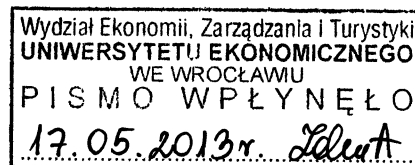


Prof. dr hab. Gabriela Łukasik

Katowice, dnia 13.05.2013r.

Katedra Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach



Ocena rozprawy doktorskiej mgr Wojciecha Krawca
pt: "Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce"
napisanej pod kierunkiem prof. zw. dr hab. Grażyny Borys

1. Ocena formalna

Przedstawiona do recenzji praca doktorska mgr Wojciecha Krawca obejmuje 308 stron maszynopisu tekstu, 4 aneksy, spis literatury, (w tym akty normatywne, strony internetowe), spis tabel i rysunków. Praca oparta jest o bogatą literaturę przedmiotu (zwartą i artykułową) zarówno krajową jak i zagraniczną. Wykorzystano również szeroki zakres aktów prawnych i informacji ze stron internetowych. Autor wykorzystał i trafnie włączył w tok swoich rozważań w zasadzie wszystkie podstawowe pozycje, które w sposób bezpośredni lub pośredni wiążą się z podjętym problemem badawczym. Pozytywnie ocenić należy także organiczne a nie tylko formalne włączenie literatury do prowadzonych rozważań oraz wykorzystanie własnych publikacji Autora, co świadczy o tym, że wybór tematu nie był przypadkowy lecz jest wyrazem osobistych zainteresowań Doktoranta. Podkreślić należy również bogactwo dokumentacji faktograficznej prowadzonych badań, przedstawionych w tabelach (40 tabel) i rysunkach (36 rysunków) oraz duży wysiłek Autora w przygotowanie badań i właściwe, rzetelne ich przeprowadzenie. Autor zadbał o pełne i staranne udokumentowanie prowadzonych badań, z własną oceną ich wyników. Prawidłowo wykorzystano również przyjęte metody badawcze.

Rozprawa jest opracowaniem dojrzałym, przemyślanym a wszystkie przedstawione zagadnienia są w pełni uzasadnione. Praca pod względem formalnym jest staranna, zarówno z punktu widzenia językowego jak i stylistycznego. Nieliczne błędy literowe nie zmieniają dobrego formalnego przygotowania rozprawy. Konstrukcja pracy jest przejrzysta i logiczna.

Poszczególne części są z sobą powiązane, tworząc spójną i zwartą całość, z wyróżnieniem zagadnień teoretycznych, rozwiązań normatywnych i wyników badań empirycznych.

Praca obejmuje wstęp, sześć rozdziałów i zakończenie; ich treść jest zgodna z tytułem pracy a rozdziałów z nagłówkami.

2. Wybór tematu, cele i tezy badawcze

Rozwój rynku finansowego jako nieodłączny element transformacji polskiej gospodarki w kierunku rozwiniętej gospodarki rynkowej wiąże się z zmianą jego struktury, pojawieniem się nowych instrumentów alokacji kapitału, szerszą integracją rynku wewnętrznego z rynkami międzynarodowymi. Istotną rolę w nowej strukturze rynku finansowego odgrywają fundusze inwestycyjne jako podmioty zbiorowego inwestowania, wykorzystujące środki pieniężne różnych podmiotów rynku. Mają one stałe miejsce w strukturze rynku finansowego, swoje doświadczenia zarówno pozytywne jak i negatywne. Stąd też ocena tego segmentu rynku jest z teoretycznego jak i praktycznego punktu widzenia bezsporna. Nie bez znaczenia jest również konieczność krytycznej oceny dotychczasowych rozwiązań normatywnych.

Autor dokonał próby wieloaspektowego spojrzenia na rynek funduszy inwestycyjnych w szerszym kontekście rozwoju rynku finansowego w Polsce. Jest to z pewnością duży walor pracy, wskazujący nie tylko na znajomość problematyki ale i umiejętność łączenia teorii z praktyką gospodarczą. Podkreślić należy więc trafność wyboru tematu, jego aktualność, tym bardziej, że ujęcie przyjęte przez Autora i zakres przeprowadzonych badań i ocen nie jest przedmiotem szerszych analiz empirycznych.

