

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr. Richarda Van Horne

pt. **Ocena wyników portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem ryzyka płynności – metody i zastosowanie do płynnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych**

(Liquidity risk adjusted portfolio performance evaluation – methods and application to Liquid Alternative Mutual Funds)

napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dra hab. Krzysztofa Jajugi

1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego

Podjęta w rozprawie doktorskiej mgra Richarda Van Horne problematyka badawcza jest bardzo ważna i aktualna. Po pierwsze, ponieważ posiada istotny **walor poznawczy** związany z podejmowanymi od wielu lat próbami znalezienia czynników w największym stopniu wpływających na wyniki tradycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych, co nabrało szczególnego znaczenia po globalnym kryzysie finansowym z lat 2008-2009. Po drugie - i sądzę ważniejsze w kontekście osiągniętych w pracy rezultatów badawczych, ponieważ ma istotny **walor aplikacyjny**. Dotyczy bowiem sposobów pomiaru i oceny stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych, do tego uwzględniających nierzadko pomijanego w nauce ryzyka płynności, które w sposób logiczny i uzasadniony modyfikują dotychczas stosowane metody, traktowane w ocenie efektywności tych funduszy niemal jak aksjomat.

Autor słusznie stwierdza, że w ostatnich latach w Stanach Zjednoczonych nastąpił ogromny wzrost liczby tzw. płynnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych (z ang. *Liquid Alternative Mutual Funds*, dalej fundusze LAMF). Myślę, że Doktorant nie pomylił się, gdy uznał, że zjawisko to dotyczy w zasadzie całego świata (w tym i rynku polskiego, który z resztą również w swojej pracy bada).

Należy zauważyć, że z punktu widzenia przedmiotowego fundusze te są szczególnym i innowacyjnym instrumentem finansowym:

- z jednej strony są to fundusze otwarte oferowane na rynku publicznym, a zatem są dostępne dla każdego inwestora indywidualnego, w tym i drobnego, który podlega ochronie ze strony instytucji nadzoru nad rynkiem kapitałowym;
- z drugiej zaś są to fundusze stosujące elementy strategii funduszy hedge (co wiąże się z aktywnym zarządzaniem i absolutną stopą zwrotu), ale o znacznie większej płynności zbywanych przez nie tytułów uczestnictwa niż fundusze hedge.

Jak najbardziej zasadnym jest zatem, aby przyrzeć się ich wynikom inwestycyjnym w kontekście tej płynności oraz porównać je do wyników funduszy hedge. Sądzę, że badanie przeprowadzone w rozprawie jest istotne szczególnie teraz, kiedy fundusze te mają już pewną historię notowań, ale wciąż nie tracą na popularności. W związku z tym **wysoko oceniam trafność wyboru problemu badawczego.**

Autor we wstępie pracy pisze m.in., że zamierza w niej opracować „metody i miary niewystępujące jak dotąd w nauce i praktyce, które pozwolą na właściwą ocenę wyników i ryzyka badanych funduszy” (s. 5). Takie podejście do problemu badawczego, tj. porównanie różnych metod badawczych zastosowanych do różnych grup funduszy, a następnie ich zmodyfikowanie i zaproponowanie na tej podstawie własnego rozwiązania problemu badawczego świadczy o odwadze i docieklivości Doktoranta i sprawia, że **jego rozprawa jest oryginalna i ma bardzo dużą wartość dodaną.**

2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

Przyjęta konstrukcja metodyczna (cele, hipotezy badawcze, układ rozprawy) wiąże ze sobą warstwę poznawczą pracy – rozważania teoretyczne – z jej częścią empiryczną.

We wstępie Autor stwierdza, że cele rozprawy skupiają się na „płynności, wynikach inwestycyjnych (w tym ich persystencji) oraz na efektywności” funduszy (s. 4). W szczególności Autor stawia sobie za cel: 1. „indywidualną ocenę badanych funduszy LAMF i funduszy hedge oraz osąd na temat ich wyników i efektywności”; 2. „oszacowanie dla każdego funduszu ewentualnego ryzyka płynności oraz włączenie tego ryzyka do oceny wyników tego funduszu” (s. 4) oraz wspomniane 3. „opracowanie metod i miar, niewystępujących jak dotąd w nauce i praktyce, które pozwolą na właściwą ocenę wyników i ryzyka badanych funduszy” (s. 5).

