

Finanse

# Państwowe fundusze majątkowe

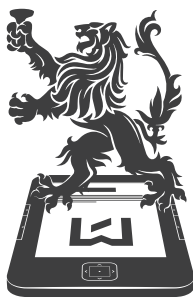
Pomiędzy krajową gospodarką  
a globalnymi rynkami finansowymi

Dariusz Urban



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

# **Państwowe fundusze majątkowe**



WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO

**Finanse**

# **Państwowe fundusze majątkowe**

**Pomiędzy krajową gospodarką  
a globalnymi rynkami finansowymi**

Dariusz Urban

Dariusz Urban – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania  
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26  
dariusz.urban@uni.lodz.pl

RECENZENCI

*Paweł Baranowski, Marek A. Dąbrowski*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Monika Borowczyk*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE I KOREKTA

*T. Mirosław Włodarczyk*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Munda – Maciej Torz*

PROJEKT OKŁADKI

*Stämpfli Polska Sp. z o.o.*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Dariusz Urban, Łódź 2017

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2017

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.08101.17.0.M

Ark. wyd. 14,0; ark. druk. 13,25

ISBN 978-83-8088-908-8

e-ISBN 978-83-8088-909-5

<https://doi.org/10.18778/8088-908-8>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8  
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl  
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl  
tel. (42) 665 58 63

# Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
<b>Państwo wobec wyzwań globalizacji i ewolucji światowego systemu finansowego</b>	<b>17</b>
1.1. Wprowadzenie	17
1.2. Przeobrażenia światowego systemu finansowego oraz zmiany w gospodarce globalnej	19
1.2.1. Zarys problemu	19
1.2.2. Niestabilność światowego systemu finansowego	20
1.2.3. Ryzyko systemowe oraz postępująca finansyzacja gospodarki globalnej	24
1.2.4. Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynkach	28
1.2.5. Niekonwencjonalna polityka banków centralnych	30
1.2.6. Problem nierównowagi globalnej	33
1.3. Rola i znaczenie aktywów rezerwowych jako elementu aktywów finansowych państwa	37
1.3.1. Motywy akumulacji rezerw walutowych	37
1.3.2. Miary adekwatności poziomu rezerw w gospodarce	45
1.3.3. Koszty akumulacji nadmiernych rezerw walutowych	47
1.3.4. Akumulacja rezerw w gospodarce światowej	50
1.4. Zarządzanie aktywami finansowymi w gospodarce bogatej w zasoby naturalne	53
1.4.1. Istota problemu	53
1.4.2. Uzależnienie gospodarki od eksportu surowców naturalnych	55
1.4.3. Problem optymalnej eksploatacji zasobów naturalnych	59
1.5. Podsumowanie i wnioski	63
Rozdział 2	
<b>Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie zarządzania aktywami rezerwowymi</b>	<b>67</b>
2.1. Zmiana sposobu wykorzystania rezerw walutowych w kontekście stabilizacyjnej roli państwa	67
2.2. Powstanie i rozwój państwowych funduszy majątkowych	70
2.3. Definicja, cele funkcjonowania oraz klasyfikacja państwowych funduszy majątkowych	73
2.3.1. Definicja państwowych funduszy majątkowych	73

2.3.2. Rodzaje państwowych funduszy majątkowych	77
2.3.3. Różnice pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a innymi podmiotami sektora publicznego	80
2.4. Finansowe i ekonomiczne znaczenie państwowych funduszy majątkowych w kontekście celów ich funkcjonowania	82
2.4.1. Wymiary analizy państwowych funduszy majątkowych	82
2.4.2. Znaczenie państwowych funduszy majątkowych dla kraju założyciela	83
2.4.3. Rola państwowych funduszy majątkowych w gospodarkach krajów goszczących	88
2.4.4. Korzyści dla międzynarodowych rynków finansowych oraz globalnej gospodarki	90
2.5. Potencjalne koszty i zagrożenia wynikające z działalności państwowych funduszy majątkowych	92
2.6. Państwowe fundusze majątkowe jako przedmiot badań naukowych	94
2.6.1. Kryteria klasyfikacji badań	94
2.6.2. Badania naukowe z perspektywy poszczególnych funduszy	96
2.6.3. Publikacje poświęcone roli państwowych funduszy majątkowych w pojedynczej gospodarce	98
2.6.4. Państwowe fundusze majątkowe w kontekście problemów globalnych	100
2.7. Potencjalne scenariusze rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych	104
2.8. Podsumowanie i wnioski	106

### Rozdział 3

## **Finansowe i ekonomiczne determinanty tworzenia państwowych funduszy majątkowych** **109**

3.1. Uzasadnienie podjęcia badania	109
3.2. Cel badania i hipotezy badawcze	110
3.3. Metodyka badania oraz dobór zmiennych	113
3.4. Wyniki empiryczne badań własnych	118
3.5. Podsumowanie i wnioski	130

### Rozdział 4

## **Reakcja uczestników rynku na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego do spółki giełdowej** **137**

4.1. Uzasadnienie podjęcia badania	137
4.2. Cel badania i pytania badawcze	138
4.3. Metodyka badania oraz dobór zmiennych	142
4.4. Wyniki empiryczne badań własnych	147
4.5. Podsumowanie i wnioski	162

Zakończenie 167

Bibliografia 173

Summary 201

Załącznik 203

Spis tabel i rysunków 209

Od Redakcji 211

# Wstęp

<http://dx.doi.org/10.18778/8088-908-8.01>

Przez kilka ostatnich dekad, w powszechnym przekonaniu, jedną z kluczowych funkcji państwa było tworzenie zaplecza instytucjonalno-prawnego, w tym również kreowanie regulacji dla rynków finansowych, nie zaś aktywny udział państwa w roli inwestora i związane z tym zachowania charakterystyczne dla tych uczestników rynku, w przypadku których dominujące kryterium działalności stanowi stopa zwrotu uwzględniająca ryzyko. Jedną z największych zmian, jaka zaszła w odniesieniu do postrzegania roli państwa w gospodarce na początku XXI wieku, była wynikiem akumulacji kapitału w rękach państwa i w konsekwencji pojawienia się nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych, jakimi są państwowe fundusze majątkowe. Obszar badawczy związany z państwowymi funduszami majątkowymi obejmuje kluczowe zagadnienia finansów, w tym alokację kapitału i wybór aktywów inwestycyjnych, dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego, strategie zarządzania portfelem, bezpieczeństwo krajowego systemu finansowego oraz przepływ kapitału pomiędzy globalnymi rynkami finansowymi. Problematyka państwowych funduszy majątkowych cieszy się rosnącym zainteresowaniem zarówno środowiska akademickiego na całym świecie, jak i praktyków życia gospodarczego, stanowiąc wyzwanie dla dominującego przez ostatnie dziesięciolecie neoliberalnego poglądu na temat fundamentalnych zasad funkcjonowania gospodarki.

Dzieje się tak, ponieważ tematyka państwowych funduszy majątkowych ogniskuje w sobie, a zarazem uwypukla najważniejsze przemiany zachodzące w ostatnich latach w gospodarce globalnej i na międzynarodowych rynkach finansowych. Zalicza się do nich zmianę dotychczasowego układu sił między gospodarkami rozwiniętymi a rozwijającymi się, odejście od modelu finansowania deficytów budżetowych za pomocą systemu bankowego na rzecz pozyskiwania kapitału na rynkach finansowych, wzrost zależności pomiędzy sektorem finansów publicznych a rynkami finansowymi, które stały się dla państwa pierwszym recenzentem prowadzonej polityki gospodarczej. Dzięki globalizacji oraz liberalizacji finansowej upowszechniony i ułatwiony został dostęp do strumieni kapitału krążącego na rynkach finansowych. Jednocześnie kapitał ten i jego



przepływy, w połączeniu z postępującą finansyzacją gospodarek, zmieniającą relacje ekonomiczne między krajowymi gospodarkami a rynkami finansowymi, wygenerowały nowe czynniki ryzyka.

W rezultacie napędzane przez mechanizmy sprzężeń zwrotnych poszczególne elementy omawianych zjawisk stały się czynnikiem stwarzającym zagrożenie dla stabilnego funkcjonowania nie tylko globalnej gospodarki, rynków finansowych, systemu bankowego, lecz również realnej gospodarki, w tym gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na całym świecie. Ostatni kryzys finansowy w sposób dobitny unaoczniał z jednej strony siłę oraz wielowymiarowy i skomplikowany charakter zależności pomiędzy instytucjami finansowymi, z drugiej zaś wrażliwość systemu finansowego i jego niestabilność, co nie pozostawało bez związku ze sprawowaniem przez państwo funkcji nadzorczych i kontrolnych, w tym także w obszarze wyceny oraz zarządzania ryzykiem. Odpowiedzią na zakłócenia na globalnym rynku finansowym było podjęcie przez władze monetarne oraz rządy działań stabilizujących, jak również zastosowanie instrumentów znacznie wykraczających poza kanon powszechnie uznawany za tradycyjne narzędzia polityki gospodarczej, te ostatnie bowiem albo w ogóle nie przynosiły spodziewanych skutków, albo też cechowały się niewielką efektywnością. Przywrócenie płynności finansowej na wybranych rynkach oraz stabilności całego systemu finansowego zostało dokonane dzięki interwencjom państwa.

Po raz kolejny kryzys, wskutek osłabienia wiary w możliwość skutecznego rozwiązywania podstawowych problemów społeczno-gospodarczych wyłącznie poprzez samoregulujący się mechanizm rynkowy, okazał się katalizatorem wprowadzenia w życie idei interwencjonizmu państwowego. Przejawiał się on nie tylko w działaniach na poziomie pojedynczych państw, lecz także między państwami, w działaniach prowadzonych w wielu przypadkach w sposób bardzo skoordynowany. Tym razem jednak uczestnikami zabiegów zmierzających do ratowania przed bankructwem czołowych, prywatnych instytucji finansowych w gospodarkach krajów rozwiniętych stały się również państwowe fundusze majątkowe, w większości przypadków będące własnością rządów krajów rozwijających się. Podmioty te zostały nie tylko włączone w doraźne operacje przeciwdziałające dezintegracji światowego systemu finansowego, lecz stały się trwałym elementem instytucjonalnej sieci bezpieczeństwa finansowego na świecie.

Działalność państwowych funduszy majątkowych na przestrzeni ostatnich lat może być uznana za dowód wyraźnego ścierania się ze sobą dwóch przeciwstawnych koncepcji – kapitalizmu państwowego i kapitalizmu rynkowego, a jednocześnie kolejnej, prawdopodobnej zmiany paradygmatu dotyczącego roli państwa w gospodarce. W najnowszej wersji interwencjonizmu działanie państwa nie ogranicza się jednak jedynie do zaspokajania potrzeb krajowej gospodarki, lecz łączy w sobie także oczekiwania uczestników globalnych rynków finansowych.

Państwowe fundusze majątkowe to podmioty tworzone przez państwa i znajdujące się pod ich kontrolą. Dysponują one, zarządzają i inwestują aktywa finan-

sowe państwa pochodzące z eksploatacji zasobów naturalnych, trwałej nadwyżki w wymianie handlowej, procesów prywatyzacyjnych lub też operacji monetarnych. Działania te są podejmowane w sposób alternatywny w stosunku do zarządzania rezerwami walutowymi przez bank centralny. W odróżnieniu od konserwatywnej polityki prowadzonej przez władze monetarne, państwowe fundusze majątkowe realizują długookresowe strategie inwestycyjne poprzez nabywanie szerokiego portfela aktywów, w tym także denominowanych w walutach obcych. Strategie te są nacechowane preferencjami do ponoszenia ryzyka oraz osiągnięcia możliwie najwyższych stóp zwrotu. Jednocześnie fundusze nie mają formalnych zobowiązań wobec pojedynczych obywateli kraju, z którego się wywodzą.

Charakterystyka analizowanych podmiotów w istocie ujawnia sprzeczności, które łączą w sobie państwowe fundusze majątkowe. Po pierwsze, podmioty te dysponują aktywami finansowymi państw, które jednak są inwestowane podobnie jak środki prywatne poszczególnych osób fizycznych, z wykorzystaniem powszechnie uznanych strategii inwestycyjnych. Po drugie, fundusze zarządzają relatywnie bardzo dużymi zasobami kapitału, które nie są jednak według zapewnień niektórych rządów wykorzystywane do wywierania wpływu na rynki finansowe w innych krajach. Po trzecie, akcjonariat reprezentowany przez fundusze ma w zdecydowanej większości charakter pasywny i mniejszościowy, gdy tymczasem kraje założycielskie stosują w licznych przypadkach centralne sterowanie krajową gospodarką. Po czwarte, mimo że fundusze funkcjonują na zasadzie powiernictwa publicznych środków finansowych, to stosunkowo często państwowe fundusze majątkowe uchylają się od stosowania fundamentalnych reguł ładu korporacyjnego, pozostając podmiotami relatywnie mało transparentnymi.

Różne pochodzenie środków finansowych wykorzystywanych do zasilania funduszy w kapitał, ich odmienne dominujące motywy działania, które dodatkowo podlegają ewolucji wraz z upływem czasu, sprawiają, że państwowe fundusze majątkowe tworzą heterogeniczną kategorię. W jej obrębie są wyróżniane fundusze stabilizacyjne, oszczędnościowe, rozwojowe, fundusze rezerw inwestycyjnych czy też fundusze rezerw emerytalnych. Łącząc w sobie cechy charakterystyczne innych podmiotów rynkowych, takich jak fundusze inwestycyjne czy fundusze emerytalne, oraz upodabniając się pod pewnymi względami do innych instytucji państwowych, takich jak banki centralne, państwowe fundusze majątkowe stanowią przykład podmiotów o cechach hybrydowych. Nade wszystko ich funkcjonowanie jest dowodem na innowacyjność w zarządzaniu aktywami finansowymi państwa.

Mimo że pojedyncze państwowe fundusze majątkowe są obecne na światowych rynkach kapitałowych od kilku dekad, to jednak problematyka funduszy stała się przedmiotem badań dopiero na początku XXI wieku. Po raz pierwszy zjawisko rozwoju specyficznego segmentu podmiotów państwowych, które wymykały się istniejącym klasyfikacjom, zostało zidentyfikowane w 2005 roku (Rozanov, 2005).