Autor we wstępie w sposób rzetelny i przekonujący uzasadnił wybór tematu, zaprezentował problem naukowy, jego cele i założenia. Sformułowana główna teza rozprawy i wynikające z niej cztery tezy szczegółowe uznają za słuszne i uzasadnione.

Cel pracy i konieczność potwierdzenia przyjętych tez badawczych zdecydowały o jej konstrukcji, co pozwoliło na przeprowadzenie logicznego ciągu rozważań i praktycznych analiz w wybranych obszarach badawczych. Wykorzystany w pracy materiał faktograficzny, logika rozważań oraz zastosowane metody badawcze zapewniają wiarygodność wniosków i pozwalają na ocenę, że Autor zrealizował postawiony cel i potwierdził tezy badawcze. Podkreślić należy dobre przygotowanie i wykorzystanie metod badawczych, z wyraźnym wskazaniem źródeł informacji i sposobu ich pozyskania.

3. Merytoryczna ocena pracy

Recenzowana praca jest, kompleksowym ujęciem ważnych zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku funduszy inwestycyjnych. Zwrócić należy uwagę na umiejętne łączenie problemów teorii, rozwiązań normatywnych i doświadczeń praktyki gospodarczej. W pracy można wyróżnić dwie części: teoretyczną (rozdział 1 i 2) i empiryczną (rozdziały 3, 4, 5). Rozdział szósty jest próbą wyznaczenia przyszłości polskiego rynku funduszy inwestycyjnych stanowiąc równocześnie syntezę prowadzonych badań i ocen. Stanowią one spójną całość ale zakres poruszanych w poszczególnych rozdziałach zagadnień uzasadnia kolejną odrębną ich ocenę. Nie jestem jednak do końca przekonana o słuszności prowadzenia ocen wg wyróżnionych okresów rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Może należało rozważyć prowadzenie syntetycznych ocen wg wyróżnionych problemów (podobnych w rozdziale 4 i 5). Pozwoliłoby to, moim zdaniem, na pełniejsze przedstawienie faktycznych tendencji zmian rynku funduszy inwestycyjnych, jako pochodnych rozwoju całego rynku finansowego. Zdaję jednak sobie sprawę z trudności takich porównań, głównie z uwagi na częste zmiany regulacji prawnych, będących konsekwencją braku doświadczeń w tym zakresie.

Wniesione wątpliwości czy dodatkowe pytania będą miały głównie charakter dyskusyjny i powinny skłonić Autora do ewentualnej polemiki i uzupełnienia w trakcie obrony pracy. Ponieważ każdy z rozdziałów jest całością, ocena prowadzona będzie również według kolejności zagadnień w nich ujętych.

Rozdział pierwszy obejmuje podstawowe zagadnienia związane z rolą i miejscem funduszy inwestycyjnych w strukturze rynku finansowego. Nie wnosi co prawda nowych treści w problematykę rynku funduszy inwestycyjnych, stanowi jedynie „zgrabną” próbę prezentacji zagadnień uwzględnionych w literaturze tematu i identyfikacji kategorii ekonomicznych wykorzystywanych w dalszej części pracy. Jako jedną z przyczyn niestabilności na rynkach finansowych uznano zjawisko asymetrii informacji (str. 13), wysuwając słuszną tezę o potrzebie wprowadzenia pośredników na rynku. Być może należało problem ten szerzej rozwinąć, zwracając uwagę na konsekwencje asymetrii dla inwestorów i funduszy, między innymi z punktu widzenia prawidłowości wyboru kierunku inwestowania i efektywności rynku. Niektóre zagadnienia wyróżniano bez szerszej własnej oceny. Dotyczy to przykładowo: wyróżnienia instrumentów będących lub nie będących papierami wartościowymi (str. 14, 15), czy też aktów normatywnych regulujących funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych (str. 33). Szczegółowo zaprezentowano również uczestników

funduszy, instytucje nadzorujące i zarządzające, bez własnych ocen konsekwencji z tym związanych.

