

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**323**

# **Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski**



Redaktorzy naukowi

**Krzysztof Jajuga**

**Wanda Ronka-Chmielowiec**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Agnieszka Flasińska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej [www.dbc.wroc.pl](http://www.dbc.wroc.pl),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-351-9**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	11
<b>Adam Adamczyk:</b> Poziom wewnętrznych źródeł finansowania jako determinanta inwestycji w działalność B + R przedsiębiorstw .....	13
<b>Roman Asyngier:</b> Ekonomiczne i prawne aspekty nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect. Ocena i propozycje zmian.....	23
<b>Jacek Bialek:</b> Zastosowanie autorskiego indeksu wydajności pracy do analizy dynamiki cen jednostek rozrachunkowych OFE .....	34
<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Zrównoważona Karta Wyników w zakładzie ubezpieczeń.....	43
<b>Dawid Dawidowicz:</b> Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012.....	53
<b>Ewa Dziwok:</b> Weryfikacja modeli krzywej dochodowości na podstawie metod dynamicznych.....	66
<b>Krzysztof Echaust:</b> Zwroty dzienne a zwroty nocne – porównanie wybranych własności na przykładzie kontraktów <i>futures</i> notowanych na GPW w Warszawie.....	75
<b>Urszula Gierałtowska:</b> Inwestowanie w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału .....	88
<b>Paweł Kliber:</b> Spread WIBOR-OIS jako miara ryzyka kredytowego i premii płynnościowej .....	101
<b>Karol Marek Klimczak:</b> Struktura autoregresyjna zysku rezydualnego spółek z Polski, Niemiec i Francji.....	112
<b>Anna Korzeniowska:</b> Wybrane problemy rynku finansowego wynikające z sytuacji na rynku oszczędności gospodarstw domowych.....	120
<b>Mieczysław Kowerski:</b> Cateringowa teoria dywidend.....	128
<b>Marzena Krawczyk:</b> Adekwatność oferty instytucji rynku finansowego do potrzeb kapitałowych MŚP .....	142
<b>Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda:</b> Wpływ doświadczenia giełdowego na koszt pozyskiwania kapitału na rynku Catalyst .....	151
<b>Robert Kurek:</b> Ewolucja konwergencji regulacji i sposobów nadzorowania na rynku ubezpieczeniowym UE .....	161
<b>Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń:</b> Efekty wpływu czynników behawioralnych na stopy zwrotu z akcji spółek sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie.....	170

<b>Sebastian Majewski:</b> Behawioralny portfel według Masłowa – analiza symulacyjna.....	180
<b>Marta Malecka:</b> Metody oceny jakości prognoz ryzyka rynkowego – analiza porównawcza .....	192
<b>Aleksander R. Mercik:</b> Wykorzystanie rozkładu $t$ -Studenta do szacowania wartości zagrożonej .....	202
<b>Artur Mikulec:</b> Znormalizowany względem czasu $\tau$ wskaźnik Calmara i jego zastosowanie w analizie efektywności inwestycji portfelowych.....	212
<b>Wojciech Misterek:</b> Bariery w zakresie pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania na realizację projektów innowacyjnych przedsiębiorstw .....	223
<b>Paweł Niszczota:</b> Wpływ języka raportowania na płynność spółek zagranicznych notowanych na GPW .....	232
<b>Dorota Pekasiewicz:</b> Wyznaczanie współczynnika bezpieczeństwa na podstawie kwantyla rozkładu sumy roszczeń w portfelu ubezpieczeń komunikacyjnych.....	241
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych.....	253
<b>Tomasz Pisula:</b> Metodyczne aspekty zastosowania modeli skoringowych do oceny zdolności kredytowej z wykorzystaniem metod ilościowych.....	265
<b>Paweł Porcenaluk:</b> Analiza wybranych miar ryzyka płynności dla akcji notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011 .....	289
<b>Marcin Salamaga:</b> Zastosowanie metody średniej kroczącej do badania zyskowności inwestycji na polskim rynku kapitałowym .....	298
<b>Rafał Siedlecki:</b> Prognozowanie trudności finansowych przedsiębiorstw z wykorzystaniem miary rozwoju Hellwiga .....	308
<b>Anna Sroczyńska-Baron:</b> Możliwości aplikacyjne gier mniejszościowych na Gieldzie Papierów Wartościowych .....	319
<b>Michał Stachura, Barbara Wodecka:</b> Asymetria w ujęciu Boshnakova – propozycja metody szacowania miar asymetrii z próby.....	328
<b>Piotr Staszkiwicz:</b> Verification of the disclosure lemma applied to the model for reputation risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding on the Polish broker-dealers market.....	337
<b>Anna Szymańska:</b> Bayesowskie szacowanie stawek składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych z wybranymi funkcjami straty .....	347
<b>Jacek Welc:</b> Prognozowana dynamika zysków spółek a obciążenie błędów prognoz – doświadczenia polskie .....	357
<b>Jerzy Węclawski:</b> Pożyczki hybrydowe jako alternatywna forma finansowania przedsiębiorstw .....	366
<b>Ryszard Węgrzyn:</b> Analiza wrażliwości zmienności implikowanej względem instrumentu podstawowego opcji – podejście dynamiczne.....	375
<b>Stanisław Wieteska:</b> Obciążenia obiektów budowlanych śniegiem jako element ryzyka w ubezpieczeniach majątkowo-osobowych w Polskim obszarze klimatycznym .....	385