Zasadniczo dopiero od tamtej pory państwowe fundusze majątkowe są obiektem badań naukowych, co w naukach ekonomicznych stanowi relatywnie krótki okres. Nasilenie zainteresowania problematyką analizowanych funduszy nastąpiło w momencie wybuchu kryzysu finansowego w gospodarce amerykańskiej i mimo upływu lat nadal stanowią one przedmiot szerokiej eksploracji naukowej. Ostatnie dwadzieścia lat to okres, w którym zaobserwowano wyraźny wzrost zarówno liczby nowo powstających funduszy, jak i wartości aktywów, jakimi zarządzają, oraz aktywności inwestycyjnej na globalnych rynkach finansowych. Mimo to uprawniona może być konkluzja, że wiedza na ich temat w licznych przypadkach jest wciąż niezadowolająca, zarówno w wymiarze poznawczym, jak i aplikacyjnym.

Istniejące nurty badań wydają się koncentrować na kilku wybranych obszarach zagadnień. Pierwszym z nich są artykuły i opracowania, których wspólnym mianownikiem jest dążenie autorów do identyfikacji samych funduszy i wskazania celów ich funkcjonowania oraz prezentacja struktury organizacyjnej badanych podmiotów, w tym również wskazanie metod zarządzania portfelem, opartych na kompetencjach menedżerów wewnętrznych lub zewnętrznych. Badania w tym nurcie obejmują też kwestie prowadzonej przez fundusze polityki inwestycyjnej, modeli wykorzystywanych w alokacji aktywów oraz analizę struktury rynku państwowych funduszy majątkowych i zmiany w jego obrębie. Prace z tego obszaru są ukierunkowane również na badanie portfeli inwestycyjnych oraz strategii inwestycyjnych realizowanych przez poszczególne fundusze. Do wskazanego nurtu badawczego można zaliczyć m.in. prace takich autorów, jak Shai Bernstein i współpracownicy (2009), Gordon Clark i Ashby Monk (2010a, 2010b), Mehmet Caner i Thomas Grennes (2010), Trond Døskeland (2010), Fabio Bertoni i Stefano Lugo (2011), Richard Heaney i współpracownicy (2011), David Kemme (2012), Richard Eccleston (2012), Jean-Marc Blanchard (2014), Marco Mele (2014), Ewa Cieślik (2014a) i Dariusz Urban (2012a, 2013, 2016c).

Drugi nurt badawczy obejmuje prace, w których punkt ciężkości jest kładziony przez autorów na zagadnienie makroekonomicznych skutków działalności państwowych funduszy majątkowych. Prowadzone analizy zmierzają do ustalenia, w jaki sposób transferowane poprzez państwowe fundusze majątkowe aktywa finansowe wpływają na stabilność światowego systemu finansowego, a także jakie skutki wywołują w gospodarkach krajów goszczących oraz krajów, z których fundusze się wywodzą. Badania ukierunkowane są ponadto na prognozowanie zmian w wielkości i kierunkach przepływu kapitału na rynkach światowych wskutek rozwoju rynku funduszy i dalszego kopiowania przez nich zachowań charakterystycznych dla inwestorów zorientowanych na osiągnięcie zysku. Autorami prac odnoszących się do wskazanych tematów są m.in. Roland Beck i Michael Fidora (2008, 2009), Hélèn Raymond (2010), Tao Sun i Heiko Hesse (2010), Mohamed El-Erian (2010), Vincent Gasparro i Michael Pagano (2010), Andrew Rozanov (2010), Dariusz Urban (2011), Alexandre Etemand (2014a, 2014b), Fabio Bertoni i Stefano Lugo (2014) oraz Laura Ebert i Tania La Menza (2015).

W ramach trzeciego nurtu badawczego autorzy podejmują próby ustalenia wpływu działalności inwestycyjnej funduszy na poszczególne podmioty rynkowe, w których fundusze nabywają akcje lub udziały. Badania te skupiają się zarówno na analizie krótkookresowych zmian w finansowych charakterystykach spółek, które odzwierciedlać mogą reakcje uczestników rynku, jak i na zmianach, jakie dokonują się w długim okresie, co stanowi argument do wnioskowania na temat wpływu tej formy akcjonariatu na długoterminowe funkcjonowanie podmiotów rynkowych, przede wszystkim spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Wśród licznych opracowań z tego obszaru można wskazać m.in. prace takich autorów, jak Kathryn Dewenter wraz z zespołem (2010), Jason Kotter i Ugur Lel (2011), Bernardo Bortolotti i współpracownicy (2013), Nuno Fernandes (2011, 2014), Dariusz Urban (2016b), Alessina Ciarlone i Valeria Miceli (2014) oraz Luisa Anderloni i Daniela Vandone (2012).

Czwartym obszarem badawczym są kwestie odnoszące się do problematyki nadzoru korporacyjnego w państwowych funduszach majątkowych. W szczególności sposobie analizie poddawane jest zagadnienie implementacji przez niektóre fundusze dobrowolnych zasad w zakresie ujawniania informacji, ustalonych na forum międzynarodowym, co powinno sprzyjać poprawie transparentności funduszy. Ponadto wysiłek badawczy jest skoncentrowany także na kwestiach geopolitycznych, w tym na związkach pomiędzy zaangażowaniem polityków kraju założycielskiego a strategiami inwestycyjnymi funduszy oraz relacjach politycznych, kulturowych, religijnych i społecznych panujących między krajem, z którego wywodzi się państwowy fundusz majątkowy, a krajami, do których transferowany jest za ich pośrednictwem strumień kapitału. Do tej grupy zaliczają się m.in. prace Ronalda Gilsona i Curtisa Milhaupta (2008), Gordona Clarka i Ashby'ego Monka (2010c), Fabio Bassana (2011), Martiny Jiráňkovej (2012), Sandro Grünenfeldera (2013), Paula Rose (2015) oraz Tomasza Kamińskiego (2015, 2017a, 2017b).

Cele, jakie przyświecają autorowi niniejszej monografii, mają dwojaki charakter. Pierwszym z nich jest analiza, synteza oraz klasyfikacja światowego dorobku naukowego obejmującego problematykę państwowych funduszy majątkowych, a w konsekwencji identyfikacja zagadnień, które powinny być poddane głębszej eksploracji naukowej. Drugim jest weryfikacja za pomocą metod ilościowych wybranych ekonomicznych i finansowych zależności odnoszących się do kluczowych aspektów funkcjonowania funduszy w pojedynczej gospodarce oraz na wybranym rynku finansowym. Cele niniejszej pracy mają zatem wymiar zarówno teoriopoznawczy, jak i empiryczny.

Dotychczasowy stan badań światowych nad państwowymi funduszami majątkowymi pozwala na wskazanie, że w co najmniej dwóch obszarach może on być uznany za niewystarczający. Pierwszym z nich jest problematyka ekonomicznych oraz finansowych motywów tworzenia przez niektóre kraje państwowych funduszy majątkowych. W istniejącym dorobku badawczym jest możliwe zidentyfikowanie jednego opracowania, w którym kwestia ekonomicznych

przesłanek tworzenia funduszy została poddana analizie z wykorzystaniem metod ilościowych (Carpantier, Vermeulen, 2014). Cechuje je jednak łączenie w analizie motywów politycznych i ekonomicznych oraz relatywnie niewielka grupa zmiennych objaśniających, przyjęta w procedurze badawczej, a odnosząca się do finansowych charakterystyk gospodarki kraju założyciela. Według dostępnej autorowi wiedzy, na gruncie polskim brak jest badań, które w sposób pogłębiony oraz z wykorzystaniem narzędzi ilościowych empirycznie weryfikowałyby finansowe i ekonomiczne motywy tworzenia państwowych funduszy majątkowych. Wydaje się zatem, że w tym obszarze występuje luka poznawcza, zaś jej wypełnienie jest ważne oraz pożądane zarówno z punktu widzenia nauki, jak i praktyki gospodarczej, rola i znaczenie funduszy na przestrzeni ostatnich dekad wyraźnie bowiem wzrastają.

Hipoteza główna, która jest sformułowana na użytek badań empirycznych w rozdziale trzecim, zakłada, że tworzenie państwowych funduszy majątkowych jest uwarunkowane czynnikami makroekonomicznymi związanymi z cechami gospodarki kraju założyciela (HG1). Celem badań w tym obszarze jest wskazanie ekonomicznych i finansowych determinant tworzenia przez niektóre kraje na świecie państwowych funduszy majątkowych. Realizacja tak postawionego celu odbędzie się poprzez weryfikację hipotez cząstkowych odpowiadających wybranym przesłankom tworzenia funduszy, zidentyfikowanym w procesie badawczym.

Głębsze, a także pełniejsze poznanie oraz zrozumienie ekonomicznych i finansowych przesłanek skłaniających kraje do utworzenia państwowych funduszy majątkowych może przynieść w konsekwencji korzyści na trzech płaszczyznach. Po pierwsze, wyniki badań na temat ekonomicznych motywów tworzenia funduszy mogą stanowić punkt odniesienia dla krajów, które rozważają utworzenie funduszy. Po drugie, wnioski z przeprowadzonych badań dostarczają argumentów w debacie dotyczącej politycznych aspektów funkcjonowania funduszy, zwłaszcza zaś w przypadku krajów goszczących, do których napływa kapitał inwestowany przez państwowe fundusze majątkowe. Po trzecie, badania empiryczne mogą być źródłem informacji dla instytucji międzynarodowych, w szczególności zajmujących się nadzorem, a tym samym potencjalnie wywierać wpływ na politykę realizowaną przez te instytucje wobec rynku państwowych funduszy majątkowych.

Immanentną cechą państwowych funduszy majątkowych jest ich funkcjonowanie nie tylko w obrębie krajowej gospodarki, lecz również na międzynarodowych rynkach finansowych. W związku z powyższym drugim obszarem badawczym poddanym analizie w niniejszej pracy jest problematyka zachowań inwestorów giełdowych, zachowań będących następstwem ujawnienia informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego do spółki. W tym przypadku dotychczasowe badania koncentrują się na interpretacji samej reakcji rynku, mierzonej z wykorzystaniem analizy zdarzeń. Zgodnie z dostępną autorowi wiedzą,

w literaturze brak jest badań zmierzających do ustalenia, jakie czynniki determinują nadwyżkową stopę zwrotu oraz wskazujących siłę oddziaływania tychże czynników. Ponadto badania samej reakcji rynku są oparte na agregacji danych dla różnych funduszy i różnych rynków kapitałowych (Mietzner i in., 2015; De-wenter i in., 2010).

Tymczasem reakcje te mogą być uwarunkowane zarówno specyfiką danego rynku giełdowego oraz poszczególnymi cechami funduszy, jak i odmiennymi uwarunkowaniami kulturowymi, politycznymi oraz historycznymi, przez pryzmat których inwestorzy mogą reagować na poszczególne przypadki zakupu akcji przez pojedynczy fundusz majątkowy z danego kraju. W tym wypadku agregacja zmiennych skutkować może formułowaniem wniosków, co do których rodzi się podejrzenie, że nie odzwierciedlają faktycznej reakcji inwestorów, lecz są wypadkową zdarzeń na różnych rynkach. Uzasadnia to uwzględnienie w badaniu zarówno specyfiki pojedynczego rynku giełdowego, jak i unikatowych cech państwowych funduszy majątkowych.

W niniejszej pracy przyjmuje się hipotezę, zgodnie z którą reakcja na ujawnienie informacji o nabyciu akcji spółki giełdowej przez państwowy fundusz majątkowych jest determinowana czynnikami związanymi z funduszem dokonującym transakcji, wielkością samej transakcji oraz finansowymi charakterystykami spółki będącej obiektem inwestycji. Jest to hipoteza główna sformułowana dla przeprowadzonych badań empirycznych, opisanych w rozdziale czwartym (HG2). Celem badania jest ustalenie, w jaki sposób zmienne z każdej ze wskazanych grup determinują nadwyżkową stopę zwrotu oraz skumulowaną nadwyżkową stopę zwrotu w przyjętych oknach zdarzenia. Realizacja powyższego celu i przetestowanie hipotezy nastąpi poprzez odpowiedzi na częściowe pytania badawcze.

Biorąc pod uwagę, że zidentyfikowany powyżej problem badawczy nie był do tej pory przedmiotem eksploracji naukowej, wydaje się, że odpowiedź na pytanie odnośnie do sposobu reagowania inwestorów na ujawnienie informacji o inwestycjach dokonywanych przez podmioty państwowe w spółkach giełdowych niesie za sobą walory o charakterze poznawczym i aplikacyjnym. Z jednej strony odpowiedź ta może być argumentem w debacie na temat roli inwestorów instytucjonalnych w spółkach, w tym zwłaszcza tak specyficznych, jak państwowe fundusze majątkowe. Ponadto może ona dostarczyć kolejnych, osadzonych w empirii dowodów na zaangażowanie funduszy w szczególnie istotnych z punktu widzenia bezpieczeństwa państwa sektorach gospodarki, takich jak np. energetyka. Nade wszystko jednak badana reakcja inwestorów może odzwierciedlać aktualny rynkowy pogląd na temat tego, czy państwo poprzez swoje instytucje, w podobny sposób jak czynią to prywatni inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni, może dążyć do efektywnego, nastawionego na maksymalizację stopy zwrotu, alokowania kapitału. Z drugiej natomiast strony, zarówno dla organów zajmujących się nadzorem nad rynkami finansowymi, jak i kreatorów polityki gospodarczej uzyskane wyniki potencjalnie pozwalają stworzyć precyzyjne



narzędzia kontroli nad działalnością tych umocowanych politycznie inwestorów oraz przyczyniają się do regulowania ich działalności w wybranych krajach i na wybranych rynkach kapitałowych, z których część, jakkolwiek w różnym stopniu, jest zależna od napływów międzynarodowego kapitału.