Rozpatrując społeczno-ekonomiczne znaczenie rynku funduszy inwestycyjnych połączono elementy teorii z oceną ogólnych danych liczbowych. Stwierdzenie, że mniejszym zainteresowaniem funduszy inwestycyjnych cieszył się rynek New Connect (str. 51) wymagałoby szerszego uzasadnienia, z ewentualnym stwierdzeniem, czy wiąże się to z brakiem szerszych doświadczeń (młody rynek) czy np. niedostatecznym zakresem przekazywanych przez spółki informacji? Należało również odnieść się szerzej do rozwiązań pozwalających tworzyć fundusze typu venture-capital, z oceną ich konsekwencji nie tylko dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych ale i możliwości rozwoju podmiotów gospodarczych (str. 53).

Niezrozumiałe jest stwierdzenie, że „w funduszach realizowana jest idea corporate governance ...a w rezultacie koszt pozyskiwania kapitału jest mniejszy a firmy zachęcane są do bardziej skutecznego, efektywnego wykorzystania zasobów ...” (str. 53). Szerszego uzasadnienia wymagałoby także stwierdzenie: „jednym z głównych zagrożeń może być rosnący wpływ decyzji pojedynczych instytucji na wyceny instrumentów finansowych i powstanie bąbla cenowego w rezultacie stałego dopływu kapitału na rynek” (str. 57). Czy oznacza to możliwość manipulacji cenami na rynku? Włączenie ogólnych danych liczbowych do rozważań pierwszego rozdziału, ze skromną ich oceną (np. udziału funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych) spowodowało, że szereg zagadnień idei wspólnego inwestowania i ich wpływu na rozwój gospodarczy nie zostało szerzej potraktowanych. Brakuje równocześnie własnych ocen i poglądów Autora w tym zakresie.

Rozdział drugi uwzględnia genezę, typologię i czynniki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Autor z dużą starannością przedstawił zakres i główne przesłanki rozwoju różnych form zbiorowego inwestowania. Wyróżniając potrzebę „oszczędzania na starość” może należało szerzej podkreślić ocenę ryzyka dokonywanych transakcji i możliwości jego ograniczenia (str. 64). Dominacja tej przesłanki będzie decydować o wyborze funduszy, zapewniających co prawda niższą stopę zwrotu ale gwarantujących wyższe bezpieczeństwo (przy danym poziomie akceptowanego ryzyka). Takie stwierdzenie wymagałoby jednak szerszych ocen dotyczących skłonności do ryzyka tej grupy inwestorów indywidualnych, tym bardziej, że dalsze analizy nie w pełni potwierdzają te wstępne oceny. Nie sądzę jednak aby rozwiązania dotyczące polityki informacyjnej funduszy gwarantowały w pełni ich bezpieczeństwo (str. 68), szczególnie w warunkach wyróżnionej wcześniej asymetrii

informacji. Potwierdza to również stwierdzenie braku w uregulowaniach prawnych maksymalnej wartości aktywów funduszu i optymalnej wartości portfela (str. 71). Te dodatkowe obszary ryzyka mogą wpływać na oczekiwania wyższych stop zwrotu, przy założeniu jednak, że uczestnikami funduszy są świadomi inwestorzy, potrafiący właściwie wycenić poszczególne instrumenty finansowe. Potwierdza to również Autor stwierdzeniem, że nawet najściślejsze kontrole nie są w stanie ustrzec inwestorów przed ryzykiem błędnych decyzji inwestycyjnych (str. 73).

Dokonując typologii funduszy inwestycyjnych Autor wyróżnia między innymi fundusze etyczne (ekonomiczne kryterium celu). Jest to ważne i nowe zagadnienie w strukturze różnych funduszy inwestycyjnych, odpowiadające często podnoszonym problemom społecznej odpowiedzialności biznesu i nowym jakościowym kryterium oceny standardów inwestowania. Być może warto rozwinąć ten wątek rozważań, z oceną jednak nie tylko samych funduszy ale i ich uczestników. Nie zawsze bowiem idea etycznego i odpowiedzialnego inwestowania w funduszu będzie zgodna z oceną pojedynczych inwestorów (kierujących się np. "zyskiem i oszczędzaniem na starość"). Interesujące mogą być także własne opinie i oceny Autora dotyczące wyboru funduszy o różnej formie uczestnictwa inwestorów w generowanych dochodach (str. 80). Nasuwa się pytanie który z wyróżnionych funduszy może być bardziej atrakcyjny dla jego uczestników i czy preferencje w tym zakresie mogą się zmieniać, np. pod wpływem zmian koniunktury giełdowej?.

