszych funduszy [Trippner 2007, s. 453].

2. Istota funduszy inwestycyjnych

Istotą funduszy inwestycyjnych i jednocześnie ich główną zaletą jest to, że w zamian za stosunkowo niewielki kapitał pozwalają inwestorowi uzyskać jednostki uczestnictwa (lub certyfikaty inwestycyjne) odpowiadające silnie zdywersyfikowanemu portfelowi inwestycyjnemu. Dywersyfikację i minimalizację ryzyka (np. przez brak możliwości nabywania instrumentów pochodnych w celach spekulacyjnych przez fundusze inwestycyjne otwarte) wymuszają na funduszach przepisy prawa. Dodatkowo każdy fundusz prowadzi swoją własną politykę inwestycyjną określoną w statucie i zatwierdzoną przez Komisję Nadzoru Finansowego. Ponadto fundusze inwestycyjne są zarządzane przez osoby mające odpowiednie kwalifikacje i wiedzę (doradcy inwestycyjni), dzięki czemu nazywane są profesjonalnymi instytucjami rynku finansowego. Każdy z doradców inwestycyjnych ma swoją indywidualną strategię zarządzania funduszem. Jedni zarządzający są bardziej aktywnymi uczestnikami na rynku (stosunkowo często dokonują kupna i sprzedaży papierów wartościowych), inni prowadzą bierną strategię (np. strategia *buy and hold*) (rys. 1) [Zamojska 2008, s. 95-105].

Zarówno polityka inwestycyjna funduszy inwestycyjnych (pozwalająca grupować fundusze na fundusze akcyjne, papierów dłużnych bądź np. fundusze rynku pieniężnego), jak i strategia zarządzania funduszami przekładają się na wyniki osiągnięte przez poszczególne fundusze.



Rys. 1. Ograniczenia prawne, polityka i strategia funduszu inwestycyjnego

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na istniejące ograniczenia w działalności inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych, zarządzający funduszami, stosując własną strategię inwestycyjną, zobowiązani są przestrzegać określonych ograniczeń. Skutkuje to np. brakiem możliwości sprzedaży wszystkich posiadanych w portfelu akcji przez fundusz inwestycyjny akcyjny w sytuacji odwrócenia się koniunktury na rynku. Taka konstrukcja powoduje, że aktywa uczestnika funduszu narażone są na utratę wartości. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych opracowana przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami stanowi, że fundusz akcyjny posiada w portfelu inwestycyjnym co najmniej 66% papierów udziałowych/akcji. W okresach dekoniunktury skutkuje to spadkiem wartości jednostek uczestnictwa takiego funduszu, co może się przełożyć na decyzję uczestnika funduszu co do dalszego utrzymywania w nim powierzonych środków.

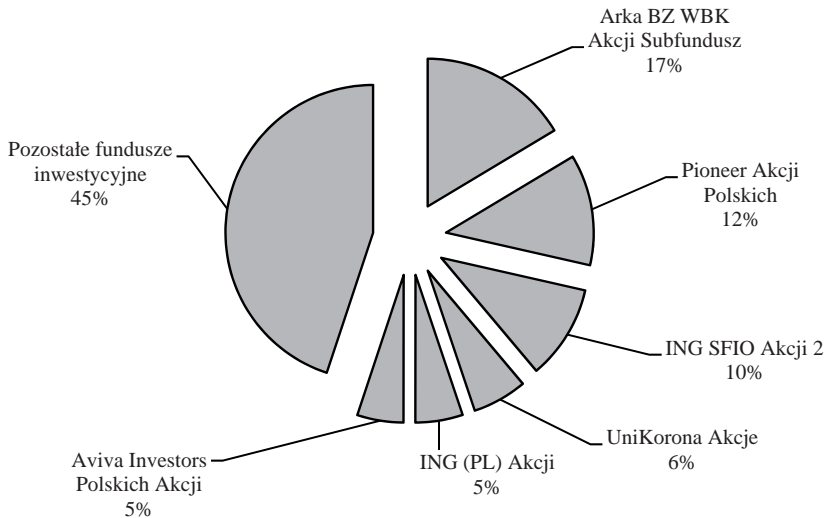
Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien kierować się w wyborze funduszu kilkoma przesłankami [Dawidowicz 2008, s. 41]. Po pierwsze, określić oczekiwaną stopę zwrotu, po drugie, wybrać fundusz odpowiadający jego profilowi inwestycyjnemu (fundusz charakteryzujący się ryzykiem akceptowanym przez inwestora), a następnie określić długość horyzontu inwestycyjnego. Poza tym inwestor może także określić wartość akceptowalnej straty, rodzaj waluty, w której chce inwestować itp.