Niniejsza praca ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z czterech rozdziałów. Struktura pracy i układ treści stanowią pochodną wyznaczonych celów badawczych. Rozdział pierwszy poświęcono analizie dwóch kluczowych z punktu widzenia niniejszej pracy zagadnień. Pierwszym zagadnieniem analizowanym i omawianym w tym rozdziale są zmiany i przeobrażenia światowego systemu finansowego oraz gospodarki globalnej. Dla pojedynczych państw powodują one w licznych przypadkach obniżenie efektywności stosowanych dotychczas narzędzi polityki gospodarczej i skłaniają do poszukiwania nowych metod oddziaływania na gospodarkę. Szczególną uwagę zwrócono na takie zagadnienia, jak niestabilność światowego systemu finansowego, ryzyko systemowe, finansyzacja gospodarki, wzrost roli inwestorów instytucjonalnych, niekonwencjonalna polityka banków centralnych oraz nierównowaga globalna. Drugim poruszonym zagadnieniem jest problem akumulacji nadmiernych rezerw walutowych w niektórych gospodarkach na świecie. Najpierw ukazano, jaką rolę pełnią rezerwy walutowe w gospodarce danego kraju, jakimi motywami kierują się kraje, akumulując aktywa rezerwowe oraz jakie koszty ponoszą pojedyncze gospodarki w związku z posiadaniem rezerw w wielkości przekraczającej poziomy referencyjne, uznawane za optymalne. Wskazano ponadto, że w wielu przypadkach źródłem rezerw stały się przychody z eksploatacji zasobów naturalnych, zaś proces ten niesie za sobą liczne negatywne konsekwencje dla krajowej gospodarki, które przejawiają się występowaniem kłopoty surowcowej. Dialog literaturowy przeprowadzony w rozdziale pierwszym służy do zakotwiczenia problematyki państwowych funduszy majątkowych zarówno w teorii ekonomicznej, jak i w realiach gospodarczych współczesnego świata, a także tworzy niezbędny fundament do dalszych analiz.

Rozdział drugi został w całości poświęcony państwowym funduszom majątkowym. Na początku omówiono w nim powstanie i rozwój rynku państwowych funduszy majątkowych. Następnie dokonano uporządkowania terminologicznego oraz zaprezentowano i poddano analizie funkcjonujące w literaturze przedmiotu klasyfikacje funduszy. Ponadto ukazano i omówiono katalog cech odróżniających państwowe fundusze majątkowe od innych podmiotów będących własnością państwa. W dalszej części analizie poddano korzyści płynące z funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych, które wyodrębniono w trzech obszarach: kraju założycielskiego, kraju goszczącego oraz gospodarki globalnej i międzynarodowych rynków finansowych. Zaprezentowano także potencjalne koszty i zagrożenia związane z działalnością funduszy. Kolejną część rozdziału poświęcono przybliżeniu światowego i polskiego dorobku badawczego w zakresie państwowych funduszy majątkowych; zaproponowano w niej nowe kryterium klasyfikowania

artykułów. Na zakończenie rozdziału omówiono potencjalne kierunki i scenariusze rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych.

W rozdziale trzecim przeprowadzono empiryczne sprawdzenie hipotezy odnoszącej się do ekonomicznych i finansowych determinant tworzenia państwowych funduszy majątkowych (HG1). Na początku rozdziału zaprezentowano cel badania, hipotezy badawcze oraz wskazano cechy odróżniające realizowane badanie od innych podobnych analiz. Ponadto przedstawiono przesłanki skłaniające do podjęcia samych badań. Następnie scharakteryzowano metodykę badania, opisując procedurę badawczą oraz wykorzystane narzędzie badawcze, którym była regresja logistyczna, a także wskazując przesłanki skłaniające do wyboru określonego katalogu zmiennych objaśniających. W kolejnej części zaprezentowano i omówiono wyniki empiryczne przeprowadzonych badań oraz wskazano sposoby weryfikacji odporności modeli. Ostatnia część rozdziału trzeciego zawiera podsumowanie procesu badawczego wraz ze wskazaniem potencjalnych kierunków dalszych studiów w analizowanym obszarze.

Ostatni rozdział pracy wyodrębniono z uwagi na drugi, empiryczny cel monografii, jakim było wskazanie czynników determinujących reakcję inwestorów na ujawnienie informacji o zakupie przez państwowe fundusze majątkowe akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie (HG2). Podobnie jak w poprzednim rozdziale empirycznym, na wstępie sformułowano cel badania oraz zaprezentowano pytania badawcze. Następnie, wobec braku punktów odniesienia w literaturze związanej z funduszami, omówiono wyniki badań z pokrewnych obszarów, odnoszące się do roli inwestorów instytucjonalnych w spółkach oraz znaczenia własności państwowej jako jednej z form akcjonariatu. W dalszej kolejności opisano procedurę badawczą obejmującą kwestie narzędzia badawczego, próby badawczej oraz wykorzystanych zmiennych. Kolejna część rozdziału czwartego zawiera prezentację i omówienie wyników empirycznych uzyskanych w toku badań własnych. Na koniec sformułowano wnioski odnoszące się do postawionych pytań badawczych, a ponadto wskazano potencjalne obszary dalszej eksploracji naukowej.

W zakończeniu pracy zamieszczono wnioski końcowe podsumowujące przeprowadzone badania oraz wskazówki odnoszące się do potencjalnych kierunków dalszych badań empirycznych nad państwowymi funduszami majątkowymi.

Przetestowania hipotez badawczych dokonano z wykorzystaniem metod regresji liniowej oraz regresji logistycznej. W niniejszej pracy wykorzystano zarówno piśmiennictwo światowe, jak i dorobek naukowy polskich autorów, a także opracowania instytucji międzynarodowych. Pełna lista źródeł bibliograficznych obejmuje ponad 500 pozycji. Źródłem danych, na których opierały się badania empiryczne przeprowadzone przez autora, były unikatowa i najbardziej kompleksowa baza transakcji zawieranych przez państwowe fundusze majątkowe, stworzona przez Sovereign Wealth Funds Institute, a ponadto bazy Banku Światowego oraz Thomson Reuters Eikon.



Praca, według wiedzy autora, jest pierwszą na gruncie polskiej literatury przedmiotu próbą kompleksowej analizy problematyki państwowych funduszy majątkowych przez pryzmat finansowy i ekonomiczny, na tle kluczowych zjawisk oraz procesów toczących się w gospodarce globalnej. Stanowi ona jednocześnie kontynuację dotychczasowych badań autora prowadzonych w ostatnich ośmiu latach. Dokonano w niej syntezy światowego dorobku badawczego odnoszącego się do państwowych funduszy majątkowych, zaś prace rodzimych autorów wpleciono w dialog literaturowy wykorzystujący badania zagranicznych autorów, co pozwoliło na jego wartościowe uzupełnienie. Prezentowane w pracy badania empiryczne albo stanowią rozwinięcie tych prowadzonych przez autora wcześniej, albo odnoszą się do zagadnień, które w dotychczasowych badaniach pomijano. W wymiarze międzynarodowym, biorąc pod uwagę relatywnie krótki okres prowadzenia badań nad problematyką państwowych funduszy majątkowych oraz uwzględniając aktualny stan wiedzy w tym zakresie, niniejsza praca może być zaliczona do grupy opracowań książkowych mających pewne cechy i znamiona nowatorskiego spojrzenia na badane zagadnienie. Jej wartość dodana polega na osadzeniu problematyki funduszy w szerszym kontekście przeobrażeń gospodarki globalnej, kompleksowej analizie makroekonomicznych czynników oddziałujących na skłonność do tworzenia funduszy oraz badaniu relacji pomiędzy cechami funduszy i charakterystykami spółek a reakcją rynku na ujawnienie informacji, na podstawie największej jak do tej pory próby badawczej.

Pragnę podziękować prof. dr. hab. Janowi Jeżakowi, dr. Tomaszowi Kamińskiemu, prof. dr. hab. Jerzemu Różańskiemu, dr. hab. Grzegorzowi Urbankowi, prof. UŁ, pierwszym czytelnikom niniejszej rozprawy za podzielenie się swoimi uwagami. Podziękowania składam również osobom, które udzieliły mi wsparcia zarówno na etapie tworzenia zrębów koncepcji rozprawy, jak i w trakcie pisania poszczególnych rozdziałów, a przede wszystkim w okresie finalizowania prac empirycznych. Dziękuję recenzentom: dr. hab. Markowi Dąbrowskiemu, prof. UEK oraz dr. hab. Pawłowi Baranowskiemu, prof. UŁ. Refleksje po lekturze obu recenzji skłoniły mnie do poszerzenia zakresu badań empirycznych oraz pozwoliły nadać książce ostateczny kształt. Słowa podziękowania kieruję również do dr. hab. Tomasza Czapli, prof. UŁ, Dziekana Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, za dofinansowanie publikacji niniejszej monografii.

## Rozdział 1

# Państwo wobec wyzwań globalizacji i ewolucji światowego systemu finansowego

### 1.1. Wprowadzenie

Państwo stanowi kluczowy element konstytuujący system gospodarczy, niezależnie od tego, czy jest on rozpatrywany z poziomu regionalnego, krajowego czy też ma wymiar międzynarodowy, globalny. Refleksje na temat roli państw w gospodarce znajdują się niezmiennie w głównym nurcie rozważań prowadzonych w ramach nauk ekonomicznych. Zmienność poglądów prezentowanych na ten temat w różnych okresach, zarówno w wymiarze teoretycznym, jak i w praktyce gospodarczej, może być dowodem na nieustanne ścieranie się odmiennych koncepcji dotyczących wielkości państwa w relacji do sektora prywatnego oraz sposobów i zakresu oddziaływania państwa na procesy rynkowe.

Istnieją podstawy i przesłanki, by domniemywać, że po okresie dominacji podejścia neoliberalnego, w którym rola i znaczenie państwa są najlepiej zobrazowane przez tzw. Konsensus Waszyngtoński, wskutek m.in. zmian w globalnym układzie sił gospodarczych, działań podejmowanych w następstwie ostatniego kryzysu finansowego oraz postępującego wzrostu zależności w światowym systemie gospodarczym, w tym zwłaszcza w wymiarze finansowym, następuje przewartościowanie dotychczasowych poglądów. Coraz silniej są prezentowane krytyczne głosy i zastrzeżenia zgłaszane pod adresem współczesnego liberalizmu (Piketty, 2015; Czekał, Owsiak, 2015; Overbeek, van Apeldoorn, 2012; Roubini, Mihm, 2011; Kołodko, 2010; Żyżyński, 2009; Krugman, 2007; Plehwe i in., 2006; Stiglitz, 2002). Działania podejmowane przez liczne rządy na całym świecie, w tym również w grupie gospodarek wschodzących, skłaniają niektórych badaczy do konkluzji, że mamy obecnie do czynienia z ujawnianiem się tendencji do głębszego i silniejszego angażowania się państwa w procesy gospodarcze. Wskazywane jest, że w istocie następuje odwrócenie dotychczasowych poglądów na rolę państwa, a na określenie tej sytuacji autorzy używają takich terminów, jak „nowy merkantylizm”, „kapitalizm państwowy” czy też „ponadnarodowy kapitalizm państwowy” (Megginson, 2016; Musacchio, Lazarrini, 2014; Jiráňková, 2012; Brenner, 2009; Gilson, Milhaupt, 2008).

Opisywane zjawisko zdaje się ujawniać w sposób szczególny w gospodarkach krajów rozwijających się oraz przechodzących procesy transformacji ustrojowej. Po latach, w których prywatyzacja własności państwowej oraz oddawanie kolejnych obszarów gospodarki pod wyłączne władanie mechanizmu rynkowego stanowiły kluczowy element polityki gospodarczej, zaś wymóg i nakaz dalszych deregulacji oraz sprzedaży majątku państwowego były zaleceniami kierowanymi przez globalne instytucje finansowe do wszystkich krajów rozwijających się, które doświadczały trudności finansowych i ekonomicznych, pojawiają się dowody świadczące o dokonującej się właśnie zmianie (Urban, 2017b). Dotyczy to zwłaszcza wymiaru finansowego, w ramach którego od początku nowego wieku rządy państw ogółem zwiększyły wielkość posiadanych aktywów, a w licznych przypadkach państwo poprzez podległe instytucje przyjmuje funkcję inwestora na rynkach finansowych, a nie tylko właściciela aktywów w poszczególnych segmentach rynku (Bortolotti i in., 2014).

Co ważne, za działaniami tymi wydają się stać motywy natury ekonomicznej i finansowej. Po części nabywanie aktywów finansowych w drodze nacjonalizacji przedsiębiorstw ma na celu ograniczanie ryzyka w systemie gospodarczym oraz zapewnienie płynności finansowej na wybranych rynkach. Jednakże w wielu przypadkach obserwacje działań rządów państw uprawniają do wyciągnięcia wniosku, że dążą one do transformacji różnych form majątku, jakim dysponują, jego dywersyfikacji oraz alokowania w sposób umożliwiający, podobnie jak czynią to inwestorzy z sektora prywatnego, maksymalizację zysku przy akceptowaniu towarzyszącego temu wyższego poziomu ryzyka inwestycyjnego. Podejmowane działania mogą być uznane z jednej strony za przejaw rosnącego znaczenia stabilizacyjnej funkcji państwa, z drugiej zaś jako sygnał świadczący o gotowości do odgrywania przez nie bardziej aktywnej roli, szczególnie w obliczu zagrożeń ekonomicznych i finansowych, jakie dla wielu krajów niosą pogłębiona integracja gospodarcza, globalizacja i liberalizacja. W konsekwencji dużego stopnia ufinansowania gospodarki oraz odejścia od finansowania zadłużenia sektora państwowego opartego na systemie bankowym w kierunku pozyskiwania środków finansowych z rynków kapitałowych nastąpił wzrost zależności państwa od globalnych przepływów kapitału oraz ryzyka związanego z jego nagłymi odpływami. To rynki finansowe stały się w wielu sytuacjach pierwszym i najszybciej działającym recenzentem realizowanej przez poszczególne państwa polityki gospodarczej, ograniczając zakres ich potencjalnych reakcji i zachowań w odpowiedzi na określone bieżące zjawiska gospodarcze czy też w odniesieniu do konkretnych, długookresowych strategii gospodarczych.

Wraz z dynamicznie postępującymi zmianami w gospodarce globalnej konieczność realizacji przez państwo celów ekonomicznych, społecznych i politycznych skłoniła do monitorowania efektywności dotychczas stosowanych narzędzi oraz wymusiła poszukiwanie nowych rozwiązań, które w większym stopniu odpowiadają wyzwaniom, przed którymi w XXI wieku stają poszczególne państwa oraz

pojedyncze gospodarki narodowe. Dotyczy to zarówno zasobów finansowych, jakimi dysponują państwa, jak i instytucji, które znajdują się w ich władaniu. Przykładem odzwierciedlającym alternatywne wykorzystanie dotychczasowych zasobów finansowych pozostających w rękach państwa w połączeniu z nowym typem instytucji państwowych jest realizowany w kilkudziesięciu krajach świata nowy model zarządzania nadmiernymi rezerwami walutowymi poprzez państwowe fundusze majątkowe. Problematyka państwowych funduszy majątkowych ogniskuje w sobie najważniejsze zmiany dokonujące się w ostatnich latach w gospodarce globalnej i na międzynarodowych rynkach finansowych.