Realizacja tych celów pozwoliła na zweryfikowanie czterech hipotez badawczych (por. s. 5), tj.

- a) Hipoteza wyższości funduszy hedge (*Hedge Fund Superiority Hypothesis*) – dodanie funduszy hedge do portfela inwestycyjnego przynosi więcej korzyści niż dodanie do niego funduszy LAMF,
- b) Hipoteza krótkowzroczności współczynnika Sharpe’a (*Sharpe ratio Myopia Hypothesis*) – w budowie portfela inwestycyjnego z udziałem funduszy hedge niewłaściwym jest skupianie się na wartościach współczynnika Sharpe’a dla pojedynczych funduszy hedge (tj. fundusze z najwyższym współczynnikiem Sharpe’a mogą nie być najbardziej efektywnymi elementami dywersyfikującymi cały portfel). Uwaga powinna być raczej skupiona na wartości współczynnika Sharpe’a całego portfela,
- c) Hipoteza dotycząca miar uzupełniających (*Complementary Measures Hypothesis*) – nowe miary dotyczące wyników funduszy inwestycyjnych (np. persystencja i współczynnik Sharpe’a ważony ryzykiem płynności) powinny uzupełniać współczynniki alfy Jensena i Sharpe’a w identyfikowaniu funduszy poprawiających efektywność portfela inwestycyjnego,

d) Hipoteza pt. „Každy Fundusz jest dobry” (*Any-Fund-Will-Do Hypothesis*), mówiąca o tym, że nawet w obliczu braku umiejętności menedżera lub dobrych wyników inwestycyjnych, bardzo wiele z badanych funduszy LAMF i funduszy hedge przyczynia się do zwiększenia efektywności portfela dzięki wprowadzeniu do niego nowych elementów dywersyfikacji ekspozycji na ryzyko.

Hipotezy te zostały następnie poddane empirycznej weryfikacji.

Uważam, że **cele rozprawy zostały sformułowane poprawnie. Ich hierarchizacja jest logiczna.** Jasno wskazuje, do czego w pracy dąży Doktorant. **Na szczególne podkreślenie zasługuje cel trzeci, który jest ambitny i dużo obiecuje.** Jest on tak interesująco skonstruowany, że zaciekawia czytelnika, wręcz powoduje pewną ekscytację i nakazuje, aby czytelnik szybko przeszedł do części głównej rozprawy.

Biorąc pod uwagę **sposób sformułowania hipotez badawczych**, muszę zaznaczyć, że choć po raz pierwszy spotykam się w pracach doktorskich z takim rozwiązaniem, **w pełni popieram zastosowanie nazw własnych do hipotez** – jest to zabieg, który i skraca ich opis w dalszej części tekstu, i może być bardzo przydatny dla celów publikacyjnych rozprawy i cytowania lub weryfikowania tych hipotez przez innych badaczy naukowych. Można by dyskutować, czy do danej hipotezy (szczególnie np. do hipotezy trzeciej dotyczącej komplementarnych miar oceny wyników inwestycyjnych funduszy) nie warto byłoby dodać hipotez cząstkowych, opisujących bardziej szczegółowo kolejne założenia/ etapy badawcze. Sądzę jednak, że konstruując swe hipotezy w sposób ogólny, Autor pokazał, na jakich wątkach oceny wyników funduszy inwestycyjnych chce się koncentrować.

