

Rafał Czyżycki

Uniwersytet Szczeciński
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
e-mail: rafal.czyzycki@wzieu.pl

Racjonalność lokowania nadwyżek finansowych na rynku kapitałowym poprzez zakup jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych

Kody JEL: E22, G11, O16

Słowa kluczowe: racjonalność zachowań, fundusze inwestycyjne, efektywność, decyzje inwestycyjne, stopa zwrotu

Streszczenie. W artykule przedstawiono rozważania autora na temat racjonalności inwestowania na rynku kapitałowym przez zakup jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Instytucje zbiorowego inwestowania są najczęściej postrzegane jako profesjonalne podmioty, które opierając się na swojej wiedzy i doświadczeniu oraz wykorzystując efekt skali działalności, potrafią osiągnąć ponadstandardowe stopy zwrotu z dokonanych inwestycji przy jednoczesnej minimalizacji związanego z takimi inwestycjami ryzyka. Przeprowadzone badania empiryczne wskazują jednak, że o ile fundusze inwestycyjne faktycznie są w stanie skutecznie obniżyć przeciętny poziom ryzyka związanego z inwestowaniem na rynku kapitałowym, o tyle zasadniczo nie są w stanie wygenerować ponadprzeciętnych zysków.

Wprowadzenie¹

Inwestorzy indywidualni stanowią ważną grupę inwestorów na rynku finansowym, a podejmowanie przez nich decyzje inwestycyjne mogą mieć istotny

¹ Wstęp prezentuje część rozważań autora na temat postaw inwestorów indywidualnych, przedstawionych w monografii: Czyżycki, 2016.

wpływ na funkcjonowanie giełdy jako całości. Prowadzone badania wskazują jednak, że ta grupa inwestorów zasadniczo nie postępuje w sposób racjonalny, ale jej zachowania na rynku kapitałowym związane są różnymi psychologicznymi heurystykami i uprzedzeniami. Duży wpływ na podejmowane decyzje inwestycyjne mają m.in. takie czynniki, jak występująca wśród inwestorów indywidualnych zbyt duża pewność siebie, złudzenie kontroli, nadmierny optymizm, dodatni i ujemny efekt świeżości czy też heurystyka zakotwiczenia (Zielonka, 2011; Mouna, Anis, 2015; Kartasova, 2013; Barber, Odean, 2008; Rajagopalan, Gurusamy, 2015). Panujący wśród inwestorów indywidualnych nastrój nie tylko wpływa na kształtowanie się cen poszczególnych instrumentów finansowych, ale również koreluje z wielkością notowanych na giełdzie obrotów (Barber, Terrance, 2004).

Powszechnie występujące zjawisko mentalnej księgowości oraz asymetrii w postrzeganiu osiągniętych zysków i strat (efekt dyspozycji) powoduje, że wśród inwestorów indywidualnych powszechną postawą jest przetrzymywanie pozycji, na których odnotowuje się straty oraz szybkie, często przedwczesne zamykanie pozycji, które pozwalają zrealizować osiągnięty już zysk (Thaler, 1985; Dhar, Zhu, 2002). Efekt dyspozycji jest jednak szczególnie widoczny wśród kobiet, osób starszych, inwestorów pasywnych, jednostek nieposiadających zbyt dużych zasobów finansowych i inwestorów preferujących instrumenty finansowe o małej wartości (Frino, Lepone, Wright, 2015). Jednocześnie inwestorzy indywidualni często przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych opierają się na heurystyce reprezentacyjności (Tversky, Kahnemann, 1975), która sprowadza się do nabywania tych instrumentów, które w ostatnim czasie charakteryzowały się silnymi wzrostami. To z kolei może powodować pewne wydłużenie trendów wzrostowych dla tych instrumentów (Gervais, Odean, 2001), ale w konsekwencji ich nabywanie w końcowej fazie hossy giełdowej, przy jednoczesnym posiadaniu bardziej ryzykownych aktywów w momencie pojawienia się spadków na giełdach determinuje ogólnie słabe wyniki inwestycyjne wśród inwestorów indywidualnych. Może temu również sprzyjać nadmierna aktywność inwestorów indywidualnych na rynku giełdowym.

