

RECENZJE

DARIUSZ STAŃKO

Czesław Domański, *Nieklasyczne metody oceny efektywności i ryzyka. Otwarte fundusze emerytalne*, PWE, Warszawa 2011

Ocena efektywności inwestycyjnej (*performance evaluation*) jest jedną z dynamicznie rozwijających się gałęzi finansów. Daje ona możliwość zmierzenia wyników (*performance measurement*) określonej instytucji finansowej lub portfela inwestycyjnego i porównania z możliwymi inwestycjami alternatywnymi (*benchmarking*). Ocena efektywności inwestycyjnej pomaga zatem kształtować, analizować i na bieżąco poprawiać portfel inwestycyjny, zarządzać ryzykiem rynkowym, jak również identyfikować źródła uzyskanego wyniku inwestycyjnego (*performance attribution*).

Jednym z (nadal) najważniejszych instytucjonalnych inwestorów na polskim rynku finansowym i kapitałowym są Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE). Równocześnie są to instytucje wchodzące w skład obowiązkowego systemu emerytalnego. Dlatego tak ważna jest umiejętność oceny efektywności inwestycyjnej instytucji zarządzających (Powszechnych Towarzystw Emerytalnych, PTE) oraz rentowności procesu oszczędzania w ramach wybranego OFE lub całej grupy funduszy.

Nie pojawiło się zbyt dużo publikacji w języku polskim na temat oceny efektywności i ryzyka związanego z oszczędzaniem w systemie OFE. Dlatego też należy cieszyć się z wydania książki, którą można określić jako kompendium wiedzy w tej dziedzinie. Jej zaletą jest interdyscyplinarne (momentami być może zbyt „inter” jak dla standardowego czytelnika z wykształceniem niematematycznym) przedstawienie miar oceny efektywności i ryzyka inwestycyjnego funduszy.

Książka, opublikowana przez Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne w 2011 r., składa się z wstępu, sześciu rozdziałów, zakończenia, załącznika (zawierającego tablice znormalizowanych wartości wskaźników diagnostycznych użytych do oceny OFE), słownika (wyjaśniającego podstawowe hasła, głównie o charakterze ekonomicznym i statystycznym) oraz bibliografii. Praca liczy 304 strony i została napisana przez pracowników Uniwersytetu Łódzkiego. Na książkę składają się następujące rozdziały (w nawiasie podano autorów poszczególnych części):

- rozdział 1: „Niepewność i ryzyko” (Czesław Domański 1.1–1.4; Katarzyna Bolonek-Lasoń 1.5–1.6),

- rozdział 2: „Klasyczne metody oceny efektywności inwestycji” (Artur Mikulec 2.1–2.3; Jacek Białek 2.3),
- rozdział 3: „Wielowymiarowa analiza efektywności inwestycji” (Artur Mikulec 3.1–3.2 oraz 3.4–3.5; Jacek Białek 3.3),
- rozdział 4: „Nieklasyczne metody analizy ryzyka” (Artur Mikulec 4.1; Jacek Białek 4.2–4.3; Katarzyna Bolonek-Lasoń 4.4),
- rozdział 5: „Nieklasyczne metody oceny efektywności inwestycji” (Artur Mikulec 5.1–5.2; Katarzyna Bolonek-Lasoń 5.2; Jacek Białek 5.3–5.7),
- rozdział 6: „Zastosowanie metod oceny efektywności i ryzyka inwestycji dla rynku otwartych funduszy emerytalnych w latach 2000–2010” (Artur Mikulec 6.1–6.2 oraz 6.4 i 6.6.; Katarzyna Bolonek-Lasoń 6.3; Jacek Białek 6.5).

Rozdział pierwszy wprowadza do teorii ryzyka (definicji i klasyfikacji ryzyka, teorii użyteczności). Wprowadzenie to jest przeprowadzone w interesujący i przyjazny dla czytelnika sposób. Ciekawe zastosowanie teorii gier przedstawia przykład 1.5.3, w którym członek OFE rozważa przystąpienie do dwóch różnych funduszy. Brakuje natomiast odniesienia do tematyki OFE w ciekawym zresztą poznać punkcie 1.6. opisującym teorię ruiny – być może interesujące byłoby rozważenie w tej części prawdopodobieństwa bankructwa danego PTE z powodu uzyskania niższej stopy zwrotu niż wymagana. Niemniej jednak rozdział ten dobrze spełnia rolę wprowadzenia do tematyki miar ryzyka.

Rozdział drugi to przegląd klasycznych metod ocen efektywności inwestycji (opisuje gł. indeksy Sharpe’a, Treynora, Jensena i ich odmiany oraz wprowadza do analizy projektów inwestycyjnych). Jak stwierdzają sami autorzy we wstępie, metody klasyczne dotyczą miar zaproponowanych w okresie od lat 60. do końca lat 90. XX wieku. Rozdział zawiera też ciekawą i potrzebną dyskusję na temat tego, jaki rodzaj stopy zwrotu (arytmetyczny, geometryczny) zastosować. Podobnie rzecz ma się z miarą ryzyka (odchylenie standardowe z próby czy z populacji). Istnieje bowiem pewien problem z pogodzeniem wymogów teorii z praktyką. Autorzy proponują rozwiązanie w postaci stosowania średniej logarytmicznej stopy zwrotu oraz odchylenie standardowe z populacji. Także w przypadku tego rozdziału istotną zaletą tekstu są poglądowe przykłady nawiązujące do tematyki OFE.