Wybór właściwego funduszu inwestycyjnego jest o tyle istotny, że uczestnik nie ma możliwości bezpośredniego wpływu na rodzaj, czas i ilość nabywanych lub sprzedawanych przez fundusz papierów wartościowych. Zatem jedynym istotnym narzędziem uczestnika funduszu inwestycyjnego jest możliwość dokupienia, sprzedaży jednostek uczestnictwa lub ich konwersji na inne jednostki uczestnictwa teoretycznie w dowolnym momencie².

² Wyjątek stanowi sytuacja opisana w Ustawie z 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004 Nr 146, poz. 1546, art. 89, ust. 4.

3. Źródła i metody badań

Badaniem objęto trzy największe krajowe fundusze inwestycyjne akcyjne [*Klasyfikacja funduszy...* 2010]: Arka BZ WBK Akcji FIO, Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich oraz ING SFIO Akcji 2. Suma zgromadzonych przez fundusze aktywów stanowiła na koniec 2010 r. prawie 40% aktywów netto wszystkich krajowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich (rys. 2).



Rys. 2. Udział wybranych funduszy akcyjnych na rynku krajowych funduszy akcji (na koniec grudnia 2010 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Aktywa funduszy...* 2010].

Źródłem informacji były dane zawarte w jednym z elementów sprawozdania finansowego funduszy, jakim jest zestawienie zmian w aktywach netto funduszu.

Wartość aktywów netto (WAN) funduszy może się zmieniać, tj. może wzrastać lub spadać. Wpływ na zmiany WAN mają przede wszystkim wartości lokat zgromadzonych w portfelu inwestycyjnym (podlegające często codziennej wycenie), a także wartość wpłacanych i wypłacanych z funduszu środków pieniężnych.

W tabeli 1 zamieszczono dane dotyczące wartości jednostek uczestnictwa badanych funduszy oraz wartości aktywów netto tych funduszy w latach 2007-2010.

Na rysunku 3 przedstawiono wartości indeksu giełdowego WIG, obrazującego koniunkturę na rynku akcji, który to rynek ma największy wpływ na wyniki funduszy inwestycyjnych akcji polskich.

Stan rynku i przyszłe oczekiwania wpływają na decyzje uczestników rynku, w tym uczestników funduszy inwestycyjnych. Najwyraźniej zjawisko to można było zauważyć w styczniu 2008 r., gdy po silnych spadkach cen akcji w grudniu 2007 r.

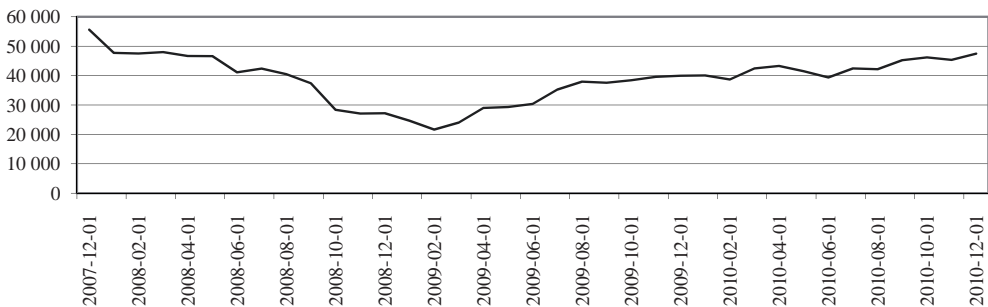
Tabela 1. Wartość jednostek uczestnictwa oraz wartość aktywów netto badanych funduszy inwestycyjnych

