

Czy płeć osoby zarządzającej ma wpływ na styl funduszu inwestycyjnego oraz stopę zwrotu?

Iwona Białomazur*

Streszczenie: Pomimo licznych doniesień dokumentujących większą awersję do ryzyka wśród kobiet niż mężczyzn, osoby zarządzające funduszami inwestycyjnymi obydwu płci podejmują podobne ryzyko. Nadmierna pewność siebie, stereotypowo przypisywana mężczyznom, powoduje wyższy poziom obrotów lecz nie wpływa na różnice w uzyskiwanych stopach zwrotu. Kobiety i mężczyźni osiągają podobne rezultaty stosując odmienne style inwestowania, jednak negatywne stereotypy na temat finansowych kompetencji kobiet powodują, że udział kobiet w zarządzaniu aktywami jest niewielki na świecie i wręcz znikomy w Polsce.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, ryzyko, stopa zwrotu, awersja do ryzyka, nadmierny optymizm, płeć

Wprowadzenie

W Polsce aktualnie istnieje 61 towarzystw funduszy inwestycyjnych, lecz tylko połowa z nich ujawnia nazwiska osób zarządzających aktywami. Według informacji podanych na stronach internetowych, aktualnie w 32 towarzystwach zarządza 162 mężczyzn oraz zaledwie 6 kobiet, czyli 3,57%. Na największym rynku kapitałowym świata, w USA, w badaniu, które objęło wszystkie indywidualnie zarządzane fundusze w latach 1994–2003, doliczono się 190 kobiet zarządzających. Liczba kobiet wprawdzie stale rośnie, lecz udział funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez kobiety jeszcze nigdy nie przekroczył poziomu 10%.

Uczestnicy funduszy są zainteresowani wynikami inwestycyjnymi, natomiast firmy zarządzające funduszami dbają bardziej o napływy środków. Fundusze zarządzane przez kobiety rosną wolniej niż fundusze zarządzane przez mężczyzn. Możliwym powodem jest pokutujące przekonanie wielu uczestników funduszy o gorszych predyspozycjach kobiet do zarządzania funduszami. Znacznie niższe napływy do funduszy prowadzonych przez kobiety stanowią możliwe wyjaśnienie faktu, że kobiety zarządzają niewielką liczbą funduszy.

Istnieją dowody na to, że wyniki funduszy są dodatnio skorelowane z wykształceniem i doświadczeniem zarządzających, natomiast wpływ płci nie doczekał się większej uwagi badaczy. Jednakże Lewellen, Lease i Schlarbaum (1977) uznali, że płeć jest jedną

* mgr Iwona Białomazur, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Rynków Kapitałowych, e-mail: yvonne.b@op.pl.

z najważniejszych cech determinujących styl inwestowania, również blisko związany ze stopą zwrotu (Barber, Odean 2001; Brown, Harlow 2005).

Niewiele kobiet zajmuje się zarządzaniem aktywami i dlatego kwestia porównania ich osiągnięć z mężczyznami nie przyciąga uwagi środowiska naukowego. Z powodu braku zainteresowania tym tematem pozostaje on białą plamą, a więc nie można zweryfikować negatywnych stereotypów na temat kompetencji finansowych kobiet. Uczestnicy funduszy oraz firmy nimi zarządzające nie znajdują wiarygodnego uzasadnienia dla zwiększenia zatrudnienia kobiet w tym obszarze. Wydaje się ponadto, że same zainteresowane nieśmiało kierują swoje aspiracje zawodowe w stronę rynku kapitałowego. Niniejszy artykuł poświęcony jest kwestii porównania wyników oraz stylu zarządzania funduszami inwestycyjnymi przez kobiety i mężczyzn. Problemowi temu zostało jak dotąd dedykowanych niewiele badań, wszystkie przeprowadzone na amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych. Za względu na znikomą liczbę kobiet zarządzających w Polsce, na istotne statystycznie wyniki takich badań w kraju musimy jeszcze poczekać.