## **1.2. Przeobrażenia światowego systemu finansowego oraz zmiany w gospodarce globalnej**

### **1.2.1. Zarys problemu**

Funkcjonowanie państwa oraz realizacja zakładanych przez niego celów, zwłaszcza w wymiarze ekonomicznym i finansowym, podobnie jak działalność innych podmiotów gospodarczych, odbywa się w ramach określonego porządku instytucjonalno-prawnego oraz jest zakotwiczone w wielowymiarowej sieci zależności zarówno w wymiarze krajowym, regionalnym, jak i na poziomie gospodarki światowej. Wiąże się ponadto z koniecznością bieżącego uwzględniania zjawisk oraz procesów toczących się w bliższym i dalszym otoczeniu, a także przewidywania przyszłych trendów oraz skutków podejmowanych decyzji. Nade wszystko wymaga jednak nieustannego wchodzenia w interakcje z innymi uczestnikami procesów gospodarczych. Wobec powyższych argumentów wydaje się, że kluczową kwestią jest zrozumienie istoty oraz znaczenia światowego systemu finansowego, który kształtuje i determinuje otoczenie ekonomiczne, w jakim działają poszczególne gospodarki.

W dalszej części rozdziału przedstawiono najistotniejsze, zdaniem autora, a zarazem kluczowe z punktu widzenia głównego celu pracy zagadnienia odnoszące się do światowego systemu finansowego oraz gospodarki globalnej. Ich prezentacja wydaje się zasadna, biorąc pod uwagę wielość oczekiwań, jakie wobec państwowych funduszy majątkowych stawiają zarówno kreatorzy polityki gospodarczej w kraju, jak i uczestnicy globalnych rynków finansowych. Katalog prezentowanych zagadnień nie może być uznany za zamknięty, zaś autor ma pełną świadomość, że niektóre zagadnienia zostały pominięte (np. problem zadłużenia, polityka makroostrożnościowa, skuteczność polityki budżetowej czy też skrócenie horyzontu inwestycyjnego).

### 1.2.2. Niestabilność światowego systemu finansowego

Problematyka systemu finansowego, z akcentem stawianym na różne jego elementy, stanowi w ostatnich latach temat ożywionej debaty akademickiej, czego wyrazem jest wzrost publikacji naukowych poświęconych analizie tego zagadnienia. Dotyczy to również publikacji krajowych. Istnieją podstawy, by przypuszczać, że jednym z argumentów za podjęciem intensywniejszej naukowej eksploracji w tym zakresie były i są przeobrażenia światowego systemu finansowego, których skutki dotyczą niemalże wszystkich gospodarek na świecie. Wzrost zainteresowania systemem finansowym wynikał również ze zmian w postrzeganiu racjonalności podmiotów gospodarczych oraz cech rynku finansowego. Podstawowym wyzwaniem z punktu widzenia prowadzenia badań wydaje się zdefiniowanie, czym jest system finansowy. Zadanie to było podejmowane przez licznych autorów (Owsiak, 2002, s. 234; Pietrzak i in., red., 2008 s. 18–19), jednakże konkluzja, jaka wypływa z cytowanych opracowań, może być sprowadzona do stwierdzenia, że w tej kwestii brak jest konsensusu. Najprawdopodobniej jest to wynikiem złożoności i wielowątkowego charakteru omawianego zjawiska, a także rozpatrywania problematyki z odmiennych punktów widzenia.

Pogłębione rozważania w tym obszarze zawarte są w opracowaniach Anny Matysek-Jędrych (2007a, 2007b, 2008). Cytowana autorka definiuje system finansowy jako układ wzajemnie powiązanych instytucji finansowych, rynków finansowych oraz elementów infrastruktury systemu finansowego, dzięki którym podmioty sfery realnej, zwłaszcza zaś gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i rząd, mogą pozyskiwać fundusze, inwestować oszczędności oraz zaspokajać pozostałe potrzeby związane z finansową sferą funkcjonowania (Matysek-Jędrych, 2007, s. 41). Zasadnicze funkcje systemu finansowego sprowadzają się do zapewnienia transferu środków ekonomicznych w wymiarze czasowym i przestrzennym, skutecznych metod oraz procedur zarządzania ryzykiem, sposobów rozliczania i dokonywania płatności, mechanizmów gromadzenia środków pieniężnych, a także ich podziału między podmioty gospodarcze, informacji o cenie w celu koordynowania procesu podejmowania decyzji gospodarczych oraz sposobów pokonywania problemów niedostatku motywacji w sytuacji występowania zjawiska asymetrii informacji (Merton, Bodie, 1995, s. 5). Spójne, a zarazem komplementarne spojrzenie na funkcje systemu finansowego można odnaleźć w pracach Edvina Naeve'a (2009).

Artykuły i opracowania poruszające problematykę systemu finansowego odnoszą to zagadnienie m.in. do kwestii złożoności systemu (Zwolankowski, 2015), wpływu na wzrost gospodarczy (Kowalewski, 2010; Pietrucha, 2013), związku systemu finansowego z redukcją ubóstwa (Potocki, 2015), skuteczności polityki pieniężnej wobec ewolucji systemu (Tymoczko, 2002) zmian w nadzorze finansowym (Hryckiewicz, Pawłowska, 2014), analizy porównawczej systemów finansowych (Mikita, 2013) lub też zarządzania ryzykiem systemu finansowego

(Solarz, 2015). Wydaje się jednak, że punkt ciężkości jest kładziony na kwestie stabilności i niestabilności samego systemu oraz jego przeobrażeń i wynikających z tego konsekwencji (Iwanicz-Drozdowska, 2014; Mitrega-Niestrój, 2014; Alińska, Pietrzak, 2012; Alińska, red., 2012; Pera, 2012; Kałużyńska, 2009).

Taki kontekst analizy systemu finansowego wydaje się zdeterminowany z jednej strony ostatnim światowym kryzysem finansowym, który unaocznili złożoność systemu i jego podatność na impulsy destabilizujące, z drugiej zaś może być pochodną zjawisk w gospodarce globalnej w ostatnich dekadach, które oddziałują na funkcjonowanie systemu finansowego. Kierunek tego oddziaływania, w opinii licznych autorów, nie jest jednoznaczny. W grupie głównych czynników wywierających wpływ na kształt i funkcjonowanie systemu finansowego wskazuje się zjawisko liberalizacji finansowej, obejmujące m.in. deregulację stóp procentowych, wprowadzenie konkurencji między odmiennymi formami finansowania oraz zwiększenie otwartości krajowych systemów finansowych, będące razem przejawem szerszej tendencji ograniczenia bezpośredniej interwencji państwa (Allegret i in., 2003, s. 74). Z jednej strony uważa się, że wpływ analizowanego zjawiska na system finansowych jest pozytywny, gdyż liberalizacja finansowa przyczynia się do rozwoju rynków finansowych (Kaminsky, Schmukler, 2002), zwiększenia przejrzystości, odpowiedzialności instytucji i rynków oraz do ograniczenia asymetrii informacyjnej (Mishkin, 2001), wzrostu konkurencyjności i efektywności krajowego sektora bankowego (Cleassens i in., 2001), poprawy tempa wzrostu gospodarczego (Bekaert i in., 2011), wzrostu akumulacji kapitału (Levchenko i in., 2008) oraz jego produktywności (Gehring, 2013). Z drugiej strony zaś wskazuje się, że liberalizacja przy braku niezbędnych reform makroekonomicznych może przyczynić się do niestabilności systemu finansowego (Ishii, Habermeier, 2002), wzrostu krajowych stóp procentowych i zwiększenia amplitudy ich wahań (Honohan, 2000) lub wiązać się z odpływem krajowego kapitału, spadkiem dochodów oraz zwiększaniem finansowej niestabilności (Ahmed, 2013). Pogłębione analizy dotyczące korzyści i zagrożeń związanych z liberalizacją przepływów kapitałowych na gruncie polskim są prezentowane m.in. w opracowaniu Małgorzaty Janickiej (2008). W przywołanym tekście po stronie kosztów wskazano zmniejszenie zasobów kapitału krajowego skutkujące niedoborem środków inwestycyjnych, ograniczoną możliwość prowadzenia autonomicznej polityki monetarnej, trudności z utrzymaniem pozycji konkurencyjnej danej gospodarki na rynkach międzynarodowych oraz trudności w utrzymaniu równowagi zewnętrznej i stabilności finansowej kraju.

Drugim głównym czynnikiem wywierającym wpływ na system finansowy są procesy globalizacyjne. Podobnie i w tym przypadku charakter oddziaływania nie jest jednoznaczny. Część autorów wskazuje, że proces ten m.in. wzmocnił tworzenie mobilnych form kapitału, zwiększających płynność (Hausler, 2002), dzięki lepszej alokacji ryzyka przyczynił się do obniżenia kosztu kapitału (Prasad i in., 2003), umożliwił większą dywersyfikację portfeli inwestycyjnych inwestorów krajowych



i zagranicznych, zwiększył głębokość oraz efektywność krajowego systemu finansowego (Hanson i in., 2003), a także spowodował rozwój instytucji nadzoru korporacyjnego (Stulz, 2005) oraz wywarł pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy (Rybiński, 2007). W opozycji do tego nurtu badań dowodzi się, że globalizacja finansowa zwiększa niestabilność systemu finansowego (Schmukler i in., 2003), podwyższa ryzyko gwałtownego i spekulacyjnego odpływu kapitału, który negatywnie determinuje kurs walutowy, stopy procentowe i ceny aktywów kapitałowych (Obadan, 2006), przyczynia się do szybkiej transmisji szoków między krajami (Prasad i in., 2003) oraz efektu zarażania między instytucjami finansowymi oraz rynkami (Borcuch, 2009), co wpływa na poziom produkcji i zatrudnienia w gospodarkach (Solimano, 1999), a ponadto utrudnia prowadzenie niezależnej polityki monetarnej i fiskalnej w gospodarce (Obadan, 2006), zwiększa wahania w poziomie konsumpcji krajowej (Kose i in., 2003) oraz umożliwia narastanie nierównowagi w gospodarce światowej do rozmiarów, które w przyszłości mogą stać się groźne dla jej stabilności (Małecki, 2007).

W obliczu odmiennych wniosków odnośnie do kierunku oddziaływania liberalizacji i globalizacji na system finansowy oraz opierając się na doświadczeniach ostatniego kryzysu finansowego w literaturze jest stawiane pytanie o stabilność systemu finansowego. Mimo że pojęcie stabilności bywa definiowane w sposób niejednolity, czego dowodzą liczne opracowania (Iwanicz-Drozdowska, 2014; Zygierewicz, 2013; Żywiecka, 2012; Kałuzińska, 2009; Alawode, Al Sadek, 2008), częstokroć również poprzez wskazywanie, czym jest niestabilność systemu finansowego (Niedziółka, 2009, s. 69), to generalnie można przyjąć, że stan stabilności systemu finansowego oznacza zdolność do efektywnego przebiegu procesów ekonomicznych (w tym do efektywnej alokacji zasobów), oceny ryzyka finansowego, jego wyceny, alokacji i zarządzania nim oraz realizacji tych zadań w warunkach wystąpienia szoków zewnętrznych, dzięki mechanizmom samokorygującym (Schinasi, 2004, s. 7–8; Żukowska, 2012, s. 420). Z uwagi na zasadniczą rolę podmiotów instytucjonalnych w zapewnianiu stabilności systemu finansowego, zagadnienie stabilności jest przedmiotem zainteresowania nie tylko przedstawicieli środowiska akademickiego, lecz również banków centralnych (NBP, 2016; ECB, 2016), a także instytucji międzynarodowych (IMF, 2014). Pogłębioną analizę problematyki pomiaru stabilności finansowej można odnaleźć m.in. w opracowaniach Pawła Smagi (2014), Tomasza Chmielewskiego (2014) i Pawła Niedziółki (2009).

Ujmując w sposób syntetyczny najbardziej istotne wnioski płynące z analiz przeprowadzonych przez polskich autorów, którzy odnoszą się do tematyki stabilności (niestabilności) systemu finansowego, można sformułować następujące konkluzje.

Po pierwsze, niestabilność instytucji finansowych wiąże się z ryzykiem poniesienia znaczących w skali całej gospodarki strat, które wykraczają swoim podmiotowym zasięgiem poza określoną grupę inwestorów (Niedziółka, 2009, s. 71).

Po drugie, współczesny globalny system finansowy zawiera w swojej architekturze czynniki o charakterze kryzysogennym, a wśród nich m.in. wysokie nierównowagi zewnętrzne, problemy z płynnością międzynarodowych instytucji finansowych w warunkach narastania awersji do ryzyka, nierównomierne tempo przyrostu depozytów krajowych w relacji do wzrostu akcji kredytowych, ryzyko odpływu kapitału oraz deprecjacji walut narodowych (Pera, 2012, s. 418). Endogeniczne źródła niestabilności systemu wynikają ze specyfiki prowadzonej przez instytucje finansowe działalności, w której ujawniają się liczne rodzaje ryzyka (w tym m.in. kredytowe, rynkowe, stopy procentowej, walutowe, płynności, adekwatności kapitałowej) (Mitręga-Niestrój, 2014, s. 18).

Po trzecie, istnieje potrzeba tworzenia sieci bezpieczeństwa finansowego oraz specjalnych mechanizmów umożliwiających utrzymanie bezpieczeństwa systemu finansowego, co jest uzasadniane zawodnością mechanizmu rynkowego w zapewnianiu pełnej stabilności systemowej oraz eliminowaniu ryzyka systemowego i kryzysów finansowych, a także niedoskonałościami rynku finansowego objawiającymi się m.in. poprzez asymetrię informacyjną i pokusę nadużycia, błędy popełniane przez kreatorów polityki monetarnej, brak koordynacji pomiędzy różnymi podmiotami odpowiedzialnymi za prowadzenie polityki gospodarczej państwa oraz słabość systemu nadzoru (Alińska, 2012, s. 92).