Data	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich	ING SFIO Akcji 2	Arka BZ WBK Akcji FIO	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich	ING SFIO Akcji 2	Arka BZ WBK Akcji FIO
	Wartość jednostki uczestnictwa w zł			Wartość aktywów netto w zł		
1	2	3	4	5	6	7
2006-12-29	51,29	321,79	44,35	2 517 686 079	993 415 394	4 134 861 186
2007-01-31	56,14	346,87	48,53	2 904 944 333	1 099 455 323	4 639 797 473
2007-02-28	53,54	334,74	46,20	2 941 180 799	1 090 137 229	4 637 599 415
2007-03-30	58,66	365,02	49,72	3 654 527 356	1 235 596 804	5 292 891 600
2007-04-30	61,15	385,61	51,40	4 145 631 905	1 288 194 264	5 391 103 086
2007-05-31	64,70	400,38	54,72	4 705 768 696	1 368 602 089	5 673 489 496
2007-06-29	66,44	402,40	55,73	5 369 955 625	1 405 951 507	5 978 451 410
2007-07-31	63,38	383,65	55,92	5 536 048 333	1 342 476 457	6 000 010 944
2007-08-31	59,89	374,15	52,77	5 340 035 465	1 349 433 635	5 488 196 978
2007-09-28	59,56	373,01	53,28	5 400 064 960	1 384 384 568	5 649 047 428
2007-10-31	61,90	381,20	56,16	5 577 093 783	1 438 907 187	6 124 643 347
2007-11-30	55,24	349,45	51,25	4 845 674 577	1 349 635 348	5 372 365 717
2007-12-28	54,56	342,39	51,22	4 757 726 467	1 379 319 486	5 432 454 139
2008-01-31	46,12	306,32	43,03	3 401 469 462	1 276 559 077	3 609 200 823
2008-02-29	44,97	308,29	43,32	3 340 269 168	1 309 502 162	3 753 895 683
2008-03-31	44,94	312,00	41,69	3 298 447 837	1 353 467 499	3 505 433 509
2008-04-30	43,16	304,39	42,33	3 162 602 256	1 353 434 649	3 560 190 205
2008-05-31	42,98	301,51	42,51	3 126 204 604	1 345 060 012	3 568 517 736
2008-06-30	37,23	270,96	37,40	2 628 916 881	1 230 590 815	3 006 638 085
2008-07-31	38,06	273,05	38,13	2 553 404 739	1 279 244 050	2 843 071 344
2008-08-31	35,62	265,24	37,86	2 383 733 066	1 275 178 497	2 847 841 561
2008-09-30	33,14	250,13	33,70	2 192 513 769	1 241 659 494	2 472 796 455
2008-10-31	24,35	207,42	24,82	1 544 323 851	1 047 939 390	1 666 536 350
2008-11-30	22,76	202,57	23,12	1 453 384 901	1 053 925 291	1 590 594 707
2008-12-31	22,76	200,86	23,08	1 441 753 936	1 079 981 973	1 555 813 927
2009-01-31	19,51	186,18	21,22	1 247 218 051	1 031 982 465	1 407 487 811
2009-02-28	17,17	166,47	19,39	1 104 214 913	966 599 398	1 261 502 188
2009-03-31	19,73	176,47	21,72	1 265 103 373	1 007 770 818	1 438 398 050
2009-04-30	24,22	207,13	25,66	1 551 519 091	1 164 959 565	1 801 792 467
2009-05-31	24,56	210,92	27,21	1 599 105 376	1 169 172 816	1 947 797 073
2009-06-30	25,04	219,36	27,94	1 642 298 368	1 204 905 377	2 053 620 421

Tabela 1, cd.