Wiele badań wykazało, że kobiety odznaczają się większą awersją do ryzyka niż mężczyźni. Ta różnica powinna być mniejsza w przypadku kobiet i mężczyzn zarządzających funduszami z powodu porównywalnego wykształcenia i doświadczenia zawodowego. Jednakże można się spodziewać, że kobiety zarządzające funduszami będą realizowały mniej ryzykowne strategie inwestycyjne. Wyniki badań wskazują, że portfele kobiet zarządzających funduszami są jedynie nieznacznie mniej ryzykowne niż porównywalne portfele ich kolegów po fachu. Przede wszystkim, ryzyko specyficzne (*idiosyncratic risk*) wydaje się niższe dla kobiet zarządzających niż dla mężczyzn. Wynika to ze stylu mężczyzn zarządzających funduszami, którzy mają skłonność do stosowania bardziej agresywnych założeń inwestycyjnych.

1. Wpływ awersji do ryzyka na stopy zwrotu

Czy istnieją różnice w poziomie awersji do ryzyka między zarządzającymi, które mogą być powiązane z płcią? Studiując istniejącą literaturę, takie przypuszczenia są uzasadnione. Meta-analiza 150 badań przeprowadzona przez Byrnesa, Millera i Schafera (1999) przedstawia bardzo spójne wyniki wyższej awersji do ryzyka u kobiet niż u mężczyzn, uzyskane w różnych warunkach. Te odkrycia sprawdzają się także w odniesieniu do ryzyka finansowego (Jianakoplos, Bernasek 1998; Barber, Odean 2001). Jednak Johnson i Powell (1994) badając różnice między płciami w biznesie konkludowali, że ich istnienie przestaje być tak wyraźne. Kobiety i mężczyźni zostali równo ocenieni pod względem skuteczności działania w warunkach ryzyka. Wydaje się, że w podgrupie badawczej obejmującej menedżerów, kobiety i mężczyźni wykazują podobny „apetyt” na ryzyko.

Mężczyźni i kobiety stosują różne strategie w środowisku decyzji finansowych, lecz te strategie nie mają dużego wpływu na skuteczność. Ponieważ łatwiej jest je obserwować niż preferencje dotyczące ryzyka czy wyniki działania w codziennych decyzjach, wybór

strategii może wzmacniać stereotypowe poglądy głoszące, że kobiety są mniej zdolnymi menedżerami finansowymi.

Kwestia podejmowania ryzyka przez zarządzających funduszami zależnie od płci została podjęta dopiero w nowym stuleciu (Bliss, Potter 2002). Sprawdzono 7555 indywidualnie zarządzanych funduszy akcyjnych w USA – 11% zarządzających stanowiły kobiety. Wbrew oczekiwaniom, kobiety zarządzające podejmowały więcej ryzyka niż mężczyźni. Ich fundusze były bardziej ryzykowne według dwóch miar: ryzyka ogółem wyznaczonego przez odchylenie standardowe oraz współczynnika β , czyli ryzyka rynkowego. Stanowi to przesłankę do stwierdzenia, że awersja do ryzyka u kobiet jest zachowaniem wyuczonym w trakcie procesu socjalizacji.

Stwierdzenie to można poprzeć również za pomocą badania amerykańskich funduszy instrumentów dłużnych (Atkinson, Baird, Frye 2003). Sprawdzono 1294 fundusze, spośród których 5,6% było zarządzanych przez kobiety (72 osoby). Rozpatrując ryzyko jako odchylenie standardowe zwrotu uczyniono spostrzeżenie, że średnia wielkość ryzyka podejmowanego przez kobiety i mężczyzn była bardzo podobna. Kobiety podejmują znacznie mniejsze ryzyko niesystematyczne oraz związane z akcjami małych spółek (Niessen, Ruenzi 2005).