Duża liczba przeprowadzanych transakcji giełdowych i związane z tym koszty często powodują istotne pogorszenie ostatecznie osiągniętych wyników inwestycyjnych². Duża aktywność określonej grupy inwestorów indywidualnych wynika z cechującej tę grupę dużej pewności siebie i podejmowanych

² Badanie przeprowadzone w 1997 roku na 66 465 amerykańskich gospodarstwach domowych wykazało, że w grupie aktywnych inwestorów (a za takich przyjęto inwestorów, którzy przeprowadzili co najmniej 48 transakcji w każdym z sześciu poprzedzających badanie lat), średnia stopa zwrotu netto z inwestycji była mniejsza średnio o 4,4% od średniej stopy zwrotu liczonych dla wszystkich gospodarstw domowych (Barber, Odean, 2000). Istotny negatywny wpływ aktywności inwestorów indywidualnych na osiągnięte wyniki inwestycyjne potwierdziły również podobne badania przeprowadzone na Tajwanie (Barber, Lee, Liu, Odean, 2009).

przez nią decyzji inwestycyjnych. Cecha ta szczególnie uwidacznia się wśród mniej doświadczonych inwestorów, natomiast jej nasilenie zależy nie tylko od stopnia profesjonalizmu inwestorów (Vissing-Jorgensen, 2004; Oberlechner, Osler, 2008), ale również od kręgów kulturowych, z których pochodzą (Statman, 2010) czy też czynników biologicznych (Cesarini, Dawes, Johannesson, Lichtenstein, Wallace, 2009; Cronqvist, Siegelb, 2014). Sam styl inwestowania przez inwestora zależy również od płci, wykształcenia, wieku, stanu cywilnego (Levišauskaitė, Kartašova, 2015; Tekçe, Yılmaz, 2015), cyklu życia czy statusu materialnego (Cronqvist, Siegel, Yu, 2015). Niektórzy traktują inwestycje giełdowe jako sposób na dywersyfikację swoich nadwyżek finansowych, inni jako pełnowymiarową pracę, która powinna zapewnić im bieżące utrzymanie. Dla części inwestorów perspektywą inwestowania jest okres kilku lub kilkunastu miesięcy, inni mają perspektywę czasową kilkunastu czy kilkudziesięciu lat.

Zalety i wady inwestowania przez zakup jednostek funduszy inwestycyjnych

Podjmując decyzje inwestycyjne, część inwestorów indywidualnych wierzy tylko i wyłącznie w przeprowadzone samodzielnie analizy, inni są skłonni zaufać rekomendacjom wydawanym przez osoby lub instytucje związane profesjonalnie z rynkiem kapitałowym. Wśród osób prowadzących samodzielne analizy są takie, które badają fundamenty spółek, studiując różne raporty finansowe, jak i takie, które bazują na analizie technicznej, studiując historyczne notowania spółek. Z kolei osoby podejmujące decyzje inwestycyjne, biorące pod uwagę sugestie innych podmiotów, mogą to czynić na podstawie powszechnie dostępnych, ale bezpłatnych rekomendacji, mając nadzieję, że nie wszystkie informacje zawarte w tych opiniach zostały już przez rynek zdyskontowane, albo „kupić” sobie pierwszeństwo dostępu do takich informacji. Kupno takich informacji może mieć charakter bezpośredni, kiedy to inwestor indywidualny płaci za rekomendacje, ale sam podejmuje ostateczną decyzję co do jej wykorzystania, lub pośredni, kiedy taką informację kupuje już w formie nabycia jednostki uczestnictwa lub certyfikatu określonego funduszu inwestycyjnego. Nabycie udziału w funduszu inwestycyjnym pozwala inwestorom indywidualnym zaoszczędzić nie tylko czas związany z dokonywaniem wyboru i zakupu odpowiednich walorów, ale przede wszystkim umożliwia szybkie zdywersyfikowanie swojego portfela inwestycyjnego bez potrzeby nabywania udziałów w poszczególnych spółkach. Ma to szczególnie duże znaczenie przede wszystkim dla inwestorów indywidualnych, którzy najczęściej nie mają wystarczających środków finansowych, aby właściwie zdywersyfikować portfel akcji. Z drugiej strony wymaga to określonego zaufania co do zdolności zarządzających funduszami i słuszności podejmowanych przez nich decyzji.