1	2	3	4	5	6	7
2009-07-31	28,65	246,79	31,32	1 869 863 213	1 329 345 772	2 358 858 135
2009-08-31	31,04	258,69	34,53	2 045 337 158	1 372 126 558	2 821 170 312
2009-09-30	31,01	254,56	34,32	2 043 854 119	1 334 612 970	2 793 734 633
2009-10-31	31,16	256,86	33,92	2 033 109 418	1 324 323 976	2 764 468 873
2009-11-30	31,57	262,20	34,68	2 068 717 633	1 335 130 974	2 887 584 680
2009-12-31	32,25	263,82	35,82	2 125 368 420	1 365 977 397	3 006 817 298
2010-01-31	32,56	264,92	36,25	2 137 230 967	1 450 663 439	3 018 440 903
2010-02-28	31,33	259,56	34,95	2 070 924 677	1 445 014 822	2 888 052 100
2010-03-31	34,00	281,20	37,77	2 237 756 267	1 605 734 873	3 189 226 392
2010-04-30	34,58	288,28	38,81	2 246 892 581	1 688 495 105	3 248 562 352
2010-05-31	33,43	280,03	36,71	2 145 643 216	1 657 449 226	2 946 580 096
2010-06-30	31,77	266,79	34,37	2 041 978 445	1 586 242 441	2 745 528 592
2010-07-31	33,64	283,59	36,49	2 159 323 988	1 698 682 133	2 881 414 058
2010-08-31	32,84	281,81	36,18	2 079 001 260	1 682 864 105	2 796 153 889
2010-09-30	34,60	297,21	38,68	2 167 405 166	1 759 945 601	2 915 443 452
2010-10-31	34,73	303,47	39,51	2 147 711 976	1 790 748 305	2 920 355 798
2010-11-30	34,48	298,90	39,29	2 119 850 211	1 767 114 485	2 862 758 508
2010-12-31	35,07	311,51	40,14	2 140 492 348	1 818 478 783	2 887 991 211

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Aktywa funduszy... 2011].

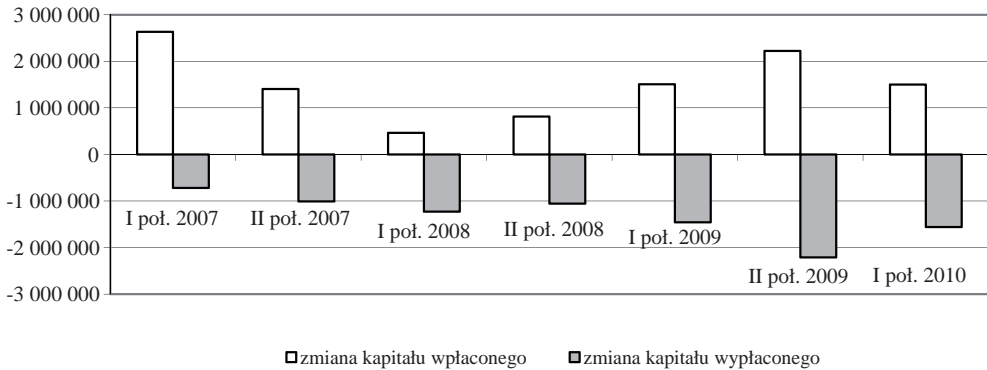


Rys. 3. Wartości indeksu WIG w latach 2007-2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie wartości indeksu WIG [http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe].

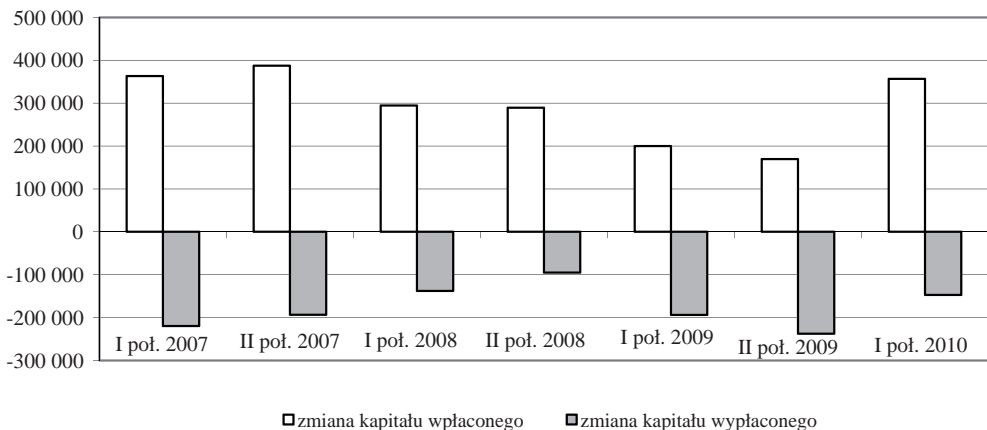
z krajowych funduszy akcyjnych wypłacono ponad 10 mld zł wobec wpłat na poziomie niecałych 3,5 mld zł [Nabycia i umorzenia... 2010].

