

celowe przeznaczenie, mielibyśmy do czynienia z odstępstwem od zasady jedności materialnej budżetu w obrębie działu „oświata i wychowanie”. Tymczasem ta część subwencji (podobnie jak pozostałe części – razem z dochodami własnymi i udziałami w podatkach państwowych) stanowi jedną pulę środków publicznych przeznaczanych na finansowane wszystkich zadań własnych bieżących i inwestycyjnych. Świadczy o tym zapis ustawodawcy, zgodnie z którym o przeznaczeniu środków otrzymanych z tytułu tej części subwencji ogólnej decyduje organ stanowiący jednostki samorządu terytorialnego².

Recenzowana publikacja ma – moim zdaniem – pewne mankamenty. Najpoważniejszy z nich to jej mała przejrzystość. W tekście jest zbyt mało tabel, w których przedstawiono by inne treści niż dane liczbowe. Autorka nie wykorzystwała rysunków, na których można by przedstawić na przykład kryteria klasyfikacji i wyróżnione na ich podstawie grupy poszczególnych zwrotowi itp. Tekst książki jest dość ścisły, brakuje w nim „światła”, które pozwoliłoby na szybkie znalezienie interesujących czytelnika treści. Braki te nie są na tyle istotne, aby zaważyły na ogólnej ocenie recenzowanej pozycji, tym bardziej że mogą być wyeliminowane podczas prac nad drugim wydaniem.

Recenzowana publikacja powinna spotkać się z zainteresowaniem pracowników naukowo-dydaktycznych wydziałów ekonomicznych, prawa i administracji oraz ich studentów. Wyrażam przekonanie, że będzie ona ciekawą lekturą także dla pracowników samorządowych, radnych oraz przedstawicieli organów wykonawczych jednostek samorządowych i innych osób zainteresowanych problematyką samorządową. Przemawiają za tym walory tej książki, na które zwróciłam już uwagę.

Sławomira Kańdula

Katarzyna Perez, Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne, Difin, Warszawa 2012, ss. 440.

Recenzowana monografia jest kolejną pracą w dorobku dr Katarzyny Perez poświęconą funduszom inwestycyjnym. Jest to opracowanie, w którym w sposób kompleksowy Autorka opisała techniczne i fundamentalne podejście do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych. Książka dotyczy zagadnień bardzo ważnych i aktualnych. Chociaż pierwsze fundusze inwestycyjne pojawiły się na świecie już około dwieście lat temu, to sposób i metody analizy ich funkcjonowania stale ewoluują, w ślad za pojawiającymi się nowymi koncepcjami teoretycznymi, jak i na skutek różnicowania się samych funduszy i ich strategii inwestycyjnych. W Polsce rynek funduszy inwestycyjnych powstał dwadzieścia lat temu i cały czas się rozwija.

Praca dr Katarzyny Perez ma konsekwentnie zarysowaną, w pełni logiczną strukturę. W pierwszej części (rozdział 1 i 2) Autorka przedstawia ewolucję teorii portfela inwestycyjnego oraz ewolucję teorii rynku kapitałowego i ich znaczenie dla oceny efektywności funduszy inwestycyjnych. Ta część pracy tworzy podstawy do analizy funkcjonowania funduszy zarówno od strony technicznej, jak i fundamentalnej. Przegląd teorii znajdujący się w pracy został przygotowany z ogromnym znanstwem światowych dokonań w tym zakresie. Autorka wykazała się dogłębną znajomością rozważań teoretycznych prezentowanych w literaturze przedmiotu (bibliografia zawarta w pracy liczy blisko osiemset pozycji!).

Dwa autorskie wykresy podsumowujące rozwój opisywanych teorii, zamieszczone na końcu pierwszego i drugiego rozdziału (odpowiednio s. 88 i 134) dają czytelnikowi przejrzysty obraz poszczególnych etapów tej ewolucji. Ta część pracy stanowi niezwykle cenne kompendium wiedzy na temat teorii portfela inwestycyjnego, jego dywersyfikacji, racjonalnych zachowań inwestorów i zależności pomiędzy oczekiwaną stopą zwrotu a ryzykiem ponoszonym przez inwestora. Zawiera ona także interesujące rozważania na temat hipotezy rynku efektywnego i przyczyn obserwowanych

² Ustawa z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, t.jedn.: Dz. U. 2010, Nr 80, poz. 526, art. 7 ust. 3.

anomalii rynkowych oraz sposobów ich wyjaśnienia. Warto podkreślić, że w rozdziale 2 Autorka konfrontuje klasyczną teorię inwestycji finansowych z teorią behawioralną.

Dwa kolejne rozdziały, które stanowią wyraźnie drugą część książki, są poświęcone omówieniu metod oceny efektywności funduszy inwestycyjnych przy zastosowaniu zarówno podejścia technicznego, jak i podejścia fundamentalnego. Połączenie tych dwóch podejść w analizie wyników funduszy inwestycyjnych, dotychczas stosowanych oddzielnie w literaturze przedmiotu i praktyce, stanowi istotny, nowatorski aspekt pracy.