Pewną wątpliwość budzi sformułowanie hipotezy drugiej, w której Doktorant nie odnosi się do funduszy LAMF, a jedynie do funduszy hedge. Przecież to te pierwsze, a nie te drugie stanowią przedmiot zainteresowania rozprawy, a zatem to one powinny być w pierwszej kolejności ujmowane w hipotezach badawczych. Fundusze hedge mogłyby stanowić dla nich bazę porównawczą (tak jak to ma miejsce w hipotezie pierwszej, gdzie wyraźnie wyartykułowano to w treści hipotezy), ale nie powinny stanowić samodzielnych dociekań badacza. Jeśli jednak ta hipoteza jest sformułowana dokładnie tak, jak zamierzał Doktorant, powinna być hipotezą dodatkową.

3. Układ i konstrukcja rozprawy oraz jej ogólna ocena merytoryczna

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska jest obszerna. Obejmuje 226 stron, w tym wstęp, sześć rozdziałów, zakończenie, bibliografię oraz załącznik.

Treść recenzowanej pracy jest szersza niż wskazuje na to jej tytuł. Myślę, że do tytułu przed słowami „płynnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych należałoby dodać „funduszy hedge”. W żaden sposób nie zmniejszyłoby to trafności wyboru tematu, czy oryginalności rozprawy. Nie spowodowałoby też komentarza dotyczącego formułowania hipotezy odnoszącej się tylko do funduszy hedge. Wreszcie, odzwierciedlałoby faktycznie to, co Doktorant zawarł w swojej pracy. Być może się mylę, ale sądzą, że mgr Richard Van Horne

jest praktykiem związanym z funduszami hedge i to one są jego pasją. Widać to choćby po komentarzach na ich temat (są bardzo konkretne i mają charakter praktyczny, co jednak nie umniejsza naukowego charakteru rozprawy). Jest to również widoczne w hierarchii, jaką im nadaje. Nie bada on najpierw funduszy LAMF, ale właśnie fundusze hedge (i to na poziomie zagregowanym, i na poziomie indywidualnym), i dopiero do nich porównuje LAMF (por. choćby tabele w rozdziale drugim i następnych, gdzie indeksy funduszy hedge są uplasowane w tabelach wyżej niż indeksy dot. funduszy LAMF). Mogę się jedynie domyślać, że być może brak słów „funduszy hedge” w tytule pracy wynikał z tego, że Doktorant chciał wyszczególnić LAMF, bo to innowacja finansowa. A może Doktorant nie miał dostępu do kilku tysięcy, a „jedynie” 1100 funduszy hedge i uznał wraz z Promotorem, że lepiej nie uwzględniać ich w tytule. Bardzo chętnie wysłucham wyjaśnienia Doktoranta, dlaczego nie zawarł w tytule funduszy hedge w części obrony doktorskiej dotyczącej ustosunkowania się do recenzji.

Odnosząc się do układu pracy, stwierdzam, że jest to pierwsza praca, z którą się stykam w Polsce, o tak nietypowej strukturze. Gdy tylko do niej zjrzałam, dostrzegłam, że nie ma ona powszechnie stosowanego podziału na część teoretyczną i empiryczną. Nie do końca wpisuje się też w strukturę artykułów naukowych, gdzie we wstępie Autorzy uzasadniają badanie, następnie dokonują przeglądu literatury, dalej opisują metodykę i na końcu prezentują otrzymane wyniki. Po przeczytaniu rozprawy stwierdziłam, że **podejście do układu pracy zastosowane przez Doktoranta jest nowatorskie: kolejne rozdziały odzwierciedlają etapy jego badania**, gdzie w każdym rozdziale w pierwszej kolejności prezentuje on podstawy teoretyczne danego etapu badania, weryfikuje teorię empirycznie (najpierw na poziomie zagregowanym, a później indywidualnie), następnie poddaje ją krytyce i modyfikuje, uzasadniając, dlaczego to robi; i wreszcie sprawdza empirycznie autorskie modele.