Na rysunkach 4-6 przedstawiono wartości wpłacanych i wypłacanych środków pieniężnych do poszczególnych funduszy w okresach półrocznych od 2007 do 2010 r.



Rys. 4. Wartość wpłacanych/wypłacanych środków pieniężnych do/z funduszu inwestycyjnego Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich w latach 2007-2010 w tys. zł

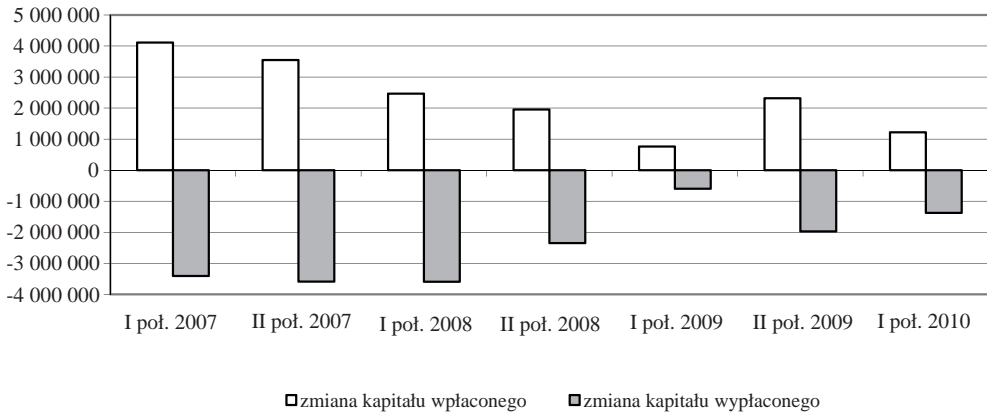
Źródło: opracowanie własne na podstawie półrocznych i rocznych sprawozdań funduszu inwestycyjnego Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich.



Rys. 5. Wartość wpłacanych/wypłacanych środków pieniężnych do/z funduszu inwestycyjnego ING SFIO Akcji 2 w latach 2007-2010 w tys. zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie półrocznych i rocznych sprawozdań funduszu inwestycyjnego ING SFIO Akcji 2

W badaniu obliczono prostą stopę zwrotu trzech wybranych funduszy w okresach półrocznych, rocznych oraz półtorarocznych i porównano ją z wartością nadwyżki wpłat nad wypłatami danych funduszy lub z wartością nadwyżki wypłat nad wpłatami danych funduszy z okresu poprzedzającego obliczone stopy zwrotu.



Rys. 6. Wartość wpłacanych/wypłacanych środków pieniężnych do/z funduszu inwestycyjnego Arka BZ WBK Akcji FIO w latach 2007-2010 w tys. zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie półrocznych i rocznych sprawozdań funduszu inwestycyjnego Arka BZ WBK Akcji FIO.

Ze względu na różne możliwe warianty przeprowadzenia badania założono, że uczestnicy funduszu, podejmując decyzje o powierzeniu/wycofaniu środków funduszowi, oczekują wzrostu/spadku wartości jednostki uczestnictwa w najbliższym czasie. Dlatego badano wartości stóp zwrotu funduszy w okresie pół roku od podjętej decyzji, rok oraz półtora roku od podjętej decyzji o wejściu/wyjściu do/z funduszy. Następnie obliczono współczynniki korelacji Pearsona dla tak uzyskanych danych.