Po czwarte, obok globalizacji i liberalizacji finansowej, do głównych procesów tworzących grunt dla niestabilności finansowej jest zaliczana ponadto finansjalizacja (Mitręga-Niestrój, 2014, s. 25). W wielu przypadkach rynki finansowe oraz ważne systemowo instytucje finansowe (ze względu na wartość aktywów w relacji do produktu krajowego brutto) oderwały się od fundamentów (realnej sfery gospodarki) i zaczęły tworzyć byt sam w sobie, co wskazuje na nierozwiązywalny problem stopnia ufinansowania globalnej gospodarki (Zaleska, 2012, s. 400). Pozostałe czynniki destabilizujące to m.in. wahania cen surowców, w tym nośników energii i ropy naftowej, wysokie zadłużenie jednych i jednocześnie wysokie nadwyżki finansowe innych krajów i niska stopa oszczędności (Żukowska, 2012, s. 431).

Po piąte, globalny kryzys finansowy odsłonił wiele słabości w regulacjach i sposobie sprawowania nadzoru, a wśród nich nadmierne lewarowanie instytucji finansowych, brak wiążących dla banków norm płynności, niską jakość posiadanych kapitałów oraz brak analizy ryzyka systemowego (Iwanicz-Drozdowska, Lepczyński, 2014, s. 55). Z kolei, jak przekonuje Halina Zadora (2012, s. 624), jeśli w mechanizmie autoregulacji istnieje błąd systematyczny, to w konsekwencji prowadzi to do niestabilności finansowej systemu, kumulującego zaburzenia i w rezultacie system finansowy oczekuje interwencji instytucji zewnętrznych (państwa, organizacji ponadnarodowych) aby mógł odzyskać zdolność do realizowania przypisanych mu funkcji.

Po szóste, doświadczenia ostatniego kryzysu dowodzą, że jednym z kluczowych podmiotów instytucjonalnych, których działania mają na celu zapewnianie stabilności systemu finansowego, są banki centralne. W wielu wypadkach podejmowane przez nie działania, w tym m.in. polityka luzowania ilościowego, miały



bezprecedensowy charakter i skalę oraz często wykraczały poza mandat nadający priorytet celowi monetarnemu (Smaga, 2014, s. 27–28). Ponadto wskazuje się, że bank centralny może lepiej niwelować szoki finansowe aniżeli zewnętrzne instytucje nadzorcze (Hryckiewicz, Pawłowska, 2014, s. 540).

Po siódme, z uwagi na zjawisko asymetrii informacyjnej, pojawianie się coraz to nowych innowacji, a niekiedy bardzo skomplikowanych w swoim kształcie produktów finansowych, sprawia, że nawet szeroki zakres obowiązków informacyjnych może nie być w stanie kompensować tej asymetrii, co stanowi przesłankę i argument za dynamicznym podejściem do regulacji finansowych (Kokoszczynski, 2012, s. 171). Kryzys finansowy ujawnił ponadto, że uczestnicy rynku mają ograniczoną zdolność percepcji ryzyka, instytucje regulujące natomiast niedoskonałą wiedzę na temat związków przyczynowo-skutkowych występujących na globalnych rynkach finansowych oraz napotykać na bariery w wywieraniu wpływu na zachowania uczestników tego rynku (Zwolankowski, 2015, s. 143).

W obliczu przedstawionych wniosków zasadne wydaje się spojrzenie w sposób bardziej szczegółowy na kluczowe zjawiska oraz procesy zmian, które dotyczą światowego systemu finansowego i gospodarki globalnej. Dopiero pełniejsze ich zrozumienie stanowi bowiem warunek konieczny do analizowania trudności, jakie organizmy państwowe napotykać na drodze realizacji celów ekonomicznych i społecznych, a także do wskazania, że działalność stabilizacyjna państwa wymaga stosowania nowych, częstokroć innowacyjnych rozwiązań.

### **1.2.3. Ryzyko systemowe oraz postępująca finansyzacja gospodarki globalnej**

Konsekwencją występującej obecnie wielopłaszczyznowej współzależności pomiędzy poszczególnymi gospodarkami narodowymi, a także przeobrażeń dokonujących się w gospodarce globalnej jest wysoka wrażliwość światowego systemu na impulsy destabilizujące. W literaturze równoległe do zagadnienia stabilności (niestabilności) systemu finansowego bada się i analizuje kwestię ryzyka systemowego. Jak dowodzi Milena Kabza (2012, s. 407), ten typ ryzyka różni się od innych jego rodzajów, ponieważ jest określany przez skutki, jakie wywołuje, nie zaś przez przyczyny, które leżą u jego podstaw. Ryzyko systemowe może przyjmować liczne formy, podlegać ewolucji, szybko rozwijać się oraz być trudne do przewidzenia. Dotyczy ono zarówno poszczególnych instytucji, jak i wzajemnych powiązań pomiędzy nimi, zaś u podłoża zdarzeń, które mogą wywierać wpływ na system finansowy, leżą różne czynniki, zależne od okoliczności i uwarunkowań rynkowych. Ryzyko systemowe odnosi się do sytuacji, w której indywidualna niestabilność lub niestabilność systemu finansowego prowadzi do jednoczesnych upadłości wielu instytucji finansowych, natomiast zdarzenia je generujące zwykle

odznaczają się niskim prawdopodobieństwem wystąpienia, ale powodują znaczące w skali systemu finansowego straty (Niedziółka, 2009, s. 73).

Zgodnie z definicją zaproponowaną przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF, 2011, s. 7) ryzyko systemowe to ryzyko wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu systemu finansowego lub jego istotnej części, które może wywołać poważne, negatywne skutki dla realnej sfery gospodarki. Szczegółowe analizy przytaczanych w światowej literaturze przedmiotu definicji ryzyka systemowego zostały przeprowadzone przez Pawła Smagę (2014, s. 39–40). Wskazuje on, że badacze skupiają się na różnych aspektach tego zjawiska, takich jak załamanie zaufania, skorelowanie ekspozycji instytucji finansowych, negatywny wpływ na realną sferę gospodarki, asymetria informacyjna, bańki w różnych klasach aktywów finansowych, efekty zarażania, negatywne efekty zewnętrzne czy też efekty zwrotne. Nie jest to lista zamknięta, a polscy autorzy wskazują również na inne czynniki, stanowiące w ich opinii źródło ryzyka systemowego. Jako jedno z nich wskazywana jest np. europejska unia bankowa (Koleśnik, 2015, s. 91).

W literaturze są prezentowane różnorakie klasyfikacje czynników determinujących ryzyko systemowe. W jednej z nich zakłada się, że przyczyny można podzielić na dwie kategorie: związane z niesprawnością rynków oraz wynikające z niedoskonałości regulacji rynków finansowych. W pierwszej grupie jako czynniki sprawcze są wskazywane zjawisko zarażania, nieefektywność informacyjna rynku, pokusa nadużycia oraz kryzysy; w drugiej mieszczą się m.in. liberalizacja przepływów finansowych, wprowadzanie innowacji finansowych, które destabilizują rynek, a także przyzwolenie na funkcjonowanie instytucji finansowych podejmujących nadmierne ryzyko (Karkowska, 2012a, s. 161).

W odmiennej klasyfikacji źródeł ryzyka systemowego upatruje się w czynnikach o charakterze endogenicznym, takich jak m.in. ryzyko płynności, rynkowe, stopy procentowej, walutowe (czynniki zlokalizowane w instytucjach finansowych), efekt zarażania, ryzyko kontrahenta i zmienność cen instrumentów finansowych (czynniki związane z rynkami finansowymi), ryzyko regulacyjne, systemów płatniczych i rozliczeniowych (determinanty ryzyka uwarunkowane czynnikami infrastrukturalnymi) i wreszcie kondycja finansowa samych podmiotów gospodarczych – przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W przywołanej klasyfikacji w grupie czynników egzogenicznych są wskazywane czynniki związane z sytuacją makroekonomiczną (inflacja, bezrobocie), realizowaną polityką pieniężną (poziom stóp procentowych), wydarzeniami politycznymi oraz katastrofy spowodowane przez czynniki naturalne (Schinasi, 2006, s. 5).

Ogół determinant ryzyka systemowego jest dzielony również na czynniki o charakterze makroekonomicznym i mikroekonomicznym (Nier i in., 2008, s. 24–25). Wśród tych pierwszych wskazuje się zakumulowane ryzyko wynikające ze wzrostu korelacji ekspozycji. Do drugiej kategorii są zaliczane skutki upadłości instytucji o znaczeniu systemowym. Oba wymiary wzajemnie przenikają się, zaś poszczególne kategorie ryzyka jednego poziomu wpływają na drugi. Jeszcze inny podział

zakłada występowanie trzech rodzajów ryzyka systemowego (Bancarewicz, 2005, s. 27). Pierwszy z nich dotyczy silnych zakłóceń w skali makroekonomicznej, którymi są negatywne zaburzenia zewnętrzne uniemożliwiające prawidłowe wypełnianie funkcji przez system finansowy. Drugi rodzaj to kryzysy łańcuchowe odnoszące się do efektu rozprzestrzeniania się ryzyka, kiedy to straty poniesione przez jeden podmiot generują straty w powiązanych instytucjach. Trzeci rodzaj ryzyka systemowego jest reprezentowany przez kryzysy ponownego oceniania, w przypadku których występuje nasilenie zjawiska asymetrii informacji na temat podobieństwa ekspozycji danych podmiotów na ryzyko. W tej sytuacji większe podobieństwo ekspozycji względem upadającego podmiotu determinuje większe prawdopodobieństwa rozprzestrzenienia się tego rodzaju ryzyka systemowego.

Ujawnienie się ryzyka systemowego i jego materializacja są wskazywane jako główna i bezpośrednia przyczyna ostatniego kryzysu finansowego na świecie. W jego wyniku zarówno instytucje finansowe, jak i gospodarki wielu krajów były zmuszone ponieść bezprecedensowe wysokie straty. Narastające nierównowagi w gospodarce i systemie finansowym nie spotkały się bowiem z adekwatnymi działaniami, również z uwagi na fakt, że żadna instytucja nie miała mandatu do ograniczenia ryzyka systemowego, które w rezultacie wymknęło się spod kontroli (Szpunar, 2012, s. 2). W literaturze wskazuje się, że jednym z powodów uniemożliwiających ocenę ryzyka systemowego na rynkach finansowych generujących płynność jest luka informacyjna w zakresie statystyki finansowej (Siwiński, 2013, s. 10).

Zasadnicze powody wzrostu znaczenia ryzyka systemowego we współczesnej gospodarce światowej są upatrywane w akceptacji doktryny „to big to fail” oraz postępującym zjawisku finansyzacji (finansjalizacji, ufinansowania)<sup>1</sup> gospodarki (Jurkowska, 2011, s. 76). Pomędzy obiema kategoriami występuje istotna zależność, o czym przekonuje Paweł Marszałek. Dowodzi on mianowicie, że z uwagi na konieczność finansowania długu państwa stały się zależne od rynków finansowych oraz globalnych banków i uległy ich dyktatowi. Tym ostatnim, ze względu na duże znaczenie dla gospodarki narodowej, państwa nie mogą odmówić pomocy w sytuacji, gdy grozi im bankructwo, co generuje po stronie banków wzmogoną pokusę nadużycia i stymuluje zjawisko finansyzacji (Marszałek, 2012, s. 226–227).

W polskim piśmiennictwie jest wskazywany zarówno szeroki, jak i wąski wymiar tego zjawiska. W wąskim znaczeniu pojęcie to oznacza wzrost roli działalności finansowej w aktywności podmiotów niefinansowych, co prowadzi do zwiększenia dochodów przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu działalności finansowej, kosztem dochodów z tradycyjnej działalności operacyjnej i inwestycyjnej. Z kolei w szerokim znaczeniu finansyzacja oznacza proces autonomizacji sfery finansowej w stosunku do sfery realnej oraz uzyskiwanie przez tę pierwszą nadrzędnej pozycji względem drugiej (Ratajczak, 2012, s. 282–283) lub też przerost sektora finansowego w stosunku do realnego sektora wytwórczego (Mączyńska, 2011, s. 57).

---

1 W literaturze polskiej wskazane pojęcia są stosowane zamiennie.

Finansyzacja przejawia się wzrostem znaczenia motywów finansowych, zwłaszcza zysku i ryzyka, w procesie podejmowania decyzji gospodarczych, co wywiera wpływ zarówno na funkcjonowanie podmiotów ekonomicznych, jak i zachowania społeczne (Jajuga, 2014, s. 148). W przeglądzie definicji analizowanego pojęcia dokonany przez Jacka Tomaszewskiego (2015, s. 602) są uwypuklane takie aspekty, jak wykształcenie się koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy jako głównego modelu ładu korporacyjnego, ukształtowanie się dominacji rynków kapitałowych nad systemem bankowym jako głównego mechanizmu finansowania gospodarki, wzrost politycznego i ekonomicznego znaczenia klasy rentierskiej, a także eksplozja skali transakcji na rynkach kapitałowych, będąca następstwem rozwoju nowych kategorii instrumentów finansowych.

Ponadto wskazuje się nie tylko na rosnącą rolę motywów, rynków, podmiotów i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarki, lecz również na dominację produktów finansowych na rynkach innych niż finansowe, na których wprowadzono liczne instrumenty pochodne jako formę inwestycji na rynku towarowym. W ostatnich latach najbardziej rozpoznawalnymi i zauważalnymi skutkami finansjalizacji są zjawiska kryzysów finansowych, pojawianie się baniek spekulacyjnych lub szerzej występowanie zjawiska niestabilności finansowej, wzrost relacji długu publicznego i prywatnego do produktu krajowego brutto, a także nadmierne nasycenie rynku instrumentami pochodnymi oraz aktywami toksycznymi (Szczepankowski, 2015, s. 499–501).