<b>Zuzanna Woško:</b> Odporność sektora bankowego w Polsce na szoki zewnętrzne w kontekście ryzyka kredytowego. Badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi .....	397
<b>Anna Zamojska:</b> Wskaźnik Sharpe'a w teorii i w praktyce.....	406
<b>Aneta Zglińska-Pietrzak:</b> Bootstrapowe prognozy zmienności stóp zwrotu na podstawie modelu GARCH .....	415
<b>Monika Zielińska-Sitkiewicz:</b> Ocena kondycji rynku nieruchomości mieszkaniowych na podstawie badania danych z raportów finansowych firm deweloperskich.....	423

## Summaries

<b>Adam Adamczyk:</b> The level of internal sources of finance as a determinant of investment in R & D of enterprises.....	22
<b>Roman Asyngier:</b> Economic and legal aspects of irregularities in the functioning of the NewConnect market. Assessment and suggestions for changes.....	33
<b>Jacek Bialek:</b> Application of the original index of labour productivity in the analysis of open pension funds' units dynamics.....	42
<b>Magdalena Chmielowiec-Lewczuk:</b> Balanced Scorecard in insurance company.....	52
<b>Dawid Dawidowicz:</b> Evaluation of efficiency of new Polish equity investment funds in comparison to the other investment funds in the period 2000–2012 .....	65
<b>Ewa Dziwok:</b> Yield curve verification based on the correlation surface method .....	74
<b>Krzysztof Echaust:</b> Traded period returns and non-traded period returns – comparison of selected properties on the basis of futures contracts quoted on Warsaw Stock Exchange.....	87
<b>Urszula Gieraltowska:</b> Investing in precious metals as an alternative form of capital investment .....	100
<b>Paweł Kliber:</b> WIBOR-OIS spread as a measure of liquidity and default risk	111
<b>Karol Marek Klimczak:</b> Autoregressive structure of residual income of Polish, French and German firms.....	119
<b>Anna Korzeniowska:</b> Selected problems of financial market resulting from the situation on household savings market .....	127
<b>Mieczysław Kowerski:</b> Catering theory of dividends.....	141
<b>Marzena Krawczyk:</b> Adequacy of the offer given by financial market institution to capital needs of SMEs .....	150
<b>Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda:</b> The impact of the stock-market experience on the cost of capital gained on the Catalyst market.....	160

<b>Robert Kurek:</b> The evolution in convergence of supervision regulations and methods on the European Union insurance market .....	169
<b>Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń:</b> The effects of impact of behavioural factors on the rate of return of construction companies stocks listed on the Warsaw Stock Exchange.....	179
<b>Sebastian Majewski:</b> Behavioural portfolio according to Maslov – simulation analysis .....	191
<b>Marta Malecka:</b> Methods for evaluating Value-at-Risk forecasts – comparative analysis .....	201
<b>Aleksander R. Mercik:</b> Using the Student's <i>t</i> distribution in Value-at-Risk estimation.....	211
<b>Artur Mikulec:</b> Tau-normalized-Calmar ratio and its application in the analysis of portfolio investment efficiency .....	222
<b>Wojciech Misterek:</b> Barriers in obtaining external funding to the realization of innovative projects in companies .....	231
<b>Paweł Niszczota:</b> The language used in filings and the trading activity of foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange .....	240
<b>Dorota Pekasiewicz:</b> Determination of the safety factor based on quantile of the sum of claims distribution in the portfolio of automobile insurance....	252
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> Market reactions to dividend announcements in public companies – empirical evidence.....	264
<b>Tomasz Pisula:</b> Methodological aspects of the application of credit scoring models to assess the creditworthiness with the use of quantitative methods .....	288
<b>Paweł Porcenaluk:</b> The analysis of the selected liquidity risk measures for stocks listed on the Warsaw Stock Exchange in 2001–2011 period.....	297
<b>Marcin Salamaga:</b> An application of moving average rules for testing the profitability of Polish stock market.....	307
<b>Rafał Siedlecki:</b> Forecasting financial problems of companies based on Hellwig measurement of development .....	318
<b>Anna Sroczyńska-Baron:</b> The application of the minority games and gambling on the stock exchange.....	327
<b>Michał Stachura, Barbara Wodecka:</b> Boshnakov's approach to asymmetry – proposal of estimation of sample asymmetry measures .....	336
<b>Piotr Staszkiwicz:</b> Weryfikacja lematu ujawnienia dla modelu ryzyka reputacji niepublicznych grup kapitałowych z powiązaniem wzajemnymi na polskim rynku firm inwestycyjnych .....	346
<b>Anna Szymańska:</b> Bayesian estimation of premium rates in motor insurance with selected loss functions .....	356
<b>Jacek Welc:</b> Forecasted earnings growth of companies and earnings forecast bias – Polish experience.....	365
<b>Jerzy Węclawski:</b> Hybrid loans as an alternative form of corporate finance ..	374

---

<b>Ryszard Węgrzyn:</b> Analysis of the sensitivity of implied volatility to the underlying instrument of option – a dynamic approach.....	384
<b>Stanisław Wieteska:</b> Overload of roofs of buildings with snow as an element of risk in property insurance in the Polish climate area.....	396
<b>Zuzanna Wośko:</b> Resilience of the Polish banking sector to external shocks in the context of credit risk. Analysis of the relationship between macro-economic variables .....	405
<b>Anna Zamojska:</b> Sharpe ratio – theory and practice.....	414
<b>Aneta Zglińska-Pietrzak:</b> Bootstrap predictions of returns for GARCH processes .....	422
<b>Monika Zielińska-Sitkiewicz:</b> Assessment of the condition of the Polish real estate market based on the data analysis from the financial statements of developers .....	437

**Dawid Dawidowicz**

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

---

## OCENA EFEKTYWNOŚCI NOWYCH I POZOSTAŁYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH AKCJI POLSKICH W LATACH 2000–2012

