

Recenzje



DOI: 10.26354/bb.8.2.83.2021

Andrzej Sławiński*
ORCID: 0000-0002-8597-8205
aslawi@sgh.waw.pl

Akademicki poradnik dla inwestorów

Tomasz Miziołek, Ewa Feder-Sempach i Adam Zaremba, *International Equity Exchange-Traded Funds, Navigating Global ETF Market Opportunities and Risks*, Palgrave, Macmillan 2020, s. 378, ISBN 978-3-030-53863-7

Książka *International Equity Exchange-Traded Funds* autorstwa Tomasza Miziołka, Ewy Feder-Sempach i Adama Zaremby podejmuje temat ważny i aktualny, jakim jest trwający od stosunkowo niedawna szybki rozwój rynku ETF. Stanowi on niewątpliwie zjawisko jakościowo nowe i w dużej mierze przełomowe w historii rozwoju rynków finansowych; w tym sensie, że pojawianie się ETF oznaczało nie tylko ułatwienie dostępu do rynków finansowych dla szerokich rzesz inwestorów indywidualnych, ale także znaczące obniżenie kosztów pośrednictwa finansowego.

Wysokie koszty pośrednictwa na rynkach finansowych długo były poważnym mankamentem ich funkcjonowania, a główną tego przyczyną nie był, jak można by intuicyjnie zakładać, brak dzisiejszych technologii IT, które umożliwiają znaczne obniżenie kosztów operacyjnych. Na główną przyczynę wysokich kosztów pośrednictwa na rynkach finansowych wskazały między innymi wyniki badań Burтона Malkiela świadczące, że w latach 1980–2010, mimo 135-krotnego wzrostu wartości aktywów zarządzanych przez amerykańskie fundusze inwestycyjne, pobierane przez nie dochody z opłat wzrosły 141-krotnie, co oznaczało, że fundusze inwestycyjne

* Andrzej Sławiński – profesor w Katedrze Ekonomii Ilościowej Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH.

nie podzieliły się ze swoimi klientami dochodami z tak dużego efektu skali, co mogłyby uczynić obniżając opłaty za zarządzanie¹.

Powodem sytuacji, w której zarządzający funduszami inwestycyjnymi długo nie obniżali wysokości pobieranych opłat – mimo bardzo dużych dochodów wynikających z efektu skali – były dwie powiązane z sobą przyczyny. Jedną z nich było naturalnie to, że wynagrodzenia zarządzających w funduszach inwestycyjnych zależą od wielkości dywidend przekazywanych udziałowcom. Drugą przyczyną było to, że ani regulatorzy, ani instytucje nadzorcze (nie tylko w Stanach Zjednoczonych) nie promowały rozwoju pasywnie zarządzanych funduszy indeksowych stosujących wielokrotnie niższe opłaty, które potencjalnie stanowiłyby konkurencję kosztową dla funduszy zarządzanych aktywnie. Zmieniła to dopiero niedawna *rewolucja indeksowa*, której efektem był duży i rosnący do dzisiaj odpływ oszczędności inwestorów z aktywnie do pasywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych².

Jednym z najważniejszych efektów *rewolucji indeksowej* i rozpowszechniania się technologii IT było powstanie i szybki rozwój rynku ETF. Podstawową cechą tego rynku jest to, że ETF różnią się wprowadzie od akcji (oferując dochody uzyskiwane nie z posiadania udziałów w określonej spółce giełdowej, lecz dochody osiągane z wybranego portfela aktywów), ale sposób handlu ETF jest w istocie taki sam jak w przypadku akcji. Są one dzięki temu zazwyczaj wystarczająco płynne, by mogły być nie tylko składnikami pasywnie zarządzanych portfeli funduszy emerytalnych, ale także, by mogły być wykorzystywane do zarządzania aktywnego przez fundusze inwestycyjne oraz inwestorów indywidualnych.

Spektakularną zmianą, jaką przyniosło powstanie i szybki rozwój rynku ETF, było zwiększenie się liczby inwestorów indywidualnych lokujących swoje środki samodzielnie na rynkach finansowych, czemu sprzyjają niskie, dzięki ETF, koszty szeroko rozumianego dostępu do zawierania transakcji na rynkach finansowych – w sytuacji, gdy Internet rozszerzył znacznie zakres powszechnie i łatwo dostępnych informacji, dając inwestorom indywidualnym poczucie (jeśli nawet często tylko iluzoryczne), że dane, którymi dysponują, wystarczą do podejmowania trafnych decyzji.

Wprowadzie Warren Buffet, legendarny za życia inwestor, bardzo często mówi i pisze, że w przypadku znakomitej większości inwestorów indywidualnych jedynym rozsądnym dla nich sposobem lokowania oszczędności na rynku kapitałowym jest inwestowanie w fundusze indeksowe, ale z powodów, o których mówią socjologia i finanse behawioralne, prawdopodobnie zawsze będzie istnieć duża rzesza inwestorów indywidualnych, którzy będą wierzyć, że są w stanie pomnożyć swoje aktywa na rynkach finansowych, dających im – w przeciwieństwie do wielu gier hazardowych – poczucie rozumienia i kontrolowania biegu zdarzeń.