Jako skutki finansyzacji rynków towarowych wskazywane są również istotne zwiększenie amplitudy wahań cen surowców i żywności, dysproporcje między obrotem a produkcją i eksportem towarów, oderwanie cen towarów od rzeczywistych relacji popytowo-podażowych (co podważyło informacyjną rolę pełnioną przez ceny giełdowe oraz ujawniło kontrowersyjną funkcję samej giełdy) i wreszcie przenoszenie spekulacyjnego popytu z rynku aktywów finansowych na rynek towarowy (Aspadarec, 2013, s. 32–33). Finansyzacja niesie też zagrożenie dla realnej gospodarki, jakim jest duża fluktuacja przepływu kapitału pomiędzy państwami, która powoduje zwiększenie ryzyka oraz kosztów zabezpieczenia się przed nim (Gostomski, 2014, s. 309). Finansyzacja wywiera zatem bezpośredni wpływ na ryzyko systemowe, gwałtowne zmiany kierunków i wielkości transferowanych strumieni kapitału mogą stanowić bowiem czynnik destabilizujący zarówno pojedynczą gospodarkę, jak i czynnik będący mechanizmem transmisyjnym ryzyka systemowego do kolejnych krajów, skutkujący wystąpieniem efektu zarażania.

Ryzyko systemowe w sposób nierozłączny jest powiązane z efektem zarażania, który ma miejsce w momencie materializowania się ryzyka systemowego. Efekt zarażania oznacza transmisję ryzyka systemowego przez różne kanały; pierwotny szok zostaje przekazywany kolejnym podmiotom (rynkom), zaś tempo i skala tego zjawiska przekraczają wartości, których można by oczekiwać w normalnych warunkach rynkowych. Pojawiający się wówczas efekt domina (utożsamiany często z efektem zarażania) oznacza negatywne oddziaływanie

upadłości jednej instytucji finansowej na cały system finansowy przez powodowanie łańcuchowej reakcji kolejnych upadłości (Smaga, 2014, s. 47). Przenoszeniu się kryzysu na inne segmenty rynku oraz w skali globalnej sprzyja współczesna inżynieria finansowa, za sprawą której rynek instrumentów finansowych wymknął się spod kontroli (Siwiński, 2011, s. 20). Istotnym czynnikiem wpływającym na niestabilność systemu finansowego, a w konsekwencji na narastanie ryzyka systemowego, jest postępujący proces skracania horyzontu inwestycyjnego (Karkowska, 2012a, s. 165).

Ryzyko systemowe wywiera bezpośredni i wymierny wpływ na funkcjonowanie realnej sfery gospodarki oraz działalność państwa. Po pierwsze, uszczupla finanse publiczne obciążone kosztami ratowania instytucji finansowych. Po drugie, zwiększa problem zadłużenia państwa. Po trzecie, może prowadzić do deprecjacji waluty i zmian realnej stopy procentowej (Karkowska, 2012b, s. 33). W rekomendacjach Międzynarodowego Funduszu Walutowego (IMF, 2009), dotyczących ograniczania ryzyka systemowego, postuluje się m.in. zaostrzenie wymogów stawianych instytucjom finansowym w zakresie wielkości bazy kapitałowej i jakości kapitału. Stwarza to konieczność dokapitalizowania wielu instytucji finansowych, co skłania do postawienia pytania o źródło tych kapitałów.

#### **1.2.4. Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych na rynkach**

Jednym z istotniejszych zjawisk występujących na przestrzeni ostatnich dekad na światowych rynkach finansowych, w gospodarkach rozwijających się, a przede wszystkim w krajach rozwiniętych, był i nadal jest wzrost znaczenia segmentu inwestorów określanych mianem inwestorów instytucjonalnych. Do tak definiowanej grupy inwestorów są zaliczane powszechnie fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe, fundusze hedgingowe, fundusze private equity, fundusze ETF (exchange-traded fund), państwowe fundusze majątkowe, a także menedżerowie zarządzający portfelami aktywów w imieniu swoich klientów (Çelik, Isaksson, 2014, s. 94). W literaturze przedmiotu podkreśla się trwały i postępujący wzrost roli tej grupy inwestorów na globalnych rynkach kapitałowych (Ferreira, Matos, 2008, s. 499; Mizuno, 2010, s. 654).

Inwestorzy instytucjonalni są uważani za immanentny element współczesnych rynków kapitałowych, a jednocześnie główny katalizator w procesie internacjonalizacji rynków finansowych, przede wszystkim za sprawą imponującej wartości aktywów, jakimi zarządzają (Ajina i in., 2015, s. 44). Szacunki w tym zakresie wskazują, że inwestorzy instytucjonalni są w posiadaniu ponad połowy aktywów notowanych na globalnych rynkach kapitałowych (Rogers, 2014, s. 8), zaś w przypadku pojedynczych rynków kapitałowych w krajach rozwiniętych udział

ten może być jeszcze większy, sięgając w niektórych przypadkach blisko 90% (Çelik, Isaksson, 2014, s. 94). Zagraniczni inwestorzy instytucjonalni są szczególnie ważną kategorią inwestorów nie tylko dla rynków rozwiniętych, lecz również dla tzw. rynków wschodzących (Frenkel, Menkhoff, 2003, s. 4), dla których stanowią ważny kanał dopływu kapitału (Chang i in., 2013, s. 99).

Zjawisko koncentracji własności w rękach inwestorów instytucjonalnych jest wskazywane jako centralny element koncepcji kapitalizmu powierniczego (fiduciary capitalism), stanowiącego kluczową cechę charakteryzującą współczesną gospodarkę globalną. Pojęcie to zaproponowane przez Jamesa Hawleya i Andrew Williama (1997) odnosi się do sytuacji, w której różnego rodzaju instytucje mają aktywa finansowe i zarządzają nimi w imieniu obecnych lub przyszłych emerytów. Kapitalizm powierniczy charakteryzuje się występowaniem dużej liczby inwestorów instytucjonalnych zarządzających wysoce zdywersyfikowanymi portfelami inwestycyjnymi, jednak de facto prawa własności są w posiadaniu relatywnie niewielkiej liczby bardzo dużych jednostek, do opisu i charakterystyki których używa się terminu „wszechstronny właściciel” (universal owner) (Hawley, Williams, 2007).

Prezentowane w literaturze przedmiotu opinie na temat oddziaływania inwestorów instytucjonalnych na procesy toczące się zarówno na poszczególnych rynkach finansowych, jak i w gospodarce globalnej jako całości nie są jednolite i spójne. W opinii autora publikowane teksty tworzą dwa przeciwstawne nurty. W ramach pierwszego jest wskazywane m.in., że udział inwestorów instytucjonalnych przyczynia się do rozwoju danego rynku kapitałowego, mierzonego za pomocą takich zmiennych, jak kapitalizacja czy płynność (Aras, Müslümov, 2005, s. 8), zaś doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego dowodzą, że określone grupy inwestorów instytucjonalnych odgrywały rolę inwestorów ostatniej instancji dla czołowych instytucji finansowych, ważnych z systemowego punktu widzenia (Urban, 2012a, s. 440), stając się nowym elementem w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego (Urban, 2012b, s. 339–352).

Zjawisko naśladowania zachowań inwestycyjnych wśród inwestorów instytucjonalnych jest traktowane generalnie jako wywierające stabilizujący efekt na ceny aktywów rynkowych. Liczne badania empiryczne potwierdzają występowanie korelacji pomiędzy kierunkiem naśladownictwa a przyszłymi stopami zwrotu, co uprawnia do konkluzji, że aktywność inwestycyjna inwestorów instytucjonalnych powoduje, iż ceny zmiernają w kierunku wartości odpowiadającej równowadze rynkowej (Dasgupta i in., 2011, s. 635). Zagraniczni inwestorzy instytucjonalni są uważani za czynnik wywierający stabilizujący wpływ na dany rynek i ograniczający wahania cen aktywów (Han i in., 2015, s.73). Ponadto uzasadnione wydaje się twierdzenie, że wobec dominującej kategorii inwestorów nastawionych w dużej mierze na krótkookresowe osiągnięcie korzyści z tytułu dostarczenia kapitału, inwestorzy instytucjonalni mogą być stabilnym źródłem kapitału długoterminowego, stanowiąc przeciwagę dla pierwszej grupy inwestorów, zwłaszcza w okresach zawirowań na rynkach finansowych.



W drugim nurcie rozważań przeważa pogląd, że z uwagi na wielkość zarządzanych aktywów inwestorzy instytucjonalni, działając w sposób skoordynowany, mogą wpływać na rynki finansowe, kształtując je w sposób dla siebie pożądany (Rogers, 2014, s. 8). Zjawisko owczego pędu oraz pozytywne sprzężenie zwrotne w zakresie handlu instrumentami finansowymi (Zheng i in., 2015, s. 59; Liao, Cho, 2013, s. 72; Kaminsky i in., 2004, s. 113–134; Choe i in., 1999, s. 227–264) są przywoływane jako argument w dyskusji na temat negatywnego oddziaływania tej grupy inwestorów na rynki finansowe, którego rezultatem może być odebranie cen aktywów od wartości fundamentalnych, skutkujące autokorelacją stóp zwrotu oraz większymi wahaniami stóp zwrotu (Bohl, Brzeszczyński, 2005, s. 2). Ponadto wobec inwestorów instytucjonalnych są formułowane zarzuty dotyczące inicjowania procesu powstawania baniek spekulacyjnych oraz krótkowzroczności inwestycyjnej (Choi i in., 2015, s. 1; Della Croce i in., 2011, s. 2). Inwestorzy instytucjonalni są wskazywani również jako czynnik odpowiedzialny za rozpowszechnienie się ostatniego kryzysu finansowego (Manconi i in., 2012, s. 491–518).

### 1.2.5. Niekonwencjonalna polityka banków centralnych

Michał Brzoza-Brzezina i współpracownicy (2016, s. 196) artykułują pogląd, że zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w badaniach empirycznych dowodzi się, że problem zerowych (lub bliskich zero) stóp procentowych może powodować istotne konsekwencje dla stabilności makroekonomicznej kraju. Ograniczają one bowiem możliwość podejmowania przez bank centralny działań stabilizacyjnych, tym samym zwiększając prawdopodobieństwo wystąpienia wyższej inflacji oraz większych wahań wielkości produkcji. Osiągnięcie dolnej granicy dodatnich stóp procentowych przez niektóre banki centralne na świecie było pochodną podejmowania przez nie działań w odpowiedzi na ujawnienie się, a następnie pogłębianie się ostatniego światowego kryzysu finansowego. W konsekwencji zmusiło to władze monetarne do zastosowania niekonwencjonalnych metod działania. Tematyka nowych narzędzi wykorzystywanych przez banki centralne jest poddawana analizie m.in. w opracowaniach Aleksandry Nocoń (2015), Ireny Pyki (2015), Anny Szelągowskiej (2013), Elżbiety Chojny-Duch (2015) oraz Anny Ząbkowicz (2015) i Hanny Żywieckiej (2013).

Do grupy działań niestandardowych zalicza się strategię zarządzania oczekiwaniami (expectation management strategy), która wywiera wpływ na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych poprzez zobowiązania banków centralnych do utrzymywania stóp procentowych na ustalonym poziomie, a także poszerzanie bazy monetarnej banku centralnego ponad poziom wymagany do osiągnięcia zerowych stóp procentowych, które to działanie określa się mianem luzowania ilościowego (quantitative easing) oraz zmianę struktury bilansu banku centralnego i względnej podaży określonych papierów wartościowych na rynku, nazywaną również luzowaniem jakościowym (qualitative easing) (Bernanke, Reinhardt, 2004, s. 85).

Ocena efektów niestandardowych działań władz monetarnych jest niejednoznaczna. Z jednej strony jest wskazywane, że omawiana grupa narzędzi była względnie skuteczna w łagodzeniu negatywnych skutków gospodarczych wynikających z osiągnięcia zerowej granicy nominalnych stóp procentowych; za ich sprawą udało się zapobiec nasileniu zjawisk deflacyjnych i złagodzić wzrost stopy bezrobocia. Dowodzone jest ponadto, że były one kluczowe dla ograniczenia spadku produkcji i spadku dynamiki akcji kredytowej. Luzowanie ilościowe oraz wynikająca z niego deprecjacja waluty przyczyniła się do poprawy konkurencyjności wybranych gospodarek, chociaż uważa się także, że niekonwencjonalne działania podejmowane przez banki centralne wywierały znacznie silniejszy wpływ na rynki finansowe niż na realną sferę gospodarki, co może przemawiać za prawdziwością tezy o ograniczeniach w działaniu mechanizmu transmisyjnego narzędzi niestandardowych (Janus, 2013, s. 3–5).

Z drugiej jednak strony są prezentowane poglądy o negatywnym oddziaływaniu niekonwencjonalnej polityki monetarnej prowadzonej obecnie przez niektóre banki centralne na świecie. Zgodnie z nimi przedłużający się okres realizowania niekonwencjonalnej polityki pieniężnej prowadzi do manipulacji mechanizmem rynkowym i rozpowszechnienia na wielką skalę pokusy nadużycia (Roubini, Mihn, 2010), narastania niestabilności w skali globalnej za sprawą transferu nadwyżek płynności do gospodarek wschodzących, inflacji aktywów, w tym energii i żywności oraz wybuchu wojen walutowych (Stiglitz, 2012, s. 36–40). Skutkiem tych działań jest także kumulacja nadwyżek w sektorze bankowym i możliwość nasilenia procesów inflacyjnych oraz tworzenia baniek spekulacyjnych (Taylor, 2012, s. 32–33).

Kwestie te w sposób pogłębiony zostały poddane analizie przez Marka Lubińskiego (2015). Autor wskazał i omówił zarówno teoretyczne kanały międzynarodowej transmisji niekonwencjonalnej polityki monetarnej, jak i zaprezentował najnowsze badania empiryczne odnoszące się do skutków jej stosowania. Analizując pierwszy ze wskazanych obszarów, autor dowodzi możliwości oddziaływania polityki monetarnej na ceny surowców naturalnych, kurs walutowy, ceny aktywów oraz stopy procentowe, a także przepływy kapitału i wolumen handlu zagranicznego. Natomiast dokonując przeglądu badań empirycznych, podkreśla on m.in., że brak jest jednoznacznych dowodów świadczących o wpływie niekonwencjonalnej polityki monetarnej na ceny surowców. Brakuje również przesłanek do wnioskowania o wpływie tej polityki, zróżnicowanej z punktu widzenia krajów oraz etapów jej prowadzenia, na kurs walutowy. Podobne wnioski można sformułować w odniesieniu do oddziaływania niekonwencjonalnej polityki monetarnej na obniżenie długookresowej stopy zwrotu z papierów skarbowych w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, strefie euro i Japonii oraz na wzrost cen akcji w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Chinach i Indiach. Przywołany autor prezentuje ponadto wyniki badań empirycznych, które świadczą o wzroście udziału zagranicznej własności w rynku długu w krajach wschodzących



i obniżeniu się stopy zwrotu na rynku obligacji rządowych. Poza tym polityka Rezerwy Federalnej (FED) jest wskazywana jako czynnik wyjaśniający zmiany w międzynarodowych przepływach kapitału i jednocześnie jako determinanta cyklicznego odpływu i napływu kapitału do gospodarek wschodzących. Wnioski te są oparte na badaniach międzynarodowych (Lim i in., 2014; Mohanty, 2014; Morgan, 2011; Fratzscher i in., 2012).