---

**Streszczenie:** Celem artykułu była ocena efektywności nowych funduszy akcji polskich w odniesieniu do pozostałych funduszy akcji polskich. Wyniki przeprowadzonego badania dostarczają nowych dowodów na istnienie anomalii na rynku funduszy inwestycyjnych akcji polskich. Ponad 60% wszystkich nowych funduszy akcji polskich było efektywnych względem benchmarku w ciągu pierwszych 12 miesięcy ich działalności. Ponadto ponad 64% nowych efektywnych funduszy osiągnęło najlepsze wyniki z grupy funduszy akcji polskich, tzn. wyniki tych funduszy nie tylko były lepsze od benchmarku, ale także od wyników pozostałych funduszy akcji polskich. Na podkreślenie zasługuje to, że 100% nowo powstałych i efektywnych funduszy było w pierwszej piątce pod względem uzyskanych wyników na rynku funduszy akcji polskich. Nie można jednoznacznie określić przyczyn tego zjawiska, przez co wymaga ono dalszych badań.

**Słowa kluczowe:** nowe fundusze inwestycyjne, efektywność funduszy inwestycyjnych, polski rynek funduszy inwestycyjnych.

### 1. Wstęp

Artykuł jest trzecim artykułem z serii poświęconej efektowi nowych funduszy inwestycyjnych na przykładzie funduszy akcji polskich. Przyczyną podjęcia tego problemu badawczego i uzupełnienia wiedzy uzyskanej na podstawie wcześniej przeprowadzonych badań był artykuł S. Buczka, który dowodził w pewnym sensie występowania anomalii efektywnego rynku objawiającej się uzyskiwaniem przez nowe fundusze akcji polskich (które powstały w latach 2001–2004) ponadprzeciętnych stóp zwrotu [Buczek 2006, s. 15–21]. Wyniki te zostały w znacznym zakresie potwierdzone w badaniu przeprowadzonym przez D. Dawidowicza, także w odniesieniu do nowych funduszy akcji polskich, które powstały w kolejnych latach, tj. 2005–2012 [Dawidowicz 2013]<sup>1</sup>. Dalsze pogłębione badania pozwoliły stwierdzić,

---

<sup>1</sup> Artykuł był oparty na tych samych metodach badawczych, które wykorzystał S. Buczek. Ze względu na niedoskonałość zastosowanych metod, badania były kontynuowane, a wyniki badań opublikowano, por. [Dawidowicz 2012].



że nowe fundusze akcyjne rynku krajowego w większości wypadków były w okresie pierwszych 12 miesięcy działalności efektywne względem benchmarku złożonego w 90% z indeksu WIG oraz w 10% ze średniej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych [Dawidowicz 2012]. Nie można było jednak wyciągnąć wniosku o efektywności wszystkich nowych funduszy akcji polskich. Brakowało także informacji na temat wyników nowych funduszy akcyjnych w porównaniu do pozostałych poszczególnych funduszy akcji rynku krajowego. W literaturze krajowej jest stosunkowo mało badań poświęconych efektowi nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich.

W literaturze zagranicznej można znaleźć badania odnoszące się przede wszystkim do stóp zwrotu nowych funduszy inwestycyjnych. Badania te potwierdzają ponadprzeciętność osiąganych wyników przez nowe fundusze akcyjne w ciągu pierwszego roku ich działalności [Arteaga i in. 1998]. Poza badaniami efektu nowych klasycznych funduszy inwestycyjnych, można znaleźć także badania poświęcone ryzyku nowych funduszy. Przykładem są badania ryzyka nowych funduszy funduszy (FoF – *Funds of Funds*). Dowodzi się w nich, iż nowe fundusze funduszy podejmują niższe ryzyko niż fundusze funduszy już działające na rynku [Li, Mehran 2009]. Badano także przepływy pieniężne występujące w nowych funduszach akcyjnych [Li, Ma 2010].

Celem artykułu jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy efektywność nowych funduszy akcyjnych rynku polskiego była anomalią charakterystyczną tylko dla tych funduszy, czy efektywnością taką w ciągu 12-miesięcznego okresu działalności w badanym czasie charakteryzowały się także pozostałe krajowe fundusze akcyjne. Nowe podejście do problemu ma na celu próbę oceny efektywności nowych funduszy akcji polskich względem pozostałych funduszy akcyjnych rynku krajowego.

## 2. Metodologia, zakres i założenia do badań

W badaniu dokonano porównania 14 z 23 wszystkich nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich, które powstały od początku 2000 r. do końca czerwca 2012 r., z pozostałymi funduszami akcyjnymi rynku polskiego. Wybrane do porównania fundusze, na podstawie wcześniej przeprowadzonych badań, charakteryzowały się efektywnością względem benchmarku w ciągu 12 pierwszych miesięcy ich działalności. Dlatego okres badawczy objął 14 rocznych okresów z lat 2000–2012, w których powstały nowe fundusze. Badana grupa funduszy to fundusze akcyjne rynku krajowego spełniające kryteria klasyfikacji funduszy akcyjnych opracowane przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami [IZFA 2012].

Dane dotyczące wartości jednostek uczestnictwa funduszy akcji rynku krajowego zaczerpnięto z własnej autorskiej bazy danych systematycznie aktualizowanej od 2004 r. ze stron internetowych poszczególnych TFI uzupełnionej o dane pochodzące ze strony portalu [www.money.pl](http://www.money.pl).

Wyniki nowych funduszy porównano z wynikami pozostałych funduszy akcji polskich, które funkcjonowały w tym samym czasie na rynku. Porównania dokonano wyłącznie między funduszami otwartymi i specjalistycznymi otwartymi, wyłączając z grupy porównawczej fundusze akcyjne zamknięte<sup>2</sup>.