Autor wprowadza szeroką i interesującą systematykę czynników rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Nie wszystkie czynniki co prawda wykorzystano w dalszych ocenach ale należy podkreślić, że Autor przemyślał ich systematykę, odnosząc rozważania do rozwiązań spotykanych w literaturze tematu. Wyróżniono także ilościowe i jakościowe miary oceny rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych konsekwentnie wykorzystane w prowadzonych rozważaniach.

Dalsze rozważania Autor prowadzi w odniesieniu do wyróżnionych 3 etapów rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, kierując się głównie zmianami rozwiązań normatywnych. Nie odpowiada to jednak w pełni podziałowi wg np. zmian koniunktury gospodarczej i tempa wzrostu gospodarczego, co mogło utrudniać pełną ocenę czynników decydujących o rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

Rozdział trzeci rozprawy dotyczy pierwszego etapu rozwoju funduszy wspólnego inwestowania związanego z rynkiem funduszy powierniczych. Autor szeroko prezentuje genezę i prawne podstawy tych funduszy, ze szczegółową analizą ich struktury, kierunku

alokacji kapitału, zmian wartości aktywów netto oraz uzyskanych średnich stóp zwrotu. Interesujące są porównania rynku polskiego z rynkiem wybranych krajów (tab.3.6) oraz szeroka ocena funkcjonowania funduszy powierniczych. Jest to materiał historyczny, ale w takim układzie szerzej nie prezentowany w literaturze tematu.

Kolejny rozdział wiąże się z analizą i oceną następnego etapu rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, z wyróżnieniem głównych czynników z tym związanych. W rozważaniach dominuje czynnik podatkowo-prawny, co wskazuje, że był to okres uczenia się i stopniowego wprowadzania rozwiązań legislacyjnych. Jest to ważne między innymi z punktu widzenia regulacji dotyczących polityki inwestycyjnej funduszy. Rozważania są interesujące, wymagały od Autora dogłębnej oceny stosowanych rozwiązań prawnych. Szeroko powiązано również rozwój rynku funduszy inwestycyjnych ze zmianami sytuacji makroekonomicznej. Autor słusznie zwraca uwagę na związek rozwoju funduszy z wprowadzaniem do obrotu rynkowego zróżnicowanych produktów. Rozważania dotyczące rozwiązań w zakresie 20% podatku od zysków (str.131) powtórzono w tym samym układzie na str. 156.

Ważne i słuszne jest zwrócenie uwagi również na społeczno-psychologiczne uwarunkowania rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Są one w dużym stopniu także pochodną uwarunkowań ekonomicznych (np. skłonność i możliwość oszczędzania). Może należało również wyróżnić skłonność do ryzyka indywidualnego inwestora.

Analizując procesy zachodzące w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych zwrócono uwagę na zmiany jakościowe związane z różnicowaniem i komplikowaniem się produktów. Wpłynęło to na między innymi na rozwój funduszy hybrydowych, wymagających szerszej wiedzy i umiejętności w prowadzeniu właściwej polityki inwestycyjnej.

Wyróżnić należy szerokie oceny dotyczące porównania stóp zwrotu poszczególnych grup funduszy, co może być konsekwencją wielu czynników i trudno wskazać wiodące przyczyny. Autor włożył duży wysiłek intelektualny w wieloaspektową ocenę rynku funduszy inwestycyjnych w drugim etapie jego rozwoju, co wzbogaca wiedzę o tym ważnym segmencie rynku.