Część inwestorów nabywających udziały w funduszach na bieżąco monitoruje wyniki uzyskiwane przez poszczególne fundusze i systematycznie prze-

nosi swoje aktywa między funduszami, inny są bardziej pasywni i ufają w słuszność dokonanego wyboru przez dłuższy czas. Przy wyborze określonego funduszu inwestorzy indywidualni mogą kierować się tylko uzyskiwanymi w przeszłości wynikami lub też kierować się preferencjami co do stosowanej przez fundusz strategii inwestycyjnej (wybór między funduszami nabywającymi akcje notowane na rynku krajowym lub międzynarodowym, z szerokiego rynku lub z określonej branży, wzrostowe lub dywidendowe itp.). Z nabyciem jednostek funduszy wiązą się jednak dla inwestorów określone koszty (tab. 1), takie jak (Poradnik, 2017):

- a) opłata manipulacyjna (zwana również dystrybucyjną lub prowizją) – jest pobierana przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych najczęściej przy nabywaniu oraz umarzaniu jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych; służy pokryciu wynagrodzenia dystrybutorów funduszy i zależy od trzech czynników: wielkości środków przeznaczonych na zakup jednostek uczestnictwa, długości inwestycji, sposobu dokonywania wpłat;
- b) opłata za zarządzanie – jest wynagrodzeniem dla towarzystwa za zarządzanie funduszem; naliczana rocznie, ale pobierana codziennie przez fundusz; liczona jest od wartości aktywów netto w danym dniu wyceny, przez co bezpośrednio wpływa na wycenę jednostek uczestnictwa.

Tabela 1

Charakterystyki wysokości prowizji pobieranych przez fundusze inwestycyjne w zależności od typu funduszu w 2016 roku

Typ funduszy	N	Średnia	Min.	Max.	Mediana	Dominanta
		w %				
Akcyjne	136	3,95	0,00	8,77	4,05	4,03
Dłużne	69	1,76	0,00	5,01	1,59	1,55
Pieniężne	30	1,06	0,71	1,84	0,99	1,09
Mieszane	61	3,23	0,00	7,35	3,27	3,56
Inne	21	4,73	1,59	8,79	4,31	7,31

Źródło: opracowano na podstawie Wyceny, 2017.

Zaletami inwestowania przez inwestorów indywidualnych w instrumenty finansowe tworzone przez fundusze inwestycyjne są przede wszystkim (Kudła, 2011):

- możliwość inwestowania relatywnie małych kwot w instrumenty wymagające znacznych kwot jednostkowych,
- możliwość dokonywania zdywersyfikowanej inwestycji o danym profilu ryzyka,

- obniżenie kosztów transakcyjnych, choć odbywa się to kosztem dodatkowych opłat, których inwestor nie musi ponosić przy indywidualnym inwestowaniu,
- oszczędność czasu i kosztów pozyskiwania informacji finansowej przez inwestorów,
- relatywna łatwość umorzenia lub sprzedaży posiadanych jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

Inwestorzy indywidualni muszą również uwzględniać w swoich decyzjach inwestycyjnych określone ograniczenia i koszty, które wiążą się z nabyciem jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych. Wadami inwestowania w instrumenty finansowe tworzone przez fundusze inwestycyjne są bowiem (Kudła, 2011):