W badaniu posłużono się najczęściej wykorzystywanymi w ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych miarami, tj. wskaźnikiem Sharpe'a (Sp), wskaźnikiem Treynora (Tp), Alfą Jensena (J) i Alfą Sharpe'a (AS) oraz miarą Modigliani & Modigliani (M2)<sup>3</sup>. Wybór tych miar był podyktowany tym, iż uwzględniają w swojej konstrukcji ryzyko. Do grupy funduszy efektywnych zaliczono tylko te fundusze, których wartości wszystkich wymienionych miar osiągnęły wartości równe wartościom odpowiadających im miar dla wzorca odniesienia lub od nich wyższe. Wynikało to z tego, iż mimo że miary te są do siebie zbliżone pod względem konstrukcyjnym i silnie skorelowane [Dawidowicz 2009], to w zależności od zastosowanej miary można uzyskać niekiedy różne, sprzeczne wyniki. Dzięki wykorzystaniu wszystkich miar uzyskane wyniki są bardziej obiektywne (fundusze zaliczane do grupy efektywnych to fundusze zakwalifikowane do tej grupy z jednoczesnym uwzględnieniem kryterium korekty wyników o ryzyko całkowite, jak i ryzyko rynkowe mierzone współczynnikiem beta).

W porównaniu nowo powstałego efektywnego funduszu akcji polskich w danym okresie z pozostałymi funduszami pominięto inne nowe i efektywne fundusze akcji polskich, które powstały w tym czasie. Dla każdego z tych funduszy badanie było przeprowadzone oddzielnie.

W badaniu wykorzystano miesięczne wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Podobnie jak w poprzednich badaniach, założono brak występowania opłat manipulacyjnych, inflacji oraz opodatkowania zryczałtowanym podatkiem dochodowym od zysków kapitałowych.

Wyniki wybranych do badania nowych efektywnych w ciągu pierwszego roku działalności funduszy porównano z wynikami pozostałych funduszy akcji polskich działających na rynku. Liczbę funduszy, które przyjęto do badania, oraz ich nazwy zamieszczono w tab. 1. Na koniec czerwca 2012 r. liczba porównywanych ze sobą funduszy akcyjnych rynku polskiego wyniosła 36.

Nowe fundusze uznane za efektywne, tj. te, których wartości wszystkich wymienionych miar efektywności były lepsze od benchmarku, to fundusze od numeru 1 do numeru 14. Nowe fundusze akcji polskich, których nie można było uznać za efektywne w ciągu pierwszych 12 miesięcy ich działalności, to fundusze od numeru

---

<sup>2</sup> Pominięcie funduszy akcyjnych zamkniętych było podyktowane przede wszystkim odmiennością prawną działalności tych funduszy, określonym czasem działalności niektórych funduszy zamkniętych, sposobem wyceny i dostępności emitowanych przez nie certyfikatów inwestycyjnych i, co się z tym wiąże, ograniczoną płynnością tych instrumentów w przeciwieństwie do jednostek uczestnictwa FIO i SFIO.

<sup>3</sup> Konstrukcja miar i interpretacja wyników uzyskiwanych na podstawie poszczególnych miar por. [Dawidowicz 2011, s. 94–104].

**Tabela 1.** Nowe i pozostałe fundusze akcyjne działające od 2000-01-01 do 2012-06-30

Lp.	Nazwa funduszu	Początek działalności
1	ING SFIO Akcji 2	listopad 2001
2	Millennium FIO S Akcji	styczeń 2002
3	Aviva Investors Polskich Akcji	kwiecień 2002
4	Subfundusz Allianz Akcji	styczeń 2004
5	Amplico Subfundusz Akcji	czerwiec 2004
6	Crédit Agricole FIO Subfundusz Crédit Agricole Akcyjny	listopad 2006
7	Noble Fund Akcji	grudzień 2006
8	PKO Akcji Plus	maj 2005
9	Subfundusz SKOK Akcji	lipiec 2007
10	Subfundusz Allianz Akcji Plus	listopad 2007
11	Aviva Investors Nowych Spółek	kwiecień 2008
12	AXA FIO Subfundusz Akcji Big Players	lipiec 2010
13	Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja	grudzień 2010
14	Copernicus Subfundusz Akcji Dywidendowych	maj 2011
15	IDEA Akcji Subfundusz	grudzień 2003
16	KBC Subfundusz AKCYJNY	październik 2006
17	KBC PORTFEL AKCYJNY SFIO	grudzień 2006
18	Amplico Subfundusz Akcji Plus	styczeń 2008
19	Quercus Agresywny	marzec 2008
20	AXA FIO Subfundusz Akcji	lipiec 2010
21	Copernicus FIO Subfundusz Akcji	lipiec 2010
22	SKOK FIO Etyczny 2	sierpień 2010
23	Arka Prestiż Akcji Polskich Subfundusz	listopad 2010
24	Subfundusz Allianz Selektywny	czerwiec 2011
25	Arka BZ WBK Akcji Subfundusz	przed 2000
26	BPH Subfundusz Akcji	przed 2000
27	ING (PL) Akcji	przed 2000
28	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	przed 2000
29	Investor Akcji FIO	przed 2000
30	Legg Mason Akcji FIO	przed 2000
31	Novo FIO (Akcji)	przed 2000
32	Pioneer Akcji Polskich	przed 2000
33	PKO Akcji – FIO	przed 2000
34	PZU Akcji KRAKOWIAK	przed 2000
35	Subfundusz Akcji SKARBIEC-AKCJA	przed 2000
36	UniKorona Akcje	przed 2000

Źródło: opracowanie własne.