Istnieją przesłanki do postawienia tezy, że niekonwencjonalna polityka monetarna, prowadzona przez czołowe banki centralne na świecie, generuje w przypadku licznych gospodarek impulsy utrudniające prowadzenie polityki ekonomicznej na poziomie poszczególnych krajów. Polityka ta tworzy bowiem ryzyko zarówno dla gospodarek, w których jest ona realizowana, jak i dla gospodarek krajów rozwijających się. Dla tych drugich, z uwagi na większą wrażliwość na zmiany krótkookresowego oprocentowania w Stanach Zjednoczonych, oznaczać może wzrost napływu kapitału, powodując umocnienie się waluty oraz wzrost zmienności kursu walutowego. Wymusza to podejmowanie przez władze monetarne nowych działań oraz modyfikację dotychczasowych (Chojna-Duch, 2015, s. 480). Destabilizujące skutki niekonwencjonalnej polityki monetarnej mogą być potęgowane przez ułomność i relatywną płytkość rynku krajów rozwijających, w rezultacie tego ograniczona zdolność do absorpcji kapitału w połączeniu ze skłonnością do obrotu walorami finansowymi na podstawie krótkookresowych trendów mogą generować nadmierną aprecjację i zmienność kursu walutowego, ekspansję kredytu oraz bańki spekulacyjne, w tym również na rynku surowców, co w konsekwencji stwarza zagrożenie dla stabilności finansowej (Lubiński, 2015, s. 25). Co więcej, niekonwencjonalna polityka monetarna prowadzona przez niektóre banki centralne oznacza de facto zerwanie dotychczas respektowanego porozumienia dotyczącego nieingerowania banków w kształtowanie się cen aktywów finansowych (Pyka, 2015, s. 75), czego skutkiem może być zaburzenie mechanizmu rynkowego obejmującego wycenę aktywów i alokację kapitału. Ponadto, jak przekonują Piotr Ciżkowicz i Andrzej Rzońca (2011, s. 37–40), stopy procentowe oscylujące wokół zera tworzą warunki do ekspansji fiskalnej, a w konsekwencji utrzymywania wysokiego deficytu budżetowego, czego następstwem jest narastanie długu publicznego. Niski koszt zaciągania długu (zwłaszcza krótkoterminowego), w połączeniu z popytem na obligacje skarbu państwa zgłaszanym przez system bankowy, może skutkować utrzymywaniem chronicznego deficytu, spowolnieniem procesów restrukturyzacji gospodarki oraz ograniczeniem dopływu zewnętrznego finansowania do przedsiębiorstw, co razem może stanowić przeszkodę na drodze do trwałego powrotu do wysokiej aktywności gospodarczej.

W literaturze przedmiotu są prezentowane ponadto obawy, że zacieśnianie polityki monetarnej przez Rezerwę Federalną (FED) wywoła odpływ kapitału z rynków wschodzących, generując tym samym kolejne impulsy destabilizujące kursy walutowe w tych gospodarkach, utrudniające wielu z nich wyjście z recesji i zmuszające władze monetarne oraz państwowe do podejmowania działań

stabilizujących (Chojna-Duch, 2015, s. 481–482). Strategii wyjścia z niekonwencjonalnej polityki monetarnej towarzyszą również niejednoznaczne oczekiwania dotyczące ujawnienia się napięć inflacyjnych będących konsekwencją luzowania ilościowego oraz przypuszczenia, że niepewność co do odejścia od polityki luzowania stwarza obszar do spekulacji w różnych segmentach rynku finansowego, zwiększając tym samym ryzyko inwestycyjne i finansowe zarówno w skali lokalnej, jak i na poziomie międzynarodowym (Pyka, 2015, s. 80–81). Kwestią, która pozostaje nierozstrzygnięta, są konsekwencje strategii wyjścia zarówno dla gospodarki amerykańskiej, jak i dla gospodarki światowej (Brózda, 2015, s. 37).

Badania przeprowadzone przez Andrew Foerстера wskazują na możliwość wystąpienia jednej z dwóch sytuacji. Jeżeli bank centralny odejdzie od polityki luzowania w sposób gwałtowny, sprzedając zgromadzone aktywa finansowe, to skutkiem tego będzie podwójna recesja (double-dip recession) rozdzielona krótkim okresem poprawy koniunktury gospodarczej, natomiast gdy bank centralny będzie wdrażać strategię powolnego odchodzenia od realizowanej polityki, modele dostarczają dowodów, że prowadzić to może do stopniowego ożywienia w gospodarce, w której strategia taka będzie wdrażana (Foerster, 2015, s. 206). Szersze i bardziej pogłębione badania, uwzględniające m.in. zmiany polityki fiskalnej i monetarnej, sposób, w jaki będą one antycypowane, a także odmienne horyzonty analizy, wskazują na występowanie istotnych różnic, jeśli chodzi o skutki strategii wyjścia w obszarze produkcji, inflacji i ryzyka w systemie bankowym danej gospodarki (Angeloni i in., 2014). Przypuszczalną konsekwencją podwyższenia stóp procentowych może być również wzrost kosztów obsługi długu i wielkości samego zadłużenia, co odgrywa w przypadku wielu krajów istotną rolę z punktu widzenia finansów publicznych.

### 1.2.6. Problem nierównowagi globalnej

Jednym z kluczowych zjawisk obserwowanych w ostatnich latach w gospodarce światowej, które wywiera bezpośredni wpływ na realizację celów makroekonomicznych przez poszczególne państwa, a jednocześnie nie pozostaje bez wpływu na funkcjonowanie światowego systemu finansowego, jest nierównowaga globalna. Zagadnienie to jest dostrzegane również przez polskich autorów, wśród nich przez Karola Lutkowskiego (2006), który przekonuje, że głęboki oraz długotrwały brak równowagi płatniczej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Azją Wschodnią i krajami eksportującymi ropę naftową oraz Europą stanowi obecnie najważniejszy problem międzynarodowego systemu finansowego. Relacje między wskazanymi obszarami geograficznymi tworzą trójkąt o bokach odpowiadających kierunkom przepływu największych strumieni kapitałowych i handlowych w globalnej gospodarce. Punktem centralnym tej nierównowagi jest występujący od wielu lat, rekordowo wysoki oraz stale powiększający się deficyt bilansu obrotów bieżących

największej gospodarki świata – Stanów Zjednoczonych, któremu towarzyszy naturalny odpowiednik w postaci długotrwałych nadwyżek obrotów bieżących przede wszystkim w krajach Azji Wschodniej oraz ostatnio także w krajach eksportujących ropę naftową (Lutkowski, 2006, s. 425).

Z kolei Krzysztof Rybiński, doprecyzowując pojęcie globalnej nierównowagi, proponuje, aby termin ten traktować jako synonim współwystępowania czterech czynników (Rybiński, 2006, s. 477). Po pierwsze, wysokiego deficytu obrotów bieżących w Stanach Zjednoczonych, po drugie, ujemnych oszczędności gospodarstw domowych w krajach anglosaskich (przede wszystkim Stanach Zjednoczonych), po trzecie, silnego wzrostu cen nieruchomości w krajach anglosaskich, który w pewnych przypadkach ma charakter bąbli spekulacyjnych (powodujących deficyt oszczędności sektora prywatnego, narastanie deficytu w obrotach bieżących i szybki wzrost zadłużenia zagranicznego kraju), po czwarte wreszcie, akumulacji rezerw dewizowych przez instytucje sektora publicznego w krajach azjatyckich oraz w krajach eksportujących ropę naftową na niespotykaną jak dotąd skalę. Układ globalnej nierównowagi przejawiający się przepływami kapitału z krajów rozwijających się do gospodarek rozwiniętych jest uznawany za nietypowy oraz odwrotny względem teoretycznych przewidywań hipotezy faz rozwoju (Sobański, 2010, s. 218).

Autorzy oferują kilka komplementarnych teorii wyjaśniających zjawisko nierównowagi globalnej (Bogołębska, 2013; Rubaszek, 2006; Rybiński, 2006; Lutkowski, 2006). W sposób kompleksowy są one prezentowane przez Krzysztofa Rybińskiego (2006), który wskazuje następujące przyczyny zjawiska nierównowagi globalnej: powstanie nieformalnego systemu z Bretton Woods II, globalną nadwyżkę oszczędności, globalną „suszę inwestycyjną”, ujemne oszczędności gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych połączone z deficytem budżetowym, akumulację rezerw walutowych opartą na motywie przezornościowym oraz strategię wzrostu oparte na eksporcie, realizowane przez niektóre kraje azjatyckie po kryzysie lat 90. XX wieku, wstrząsy wywierające wpływ na relatywną atrakcyjność inwestycyjną obszarów gospodarczych, optymalny w ujęciu międzyokresowym poziom deficytu obrotów bieżących oraz błędny pomiar samego zjawiska.

Pierwsza z teorii wyjaśniająca zjawisko globalnej nierównowagi wskazuje na występowanie centrum, którym jest gospodarka Stanów Zjednoczonych, regionu bilansu handlowego składającego się z krajów azjatyckich oraz regionu bilansu kapitałowego tworzonego przez kraje europejskie, Kanadę i Amerykę Łacińską. Gospodarki z regionu bilansu handlowego stosują według tej koncepcji strategię wzrostu gospodarczego opartego na eksporcie, przede wszystkim do Stanów Zjednoczonych. Strategia ta wymaga wspierania konkurencyjności eksportu poprzez interwencje walutowe. Dlatego też banki centralne w tych krajach nabywają dolary, sprzedając jednocześnie walutę krajową. Waluta amerykańska jest wykorzystywana następnie do zawierania transakcji kupna obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych lub innych papierów dłużnych denominowanych w dolarach. Umożliwia to krajom działającym według tego schematu utrzymywanie wysokiego tempa

wzrostu gospodarczego oraz wysokiego zatrudnienia, a jednocześnie przyczynia się do obniżenia oprocentowania amerykańskich papierów wartościowych wzdłuż całej krzywej dochodowości. Z kolei inwestowanie na rynku amerykańskim przez trzecią grupę krajów tworzących region bilansu kapitałowego stanowi mechanizm przeciwdziałający umacnianiu się ich walut i wspiera wzrost gospodarczy w tych gospodarkach. Funkcjonowanie takiego systemu, który jest bezpośrednio odpowiedzialny za utrzymywanie i powiększanie globalnych nierównowag, jest możliwe w długim okresie tak długo, jak kraje peryferyjne nie osiągną wystarczającego poziomu rozwoju gospodarczego (Rybiński, 2006, s. 484–485).

Druga z wymienionych koncepcji upatruje źródeł występowania nierównowagi globalnej w czynnikach o charakterze zewnętrznym. Według Bena Bernanke (2005) czynnikiem takim jest globalna nadwyżka oszczędności w krajach azjatyckich, będąca odpowiedzią na kryzysy, które dotknęły te kraje, a także strukturalnie wysokie oszczędności w Niemczech i Japonii. W sytuacji niskiej stopy oszczędności w Stanach Zjednoczonych, przy jednoczesnej wysokiej stopie inwestycji w tym kraju, napływ potrzebnego w gospodarce kapitału powoduje powstanie deficytu na rachunku obrotów bieżących. Dalszy napływ strumienia kapitału przyczyniał się do wzrostu cen akcji na giełdzie i wzrostu cen nieruchomości, co za sprawą efektu zamożności w sposób negatywny determinowało skłonność do oszczędzania (Rybiński, 2006, s. 491–493).

Z kolei trzecia teoria wskazuje, że powodem nierównowagi są niskie, w skali globalnej oraz w odniesieniu do poziomów historycznych, inwestycje przede wszystkim w krajach azjatyckich (poza Chinami). W następstwie kryzysów występujących w latach 90. ubiegłego wieku w tych krajach znacząco obniżeniu uległa skłonność przedsiębiorstw do inwestowania, zaś na kreatorach polityki gospodarczej wymusiło to realizowanie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej; zwiększył się również nacisk na wdrażanie proekspansyjnej strategii wzrostu. Wszystko to przyczyniło się do pojawienia się nadwyżki na rachunku bieżącym i w konsekwencji znacznego wzrostu poziomu rezerw walutowych w większości krajów azjatyckich (Rybiński, 2006).

Kolejnym wyjaśnieniem zjawiska globalnej nierównowagi jest hipoteza bliźniaczych deficytów, budżetowego oraz obrotów bieżących, występująca w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Jako powód występowania pierwszego deficytu są wskazywane reformy podatkowe obniżające przychody do budżetu, które nie równoważą zwiększonych wydatków państwa. Natomiast przyczyną i źródłem drugiego jest ujemny poziom oszczędności sektora prywatnego, którego praprzyczyny doszukuje się w niskich stopach procentowych oraz efekcie bogactwa wywołanym wyższymi cenami aktywów finansowych i nieruchomości. Dodatkowo na zwiększony przyrost konsumpcji i jednoczesny spadek oszczędności wpływ wywiera możliwość finansowania przez gospodarstwa domowe konsumpcji poprzez zaciąganie pożyczek pod zastaw nieruchomości (Rybiński, 2006, s. 495–496).