- a) znaczne koszty, których nie ponosi się przy samodzielnym inwestowaniu, obejmujące opłaty za dystrybucję, umorzenie i zarządzanie powierzonymi środkami;
- b) wycofanie środków z funduszu odbywa się z kilkudniowym opóźnieniem, co czasem nie pozwala na wycofanie się przed poniesieniem większych strat, zwłaszcza jeżeli fundusze inwestują w aktywa podlegające znacznym wahaniom w czasie inwestycji (np. w akcje);
- c) trudności w osiągnięciu zakładanego zysku, będącego punktem odniesienia do podejmowanej decyzji inwestycyjnej; trudności te związane są z ponoszeniem dodatkowych kosztów, których inwestorzy nie ponoszą przy samodzielnym inwestowaniu oraz z brakiem gwarancji, że decyzje inwestycyjne podejmowane przez zarządzających funduszem będą lepsze niż podejmowane bezpośrednio przez inwestorów;
- d) niski poziom kontroli decyzji podejmowanych przez fundusz – tylko w funduszach zamkniętych i specjalistycznych otwartych funkcjonuje rada inwestorów, ale posiada ona tylko uprawnienia kontrolne.

Efektywność funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

Końcowy efekt inwestowania na rynku kapitałowym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych w istotny sposób uzależniony jest jednak przede wszystkim od preferowanego przez inwestorów indywidualnych poziomu ryzyka, przejawiającego się w wyborze określonego typu funduszu. O ile w 2016 roku średnie oprocentowanie jednorocznych depozytów bankowych, będących bardzo bezpieczną dla inwestorów indywidualnych formą lokowania nadwyżek finansowych, wyniosła 1,5% (Stopy..., 2017), to w tym samym czasie fundusze inwestycyjne pozwoliły osiągnąć średnią stopę zwrotu na poziomie +6,10%, a średnia stopa zwrotu określonych typów funduszy wahała się jednak od -0,71%, do +10,83%. Charakterystykę stóp zwrotu osiągniętych przez fundusze inwestycyjne określonych typów w roku 2016 zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Kształtowanie się rocznych stóp zwrotu określonych typów funduszy inwestycyjnych w 2016 roku

Typ funduszy	Liczba funduszy	Stopa zwrotu [%]			
		średnia	min ÷ max	mediana	kwartył i ÷ kwartył iii
Akcyjne	136	10,83	-19,48÷74,61	10,23	5,52÷15,04
Dłużne	69	1,75	-7,08÷16,34	1,21	0,22÷2,36
Pieniężne	30	1,50	-0,05÷2,91	1,36	1,16÷2,05
Mieszane	61	5,07	-3,13÷15,55	4,32	2,48÷6,96
Inne	21	-0,71	-23,03÷52,28	0,43	-13,85÷8,60

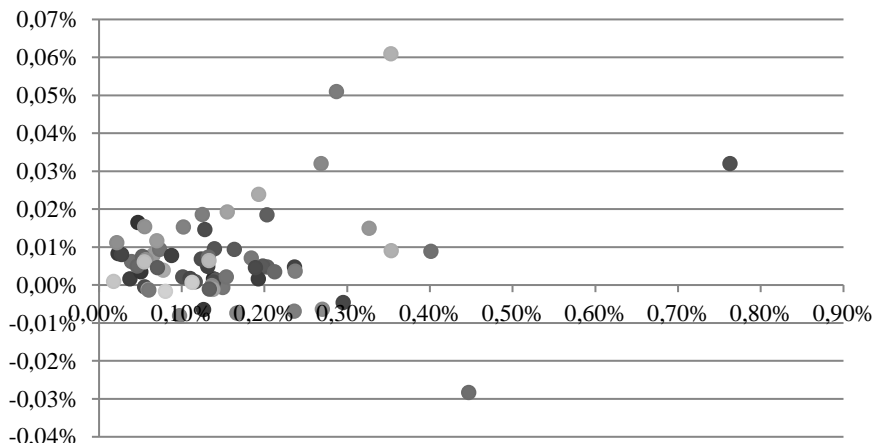
Źródło: opracowano na podstawie: *Wyceny funduszy*, 2017.