15 do numeru 24. Pozostałe fundusze, tj. od numeru 25 do numeru 36, działały na rynku funduszy już przed 2000 r. (nazwy funduszy przyjętych do porównania w poszczególnych latach mogły być inne od współczesnych nazw).

W badaniu pominięto nowe fundusze, których okres działalności był krótszy niż 12 pełnych miesięcy przed końcem czerwca 2012 r., były to m.in. DB Funds FIO (Dynamiczny) Subfundusz Ipopema Agresywny, Superfund Subfundusz Akcji.

### 3. Wyniki badania

Ze względu na zwiększoną ilość danych, w tab. 2–15, zamieszczono dane dotyczące porównania wyników nowych funduszy akcyjnych (które były jednocześnie efektywnymi funduszami w ciągu pierwszych 12 miesięcy ich działalności na rynku) z pozostałymi efektywnymi w tym czasie funduszami akcyjnymi. Wszystkie niewykazane fundusze osiągnęły wynik gorszy od benchmarku złożonego w 90% z indeksu WIG oraz w 10% ze średniej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych. Na szaro zaznaczono najwyższe wartości miar efektywności. W rankingu wyników taki fundusz byłby na pozycji pierwszej według kryterium zastosowanej miary oceny wyników. W celu wyróżnienia nowych funduszy ich nazwy oraz wyniki zostały pogrubione.

**Tabela 2.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2001-11-30 do 2002-11-29

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	Legg Mason Akcji FIO	0,0257	0,4000	0,0258	0,0251	8,42
2	Skarbiec FIO Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0266	0,3283	0,0268	0,0207	7,97
3	PKO Akcji FIO	0,0064	0,0082	0,0068	0,0005	5,99
4	<b>ING SFIO Akcji 2</b>	<b>0,0059</b>	<b>-0,0244</b>	<b>0,0061</b>	<b>-0,0016</b>	<b>5,79</b>
5	ING Parasol FIO subfundusz Akcji	0,0068	-0,0248	0,0070	-0,0016	5,79
6	UniFundusze FIO subfundusz UniKorona Akcje	0,0042	-0,0542	0,0045	-0,0035	5,61
7	Novo FIO Subfundusz Novo Akcji	0,0029	-0,0715	0,0030	-0,0045	5,50
8	PZU FIO Parasolowy subfundusz PZU Akcji Krakowiak	0,0013	-0,0927	0,0016	-0,0060	5,37
	Benchmark	0,0000	-0,1283	0,0000	-0,0079	5,15

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Wyniki 9 nowych funduszy, tj. Aviva Investors Polskich Akcji, Amplico Subfunduszu Akcji, Noble Fund Akcji, PKO Akcji Plus, Subfunduszu Allianz Akcji Plus,

**Tabela 3.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2002-01-31 do 2003-01-31

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	Legg Mason Akcji FIO	0,0366	-2,1394	0,0394	-0,1121	-5,21
2	Skarbiec FIO Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0270	-2,3466	0,0322	-0,1251	-6,27
3	<b>Millennium FIO Subfundusz Akcji</b>	<b>0,0207</b>	<b>-2,1842</b>	<b>0,0274</b>	<b>-0,1207</b>	<b>-5,44</b>
	Benchmark	0,0000	-3,0912	0,0000	-0,1584	-10,08

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 4.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2002-04-30 do 2003-04-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Aviva Investors Polskich Akcji</b>	<b>0,2944</b>	<b>3,6456</b>	<b>0,3016</b>	<b>0,2039</b>	<b>24,44</b>
2	Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0765	-0,1202	0,0815	-0,0066	4,86
3	Millennium FIO Subfundusz Akcji	0,0505	-0,2031	0,0562	-0,0116	4,43
4	Legg Mason Akcji FIO	0,0322	-1,0644	0,0347	-0,0571	-0,04
	Benchmark	0,0000	-1,8877	0,0000	-0,0981	-4,32

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 5.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2004-01-30 do 2005-01-31

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	Investor Akcji FIO	0,1057	7,6984	0,0823	0,2520	25,87
2	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0972	6,3088	0,0716	0,1920	22,33
3	UniKorona Akcje	0,0877	7,0377	0,0720	0,2074	24,19
4	<b>Subfundusz Allianz Akcji</b>	<b>0,0569</b>	<b>5,8564</b>	<b>0,0381</b>	<b>0,1807</b>	<b>21,18</b>
5	Aviva Investors Polskich Akcji	0,0448	5,6356	0,0295	0,1703	20,62
6	PKO Akcji FIO	0,0247	5,0570	0,0132	0,1510	19,15
7	PZU Akcji Krakowiak	0,0229	4,4178	0,0025	0,1375	17,52
8	Legg Mason Akcji FIO	0,0149	4,2983	-0,0006	0,1286	17,21
9	BPH Subfundusz Akcji	0,0092	4,0822	-0,0070	0,1192	16,66
10	Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0011	3,9601	-0,0094	0,1112	16,35
11	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0000	3,8248	-0,0113	0,1100	16,01
	Benchmark	0,0000	4,3222	0,0000	0,1100	17,28

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 6.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2004-06-30 do 2005-06-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Amplico Subfundusz Akcji</b>	<b>0,1713</b>	<b>5,8257</b>	<b>0,1195</b>	<b>0,3368</b>	<b>26,94</b>
2	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0337	4,0677	0,0259	0,1673	20,24
3	PKO Akcji FIO	0,0068	3,3284	0,0026	0,1314	17,43
4	BPH Subfundusz Akcji	0,0060	3,3710	0,0037	0,1311	17,59
	Benchmark	0,0000	3,2579	0,0000	0,1240	17,16