2. Styl zarządzania funduszem inwestycyjnym

Mimo że na podstawie różnych miar ryzyka można udokumentować jedynie słabe dowody na różnice między płciami, znacząca różnica w ryzyku niesystematycznym wskazuje, że mężczyźni zarządzający funduszami stosują bardziej aktywne style inwestycyjne.

Skoro płeć jest trzecią najważniejszą determinantą stylu inwestycyjnego, bardziej istotną niż zawód i wykształcenie (Lewellen, Lease, Schlarbaum 1977), płeć osoby zarządzającej mogłaby dostarczyć informacji o stylu inwestycyjnym funduszu. Sunden i Surette (1998) oraz Jianakoplos i Bernasek (1998) potwierdzają, że kobiety alokują swoje aktywa zupełnie inaczej niż mężczyźni. Cadsby i Maynes (2005) wyciągają z badań wnioski, że kobiety bardziej upodabniają się do siebie nawzajem w swoich decyzjach niż mężczyźni. Można się spodziewać, że to zjawisko będzie odzwierciedlone również w ekstremalności stylów inwestycyjnych, tj. kobiety zarządzające funduszami realizują mniej ekstremalne style inwestycyjne.

Baer, Kempf i Ruenzi (2005) twierdzą, że styl zarządzania funduszem odzwierciedlają wagi współczynników *SMB*, *HML* lub *MOM*¹. Nadzwyczajnie wysokie lub niskie wagi dla tych trzech charakterystyk wyznaczają ekstremalność stylu inwestycyjnego.

¹ Czynniki *SMB* to różnica między stopami zwrotu z akcji małych i dużych spółek, *HML* opisuje różnicę w stopach zwrotu między akcjami spółek o wysokim i niskim wskaźniku ceny do wartości księgowej, a *MOM* to różnica między stopami zwrotu z akcji tych spółek, których kursy w poprzednim roku zachowywały się najlepiej i tych, których kursy zachowywały się najgorzej.

Alexandra Niessen i Stefano Ruenzi starali się wychwycić różnice w stylach inwestycyjnych kobiet i mężczyzn porównując wagi dla *SMB*, *HML* i *MOM*. W sumie różnice w przeciętnych stylach inwestycyjnych są – z wyjątkiem czynnika mówiącego o strategii kupowania zwycięzców i sprzedawania przegranych – bardzo małe. Udział współczynnika *SMB* był nieco niższy dla funduszy zarządzanych przez kobiety. Udział współczynnika *MOM* był wyraźnie wyższy dla kobiet zarządzających. Strategia *momentum* wymaga kupowania przeszłych zwycięzców i sprzedawania przeszłych przegranych, więc być może brak przywiązania do przegrywających pozycji może być łatwiejszy do zaakceptowania dla kobiet niż dla mężczyzn.

Tendencja do tego, żeby za długo przywiązywać się do przegrywających, jest określana jako efekt dyspozycji (Sherfin, Statman 1985), który może być efektem dysonansu poznawczego. W warunkach dysonansu poznawczego inwestorzy przeszacowują przeszłe stopy zwrotu ze swoich inwestycji, co powstrzymuje ich przed sprzedawaniem przegrywających akcji. Blanton, Pelham, DeHart i Carvalho (2001) pokazują, że zbytnia pewność siebie i dysonans poznawczy są powiązane ze sobą. Biorąc także pod uwagę pogląd, że mężczyzn częściej niż kobiet dotyczy zbytnia pewność siebie (Barber, Odean 2001), być może kobiety są mniej narażone na efekt dyspozycji, i z tego powodu częściej będą realizowały strategię *momentum*.

Innym pytaniem mającym znaczenie dla inwestorów jest to, czy przeszły styl inwestycyjny pozwala dobrze zaprognozować przyszły styl inwestycyjny. Analizując różnice między płciami w zmienności stylu, Powell (1988) pokazuje, że kobiety-menedżerowie w innych branżach realizują swoje style zarządzania w sposób bardziej spójny w czasie niż ma to miejsce w przypadku mężczyzn-menedżerów.