Oznacza to, że w przypadku podjęcia decyzji o inwestowaniu na rynku kapitałowym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, ostatecznie osiągnięty przez inwestorów wynik uzależniony jest nie tylko od wyboru typu funduszu, ale również od odpowiedniego wyboru w ramach danej grupy funduszy. Kształtowanie się oczekiwanej dziennej stopy zwrotu z inwestycji w określony fundusz akcyjny, na tle związanego z taką inwestycją ryzyka, przedstawiono na rysunku 1. Na jego podstawie można stwierdzić, że w 2016 roku poziom ryzyka związanego z zainwestowaniem w najlepszy i w najgorszy pod względem stopy zwrotu fundusz wiązało się z poniesieniem podobnego poziomu ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym.

Przy wyborze określonego funduszu inwestorzy indywidualni mogą natomiast kierować się albo uzyskiwanymi w przeszłości wynikami, albo też preferencjami co do stosowanej przez fundusz strategii inwestycyjnej (wybór między funduszami nabywającymi akcje notowane na rynku krajowym lub międzynarodowym, z szerokiego rynku lub z określonego sektora, wzrostowe lub dywidendowe itp.). Z punktu widzenia minimalizacji ryzyka inwestycyjnego, optymalnym podejściem dla inwestorów jest jednak budowa odpowiedniego portfela funduszy (Czyżycki, 2014).

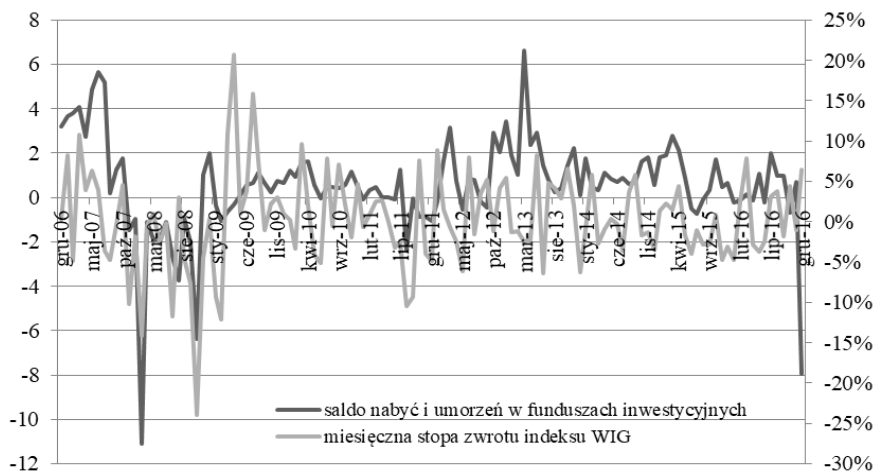
Mimo powyższych wad inwestowania za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, inwestorzy indywidualni zdecydowanie bardziej preferują lokowanie części swoich oszczędności właśnie za pośrednictwem funduszy niż w bezpośrednio inwestycje w akcje. W 2012 roku wartość środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych przez gospodarstwa domowe wyniosła 83 mld zł (5,85% całości zgromadzonych oszczędności), w 2013 roku wzrosła o prawie 29% do 107 mld zł (6,88% oszczędności), natomiast na koniec 2014 roku ukształtowała się na poziomie 98,5 mld zł, co stanowiło nieco ponad 6% całości oszczędności i ponad 24% posiadanych przez inwestorów indywidualnych instrumentów udziałowych. Zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi wśród

inwestorów istotnie uzależnione jest jednak od sytuacji panującej na rynku kapitałowym (rys. 2)³.



Rysunek 1. Kształtowanie się średnich dziennych stóp zwrotu z poszczególnych funduszy akcyjnych (oś rzędna) na tle ryzyka inwestycji mierzonego odchyleniem standardowym (oś odcięta) w 2016 roku

Źródło: opracowano na podstawie: *Wyceny funduszy, 2017*.