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 7.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2006-11-30 do 2007-11-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	Legg Mason Akcji FIO	0,1102	2,9034	0,1085	0,1656	21,53
2	<b>Credit Agricole FIO Subfundusz Credit Agricole Akcyjny</b>	<b>0,0886</b>	<b>2,7077</b>	<b>0,0830</b>	<b>0,1644</b>	<b>20,44</b>
3	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0764	2,5346	0,0727	0,1496	19,47
4	Idea Akcji Subfundusz	0,0498	1,9582	0,0443	0,1179	16,25
5	PKO Akcji FIO	0,0361	1,9074	0,0346	0,1091	15,97
6	Aviva Investors Polskich Akcji	0,0284	1,6535	0,0274	0,0935	14,55
7	Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0264	1,7499	0,0240	0,1021	15,09
8	BPH Subfundusz Akcji	0,0122	1,4261	0,0117	0,0802	13,28
9	UniKorona Akcje	0,0032	1,2647	0,0017	0,0722	12,38
10	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0026	1,2432	0,0003	0,0724	12,26
	Benchmark	0,0000	1,2355	0,0000	0,0690	12,21

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 8.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2006-12-29 do 2007-12-28

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	2	3	4	5	6	7
1	<b>Noble Fund Akcji</b>	<b>0,2249</b>	<b>4,1976</b>	<b>0,2240</b>	<b>0,2408</b>	<b>29,40</b>
2	Legg Mason Akcji FIO	0,1148	2,4982	0,1138	0,1437	19,82
3	Credit Agricole FIO Subfundusz Credit Agricole Akcyjny	0,0701	1,9641	0,0672	0,1190	16,81
4	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0569	1,7460	0,0550	0,1031	15,58
5	PKO Akcji FIO	0,0557	1,8260	0,0548	0,1055	16,03

Tabela 8, cd.

1	2	3	4	5	6	7
6	Idea Akcji Subfundusz	0,0443	1,4190	0,0409	0,0861	13,74
7	Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	0,0432	1,6551	0,0417	0,0976	15,07
8	Aviva Investors Polskich Akcji	0,0350	1,2816	0,0344	0,0731	12,97
9	BPH Subfundusz Akcji	0,0196	1,0758	0,0194	0,0610	11,81
10	UniKorona Akcje	0,0103	0,9264	0,0095	0,0533	10,96
11	Investor Akcji FIO	0,0064	0,8586	0,0058	0,0491	10,58
	Benchmark	0,0000	0,7614	0,0000	0,0429	10,03

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Tabela 9. Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2007-05-31 do 2008-05-31

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>PKO Akcji Plus</b>	<b>0,2027</b>	<b>-1,5542</b>	<b>0,2759</b>	<b>-0,0943</b>	<b>-1,13</b>
2	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0363	-4,9506	0,0732	-0,2680	-17,64
3	Legg Mason Akcji FIO	0,0351	-5,3928	0,0429	-0,2685	-19,79
4	KBC Portfel Akcyjny SFIO	0,0288	-5,6249	0,0349	-0,2780	-20,92
5	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0109	-5,5384	0,0332	-0,2903	-20,50
6	Subfundusz Allianz Akcji	0,0009	-5,6841	0,0203	-0,3006	-21,20
	Benchmark	0,0000	-6,2109	0,0000	-0,3019	-23,76

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Tabela 10. Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2007-07-31 do 2008-07-31

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	Subfundusz Allianz Akcji	0,0250	-5,9505	0,0453	-0,3391	-25,06
2	Arka BZ WBK FIO subfundusz Arka BZ WBK Akcji	0,0288	-5,9988	0,0567	-0,3428	-25,31
3	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0187	-6,1717	0,0405	-0,3498	-26,24
4	<b>Subfundusz SKOK Akcji</b>	<b>0,0128</b>	<b>-6,5298</b>	<b>0,0170</b>	<b>-0,3541</b>	<b>-28,16</b>
5	Legg Mason Akcji FIO	0,0017	-6,7309	0,0077	-0,3666	-29,23
	Benchmark	0,0000	-6,8798	0,0000	-0,3684	-30,03

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 11.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2007-11-30 do 2008-11-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Subfundusz Allianz Akcji Plus</b>	<b>0,1189</b>	<b>-5,9473</b>	<b>0,1684</b>	<b>-0,4448</b>	<b>-34,55</b>
2	Subfundusz Allianz Akcji	0,0818	-6,6367	0,0960	-0,4717	-39,34
3	Legg Mason Akcji FIO	0,0487	-7,0644	0,0591	-0,4994	-42,31
4	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0446	-7,1524	0,0562	-0,5060	-42,92
5	Arka BZ WBK Akcji Subfundusz	0,0406	-7,0118	0,0744	-0,5119	-41,94
6	Subfundusz SKOK Akcji	0,0399	-7,0201	0,0564	-0,5031	-42,00
7	Novo FIO (Akcji)	0,0338	-7,2858	0,0459	-0,5158	-43,84
8	KBC Portfel Akcyjny SFIO	0,0129	-7,6477	0,0171	-0,5345	-46,36
9	Aviva Investors Polskich Akcji	0,0063	-7,7399	0,0090	-0,5399	-47,00
	Benchmark	0,0000	-7,8576	0,0000	-0,5456	-47,81

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 12.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2008-04-30 do 2009-04-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Aviva Investors Nowych Spółek</b>	<b>0,1467</b>	<b>-2,1775</b>	<b>0,1598</b>	<b>-0,2350</b>	<b>-17,84</b>
2	Subfundusz Allianz Akcji Plus	0,1050	-2,8847	0,1195	-0,3092	-25,22
3	Subfundusz Allianz Akcji	0,0881	-2,9196	0,0941	-0,3087	-25,58
4	Subfundusz SKOK Akcji	0,0817	-2,8732	0,0874	-0,3041	-25,10
5	Novo FIO (Akcji)	0,0231	-3,5059	0,0247	-0,3669	-31,69
6	Quercus Agresywny	0,0070	-3,5585	0,0141	-0,3792	-32,24
7	Pioneer Akcji Polskich	0,0001	-3,6831	0,0043	-0,3874	-33,54
	Benchmark	0,0000	-3,7156	0,0000	-0,3874	-33,88