Podsumowując, istnieją dowody na występowanie różnic behawioralnych między zarządzającymi płci żeńskiej i męskiej. Chociaż różnice w akceptowanym ryzyku wydają się umiarkowane, istnieją wyraźne różnice między stylami inwestycyjnymi kobiet i mężczyzn. Mężczyźni zarządzający są bardziej agresywni, co jest odzwierciedlone w bardziej ekstremalnych stylach inwestycyjnych, które zmieniają się bardziej gwałtownie niż style inwestycyjne kobiet zarządzających funduszami.

3. Nadmierna pewność siebie i wielkość obrotów na funduszu

Zwiększona aktywność handlowa, tj. wyższy wskaźnik wartości obrotu do wartości portfela, może szkodzić wynikom funduszu (Carhart 1997; Barber, Odean 2001). Odwrotna zależność obrotu i wyników funduszu zaznacza się wówczas, gdy zarządzający jest nadmiernie pewny swych umiejętności. Zbyt duża aktywność handlowa prowadzi do wyższych kosztów transakcyjnych, które nie są rekompensowane przez wyższe stopy zwrotu.

Nadmierna pewność siebie dotyczy bardziej mężczyzn niż kobiet (Barber, Odean 2001; Estes, Hosseini 1988). Powszechna skłonność profesjonalistów do nadmiernej pewności siebie występuje z różnym natężeniem u przedstawicieli obydwu płci. Męska nadmierna

pewność siebie zaznacza się szczególnie w przypadku zadań zwykle przypisywanych mężczyznom. Biorąc pod uwagę, że zawód zarządzającego aktywami ma konkurencyjny charakter oraz małą liczbę kobiet w tej profesji, można uznać profesjonalną aktywność na rynku kapitałowym jako typowo męską dziedzinę. W teoretycznym modelu Terence'a Odeana (1998) nadmiernie pewni siebie inwestorzy poświęcają za dużo środków na zbieranie i analizę informacji, a także zawierają zbyt wiele transakcji. Model został poparty danymi empirycznymi (Barber, Odean 2000) o istnieniu negatywnego związku między zwrotem a wielkością obrotów. Mężczyźni w badanej populacji handlowali o 45% więcej niż kobiety, co obniżyło roczny zwrot netto o 2,65% wobec 1,76% redukcji zwrotu w przypadku kobiet. To zjawisko uznano za przejaw nadmiernej pewności siebie, a w konsekwencji uważa się, że kobiety odznaczają się mniejszą nadmierną pewnością siebie co powoduje, że handlują mniej i dzięki temu osiągają lepsze wyniki inwestycyjne. Bliss i Potter opisali, że wskaźnik obrotu w ramach funduszy akcji amerykańskich był identyczny zarówno dla kobiet, jak i dla mężczyzn. Natomiast duża różnica wystąpiła w przypadku funduszy akcji zagranicznych. Rozbieżności, zależnie od kraju pochodzenia akcji, nie pozwalają na wytłumaczenie przyczyn nadmiernej pewności siebie mężczyzn. Być może była ona spowodowana przez samo zadanie, w istocie rzeczy odpowiadające charakterystyce zjawiska wywołującego nadmierną pewność siebie. Jak postulowało wielu uczonych (na przykład Lietenstein 1982; Yates 1990; Griffin, Tversky 1992), nadmierna pewność siebie ujawnia się w przypadku trudnych zadań, niepewnych prognoz, rozwiązywania problemów, kiedy informacja zwrotna nie jest dostępna. Kursy akcji na międzynarodowych rynkach są bardziej zmienne niż krajowe, a zarządzający amerykańskimi funduszami posiadają mniej informacji na ich temat. Zatem zarządzający funduszami akcji zagranicznych mogą być bardziej narażeni na uleganie nadmiernej pewności. W tym przypadku byli to mężczyźni.