Rysunek 2. Kształtowanie się miesięcznej stopy zwrotu indeksu WIG (oś prawa w %) oraz salda nabycia i umorzeń w funduszach inwestycyjnych (oś lewa w mld zł) w poszczególnych miesiącach lat 2006–2016

Źródło: opracowano na podstawie: *Dane rynkowe, 2017*.

³ Współczynnik Pearsona badający zależność między saldem wpłat i umorzeń w funduszach inwestycyjnych a stopą zwrotu z głównego indeksu giełdowego dla miesięcznych danych za okres XII.2006-XII.2016 wyniósł 0,30 i był statystycznie istotny na poziomie $p < 0,01$.

Dodatkowo, niezależnie od preferowanego sposobu uczestniczenia w obrocie giełdowym i związanych z tym kosztów, inwestorzy w swoich strategiach inwestycyjnych muszą uwzględnić również konieczność opodatkowania dochodów uzyskanych na rynku kapitałowym. Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych, „od dochodów uzyskanych z odpłatnego zbycia papierów wartościowych lub pochodnych instrumentów finansowych, w tym z realizacji praw wynikających z tych instrumentów, z odpłatnego zbycia udziałów (akcji) oraz z tytułu objęcia udziałów (akcji) za wkład niepieniężny w postaci innej niż przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część, podatek dochodowy wynosi 19% uzyskanego dochodu” (Ustawa..., art. 30b, pkt.1).

Podsumowanie

Instrumenty finansowe będące obecnie przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie umożliwiają zainteresowanym inwestorom indywidualnym nie tylko wejście na ten rynek, ale również pozwalają realizować określone strategie inwestycyjne, zgodne z ich preferencjami i skłonnościami do podejmowania określonego ryzyka. Istotnym problemem występującym wśród inwestorów indywidualnych jest natomiast mała skłonność do odpowiedniego zdywersyfikowania swojego portfela inwestycyjnego. Według badań przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, w 2013 roku co drugi polski inwestor posiadał w swoim portfelu akcje nie więcej niż trzech spółek giełdowych, a u prawie 90% nie przekraczała ona liczby siedmiu spółek.

Jednak w tym zakresie polski inwestor indywidualny zachowuje się podobnie jak inwestorzy w innych krajach, w których mimo długoletniego i szeroko zakrojonego doradztwa finansowego, skupiającego się przede wszystkim na budowaniu dobrze zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, wielu inwestorów indywidualnych i tak koncentruje swoją uwagę inwestycyjną tylko na małej liczbie akcji. To powoduje pojawienie się istotnego ryzyka utraty znacznej części zainwestowanego kapitału w momencie pojawienia się bessy na rynku, nie dając jednocześnie pewności osiągnięcia istotnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w okresach hossy. Mimo że zakup jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych również nie daje gwarancji osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, zdecydowanie jednak zmniejsza poziom ryzyka związanego inwestowaniem na rynku kapitałowym.

Bibliografia

Barber, B.M., Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55 (2), 773–806.