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 13.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2010-07-31 do 2011-07-29

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>AXA FIO Subfundusz Akcji Big Players</b>	<b>0,0231</b>	<b>2,6154</b>	<b>0,0160</b>	<b>0,0806</b>	<b>11,79</b>
2	Aviva Investors Nowych Spółek	0,0121	1,7194	-0,0135	0,0733	9,32
3	Noble Fund Akcji	0,0097	2,3367	0,0071	0,0670	11,02
4	Legg Mason Akcji FIO	0,0081	2,3585	0,0067	0,0667	11,08
5	ING SFIO Akcji 2	0,0073	2,3884	0,0066	0,0668	11,16
	Benchmark	0,0000	2,1135	0,0000	0,0583	10,40

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.



**Tabela 14.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2010-12-31 do 2011-12-30

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja</b>	<b>0,0641</b>	<b>-3,5354</b>	<b>0,1001</b>	<b>-0,1816</b>	<b>-11,65</b>
2	Subfundusz Allianz Akcji Plus	0,0513	-3,9195	0,0659	-0,1891	-13,41
3	KBC Portfel Akcyjny SFIO	0,0268	-4,5516	0,0280	-0,2097	-16,31
4	Investor Akcji Dużych Spółek FIO	0,0098	-4,7906	0,0113	-0,2212	-17,41
	Benchmark	0,0000	-5,0203	0,0000	-0,2304	-18,46

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

**Tabela 15.** Efektywne fundusze akcji polskich w okresie od 2011-05-31 do 2012-05-31

Lp.	Nazwa funduszu	J	Sp	AS	Tp	M2
1	<b>Subfundusz Akcji Dywidendowych</b>	<b>0,2922</b>	<b>0,2153</b>	<b>0,3353</b>	<b>0,0132</b>	<b>5,61</b>
2	Quercus Agresywny	0,1048	-3,1462	0,1131	-0,1711	-12,18
3	Subfundusz Allianz Akcji Plus	0,0558	-3,9987	0,0699	-0,2203	-16,70
4	Aviva Investors Polskich Akcji	0,0523	-3,9773	0,0609	-0,2166	-16,58
5	Noble Fund Akcji	0,0429	-4,2081	0,0449	-0,2242	-17,80
6	Aviva Investors Nowych Spółek	0,0191	-4,2683	0,0424	-0,2447	-18,12
7	Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja	0,0054	-4,4603	0,0357	-0,2582	-19,14
8	Arka Prestiż Akcji Polskich Subfundusz	0,0029	-4,6883	0,0147	-0,2596	-20,35
9	PKO Akcji Plus	0,0016	-4,9011	0,0031	-0,2609	-21,47
	Benchmark	0,0000	-4,9596	0,0000	-0,2625	-21,78

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Aviva Investors Nowych Spółek, AXA FIO Subfunduszu Akcji Big Players, Pioneer Akcji – Aktywna Selekcja, Subfunduszu Akcji Dywidendowych, były najlepsze w odniesieniu do pozostałych funduszy akcyjnych. W wypadku Crédit Agricole FIO Subfunduszu Crédit Agricole Akcyjnego, wyniki funduszu okazały się tylko nieco gorsze od najlepszego w tym czasie funduszu Legg Mason Akcji FIO, przez co fundusz ten w rankingu zajął drugą pozycję. Zatem wynik ten należy także uznać za dobry. Wszystkie inne nowe fundusze akcyjne mieściły się w pierwszej piątce pod względem uzyskiwanych wyników. Wyniki te potwierdzają ponadprzeciętność wyników uzyskiwanych przez większość nowych funduszy akcji polskich w ciągu pierwszych 12 miesięcy ich działalności.

**Tabela 16.** Liczba funduszy efektywnych i nieefektywnych w badanych okresach

Liczba funduszy akcyjnych	Liczba funduszy efektywnych w okresie	Liczba funduszy nieefektywnych w okresie	Udział efektywnych funduszy w funduszach ogółem (%)	1 miejsce w rankingu dla nowego funduszu*
2001-11-30 do 2002-11-29				
13	8	5	61,54	nie
2002-01-31 do 2003-01-31				
13	3	10	23,08	nie
2002-04-30 do 2003-04-30				
14	4	10	28,57	tak
2004-01-30 do 2005-01-31				
17	11	6	64,71	nie
2004-06-30 do 2005-06-30				
18	4	14	22,22	tak
2006-11-30 do 2007-11-30				
20	10	10	50,00	nie
2006-12-29 do 2007-12-28				
23	11	12	47,83	tak
2007-05-31 do 2008-05-31				
21	6	15	28,57	tak
2007-07-31 do 2008-07-31				
20	5	15	25,00	nie
2007-11-30 do 2008-11-30				
20	9	11	45,00	tak
2008-04-30 do 2009-04-30				
28	7	21	25,00	tak
2010-07-31 do 2011-07-29				
31	5	26	16,13	tak
2010-12-31 do 2011-12-30				
35	4	31	11,43	tak
2011-05-31 do 2012-05-31				
34	9	25	26,47	tak

\* Według najwyższych wartości pięciu miar efektywności wykorzystanych w badaniu.