4. Stopy zwrotu z funduszu a pleć zarządzającego

Na podstawie różnic behawioralnych między kobietami i mężczyznami zarządzającymi funduszami można byłoby się spodziewać, że mężczyźni zarządzający funduszami osiągną niższe stopy zwrotu niż kobiety zarządzające funduszami. Potencjalne skutki różnic behawioralnych dla stóp zwrotu z funduszy były badane wielokrotnie (na przykład Brown, Harlow 2005; Carhart 1997).

Niewiele jest doniesień naukowych na temat osiągnięć kobiet zarządzających w porównaniu z mężczyznami. Problem ten podjęli Richard Bliss i Marc Potter, a ich badanie, obejmujące wszystkie indywidualnie zarządzane fundusze w USA, dostarczyło mieszanych wniosków. Kobiety osiągnęły wyższy zwrot z inwestycji w akcje krajowych spółek, zaś w przypadku funduszy akcji zagranicznych radziły sobie gorzej.

Jest prawdopodobne, że ekstremalne zakłady robione przez mężczyzn sprawdzają się tylko w niektórych latach. Mimo że średnie stopy zwrotu wypracowane przez mężczyzn i kobiety są podobne, to jest możliwe, że rozproszenie ich funduszy w rankingach jest inne.

Można się spodziewać, że bardziej agresywne zakłady będą odzwierciedlone w bardziej ekstremalnych pozycjach w rankingach wyników. Aby uzyskać obraz rozproszenia miejsc w rankingach, obliczono udział mężczyzn zarządzających funduszami w poszczególnych percentylach rozkładu stóp zwrotu. Znalaziono jasną zależność – wykres w kształcie „U” – między udziałem mężczyzn wśród zarządzających funduszami a percentylem wyników inwestycyjnych; wyniki inwestycyjne są określone przez wskaźnik alfa Jensena. To pokazuje, że kobiety zarządzające funduszami z większym prawdopodobieństwem osiągają umiarkowane miejsca w rankingach wyników, gdy mężczyźni zarządzający funduszami z większym prawdopodobieństwem uzyskują ekstremalne (wysokie lub niskie) miejsca.

Kobiety ze znacznie niższym prawdopodobieństwem osiągają wyniki inwestycyjne plasujące je w najlepszym lub najgorszym 1% funduszy. Ten wynik jest skutkiem niskiego prawdopodobieństwa osiągnięcia zarówno skrajnie wysokiego, jak i skrajnie niskiego wyniku inwestycyjnego.

Jeszcze ciekawsza jest kwestia prawdopodobieństwa znalezienia się wśród 10% funduszy o ekstremalnych stopach zwrotu (najgorsze 5% i najlepsze 5%). Otóż zachodzi znacznie niższe prawdopodobieństwo tego, że kobieta znajdzie się wśród najlepszych lub najgorszych 5% zarządzających. Jednakże w tym wypadku jedynie prawdopodobieństwo znalezienia się wśród najgorszych funduszy jest niższe dla kobiet niż dla mężczyzn. Osiągane miejsca w rankingach są również bardziej zmienne w czasie w przypadku mężczyzn, kobiety zarządzające funduszami mogą pochwalić się większą trwałością wyników inwestycyjnych.

Rozpatrując dyspersję wyników inwestycyjnych osiąganych przez kobiety i mężczyzn zarządzających funduszami, można oczekiwać, że bardziej ekstremalne zakłady robione przez mężczyzn będą prowadziły do bardziej ekstremalnych wyników inwestycyjnych mężczyzn w porównaniu do kobiet zarządzających funduszami.

Czy istotnie kobiety zarządzające funduszami osiągają wyższe stopy zwrotu niż mężczyźni zarządzający funduszami? Aleksandra Niessen (2005) zastosowała podejście portfelowe, porównując stopę zwrotu z portfela zbudowanego z funduszy zarządzanych przez kobiety ze stopą zwrotu z portfela funduszy prowadzonych przez mężczyzn. Zarówno portfel funduszy zarządzanych przez kobiety, jak i drugi – zarządzanych przez mężczyzn – wygenerował ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu nawet przed odliczeniem kosztów. Porównując ze sobą dwa portfele, nie znaleziono różnicy, która byłaby istotna statystycznie. Mimo że kobiety i mężczyźni zarządzający funduszami różnią się w swoim zachowaniu przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, te różnice nie są odzwierciedlone w stopach zwrotu.