Zidentyfikowanie decyzji o wejściu do bądź wyjściu uczestników z funduszu świadczył kapitał wpłacony/wypłacony do/z funduszu. W badaniu wzięto pod uwagę różnice między wpłatami a wypłatami i odniesiono je do osiągniętej w kolejnym okresie stopy zwrotu (półrocznej, rocznej, półtorarocznej). Im większe pozytywne oczekiwania co do przyszłych wyników, tym większa nadwyżka wpłat nad wypłatami i tym większa stopa zwrotu funduszy. Im większe obawy o wyniki funduszy, tym wartość wypłat nad wpłatami powinna być większa i niższa w kolejnym okresie powinna być stopa zwrotu.

W związku z tym można było określić kierunek oraz siłę powiązania decyzji o wejściu/wyjściu do/z funduszu z uzyskanymi stopami zwrotu.

4. Wyniki badania

W tabelach 2-4 zawarto dane dotyczące wartości nadwyżek wpłacanych/wypłacanych środków pieniężnych do/z badanych funduszy oraz uzyskane w poszczególnych okresach stopy zwrotu.

Tabela 2. Wartości nadwyżek wpłat/wypłat do/z funduszy oraz półroczne stopy zwrotu w latach 2007-2010

Okresy dla wpłat/wypłat	I-VI 2007	VII-XII 2007	I-VI 2008	VII-XII 2008	I-VI 2009	VII-XII 2009	I-VI 2010
Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich							
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	1 914 389	397 404	-767 016	-242 419	49 475	9 455	-57 402
Półroczna stopa zwrotu w %	-17,88	-31,76	-38,87	10,02	28,79	-1,49	10,39
ING SFIO Akcji 2							
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	143 705	193 789	156 368	194 373	6 192	-68 140	209 241
Półroczna stopa zwrotu w %	-14,91	-20,86	-25,87	9,21	20,27	1,13	16,76
Arka BZ WBK Akcji FIO							
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	702 410	-46 028	-1 128 675	-396 051	161 616	343 418	-155 312
Półroczna stopa zwrotu w %	-8,09	-26,98	-38,29	21,06	28,2	-4,05	16,79
Okresy dla stóp zwrotu	VII-XII 2007	I-VI 2008	VII-XII 2008	I-VI 2009	VII-XII 2009	I-VI 2010	VII-XII 2010

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Tabela 3. Wartości nadwyżek wpłat/wypłat do/z funduszy oraz roczne stopy zwrotu w latach 2007-2010

Okresy dla wpłat/wypłat	I-VI 2007	VII-XII 2007	I-VI 2008	VII-XII 2008	I-VI 2009	VII-XII 2009
Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich						
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	1 914 389	397 404	-767 016	-242 419	49 475	9 455
Roczna stopa zwrotu w %	-43,96	-58,28	-32,74	41,70	26,88	8,74
ING SFIO Akcji 2						
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	143 705	193 789	156 368	194 373	6 192	-68 140
Roczna stopa zwrotu w %	-32,66	-41,34	-19,04	31,35	21,62	18,08
Arka BZ WBK Akcji FIO						
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	702 410	-46 028	-1 128 675	-396 051	161 616	343 418
Roczna stopa zwrotu w %	-32,89	-54,94	-25,29	55,20	23,01	12,06
Okresy dla stóp zwrotu	VI 2007 – VI 2008	I – XII 2008	VI 2008 – VI 2009	I-XII 2009	VI 2009 – VI 2010	I-XII 2010

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Tabela 4. Wartości nadwyżek wpłat/wypłat do/z funduszy oraz półtoraroczne stopy zwrotu w latach 2007-2010

Okresy dla wpłat/wypłat	I–VI 2007	VII–XII 2007	I–VI 2008	VII–XII 2008	I–VI 2009
Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich					
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	1 914 389	397 404	-767 016	-242 419	49 475
Półtoraroczna stopa zwrotu w %	-65,74	-54,11	-13,38	39,59	40,06
ING SFIO Akcji 2					
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	143 705	193 789	156 368	194 373	6 192
Półtoraroczna stopa zwrotu w %	-50,08	-35,93	-2,64	32,82	42,01
Arka BZ WBK Akcji FIO					
Wartość wpłat/wypłat w tys. zł	702 410	-46 028	-1 128 675	-396 051	161 616
Półtoraroczna stopa zwrotu w %	-58,59	-45,45	-4,22	48,92	43,66
Okresy dla stóp zwrotu	VII 2007 – XII 2010	I 2008 – VI 2009	VII 2008 – XII 2009	I 2009 – VI 2010	VII 2009 – XII 2010

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Wartości współczynnika korelacji Pearsona między nadwyżkami wpłaconych/wypłaconych środków pieniężnych a poszczególnymi stopami zwrotu zamieszczono w tab. 5.