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Na podstawie danych zawartych w tab. 16 można wnioskować, że na 14 efektywnych funduszy, 9 funduszy uzyskało najlepsze wyniki w rankingu, co stanowi nieco ponad 62% wszystkich nowo powstałych i efektywnych funduszy. Wśród

funduszy efektywnych porównywanych z funduszami w grupie liczącej 20 i więcej funduszy, udział nowych funduszy, które osiągnęły najwyższe wartości wskaźników efektywności w funduszach akcyjnych ogółem, wyniósł 77,78%.

#### 4. Wnioski

Wyniki przeprowadzonego badania potwierdzają istnienie pewnej anomalii na rynku funduszy inwestycyjnych, gdyż ponad 60% wszystkich nowo powstających funduszy inwestycyjnych akcji rynku polskiego było efektywnych względem rynku w ciągu pierwszych 12 miesięcy ich działalności. Ponadto ponad 64% efektywnych nowych funduszy akcji polskich osiągnęło najwyższe wyniki nie tylko względem rynku, ale także względem pozostałych funduszy akcji polskich. Interesujące jest także to, że 100% z nowych funduszy, które znalazły się w grupie funduszy efektywnych, znajdowało się w pierwszej piątce pod względem uzyskiwanych wyników. Zważywszy liczbę funduszy akcji polskich w ostatnich badanych latach w ilości powyżej 30 funduszy, wyniki te można uznać za bardzo dobre.

Artykuł dostarcza zatem kolejnych dowodów na to, że wyniki nowo powstałych funduszy akcji polskich (przy zachowaniu określonych założeń, m. in. braku opłat manipulacyjnych, podatków oraz inflacji, zastosowanych metod pomiaru), które zaliczyć można do grupy funduszy efektywnych, w ciągu pierwszego roku działalności nie tylko okazały się lepsze od rynku, ale także były jednymi z najlepszych w grupie funduszy akcji polskich. Wyniki badania pozwalają zaryzykować stwierdzenie, iż inwestorzy zainteresowani powierzaniem środków funduszom akcyjnym rynku polskiego, w celu zwiększenia szansy na uzyskanie ponadprzeciętnych wyników, powinni w ramach dywersyfikacji ryzyka rozważyć częściowe powierzenie posiadanych środków nowym funduszom inwestycyjnym akcji polskich na 12 pierwszych miesięcy ich działalności. Jednocześnie należy przy tym zaznaczyć, iż inwestycja taka w dalszym ciągu obciążona jest ryzykiem wynikającym z realizowanej przez takie fundusze polityki inwestycyjnej oraz z tego, iż nie wszystkie nowe fundusze inwestycyjne akcji polskich były efektywne w ciągu 12 pierwszych miesięcy ich działalności.

Trudno jest określić jednoznacznie przyczyny tego zjawiska. Chociaż w literaturze pojawiają się pewne hipotezy w tym zakresie, nie zostały one naukowo potwierdzone. Dlatego zagadnienie to pod tym względem wymaga dalszych szczegółowych badań oraz zastosowania nowych metod badawczych.

W dalszym ciągu brakuje także badań, które pozwoliłyby dostarczyć dowodów na to, że efekt nowych funduszy dotyczy także innych typów funduszy inwestycyjnych, np. funduszy zrównoważonych, stabilnego wzrostu czy funduszy papierów dłużnych.

## Literatura

- Arteaga K.R., Ciccotello C.S., Grant C.T., 1998, *New equity funds: Marketing and performance*, Financial Analysts Journal, vol. 54, no. 6, s. 43–49.
- Buczek S., 2006, *Efekt nowych funduszy inwestycyjnych (otwartych) akcji w Polsce*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1133, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław, s. 15–21.
- Dawidowicz D., 2009, *Korelacje między miarami wyników funduszy inwestycyjnych akcyjnych*, [w:] W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Zeszyty Naukowe nr 550, Ekonomiczne Problemy Usług nr 40, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 25–32.
- Dawidowicz D., 2011, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, metody oceny, analiza z uwzględnieniem światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa.
- Dawidowicz D., 2012, *Efektywność nowych funduszy inwestycyjnych – analiza porównawcza*, [w:] J. Harasim, J. Cichy (red.), *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania*, Zeszyty Wydziałowe nr 106, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice, s. 369–379.
- Dawidowicz D., 2013, *Efekt nowych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2005–2012*, Folia Pomeranae Universitatis Technologiae Stetinensis. Seria Oeconomica 71/2013, Szczecin, s. 27–33.
- IZFA, 2012, *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych*, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10105> (16.07.2012).
- Li Ch.-A., Ma H.-Ch., 2010, *The performance and cash flows of newly raised funds*, Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies, vol. 13, no. 4, s. 539–557.
- Li Y., Mehran J., 2009, *Risk-taking and managerial incentives: Seasoned versus new funds of funds*, The Journal of Alternative Investments, vol. 11, no. 3, s. 100–108.

## EVALUATION OF EFFICIENCY OF NEW POLISH EQUITY INVESTMENT FUNDS IN COMPARISON TO THE OTHER INVESTMENT FUNDS IN THE PERIOD 2000–2012

**Summary:** The main goal of the article is the evaluation of efficiency of Polish equity investment funds including newly raised funds and other domestic equity investment funds. The results of the research give new evidence that there is an anomaly on the Polish equity investment funds market. Over 60% of all newly raised funds (from the group of Polish equity investment funds) were effective in relation to the benchmark during the first 12 months of their business. Moreover over 64% of these funds achieved the highest results on the Polish equity investment funds market, that means their performance was better than performance of other Polish equity investment funds in the same period. It is also interesting that 100% of efficient new Polish equity investment funds were in the first top five in terms of performance. It is difficult to clearly define the cause of this phenomenon, that is why it needs further study.

**Keywords:** New investment funds, efficiency of investment funds, Polish investment funds market.