Taki układ pracy uznaję za zaletę recenzowanej rozprawy. Dowodzi on umiejętności prezentowania postawionego i rozwiązanego problemu badawczego przez Doktoranta. W każdym rozdziale Doktorant porusza bardzo dużo różnych wątków oceny wyników badanych funduszy inwestycyjnych. Gdyby chciał on zastosować układ tradycyjny, w jego pracy najpewniej powstałby chaos i trudno byłoby mu komentować kolejne podejmowane wątki. Pomijam też fakt, że wtedy kolejne rozdziały miałyby najpewniej nierówną liczbę stron, co też utrudniałoby odbiór pracy. A tak, kolejny rozdział to kolejna część badania z różnymi wątkami i wynikami, które stawały się podstawą do kolejnego rozdziału. Uważam, że skonstruowanie pracy w ten sposób było łatwiejsze, ale i dużo bardziej celowe. Na pochwałę zasługują również syntetyczne wprowadzenia i podsumowania nawiązujące do istoty poruszanego w danym rozdziale zagadnienia. Pozwoliło to czytelnikowi płynnie rozpoczynać i kończyć dany rozdział oraz przechodzić z jednego rozdziału do drugiego.

Wstęp zawiera wszystkie wymagane w pracy naukowej elementy: uzasadnienie wyboru tematu, cel pracy, hipotezy badawcze, zastosowane metody badawcze oraz charakterystykę każdego z rozdziałów. Należy pochwalić Doktoranta za przekonujące uzasadnienie wyboru tematu pracy. Szczególnie utożsamiam się z chęcią przedstawienia oceny wyników funduszy inwestycyjnych na poziomie indywidualnym, a nie zagregowanym (lub panelowym), jak się to robi dziś w nauce. Bardzo często jestem bowiem pytana (i jako dydaktyk, i jako

naukowiec) o to, nie jak inwestować w fundusze, ale w który konkretnie. Myślę, że mgr Richard Van Horne też dąży do odpowiedzi na to pytanie, stąd takie podejście. Bardzo słuszne.

Pochwalam też wyszczególnienie we wstępie wkładu do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse. Nie jest to jeszcze standardem w pracach naukowych w Polsce, a powinno być. Dużą zaletą wstępu jest też bardzo syntetyczny opis struktury pracy. Autor bardzo ogólnie, ale konkretnie opisuje, co będzie w kolejnych rozdziałach. Wstęp jest długi (6,5 strony), więc taka krótka charakterystyka układu pracy jest wskazana. Tym bardziej, że na początku każdego rozdziału Doktorant opisuje, co będzie w nim po kolei robił, więc tu nie trzeba tego zapowiadać.

Rozdział pierwszy rozprawy ma charakter wprowadzający. W pierwszej kolejności Doktorant komentuje krótko rozwój rynków funduszy tradycyjnych i alternatywnych, a następnie definiuje fundusze LAMF i porównuje je do funduszy hedge. Dużą wartość w tej części rozdziału ma tabela 1.2, gdzie Autor pokazuje obszary porównania tych dwóch grup funduszy. Najmniejszą – tekst do punktu 1.3. przed tabelą. Moim zdaniem Autor powinien włożyć więcej wysiłku w zaprezentowanie rynku funduszy LAMF w USA. Skoro jest to przedmiot rozprawy, warto, aby czytelnik poznał więcej szczegółów, choćby na temat wielkości aktywów netto tego rynku w stosunku do rynku funduszy tradycyjnych ogółem lub funduszy hedge lub np. poziomu koncentracji i jego struktury podmiotowej.

W drugiej części rozdziału (pkt. 1.5) Doktorant dokonuje przeglądu literatury dotyczącej problematyki wyników funduszy inwestycyjnych. Dzieli go na: płynność, utrzymywanie przez zarządzających funduszami stóp zwrotu (*performance persistence*), współczynnik R^2 oraz porównanie funduszy hedge z funduszami tradycyjnymi. Jest to wartościowa część rozdziału, choć uważam, że Doktorant mógłby wzbogacić literaturę, choćby o najnowsze pozycje z tej problematyki. Mamy rok 2018, a ostatnie przytaczane pozycje to dwa artykuły McCarthy'ego z 2014 i 2015 roku. Cieszy mnie, że Doktorant dzieli badania dotyczące persystencji stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych na te przed i po publikacji Carharta (1997). Pokazuje tym samym, że zna ewolucję modeli wyceny funduszy inwestycyjnych i rozumie wyniki osiągnęte za ich pomocą. Szkoda, że w tej części nie nadmienia on o modelu Famy i Frencha z 2015 roku, a w przypadku części dotyczącej płynności o pozycjach dotyczących rynku kapitałowego (np. pracy Amihuda (2002), Chunga i Zhanga (2014), Fonga i in. (2017), czy Lischewskiego i Voronkovej (2012), badających płynność rynków rozwijających się). Wzbogaciłyby one jego rozważania teoretyczne.