Tabela 5. Wartość współczynnika korelacji Pearsona dla poszczególnych funduszy

Fundusz	Korelacja wpłat/ wypłat z półrocznymi stopami zwrotu	Korelacja wpłat/ wypłat z rocznymi stopami zwrotu	Korelacja wpłat/ wypłat z półtorarocznymi stopami zwrotu
Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji Polskich	-0,0891	-0,4165	-0,6418
ING SFIO Akcji 2	-0,2654	-0,4937	-0,4771
Arka BZ WBK Akcji FIO	0,3421	-0,0566	-0,3630

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Na podstawie przeprowadzonego badania można stwierdzić, że w większości uzyskanych wyników otrzymano ujemną korelację między trafnością dokonywanych wpłat/wypłat a uzyskiwanymi przez fundusze wynikami. Słabą ujemną korelację między wpłatami/wypłatami a półrocznymi stopami zwrotu uzyskano dla funduszy Pioneer i ING Akcji 2, natomiast średnią dodatnią korelację w wypadku funduszu Arka BZ WBK Akcji FIO. Umiarkowaną (średnią) korelację między nadwyżką wpłat/wypłat można było zaobserwować tylko ze stopami zwrotu dla dłuższych okresów szczególnie okresu półtorarocznego. Mogło to jednak wynikać także

z mniejszej liczby obserwacji. Największą (ale średnią) korelację można było odnotować między nadwyżką wpłat/wypłat a półtoraroczną stopą zwrotu w wypadku funduszu Pioneer Akcji Polskich.

Wyniki uzyskanych badań wskazują, że w czasie kryzysu finansowego (w latach 2007–2010) uczestnicy funduszy inwestycyjnych akcji mogli ulegać emocjom przy podejmowaniu decyzji o wejściu/wyjściu do/z tych funduszy i i w większości podejmowali decyzje niekorzystne z punktu widzenia inwestycyjnego.

Literatura

- Aktywa funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, 2010, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>.
- Aktywa funduszy inwestycyjnych*, IZFA, 2011, Archiwum notowań funduszy inwestycyjnych, <http://www.money.pl/fundusze/archiwum/data/#frm>.
- Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne*, „Rynek Kapitałowy” 2008, nr 12/214. http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe.
- Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, 2010, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Klasyfikacja.pdf.
- Majewski S., *Behawioralny charakter portfeli Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych na przykładzie ING TFI oraz PKO/Credit Suisse TFI*, [w:] W Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, t. 2, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1037, AE, Wrocław 2004.
- Nabycia i umorzenia w funduszach inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, 2010, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10092>.
- Trippner P., *Stopa zwrotu funduszy emerytalnych i inwestycyjnych jako czynnik determinujący decyzje lokacyjne inwestorów*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 1176, AE, Wrocław 2007.
- Zamojska A., *Wyczucie rynku i zmienność wyczucia akcyjnych funduszy inwestycyjnych*, [w:] *Rynek kapitałowy i pieniężny – wybrane aspekty*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 4/2008, Sopot 2008.

ASSESSMENT OF DECISION OF PARTICIPANTS OF EQUITY INVESTMENT FUNDS IN FINANCIAL CRISIS

Summary: The aim of the article is to evaluate the accuracy of decisions about flows into and from Polish equity investment funds made by the funds' participants. The research period covered the financial crisis between 2007 and 2010. In the research there is used a case of three funds: Pioneer Akcji Polskich, ING Akcji 2 and Arka BZ WBK Akcji. The participants of the funds decide to participate or leave the investment funds depending on their expectations to future funds' performance. The results of the research show that investment funds' participants could make their decisions as a result of the emotions and their decisions were not profitable from the investment point of view.