A skoro tak, to pojawia się pytanie, jak chronić szerokie rzesze inwestorów indywidualnych przed popełnianiem niepotrzebnych błędów, których unikają za-

¹ B.G. Malkiel, *Asset Management Fees and the Growth of Finance*, „Journal of Economic Perspectives” 2013, vol. 27, no. 2, s. 97–108.

² Ch.E. Ellis, *The Index Revolution: Why Investors Should Join It Now*, Wiley 2016.

zwyczaj dilerzy na rynkach finansowych przeprowadzający transakcje w ramach ściśle ustalonych limitów – wyznaczanych przez departamenty zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych, w których pracują. Sposobem chronienia inwestorów indywidualnych przed popełnianiem niepotrzebnych błędów są nie tylko odpowiednie regulacje (jak europejska dyrektywa MiFID), chroniące inwestorów indywidualnych przed podejmowaniem zbyt dużego ryzyka, ale także pisanie książek, w których w kompetentny sposób przedstawione jest zarówno kompendium wiedzy akademickiej na temat rynków finansowych, jak i operacyjna strona ich funkcjonowania, ponieważ, zwłaszcza w przypadku rynków finansowych, aspekty operacyjne wpływają na ogólny sposób ich działania. Brak odpowiedniej wiedzy na temat instrumentów finansowych z natury rzeczy zwiększa ryzyko poniesienia strat, których można łatwo uniknąć, czego znany u nas przykładem były duże straty poniesione zupełnie niepotrzebnie przez polskich eksporterów na rynku opcji walutowych w 2008 r.

Powszechnie znaną publikacją, która prezentuje wyniki akademickich badań empirycznych, a jednocześnie oferuje im wgląd w operacyjną stronę funkcjonowania rynków finansowych, jest mająca już kilkanaście wydań książka Burtona Malkiela *A Random Walk Down Wall Street*, uświadamiająca kolejnym pokoleniom inwestorów większą niż chcieliby wierzyć losowość zmian cen na rynkach finansowych³. Przykładem wydanej w ostatnich latach publikacji tego rodzaju, która także ma charakter akademicki, jest książka Lasse Pedersena, *Efficiently Inefficient*, opisująca, jak fundusze arbitrażowe starają się osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu pomimo rosnącej informacyjnej efektywności rynków finansowych⁴. Książka *International Equity Exchange-Traded Funds* autorstwa Tomasza Miziołka, Ewy Feder-Sempach i Adama Zaremby także należy do grupy takich publikacji. Będąc wysokiej jakości podręcznikiem, jest jednocześnie akademickim w swojej formie i treści poradnikiem dla inwestorów.

Recenzowana publikacja nie jest skierowana do możliwie szerokiego grona osób, które z różnych względów interesuje mechanizm funkcjonowania rynków finansowych, lecz głównie do inwestorów stale przeprowadzających transakcje na rynkach finansowych, którzy chcą łatwo dowiedzieć się jak najwięcej o tym, jaka jest skuteczność różnych strategii inwestycyjnych z wykorzystaniem ETF.

W książce bogato przytaczane są wyniki badań empirycznych, w tym przeprowadzone przez jej autorów, dotyczące globalnego rynku akcji, oferując inwestorom informację o skuteczności wykorzystywanych przez nich strategii na wielu rynkach o różnej wielkości i płynności.

Z punktu widzenia badaczy zaletą opracowania jest to, że oferuje wgląd w operacyjną stronę funkcjonowania rynków finansowych z naciskiem na analizę ich płynności, co nie było dostatecznie uwzględniane w badaniach akademickich i konstruowaniu

³ B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, 12th Edition, WW Norton & Co, 2019.

⁴ L.H. Pedersen, *Efficiently Inefficient, How Smart Money Invests & Markets Prices are Determined*, Princeton University Press, 2015.

instrumentów finansowych przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007–2009. Z tego punktu widzenia szczególnie ciekawe są te części książki, w których opisane są pomysłowe rozwiązania instytucjonalne, które zwiększają płynność, a tym samym także informacyjną efektywność rynku ETF.

W literaturze naukowej znaleźć można badania wskazujące strategie inwestowania przynoszące okresowo ponadprzeciętne stopy zwrotu w wyniku podjęcia dodatkowego ryzyka – specyficznego dla określonych rodzajów aktywów. Dotyczy to na przykład kupowania akcji małych firm lub spółek, których rynkowa wartość jest niska w relacji do ich wartości księgowej. Książka Tomasza Miziołka, Ewy Feder-Sempach i Adama Zaremby oferuje wyjątkowo szeroki przegląd badań empirycznych ilustrujący, jaka jest skuteczność stosowania takich strategii na wielu różnych rynkach tworzących skomplikowaną mozaikę globalnego rynku kapitałowego.