W największym stopniu w tym rozdziale zaskakuje punkt 1.4. Nie do końca mogę zrozumieć motywację Doktoranta do umieszczenia tego punktu w tym miejscu. Myślę, że treść tego punktu powinna znaleźć się we wstępie, np. jako część motywacji do badania.

Podsumowując zatem, rozdział wprowadzający jest ważny, ale mógłby być nieco bardziej dopracowany, tak pod względem struktury, jak i jakości. Wówczas dorównywałby poziomem pozostałym rozdziałom.

W **rozdziale drugim** Doktorant wychodzi od konstrukcji klasycznych i nowoczesnych modeli wyceny aktywów kapitałowych i sprawdzeniu ich skuteczność na danych dotyczących

stóp zwrotu różnych indeksów funduszy inwestycyjnych. Następnie sprawdza ich zmodyfikowane wersje w oparciu o klasyczny benchmark, którym jest S&P500 oraz o samodzielnie skonstruowany indeks rynkowy nazwany GlobDiv. Na końcu zaś buduje zmodyfikowany model wyceny aktywów kapitałowych, który stosuje do oceny wyników badanych funduszy.

Na wstępie oceny tego rozdziału chcę zaznaczyć, że to długi, ale bardzo wartościowy fragment rozprawy. Należy bardzo wysoko ocenić dążenie Doktoranta do zbudowania zmodyfikowanego modelu wyceny aktywów kapitałowych. Jeszcze większe wrażenie zrobiło na mnie jednak zbudowanie i przetestowanie w modelach indeksu rynkowego GlobDiv, który zgodnie z założeniami teorii portfela Markowitza reprezentuje wszystkie klasy aktywów kapitałowych. Zgadzam się z Doktorantem, że stosowanie pojedynczego indeksu giełdowego (nawet tak bardzo popularnego jak S&P 500) jest merytorycznie niepoprawne. Jest to powód, dla którego naukowcy badający instrumenty finansowe (np. fundusze inwestycyjne) na amerykańskim rynku kapitałowym coraz częściej korzystają z kilku indeksów (np. Fama i French (2015) wykorzystują do oszacowania nadwyżkowej stopy zwrotu z rynku, tj. $r_m - r_f$, benchmark złożony z równoważonych stóp zwrotu akcji z giełd NYSE, AMEX i NASDAQ, por. biblioteka Kennetha Frencha, który publikuje te dane: http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/f-f_factors.html).

Uważam, że tok myślenia i wywód Doktoranta dotyczący udowodnienia wyższości indeksu GlobDiv nad S&P500 oraz zastosowania go w zmodyfikowanym modelu wyceny funduszy inwestycyjnych zasługują na najwyższą ocenę. Doktorant bardzo skrupulatnie przedstawiał kolejne kroki tego dowodu. Widać, że bardzo dobrze to przemyślał. Zaimponował mi tą częścią badań. Mam pewne wątpliwości, co do tego, dlaczego przy konstrukcji indeksu GlobDiv Doktorant wziął pod uwagę akurat takie, a nie inne indeksy – o tym jednak, mam nadzieję, porozmawiamy w trakcie obrony doktorskiej. Ta część jego pracy jest jednak bardzo ciekawa i aplikacyjna. Hipotezę o przewadze benchmarku GlobDiv nad indeksem S&P 500 dodałabym jako jedną z hipotez głównych pracy, a cały rozdział opublikowała w czasopiśmie naukowym.