W rozdziale 3 Autorka prezentuje klasyczne i nowoczesne miary efektywności funduszy, których konstrukcja umożliwia jednoczesne wykorzystanie informacji o osiąganych stopach zwrotu i ryzyku ponoszonym przez inwestora. Prezentacja poszczególnych mierników efektywności jest uzupełniona krytyczną ich analizą. Autorka przedstawia wady i zalety poszczególnych miar i wskaźników, a także opisuje główne błędy metodologiczne występujące przy interpretacji stóp zwrotu wypracowywanych przez fundusze inwestycyjne: tradycyjne i fundusze hedge. To bardzo wartościowy fragment pracy.

Podejście techniczne w ocenie funduszy na podstawie osiąganych przez nie stóp zwrotu ważonych ryzykiem nie wydaje się wystarczające, aby podjąć decyzję o wyborze funduszu, w który warto inwestować. Konieczne według Autorki jest uzupełnienie analizy o czynniki fundamentalne, którym poświęcony jest rozdział 4. Fundusze inwestycyjne działają bowiem w środowisku, w którym mamy do czynienia z nieefektywnością informacyjną rynku kapitałowego, a uczestnicy rynku kapitałowego nie zawsze zachowują się racjonalnie, jak zakłada się w teorii klasycznej i neoklasycznej, będących podstawą konstrukcji większości mierników efektywności funduszy inwestycyjnych.

Pełna interpretacja osiąganych przez fundusze wyników jest możliwa tylko po uwzględnieniu także elementów fundamentalnych. Na wyniki funduszy inwestycyjnych mają bowiem wpływ cechy charakteryzujące dany fundusz – okres jego funkcjonowania, stosowane style i strategie inwestowania (bezpieczne, umiarkowane czy agresywne), a przede wszystkim – cechy zarządzających funduszami (wykształcenie, doświadczenie, pochodzenie, sposób wynagradzania itp.). Bardzo ważna z punktu widzenia analizy fundamentalnej jest też ocena, czy możliwe jest utrzymanie (persystencja) stóp zwrotu, które fundusze wypracowały w poprzednich okresach. Historyczne stopy zwrotu są bowiem jednym z ważniejszych kryteriów oceny funduszu – nie wiadomo jednak, czy zarządzający są w stanie utrzymać osiągnięty ich poziom w przyszłości. Autorka analizuje te wszystkie czynniki fundamentalne na tle fazy cyklu życia funduszu inwestycyjnego.

Ostatnią częścią pracy jest rozdział 5, poświęcony kompleksowej ocenie funduszy inwestycyjnych działających na rynku polskim. Przedmiotem badań empirycznych były wyniki funduszy akcji i funduszy hybrydowych zarejestrowanych w Polsce, które działały w latach 2001-2010. Autorka skonfrontowała z praktyką rozważania zawarte we wcześniejszych rozdziałach na temat teoretycznych podstaw analizy efektywności funduszy inwestycyjnych, wykorzystując podejście techniczne i fundamentalne. Pozwoliło to zamknąć w logiczną, spójną całość zawartość merytoryczną monografii.

Doktor Perez zbadała efektywność polskich funduszy inwestycyjnych według technicznych miar – klasycznych i nowoczesnych – oraz oceniła persystencję osiągniętych przez te fundusze historycznych stóp zwrotu. Dopełnieniem tej analizy była ocena wpływu cech funduszu na jego wyniki, na zachowanie zarządzających funduszami oraz na zachowanie jego uczestników. Bardzo interesującym wnioskiem, jaki wyciągnęła Autorka z badań przeprowadzonych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, jest stwierdzenie, że „głównym źródłem dodatnich stóp zwrotu funduszy osiąganych przez ich menedżerów było w badanym okresie szczęście, a nie faktyczne umiejętności doboru instrumentów finansowych do funduszu!” (s. 355). Polski rynek funduszy inwestycyjnych znajduje się w fazie wzrostu, a menedżerowie i uczestnicy funduszy dopiero zdobywają coraz większe doświadczenie. Udało się stworzyć w Polsce stabilne ramy prawne i instytucjonalne umożliwiające sprawne funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych zgodnie ze standardami światowymi, co niewątpliwie będzie sprzyjać dalszemu rozwojowi tego rynku.

Recenzowana monografia Katarzyny Perez reprezentuje bardzo wysoki poziom merytoryczny i warsztatowy. Lektura pracy wskazuje, że prezentowane przez Autorkę zagadnienia są wynikiem jej głębokich przemyśleń, a nie wyłącznie omówieniem poglądów innych autorów – zarówno teoretyków, jak i praktyków. Książka jest napisana z ogromną pasją badawczą. Wszystkie omawiane problemy związane z rozwiązaniami teoretycznymi i stosowanymi miarami efektywności funduszy Autorka opatruje własnym, często krytycznym komentarzem, stosuje także oryginalne autorskie metody prezentacji.