W podobnym układzie prowadzono rozważania dotyczące ostatniego etapu rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych (rozdział 5), zwracając uwagę na prawno-podatkowe uwarunkowania. Szeroki zakres stosowanych w tym okresie nowych, bardziej złożonych funduszy pozwala wyróżnić fundusz sekurytyzacyjny i fundusze venture capitale (private equity). Powstaje więc pytanie co wpłynęło na rozwój funduszy sekurytyzacji, czy wiarygodności tych funduszy są zabezpieczone i kto będzie ich uczestnikami?. Może należało także szerzej rozwinąć możliwości i konsekwencje wprowadzenia funduszy venture capital,

wymagających szczególnych inwestorów. Nie są to z pewnością propozycje kierowane do gospodarstw domowych, szczególnie wyróżnionych w prowadzonych rozważaniach (pkt 5.1.3). Pesymistyczne oceny wskazujące na ograniczone zainteresowania nabyciem jednostek uczestnictwa (str. 215) wymagają poszukiwania innych grup inwestorów.

Analiza procesów zachodzących w aktywach funduszy inwestycyjnych wskazuje, że reagują one na zmiany stóp procentowych i koniunktury giełdowej. Pozwala to sądzić, że inwestorów nie cechuje myślenie długoterminowe, że reagują oni na bieżące zmiany sytuacji gospodarczej, co nie odpowiada tezie o oszczędnościach na tzw. „starość”. Autor dostrzega nieracjonalność zachowań inwestorów i zbyt agresywny marketing sprzedających jednostki uczestnictwa (str. 253). Wskazuje również słusznie na konieczność odejścia od kierowania się w wyborach głównie historyczną stopą zwrotu (str. 269).

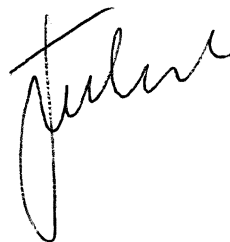
Kolejny rozdział stanowi ocenę kierunku rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych w powiązaniu z rynkami światowymi. Wykorzystano w nim bogaty zakres danych liczbowych, interesująco zaprezentowany, z syntezą różnych tendencji i zmian w rozwoju funduszy w wybranych krajach. Może należało wyróżnić czynniki decydujące o kierunkach rozwoju w różnych krajach. Różnice w makroekonomicznych uwarunkowaniach i poziomie rozwoju rynku finansowego mogą ograniczać jednak pełną porównywalność danych liczbowych. Optymistyczne oceny dotyczące rozwoju polskiego rynku funduszy inwestycyjnych i szanse dalszych pozytywnych zmian potwierdzają celowość podjętych badań, również w warunkach ewentualnego wejścia Polski do strefy euro i konsolidacji europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Nie jestem jednak w pełni przekonana o odwróceniu od produktów strukturyzowanych (str. 295). Sądzę, że w tym zakresie nastąpi poszukiwanie nowych, innowacyjnych rozwiązań.

Pracę kończy zakończenie, w którym zaprezentowano syntezę prowadzonych badań i ocen, z ważnym wskazaniem na sposoby i wyniki weryfikacji podjętych tez i założeń. Autor ponownie wskazuje na znaczenie czynników o charakterze psychologiczno-społecznym, które będą ograniczać jednak właściwy rozwój rynku funduszy inwestycyjnych. Powstaje więc pytanie: jakie należałoby podjąć działania, które zwiększą zaufanie indywidualnych inwestorów do funduszy inwestycyjnych jako korzystnych lokat finansowych, wykorzystujących wolne środki pieniężne?

4. Konkluzja

Biorąc pod uwagę przedstawione elementy ceny wyrażam jednoznaczną opinię, że mgr Wojciech Krawiec rozwiązał problem badawczy, wykazał się ogólną wiedzą teoretyczną w wybranej dyscyplinie naukowej i potwierdził przygotowanie do prowadzenia samodzielnych badań naukowych. Wniesione wątpliwości, w znacznej mierze o charakterze dyskusyjnym, nie wpływają na ostateczną bardzo wysoką ocenę rozprawy.

Podsumowując stwierdzam, że praca mgr Wojciecha Krawca pt „Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce” spełnia zarówno formalne jak i merytoryczne ustawowe wymogi stawiane rozprawom doktorskim i wnoszę o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Julian', written in a cursive style.