W **rozdziale trzecim** w pierwszej kolejności mgr R. Van Horne opisuje i charakteryzuje pod względem statystycznym próbę badawczą. Na uwagę zasługuje opis próby pod różnymi kątami. Doktorant robi to świetnie nie tylko w tekście, ale również na licznych wykresach zaprezentowanych w tym rozdziale. Najbardziej zapamiętam prostą, ale jakże przydatną do opisu całej grupy ponad 1300 indywidualnie ocenianych funduszy tabelę 3.11 z kategoryzacją funduszy według osiąganego przez nich współczynnika alfa Jensena oraz wykres 3.13, pokazujący, ile funduszy hedge i LAMF faktycznie tę alfę osiągnęło.

Po sprawdzeniu wysokości stóp zwrotu badanych funduszy w drugiej części tego rozdziału Doktorant sprawdza ich persystencję. Nie robi tego jednak, tak jak Carhart (1997), tłumacząc, że w istocie Carhart (1997) i inni badacze nie badają persystencji stóp zwrotu funduszy, ale „persystencji różnych czynników ryzyka lub cech inwestycyjnych w danym horyzoncie czasowym”. Po pierwsze, gratuluje Doktorantowi odwagi, aby zakwestionować tytuł cytowanego przez tysiące naukowców artykułu. Po drugie zaś, nie do końca się z nim

zgadzam. Przecież czynniki ryzyka lub cechy (*attributes*) są właśnie tymi elementami, które wpływają na wielkość stopy zwrotu funduszu. I to one powodują, że raz fundusz znajduje się wysoko w rankingach, a innym razem nisko. Myślę, że na ten temat będziemy mogli jeszcze porozmawiać na obronie doktorskiej. W tym miejscu chciałam tylko pochwalić Doktoranta za odmienne podejście do persystencji wyników funduszy inwestycyjnych i traktowanie funduszy indywidualnie. Merytorycznie podejście to jest prawidłowe. Zachęcam Doktoranta do podjęcia wyzwania i opublikowania tej części rozprawy oddzielnie, nie tylko z danymi dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

Bardzo ważną częścią recenzowanej rozprawy są **rozdziały czwarty** i **piąty**. W rozdziale czwartym Autor przechodzi do pomiaru ryzyka płynności i włączenia go do współczynnika Sharpe'a jako miernika oceniającego wyniki badanych funduszy inwestycyjnych. Po raz kolejny na uznanie zasługuje tak słowne, jak i graficzne uzasadnienie dokonywanych obliczeń i komentarze otrzymanych wyników. Wartościowa jest modyfikacja współczynnika Sharpe'a i współczynnika alfa Jensena o czynnik ryzyka i wykazanie, że taka modyfikacja pozwala dokładniej ocenić fundusze inwestycyjne. Sądzę, że ten fragment pracy również nadaje się na odrębną publikację.

Z kolei w **rozdziale piątym** Doktorant wyszukuje najlepsze pod względem wyników i płynności fundusze, a następnie dodaje je do istniejącego portfela inwestycyjnego i sprawdza, czy zwiększają one jego efektywność. Ten rozdział jest bardzo rozbudowany pod względem wykonywanych zadań i obliczeń. Z tego względu myślę, że z rozdziału do aneksu można by przenieść punkt 5.1., który dotyczy indeksów funduszy inwestycyjnych oraz punkt 5.3, który potwierdza wcześniejsze ustalenia. Dużo większą użyteczność w dalszych rozważaniach mają pozostałe punkty, w których Doktorant identyfikuje najlepsze fundusze i sprawdza, czy zwiększają one efektywność portfela, przy okazji weryfikując ostatecznie postawione w pracy hipotezy.