- Barber, B.M., Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 21 (2), 785–818.
- Barber, B.M., Lee, Y.T., Liu, Y.J., Odean, T. (2009). Just how much do individual investors lose by trading? *The Review of Financial Studies*, 22 (2), 609–632.
- Barber, B.M., Terrance, O. (2004). Are individual investors tax savvy? Evidence from retail and discount brokerage accounts. *Journal of Public Economics*, 88, 419–442.
- Cesarini, D., Dawes, C.T., Johannesson, M., Lichtenstein, P., Wallace, B. (2009). Genetic variation in preferences for giving and risk taking. *The Quarterly Journal of Economics*, May, 89–842.
- Cronqvist, H., Siegel, S. (2014). The genetics of investment biases. *Journal of Financial Economics*, 113, 218–234.
- Cronqvist, H., Siegel, S., Yu, F. (2015). Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? *Journal of Financial Economics*, 117 (2), 333–349.
- Czyżycki, R. (2014). Brand of the investment fund companies and risk of an investment at a capital market for an individual investor. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 823, *Problemy Zarządzania Finansów i Marketingu*, 34, 9–22.
- Czyżycki, R. (2016). *Inwestor indywidualny na polskim rynku kapitałowym*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Dane rynkowe (07.05.2017). Pobrano z: www.izfa.pl/pl/21,dane-statystyczne.html#tab-nabycia-i-umorzenia-w-funduszach-inwestycyjnych oraz www.gpw.com.pl.
- Dhar, R., Zhu, N. (2002). Up close and personal: An individual level analysis of the disposition effect. *Yale ICF Working Paper*, 2 (20), 1–31.
- Frino, A., Lepone, G., Wright, D. (2015). Investor characteristics and the disposition effect. *Pacific-Basin Finance Journal*, 31, 1–12.
- Gervais, S., Odean, T. (2001). Learning to Be Overconfident. *Review of Financial Studies* 14 (1).
- Kartasova, J. (2013). Factors forming irrational Lithuanian individual investors' behaviour. *Verslo Sistemos ir Ekonomika*, 3 (1), 69–78.
- Kudła, J. (2011). *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Key Text.
- Levišauskaitė, K., Kartašova, J. (2015). Evaluation of irrational individual investors' behavior driving factors in Lithuania. *Applied Economics: Systematic Research*, 5 (2), 119–130.
- Mouna, A., Anis, J. (2015). A study on small investors' sentiment, financial literacy and stock returns: evidence for emerging market. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 3 (1), 10–19.
- Oberlechner, T., Osler, C.L. (2008). Overconfidence in currency markets. Pobrano z: <http://dx.doi.org/0.2139/ssrn.1108787>.
- Poradnik (7.05.2017). Pobrano z: www.izfa.pl/pl/poradnik.php?number=6.
- Rajagopalan, P., Gurusamy, S. (2015). Behavioural biases and perception of retail investors in stock market - an empirical approach. *Sumedha Journal of Management*, 4 (1), 113–140.
- Statman, M. (2010). *The cultures of risk tolerance*. Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1647086>.
- Stopy procentowe (07.05.2017). Pobrano z: www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/stopy_proc_pl_srdW.xlsx.
- Tekçe, B., Yılmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 5, 35–45.
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*. 4 (3), 199–214.
- Tversky, A., Kahnemann D. (1975). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185 (4157), 1124–1131.

- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Dz.U. 1991, nr 80, poz. 350, z późn. zm., art. 30b, pkt.1.
- Vissing-Jorgensen, A. (2004). Perspectives on Behavioral Finance: Does „Irrationality” Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions. *NBER Macroeconomics Annual 2003*, 18, 139–208.
- Wyceny (7.05.2017). Pobrano z: <https://bossafund.pl/notowania/wyceny>.
- Wyceny funduszy (7.05.2017). Pobrano z: <https://bossafund.pl/notowania/wyceny-funduszy>.
- Zielonka, P. (2011). *Gielda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.

Rationality of Financial Surpluses Placement on the Capital Market through the Purchase of Investment Funds Participation Units

Keywords: rationality of behavior, investment funds, efficiency, investment decisions, return rate

Summary. The paper presents the author's reflections on the rationality of investing in the capital market through the purchase of participation units in investment funds. Investment Funds are most often seen as professional investors, who, based on their knowledge and experience and by economies of scale, are able to achieve above-standard returns on their investments and minimize the risk associated with such investments. However, empirical studies show that while investment funds are actually able to effectively reduce the average level of risk associated with investing in the capital market, they are generally unable to generate above-average profits.

Translated by Rafał Czyżycki

Cytowanie

- Czyżycki, R. (2017). Racjonalność lokowania nadwyżek finansowych na rynku kapitałowym poprzez zakup jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. *Marketing i Zarządzanie*, 2 (48), 21–30. DOI: 10.18276/miz.2017.48-02.