5. Wpływ płci zarządzającego na wielkość funduszu

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych są zainteresowane maksymalizacją wpływów z prowizji, zatem determinanty napływów nowych środków do funduszy są istotną kwestią do rozważenia. Dla właściciela funduszu wiedza o tym, czy płeć osoby zarządzającej ma jakikolwiek wpływ na napływy, może być istotna. Niestety Heilman, Martell i Simon (1989),

Oakley (2000) oraz Atkinson, Baird i Frye (2003) przedstawiają dowody na to, że kobiety na wyższych stanowiskach kierowniczych są często kojarzone z gorszymi umiejętnościami menedżerskimi niż mężczyźni.

Kobiety zarządzające funduszami mogą być ofiarami stereotypu mówiącego o ich niższych kwalifikacjach w porównaniu z kolegami i w konsekwencji, fundusze zarządzane przez nie mają mniejsze napływy nowych środków. Można przypuszczać, że stereotypy funkcjonujące wśród uczestników rynku prowadzą do niższych napływów do funduszy zarządzanych przez kobiety, jako że wielu inwestorów jest przekonanych o niższych kompetencjach finansowych kobiet.

Fundusze zarządzane przez kobiety otrzymują niższe napływy netto niż fundusze zarządzane przez mężczyzn. Najbardziej widoczna różnica między funduszami zarządzanymi przez kobiety i mężczyzn odnosi się do wartości zarządzanych aktywów – są znacznie niższe w przypadku funduszy zarządzanych przez kobiety.

Mimo że fundusze zarządzane przez kobiety oferują bardziej stabilne i mniej ekstremalne cechy dotyczące stylu i wyników inwestycyjnych – co mogłoby być preferowane przez inwestorów – to jednak ten pozytywny efekt jest zawiązką rekompensowany przez negatywne nastawienie inwestorów do kobiet zarządzających funduszami.

Uwagi końcowe

Przytoczone wyniki badań amerykańskich funduszy inwestycyjnych pokazują, że choć średnie stopy zwrotu osiągane przez zarządzających obydwu płci są bardzo podobne, to fundusze zarządzane przez mężczyzn z większym prawdopodobieństwem zajmują ekstremalne miejsca w rankingach wyników.

Udokumentowano kilka ważnych różnic w sposobie zarządzania portfelami. Po pierwsze, kobiety przyjmują mniej ryzyka niesystematycznego i ryzyka związanego z akcjami małych spółek, przy jednocześnie podobnym poziomie ryzyka systematycznego. To odkrycie różni się od wyników wcześniejszych badań przeprowadzanych na inwestorach indywidualnych, gdzie udokumentowano, że różnice w awersji do ryzyka są znacznie bardziej znaczące (Barber, Odean 2001). Znacznie wyższe ryzyko specyficzne podejmowane przez mężczyzn zarządzających funduszami wskazuje, że stosują oni bardziej aktywne strategie niż ich koleżanki. Kobiety realizują znacznie mniej ekstremalne style inwestycyjne. Ponadto, ich style są bardziej stabilne w czasie. Mężczyźni handlują bardziej intensywnie, co znajduje odbicie w znacznie wyższych wskaźnikach obrotu niż w przypadku kobiet. Wyższy wskaźnik obrotu jest regularnie interpretowany jako dowód na nadmierną pewność siebie (Barber, Odean 2001).

Jako że firmy zarządzające funduszami są szczególnie zainteresowane wielkością napływów środków do swoich produktów, kobiety są zatrudniane rzadko jako zarządzające, ponieważ generują niższe napływy do funduszy.