W tym miejscu chciałabym zapytać Doktoranta, dlaczego przyjął, że badane fundusze stanowią 20% takiego efektywnego portfela inwestycyjnego. Czy dobrze rozumiem z tabel 5.14 i 5.17, że w portfelu inwestora powinniśmy mieć od 4 do 6 funduszy hedge lub 4 fundusze LAMF? Czy ich liczba w takim portfelu uległaby zmianie (jak bardzo), gdybyśmy założyli, że będą one miały w nim udział 30% lub 40% lub 50%? Myślę, że odpowiedź na to pytanie mogłaby być motywacją do kolejnego ciekawego badania opublikowanego w czasopiśmie. Wielu badaczy skupiających się na dywersyfikacji portfela pisze o warunkach, jakie instrumenty finansowe powinny spełniać, aby podwyższyć efektywność tego portfela. Mało który skupia się na tym, ile tych instrumentów w takim portfelu powinno być. Nie narzucam tego Doktorantowi, ale gdyby udało mu się dokonać choć wstępnych szacunków na ten temat, byłabym niezwykle rada. Mam nadzieję wrócić do tego tematu w trakcie obrony doktorskiej.

Finalnym etapem rozprawy jest **rozdział szósty**, w którym Doktorant stosuje swoją procedurę badawczą do funduszy funkcjonujących w Polsce. Po przeczytaniu rozdziału nasuwa mi się następująca refleksja. Badam fundusze inwestycyjne w Polsce od 1998 roku, kiedy rozpoczęłam seminarium magisterskie u prof. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej z

Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. Przez 20 lat próbuję opisać je w sposób, który z jednej strony pozwoli mi przekonać do nich inwestorów, a z drugiej nie wstydzić się za ich zarządzających. Badanie przeprowadzone w tym rozdziale przez mgra Richarda Van Horne utwierdza mnie w przekonaniu, że fundusze inwestycyjne w Polsce są materiałem badawczym szczególnym i fascynującym. Można, a nawet trzeba o nich pisać i je badać. W ich ocenie nie ma sensu jednak skupiać się na ich wynikach, tylko należy bardzo mocno zająć się badaniem czynników, które powodują, że tych wyników nie ma. Za tę inspirację dziękuję Doktorantowi i jego Promotorowi.

Reasumując ocenę merytoryczną pracy, dodam, że praca kończy się zakończeniem, w którym Doktorant zawarł syntezę najważniejszych jej elementów, w tym ustosunkował się do celów pracy i postawionych w niej hipotez. Uważam, że **pod względem merytorycznym praca jest na bardzo wysokim poziomie** (myślę że dorównuje niejednej pracy habilitacyjnej), jej cele główne zostały zrealizowane, a hipotezy zweryfikowane.

4. Ocena formalnej strony rozprawy

Praca jest napisana w języku angielskim. Należy podkreślić lekkość oraz prostotę języka, z jaką Doktorant opisuje kolejne poruszane kwestie. Oceniając poprawność formalną języka użytego w pracy, stwierdzam bardzo nieliczne błędy językowe (w zasadzie literówki), których liczba jest tak mała, że zupełnie nie wpływają na moją ogólną pozytywną ocenę pracy.

Przykładowe błędy są następujące:

- s. 29, 125, *import* zamiast *importance* (to żargon Doktoranta stosowany w pracy, skrót myślowy?),
- s. 116: 1998 a nie 1988,
- s. 133: *need to* BE *mindful of*.

Ogólnie rysunki, tabele i wykresy w sposób bardzo czytelny ilustrują prezentowane treści. Są opisane tytułami i posiadają źródła. Brak tabeli 4.12 na s. 138.

5. Ocena wykorzystywanych w rozprawie źródeł literaturowych

Moja ocena źródeł wykorzystanych w pracy jest średnia. Uważam, że jak na tak wielokryterialną ocenę wyników funduszy inwestycyjnych Doktorant mógł zamieścić znacznie więcej niż 101 pozycji bibliograficznych (nawet jeśli są to pozycje tylko w języku angielskim i nawet jeśli Doktorant tworzy nowe modele). Uwagę tę akcentuję szczególnie dla celów publikacyjnych rozprawy. Doceniam jednak porządek w bibliografii i dokładne opisy bibliograficzne. Autor dopilnował zgodności lat wydania, numerów stron przy pozycjach artykułowych, w pełni opisał też pozycje bibliograficzne (wydawnictwo, miasto). Braki w opisie występują tylko w dwóch pozycjach: Budiono & Martens (2009), Stewart (2013, które to pozycje – *notabene* – pojawiają się tylko w bibliografii. Niestety takich pozycji pojawiających się tylko w bibliografii jest więcej, np. Agarwal i in. (2011).