Ogromną zaletą książki *International Equity Exchange-Traded Funds* jest uczciwość autorów wobec czytelników, rozumiejących jak przemożnie wpływa na rynki finansowe ich informacyjna efektywność, sprawiająca, że anomalie cenowe, które można wykorzystać do osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu, jest dużo mniej niż wszyscy aktywni inwestorzy chcieliby wierzyć.

W przeciwieństwie do wielu innych opracowań książka nie przedstawia rynku ETF jako niewyczerpanego rogu obfitości oferującego szanse osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Autorzy nie zapewniają czytelnika, że lokowania poprzez ETF w *risk factors* i będące ich połączeniem *smart bety* są prawie niezawodną receptą na sukces. Nawet z tego względu, że są to recepty, których część rozpropagował Benjamin Graham jeszcze w latach międzywojennych i sam nie uważał ich za niezawodne, a jedynie mogące przynieść ponadprzeciętne dochody.

Autorzy argumentują, że inwestowanie na rynkach międzynarodowych oferuje relatywnie więcej szans na ponadprzeciętne zyski, ponieważ globalny rynek akcji nie jest jeszcze na tyle zintegrowany, by arbitraż cenowy działał na nim równie skutecznie jak na rynkach krajowych – eliminując pojawiające się anomalie cenowe. Jednocześnie, pozostając *fair* wobec jej czytelników, autorzy uwypuklają, że inwestowanie na globalnym rynku kapitałowym wiąże się z podejmowaniem ryzyka kursowego, które trzeba albo wyeliminować, na przykład wchodząc na rynki zagraniczne poprzez rynki *fx swap*, albo je ograniczyć przy użyciu innych instrumentów finansowych.

Ogólna koncepcja omawianej publikacji jest bardzo starannie przemyślana, co odzwierciedla jej struktura i treść wszystkich rozdziałów. Pierwsza część książki dotyczy inwestowania na globalnym rynku finansowym, oferującym bardzo klarowny, a jednocześnie szczegółowy wgląd w mechanizm funkcjonowania rynków ETF. Druga część stanowi udaną innowację Autorów, będąc w istocie czymś, co można by nazwać akademickim poradnikiem dla inwestorów – oferującym bardzo starannie przygotowany i wyjątkowo bogaty przegląd publikacji zawierających wyniki badań empirycznych – dając tym samym inwestorom obiektywną podstawę konstruowania portfeli akcji w przypadku inwestowania na rynku globalnym, na rynkach re-

gionalnych i na rynkach krajowych. Autorzy przytaczają także badania empiryczne wskazujące, w jakie branże należy inwestować w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego, co mieści się w nurcie badań, do których tak duży wkład wniósł w swoim czasie Victor Zarnowitz.

Kolejną zaletą książki, zgodnie z zobowiązaniem Autorów zawartym w jej tytule, jest to, że oferuje czytelnikom, w przypadku każdej z omawianych strategii, obiektywną analizę szans i zagrożeń, jakie wiążą się z ich wyborem, co wzmacnia charakter publikacji jako akademickiego almanachu inwestowania na globalnych rynkach akcji.

Sądzę, że książka *International Equity Exchange-Traded Funds* doczeka się kolejnych wydań z powodów analogicznych jak wspomniane wcześniej opracowanie *A Random Walk Down Wall Street* Burtona Malkiela, którego kolejne wydania wzbogacały treści wynikające z pojawiających się z biegiem lat nowych badań empirycznych. Wprawdzie recenzowana tu książka jest skierowana do węższego grona odbiorców – dla osób, które stale inwestują na rynku kapitałowym – ale właśnie tacy czytelnicy będą chętnie sięgać po kolejne jej wydania, by dowiedzieć się, co nowego oferują im akademickie badania empiryczne na temat zyskowności i ryzyka strategii inwestycyjnych, jakie chcą stosować. Zanim tak się stanie, czego należy życzyć autorom, już obecne wydanie oferuje czytelnikom rzecz bardzo praktyczną i cenną, jaką jest wiedza o tym, do jakich publikacji warto sięgnąć, by móc zapoznać się z obiektywnymi analizami skutków inwestowania na międzynarodowych rynkach akcji.

Podsumowując, książka *International Equity Exchange-Traded Funds* jest publikacją pożyteczną i innowacyjną, jeśli chodzi o formułę jej napisania. Jest jednocześnie bardzo dobrym podręcznikiem o funkcjonowaniu globalnego rynku ETF oraz poradnikiem dla inwestorów, oferującym im wyjątkowo bogaty przegląd badań empirycznych. Sądzę, że po to opracowanie będą sięgać nie tylko inwestorzy, ale także autorzy akademicki, ponieważ daje ono wartościowy wgląd w procedury i technika charakteryzujące rynek ETF, co w przypadku rynków finansowych zawsze pomaga lepiej rozumieć ich funkcjonowanie.