W sumie wyniki badań sugerują, że ci inwestorzy, którzy wolą umiarkowane i stabilne style inwestycyjne, powinni kupować jednostki funduszy zarządzanych przez kobiety, a z kolei inwestorzy pragnący wyższego ryzyka i zainteresowani funduszami biorącymi duże aktywne zakłady – powinni wybierać fundusze zarządzane przez mężczyzn.

Firmy zarządzające funduszami powinny przykładąć większą wagę do edukacji swoich klientów. Inwestorzy powinni być uczeni, że fundusze zarządzane przez kobiety nie mają gorszych wyników, i że zwykle realizują style inwestycyjne, które są mniej agresywne i bardziej stabilne, a są to pożądane przez niektórych inwestorów cechy.

Literatura

- Atkinson S.M., Baird Boyce S., Frye M.B. (2003), *Do Female Mutual Fund Manage Differently?*, „Journal of Financial Research” vol. XXVI, no. 1, s.1–18.
- Baer M., Kempf A., Ruenzi S. (2005), *Determinants and Consequences of Team Management in the Mutual Fund Industry*, CRF Working Paper.
- Barber B.M., Odean T. (2001), *Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, „The Quarterly Journal of Economics” vol. 116, no. 1, s. 261–292.
- Barber B.M., Odean T. (2000), *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, „The Journal of Finance” vol. 55, no. 2, s. 773–806.
- Bliss R., Potter M. (2002), *Mutual Fund Managers: Does Gender Matter?*, „The Journal of Business and Economic Studies” vol. 8, no. 1, s. 1–15.
- Brown K.C., Harlow W. (2004), *Staying the Course: Performance Persistence and the Role of Investment Style Consistency in Professional Asset Management*, University of Texas at Austin Working Paper.
- Byrnes J.P., Miller D.C., Schafer W.D. (1999), *Gender Differences in Risk Taking: A meta-analysis*, „Psychological Bulletin” vol. 125, no. 3, s. 367–383.
- Cadsby C.B., Maynes E. (2005), *Gender, Risk Aversion, and the Drawing Power of Equilibrium in an Experimental Corporate Takeover Game*, „Journal of Economic Behavior and Organization” vol. 56, s. 39–59.
- Carhart M.M. (1997), *On Persistence in Mutual Fund Performance*, „The Journal of Finance” vol. 52, no. 1, s. 57–82.
- Estes R., Hosseini J. (1988), *The Gender Gap on Wall Street: An Empirical Analysis of Confidence in Investment Decision Making*, „The Journal of Psychology: Interdisciplinary and Applied” vol. 122, no. 6, s. 577–590.
- Heilman M., Martell R., Simon M. (1989), *Has Anything Changed? Current Characterizations of Men, Women, and Managers*, „Journal of Applied Psychology” vol. 74, s. 935–942.
- Jianakoplos N., Bernasek A. (1998), *Are Women More Risk Averse?*, „Economic Inquiry” vol. XXXVI, s. 620–630.
- Johnson J., Powell P. (1994), *Decision Making, Risk and Gender: Are Managers Different*, „British Journal of Management” vol. 5, no. 2, s. 123–138.
- Lenny E. (1977), *Women’s self-confidence in Achievement Settings*, „Psychological Bulletin” vol. 84, s. 1–13.
- Lewellen A., Lease R., Schlarbaum G. (1977), *Patterns of Investment Strategy and Behavior Among Individual Investors*, „The Journal of Business” vol. 50, s. 296–333.
- Niessen A., Ruenzi S. (2005), *Sex Matters: Gender and Mutual Funds*, CRF Working Paper.
- Oakley J. (2000), *Gender-Based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs*, „Journal of Business Ethics” vol. 27, s. 321–334.
- Odean T. (1998), *Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average*, „The Journal of Finance” vol. 89, no. 6, s. 1887–1934.
- Powell M., Ansic D. (1997), *Gender differences in risk behaviour in financial decision – making: An experimental analysis*, „Journal of Economic Psychology” vol. 18, s. 605–628.
- Shefrin H., Statman M. (1985), *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” vol. 40, no. 3, s. 777–790.
- Sunden A.E., Surette B.J. (1998), *Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans*, „American Economic Review” vol. 88, s. 207–221.