Książka Katarzyny Perez jest pierwszą na polskim rynku wydawniczym publikacją prezentującą w sposób kompleksowy problematykę efektywności funduszy inwestycyjnych. Praca zawiera ponadto wyniki obszernych własnych badań empirycznych Autorki na temat efektywności polskich funduszy. Recenzowana monografia jest z pewnością w pełni oryginalnym i nowatorskim opracowaniem.

Doktor Perez jest niewątpliwie bardzo utalentowanym pracownikiem naukowo-badawczym, o dużej wiedzy i pracowitości, czego dowodzi ogrom przeprowadzonych badań literaturowych i empirycznych, które stały się podstawą do napisania recenzowanej książki. Jej monografia ma charakter interdyscyplinarny: choć jest poświęcona głównie problematyce finansów, to jednak wiele zagadnień nawiązuje bezpośrednio do ekonomii, a także nauk o zarządzaniu. Przy przygotowaniu tej pracy Autorka wykazała się też ogromną erudycją, o czym świadczy choćby fragment poświęcony dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Korzenie dywersyfikacji zmniejszającej ryzyko odnalazła ona nie tylko w osiemnastowiecznych tekstach ekonomicznych Daniela Bernoullego, ale także w dziełach Williama Shakespeare'a, a nawet w księgach biblijnych.

Książka została przygotowana z dużą dbałością o poprawność językową. Mimo że praca jest poświęcona dość skomplikowanej, zaawansowanej merytorycznie i specjalistycznej problematyce, została napisana przystępnym, jasnym językiem, czyta się ją z dużą przyjemnością. Jest to niewątpliwie atut pracy, gdyż z powodzeniem mogą z niej korzystać nie tylko naukowcy – teoretycy i badacze akademicki, lecz także praktycy – osoby zarządzające funduszami i jego uczestnicy. Książka może być także bardzo pomocna studentom kierunków finansowych, ekonomicznych i biznesowych. Może być pożyteczną lekturą dla wszystkich, którzy chcieliby się zapoznać z tą stosunkowo nową w polskich realiach gospodarczych problematyką funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, a w szczególności pogłębić wiedzę w zakresie pomiaru ich efektywności. Z pełnym przekonaniem można zatem zachęcać do przeczytania tej wartościowej monografii

Aleksandra Duliniec
almad@sgh.waw.pl

Tomasz Sobczak, *Ekonomiści czytani, ale nie słuchani. Działalność organów doradczych przy Radzie Ministrów w Polsce w latach 1957-2006*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2012, ss. 161.

Transformacja roli państwa polega współcześnie na ograniczeniu jego dotychczasowych prerogatyw, ale nie oznacza to, że jego rola zanika lub staje się mniej istotna. Paradoksalnie funkcje państwa (rządu i samorządów) ulegają raczej wzmocnieniu. Ten pozorny paradoks znika, gdy funkcje te rozdzieli się na operacyjne i systemowe; operacyjne rzeczywiście ulegają ograniczeniu, natomiast zapotrzebowanie na systemowe rośnie. Fakt ten znajduje się u podstaw ponadczasowego (tzn. niewynikającego z koniunktur czy przejściowych mód) zapotrzebowania na myśl ekonomiczną reprezentowaną przez ekonomistów – doradców kolejnych rządów.

Na tym tle można stwierdzić, że problematyka pracy Tomasza Sobczaka jest bez wątpienia aktualna, ważna, a przy tym interesująca zarówno z poznawczego, jak i głównie praktycznego punktu widzenia. Autor próbuje przeanalizować szczegółowo, z różnych punktów widzenia, problematykę funkcjonowania w latach 1957-2006 rządowych organów doradczych.

Pozytywnie i z uznaniem należy ocenić zdefiniowane we wprowadzeniu motywy wyboru obszaru badawczego, główne założenia pracy, stadia procedury badawczej oraz cel pracy (s. 13). Jest nim przedstawienie działalności czterech rad, ze szczególnym uwzględnieniem aspektów prawno-organizacyjnych, kalendarium ich posiedzeń, składu osobowego oraz dorobku publikacyjnego. Autor przyjął za myśl przewodnią stwierdzenie, że rady ekonomiczne funkcjonujące w Polsce w analizowanych latach odgrywały rolę fasadowe w zakresie wpływania na kształt polityki społeczno-gospodarczej ekip rządowych. Sformułował też trzy interesujące hipotezy pomocnicze:

1) Skuteczność wpływania rad na ostateczny kształt polityki społeczno-gospodarczej poszczególnych rządów jest tym mniejsza, im wyższy jest poziom zróżnicowania poglądów członków tych organów.