W rozdziale trzecim dotyczącym wielowymiarowej analizy efektywności inwestycji opisano metody porządkowania liniowego, oceny grupowej oraz analizy skupień i eksploracji danych. Rozdział ten ma silnie matematyczny charakter i przez to jest chyba najtrudniejszy w odbiorze dla tzw. przeciętnego czytelnika. Tym bardziej, że brak w nim przykładów zastosowań, które dotyczyłyby rynku funduszy emerytalnych. Dopiero w szóstym rozdziale niektóre z omawianych w rozdziale trzecim metod są użyte do badań empirycznych pod kątem oceny grupowej OFE i analizy skupień funduszy podobnych.

Nieklasyczne metody analizy ryzyka są opisane w rozdziale czwartym. Omówione zostały tutaj metodologia *RiskMetrics* oraz wartość narażona na ryzyko (VaR), czyli narzędzia powszechnie stosowane na rynku od lat 80. XX wieku. Opisowi towarzyszą przykładowe zastosowania dla rynku OFE. Rozdział ten zawiera także bardziej teoretyczne rozważania na temat koherentnych miar ryzyka i teorii przejść fazowych w zastosowaniu do rynków finansowych.

Rozdział piąty jest najciekawszy z punktu widzenia czytelnika, który chce zapoznać się z nowymi metodami oceny efektywności inwestycji. Oprócz przeglądu tych miar i metod (m.in. po-

pularnej ostatnio w badaniach efektywności inwestycyjnej metody *Data Envelopment Analysis*, DEA) autorzy przedstawili także dyskusję (punkt 5.5.) nt. przeciętnej stopy zwrotu oraz własną propozycję w tym zakresie. Dyskusja na ten temat jest uzasadniona, ponieważ obecna konstrukcja średniej stopy zwrotu OFE oraz związana z nią gwarancja minimalnej stopy zwrotu stanowią podstawowy problem legislacyjny, który wywołuje szereg niekorzystnych zachowań inwestycyjnych (gł. tendencję do upodobniania strategii inwestycyjnych OFE) i równocześnie zagraża stabilności kapitałowego systemu emerytalnego.

Rozdział szósty to część empiryczna książki. Przedstawia praktyczne zastosowanie wybranych miar efektywności i ryzyka do oceny rynku OFE w okresie od 2000 r. do 30 czerwca 2010 r. Zastosowano w nim metodologię *RiskMetrics* (punkt 6.2), funkcję log-periodyczną do analizy ryzyka portfeli OFE (6.3), wskaźniki nieklasyczne dot. efektywności inwestycji (6.4), niektóre inne miary nieklasyczne (6.5) – takie jak przeciętna stopa zwrotu, ocenę dynamiki OFE, ocenę grupową OFE, analizę efektu długiej pamięci OFE oraz wielowymiarową analizę efektywności inwestycji (6.6), w tym analizę skupień. Na bazie przeprowadzonych badań autorzy identyfikują trzy najbardziej efektywne i trzy najmniej efektywne otwarte fundusze emerytalne (a właściwie powszechne towarzystwa emerytalne, o czym za chwilę).

Zaletą książki jest zatem całościowe i umiejętne przedstawienie miar efektywności i ryzyka, w szczególności tych nowych. Język prezentacji jest zrozumiały i w miarę przystępny dla czytelnika nie mającego przygotowania matematycznego. Przedstawione przykłady pozwalają na lepsze zrozumienie prezentowanych zagadnień. Struktura książki jest dobra i w logiczny sposób wprowadza czytelnika w temat. Bardzo dobra jest „nawigacja” jeśli chodzi o numerację wzorów. Książka jeszcze lepiej wypełniałaby funkcję kompendium, gdyby była zaopatrzona w indeks podstawowych haseł. Tego niestety nie ma, co momentami utrudnia szybkie wyszukanie fragmentu tekstu na interesujący czytelnika temat.

Od strony formalnej byłoby dobrze, gdyby autorzy dokonali rozróżnienia między instytucjami zarządzającymi (PTE) a zarządzanymi (OFE). Potocznie mówi się oczywiście, że to „OFE inwestują”, niemniej jednak rozróżnienie takie jest istotne. Można oceniać PTE, jeśli chodzi o ich zdolność zarządzania aktywami OFE, np. w kontekście stóp zwrotu bez brania pod uwagę opłat od składek. Można także analizować samo OFE pod względem jego rentowności (po opłatach na rzecz PTE), czyli z punktu widzenia wyboru dokonanego przez klienta.

Książka przedstawia bardzo szeroką (ponad 210 pozycji) bibliografię, głównie anglojęzyczną. W tekście występuje natomiast pewna liczba literówek. Czasami przytrafiają się też błędy edytorskie we wzorach (np. 1.2.3. – brak znaku minus; 2.1.8. – zbędne *ln* w środkowym wierszu). Ogólnie rzecz biorąc, książka jest jednak wydana starannie, a przedstawione drobne usterki nie umniejszają walorów poznawczych tekstu.

Podsumowując, recenzowana książka stanowi cenną pozycję w zakresie finansów i oceny efektywności i ryzyka instytucji finansowych. Byłoby też dobrze, gdyby – oprócz wspomnianego przez autorów grona potencjalnych odbiorców, takich jak studenci i pracownicy instytucji finansowych i naukowych – przeczytali ją decydenci, od których zależy kształt systemu oceny efektywności inwestycyjnej OFE.

DR DARIUSZ STAŃKO – adiunkt w Katedrze Ubezpieczenia Społecznego w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.