6. Konkluzja

Podjęty w recenzowanej rozprawie problem badawczy jest bardzo ciekawy i aktualny. Należy podkreślić bardzo dobrą znajomość Doktoranta praktyki funkcjonowania i efektywności funduszy hedge oraz płynnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

Zważywszy na całokształt zaprezentowanych w pracy rozważań, uważam, iż posiada ona istotne walory poznawcze i aplikacyjne. Najważniejszymi **zaletami** pracy są:

1. skrupulatne i profesjonalne przeprowadzenie aktualnego, użytecznego i wielowątkowego badania oceny wyników funduszy hedge i funduszy LAMF oraz wykorzystanie stworzonej metodyki do oceny wyników tego rodzaju funduszy w Polsce,
2. zbudowanie indeksu GlobDiv, który może być wykorzystywany jako portfel rynkowy w modelach wyceny aktywów kapitałowych,
3. zaproponowanie modyfikacji współczynnika Sharpe'a i alfy Jensena uwzględniającej czynnik ryzyka płynności,
4. zbudowanie 10-czynnikowego modelu wyceny funduszy alternatywnych,
5. liczne autorskie tabele i wykresy ułatwiające odbiór wielu poruszanych w pracy zagadnień oraz je ilustrujące.

Za najważniejsze **mankamenty** pracy uznaję zaś:

1. zbyt uboga – jak na tak wielowątkowy problem badawczy – literatura naukowa,
2. i w związku z tym dość pobieżnie przedstawione podstawy teoretyczne portfela inwestycyjnego i oceny jego efektywności oraz płynności.

Moja ogólna ocena rozprawy jest jak najbardziej pozytywna. Uważam, że wypełnia ona lukę badawczą w zakresie oceny efektywności alternatywnych funduszy inwestycyjnych, szczególnie w kontekście ich płynności. Wskazane przeze mnie uwagi mają charakter polemiki (zgłaszając je, liczę na dyskusję podczas publicznej obrony).

Doktorant wykazał się umiejętnością formułowania problemów badawczych, stosowania odpowiednich metod badawczych, a także analizy i syntezy. Przeprowadzone badania pozwoliły na zrealizowanie celów rozprawy i umożliwiły weryfikację postawionych hipotez. Stwierdzam, że Doktorant wykazał się umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Podsumowując zatem, stwierdzam, że dysertacja mgra Richarda Van Horne w pełni spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim i zgłaszam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony. Jednocześnie, biorąc pod uwagę bardzo wysoki poziom merytoryczny tej pracy doktorskiej, wnioskuję o uznanie jej za wyróżniającą.

Poza tym zachęcam Doktoranta to podjęcia wysiłku w celu publikacji pracy w czasopiśmie lub czasopiśmie kategorii A z listy MNiSzW.


Katarzyna Perez

Literatura:

1. Amihud, Y. (2002) *Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects*. Journal of Financial Markets 5(1), 31-56.
2. Chung, K.H., Zhang, H. (2014) *A simple approximation of intraday spreads using daily data*. Journal of Financial Markets 17(C), 94–120.
3. Fama, E.F., French, K. (2015) *A five-factor asset pricing model*. Journal of Financial Economics 116(1), 1-22
4. Fong, K.Y.L., Holden, C.W., Tobek, O. (2017) *Are volatility over volume liquidity proxies useful for global or US research*. Kelley School of Business Research Paper No. 17-49.
5. Lischewski, J., Voronkova, S. (2012), *Size, value and liquidity. Do They Really Matter on an Emerging Stock Market?* Emerging Markets Review 13 (1), 8-25.