DOES THE SEX OF FUND MANAGER INFLUENCE THE FUND'S STYLE AND RATE OF RETURN?

Abstract: Despite numerous articles that evidence greater risk aversion among women than men, the managers of both sexes alike take a similar amount of risk while managing mutual funds. Optimism bias, stereotypically attributed to men, does not seem to have negative influence on the funds' returns, however is apparently contributing to different levels of trading volume. Women and men achieve similar results using different styles. Companies that manage mutual funds should educate their participants that female managers are not outperformed by their male colleagues; moreover, women offer more consistent, less variable returns.

Keywords: mutual funds, risk, return, risk aversion, optimism bias, trading volume, inflows, gender

Cytowanie

Białomazur I. (2016). Czy płeć osoby zarządzającej ma wpływ na styl funduszu inwestycyjnego oraz stopę zwrotu? *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (79), 535–543; www.wneiz.pl/frfu.

Inwestycje rzeczowe przedsiębiorstw

Renata Mandziuk, Przemysław Nawra, Jolanta Ossowska*

Streszczenie: *Cel* – W niniejszym artykule przedstawiono w aspekcie teoretycznym istotę i znaczenie inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw poprzez analizę pojęć, definicji i ich cech. Wskazane zostały również kluczowe problemy związane z ustaleniem zakresu inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw. Opracowanie ma spełniać funkcję porządkującą i systematyzującą.

Metodologia badania – Analizę przeprowadzono w oparciu o przegląd literatury, obowiązujących aktów prawnych oraz spostrzeżenia własne autorów.

Wynik – Zaproponowano autorską definicję inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw.

Oryginalność/wartość – Wartością niniejszego artykułu jest usystematyzowanie dostępnej wiedzy na temat inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: inwestycje, inwestycje rzeczowe, projekt inwestycyjny

Wprowadzenie

Jednym z najważniejszych długofalowych problemów w funkcjonowaniu i rozwoju przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej jest wybór optymalnych wariantów inwestowania (Gawron 1997: 5). Podstawowym warunkiem zapewnienia pozycji oraz ekspansji firmy na rynku jest nie tylko sprawność bieżącego zarządzania, lecz również podejmowanie optymalnych decyzji dotyczących rozwoju oraz źródeł jego finansowania (Sierpińska, Jachna 2004: 324). Fundamentem rozwoju przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej są inwestycje, gdyż umożliwiają wzrost wartości przedsiębiorstwa. Od trafności decyzji inwestycyjnych zależy perspektywiczna konkurencyjność przedsiębiorstwa, jego udział w rynku oraz możliwość generowania zysków (Sierpińska, Jachna 2007: 457). Ponadto inwestycje są warunkiem koniecznym do właściwej reprodukcji zasobów w gospodarce i aby mogły być narzędziem pobudzania zmian strukturalnych w długim okresie, muszą być efektywne ekonomicznie.

Pojęcie inwestycji należy do tych kategorii ekonomicznych, którym przypisuje się bardzo różne znaczenie (Michalak 2007: 20). Inwestowanie jest związane z dążeniem do możliwie największego powiększenia majątku jego posiadacza (Nowak, Pielichaty, Poszwa 1999: 15). Inwestycje obejmują szeroki zakres form działalności, dlatego w literaturze mamy do czynienia z wieloma kryteriami i definicjami działalności inwestycyjnej. Niezależnie od proponowanego w literaturze przedmiotu ujęcia, z pojęciem inwestycji nierozzerwalnie wiążą

* mgr Renata Mandziuk, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, e-mail: renata.mandziuk@gazeta.pl; mgr Przemysław Nawra, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, e-mail: p.nawra@gmail.com; mgr Jolanta Ossowska, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, e-mail: jola.ossowska@wp.pl.