W piśmiennictwie jest prezentowany również pogląd, że powodem globalnych nierównowag jest reakcja krajów azjatyckich na kryzysy, jakich doświadczyły one w latach 90. ubiegłego wieku (Brugger, 2015; Park, Estrada, 2009; Aizenman, Lee, 2008). Kraje te rozpoczęły proces dynamicznego budowania rezerw walutowych, których poziom przekroczył wielkości referencyjne wskazywane w literaturze przedmiotu. Głównymi motywami akumulacji rezerw były motyw przezornościowy i motyw merkantylistyczny. Z kolei zwolennicy hipotezy dotyczącej relatywnej atrakcyjności inwestycyjnej obszarów gospodarczych, opierając się na wybranych modelach, podnoszą argument, że nierównowaga globalna jest wynikiem zdolności określonych obszarów (krajów, regionów) do dostarczania aktywów finansowych dla inwestorów z innych części świata, czego bezpośrednią konsekwencją jest napływ strumienia kapitału inwestycyjnego na te rynki i w rezultacie pojawienie się nadwyżki. Ponadto zarówno spowolnienie wzrostu w innych obszarach, jak i załamania rynku aktywów generuje impulsy do zwiększenia napływu kapitału do kraju, którego rynki kapitałowe oferują atrakcyjne produkty inwestycyjne (Rybiński, 2006, s. 500–503).

Natomiast zgodnie z teorią międzyokresowego, optymalnego poziomu deficytu obrotów bieżących obecny jego poziom jest oceniany jako adekwatny z punktu widzenia oczekiwanego tempa wzrostu produktu krajowego brutto w Stanach Zjednoczonych. Z uwagi na niską skłonność do oszczędzania oraz niski poziom oszczędności, wymaganych dla danego poziomu produktu krajowego brutto, oszczędności te są substytuowane poprzez pożyczanie środków finansowych za granicą. Ponadto w wątpliwość są poddawane definicja oraz metoda szacowania oszczędności i inwestycji; alternatywne wyliczenia znacząco podwyższają wielkość oszczędności w gospodarce amerykańskiej (Rybiński, 2006, s. 506–507).

Następna teoria wyjaśniająca zjawisko globalnej nierównowagi jako jej źródło wskazuje rozbieżności pomiędzy dochodowością aktywów i pasywów w gospodarce amerykańskiej. Dochodowość aktywów przewyższa dochodowość pasywów i mimo rozpadu systemu z Bretton Woods pozwala na utrzymywanie uprzywilejowanej pozycji waluty amerykańskiej na rynku międzynarodowym. Co więcej, z uwagi na fakt, że większość aktywów zagranicznych jest denominowanych w innych walutach, a większość pasywów w dolarach, poprzez efekt zmiany wyceny jest możliwe czerpanie korzyści z tytułu deprecjacji dolara. Zjawisko to umożliwia, przy innych czynnikach niezmiennych, transfer bogactwa z reszty świata do Stanów Zjednoczonych. Powrót do równowagi według zwolenników tego podejścia wymaga głębokiego spadku kursu dolara amerykańskiego względem innych walut (około 75% jednorazowo lub 18% średniorocznie przez okres pięciu lat).

Ostatnia koncepcja zakłada natomiast błędny pomiar samego deficytu w Stanach Zjednoczonych, będący następstwem nieuwzględniania m.in. dochodów uzyskiwanych z tytułu inwestycji zagranicznych, których stopy zwrotu przekraczają stopy zwrotu z rynku krajowego (Rybiński, 2006, s. 507–509).

Niezależnie od głównych powodów czy też wzajemnie uzupełniających się czynników determinujących dużą nierównowagę płatniczą na świecie, jej utrzymywanie się ze względu na kryzysogenny charakter jest niekorzystne dla gospodarki globalnej (Gostomski, Michałowski, 2016, s. 47). W literaturze wskazuje się m.in., że zjawisko to oraz ewentualne procesy dostosowawcze wiążą się z wahaniami kursów walutowych (Angeloni i in., 2011), wyższym ryzykiem wystąpienia kryzysu bankowego (Barrel i in., 2010) oraz w przypadku nieuporządkowanego procesu dostosowawczego niekontrolowaną deprecjacją dolara amerykańskiego, wyższymi stopami procentowymi oraz wyższą inflacją, a także niższym poziomem produkcji (Blanchard, Milesi-Feretti, 2011). Jak przekonuje Adam Twardosz (2013, s. 60–62), w różnych scenariuszach proces przywracania równowagi globalnej będzie wymagać m.in. odejścia od dotychczasowej polityki monetarnej realizowanej przez niektóre banki centralne, rewaluacji walut w gospodarkach nadwyżkowych, czego bezpośrednią konsekwencją może być uruchomienie globalnych procesów inflacyjnych, zastąpienia jednej waluty rezerwowej koszykiem walut rezerwowych, a także wykorzystania specjalnych praw ciągnięcia do kompensowania deficytów pomiędzy krajami.

Można zatem przypuszczać, że uruchomienie mechanizmów dostosowawczych, które mogą przyczynić się do zredukowania w długim okresie nierównowagi globalnej, będzie wymagać podjęcia skoordynowanych działań w najważniejszych gospodarkach świata. Wymusi ponadto zmianę poziomu inwestycji, oszczędności oraz kursów walutowych, jednak ostateczne skutki wskazanych działań wydają się obecnie trudne do przewidzenia. Wprowadza to nowy element ryzyka, którego oszacowanie będzie konieczne, a ponadto stawia pod znakiem zapytania kwestię zwiększenia stabilizacyjnego oddziaływania państwa na procesy toczące się zarówno w krajowej gospodarce, jak i w gospodarce globalnej. W krajach nadwyżkowych okaże się zapewne, że niezbędne jest przekierowanie strumienia kapitału na efektywne projekty inwestycyjne, zamiast jego dalszego transferowania w celu zwiększania i tak już nadmiernych rezerw walutowych.

## **1.3. Rola i znaczenie aktywów rezerwowych jako elementu aktywów finansowych państwa**

### **1.3.1. Motywy akumulacji rezerw walutowych**

Rezerwami dewizowymi danego kraju są znajdujące się pod kontrolą władz monetarnych aktywa zagraniczne, którymi mogą one łatwo rozporządzać, wykorzystując je w razie potrzeby do sfinansowania nierównowagi w bilansie płatniczym, do interwencji na rynku walutowym lub realizacji innych podobnych



celów (IMF, 2012a, s. 15). W literaturze polskiej pojęcie rezerw dewizowych jest stosowane zamiennie z takimi pojęciami, jak „aktywa rezerwowe” oraz „rezerwy walutowe”. Konwencja ta będzie zachowana w niniejszej pracy. Należy jednak odnotować, że są podejmowane próby ujednoczenia terminologii w tym obszarze (Dąbrowski, 2015a, s. 51–52). Rzeczne rezerwy stanowią narzędzie polityki gospodarczej kraju oraz pozostają w interakcji z innymi istotnymi z punktu widzenia finansów publicznych zmiennymi, takimi jak np. ryzyko kredytowe czy wzrost gospodarczy. W najnowszych opracowaniach są prezentowane dowody empiryczne wskazujące, że wielkość rezerw walutowych kraju wywiera wpływ na oprocentowanie obligacji skarbu państwa (Konopczak, 2014, s. 483), a akumulacja rezerw sprzyja szybszemu wzrostowi produktu krajowego brutto oraz procesom konwergencji (Korinek, Servén, 2016, s. 104; Dąbrowski, 2014, s. 81).

Szerokie spektrum motywów, którymi kierują się państwa, gromadząc aktywa rezerwowe, z jednej strony wydaje się pochodną złożoności relacji gospodarczych na poziomie globalnym, w jakich państwa obecnie uczestniczą, z drugiej zaś może wynikać z prób wielowymiarowego i ewoluującego z czasem oddziaływania państwa na zjawiska oraz procesy zarówno w krajowej gospodarce, jak i jej bliższym oraz dalszym otoczeniu, zmierzającego do osiągnięcia kluczowych celów gospodarczych, społecznych i politycznych.

Jak przekonują Martin Redrado i współpracownicy (2006, s. 10), na kwestię akumulacji rezerw walutowych można spojrzeć z dwóch komplementarnych punktów widzenia: strukturalnego oraz makroekonomicznego. Pierwszy z nich zakłada, że gromadzenie przez poszczególne kraje rezerw walutowych jest pasywną formą odpowiedzi na uwarunkowania funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego. W tym wypadku zachowania krajów w kontekście rezerw walutowych są w dużej mierze determinowane przez zjawiska globalne, na które dany kraj ma ograniczony lub wręcz znikomy wpływ. Z kolei w podejściu makroekonomicznym wskazuje się, że popyt na rezerwy walutowe jest pochodną czynników o charakterze krajowym, immanentnie związanych z charakterystyką krajowej gospodarki i zachodzącymi w niej zjawiskami.

Podejście strukturalne jest pochodną roli aktywów rezerwowych w systemie pieniężnym. Znaczenie rezerw walutowych zmieniało się wraz z ewolucją międzynarodowego systemu walutowego. W systemie waluty złotej rezerwy pełniły ważną funkcję w systemie pieniężnym każdego kraju, stanowiąc gwarancję pokrycia emisji waluty krajowej. Rezerwy były fundamentem systemu monetarnego, a zobowiązanie banku centralnego do wymiany emitowanego przez siebie pieniądza na złoto po ustalonej cenie oraz do utrzymywania ustalonego prawem wskaźnika pokrycia emisji rezerwami złota czyniło pieniądź wiarygodnym i powszechnie akceptowanym w transakcjach (Dąbrowski, 2015b, s. 9). Jednakże rzadkość surowca oraz tendencja krajów nadwyżkowych do akumulowania złota kosztem krajów deficytowych spowodowały konieczność porzucenia reguł tego systemu (Bogołębska, 2013, s. 245). W systemie z Bretton Woods rezerwy złota

zgromadzone przez Stany Zjednoczone stanowiły podstawę gwarancji wymiennalności dolara, a zarazem oczekiwanej stabilności tak zbudowanego powojennego międzynarodowego systemu walutowego opartego na stałych kursach. Źródłem rezerw w tym systemie był amerykański dolar, a Stany Zjednoczone były krajem decydującym o globalnej ilości rezerw systemu.

Upadek systemu z Bretton Woods, będący wynikiem zarówno błędów w jego konstrukcji, jak i pochodną nieumiejętnego zarządzania nim (Nęczyński, 2003, s. 16) przyczynił się w sposób nieoczekiwany do znaczącego zwiększenia roli rezerw walutowych. Na mocy porozumień zawartych pomiędzy członkami Międzynarodowego Funduszu Walutowego w 1976 roku (Jamaica Accord) zostały usankcjonowane płynne kursy walutowe oraz został utworzony nowy typ składnika aktywów rezerwowych w postaci specjalnych praw ciągnięcia (SDR). Miały one stanowić główny element aktywów rezerwowych w zreformowanym systemie monetarnym. Każde państwo uzyskało możliwość samodzielnego wyboru i zarządzania określonym typem kursu walutowego, a MFW miał sprawować nadzór nad krajami, by nie manipulowały one kursem walutowym. Z jednej strony, pozwalało to wielu krajom uwolnić się od ograniczeń w prowadzeniu samodzielnej i suwerennej polityki monetarnej, jakie narzucał poprzedni system. Ponadto reżim płynnych kursów walutowych umożliwiał szybką reakcję oraz dostosowanie się do zmian uwarunkowań ekonomicznych w skali międzynarodowej, w tym popytu i podaży pieniądza, umożliwiając krajom przyjęcie i realizowanie efektywnej polityki makroekonomicznej. Z drugiej jednak strony, wielość walut rezerwowych i brak powszechnie akceptowanego standardu walutowego wprowadziły większą niepewność do systemu, a płynność wymiany zwiększyła wahania kursów, niestabilność systemu i ryzyko walutowe. Dla wielu krajów sposobem na przeciwdziałanie negatywnym konsekwencjom nowego systemu walutowego stało się gromadzenie i zwiększanie poziomu rezerw walutowych, co uchronić miało te kraje przed nadmiernymi wahaniami kursu i nierównowagą zewnętrzną (Ping, Chao, 2009, s. 9–11).

Tego typu działania były podejmowane wbrew oczekiwaniom i przewidywaniom ekonomistów, którzy zakładali, że wraz z przechodzeniem krajów od sztywnych do płynnych kursów walutowych nastąpi spadek wielkości rezerw w skali międzynarodowej, nie będą one bowiem potrzebne do obrony kursu walutowego podlegającego teraz wahaniom wskutek zmian w wymianie handlowej. Ich zdaniem płynny kurs walutowy obniża popyt na rezerwy walutowe. Oczekiwanego spadku popytu nie zaobserwowano, wręcz przeciwnie, kraje zwiększały poziom gromadzonych rezerw (Betum-Enin, 2014, s. 24). W literaturze dowodzone jest również, że funkcjonujący obecnie na świecie system monetarny może być określony jako swoisty niesystemowy reżim płynnych kursów walutowych, w którym część krajów próbuje utrzymać stały kurs swojej waluty lub też stara się zarządzać kursem własnej waluty, przede wszystkim względem dolara amerykańskiego, poprzez akumulację rezerw walutowych. Przyjmują one formę aktywów będących przedmiotem obrotu międzynarodowego (Cova i in., 2015, s. 82).



Na strukturalny charakter akumulacji rezerw walutowych na świecie wydaje się wskazywać również Ignazio Visco (2010, s. 74–75). Dowodzi on, że wraz z upadkiem systemu z Bretton Woods międzynarodowy system finansowy, jaki się wówczas ukształtował, jest w istocie „niesystemem” napędzanym przez jawne preferencje pojedynczych krajów w zakresie kursu walutowego, z bardzo słabym nadzorem międzynarodowym, choć ostatnio są podejmowane w tym zakresie próby jego wzmocnienia. Reżim stałego kursu walutowego powiązanego z jedną walutą nie został w jego opinii nigdy zastąpiony powszechnym kursem płynnym, a ustąpił jedynie miejsca systemowi hybrydowemu. W praktyce przez ostatnie 35 lat polityka związana z kursem walutowym w większości krajów na świecie odzwierciedlała obawy przed wahaniami kursu (fear of floating) i była nacechowana olbrzymimi interwencjami, które miały im przeciwdziałać. Obawy te wydają się zrozumiałe, biorąc pod uwagę, jak niszczące dla pojedynczej gospodarki, która funkcjonuje w realiach postępującej globalnej integracji ekonomicznej i finansowej, mogą być wahania kursowe wywołane międzynarodowymi przepływami kapitału. Jak stwierdza Eugeniusz Najlepszy (2006, s. 614), w praktyce, mimo znaczącej elastyczności nowego systemu kursów walutowych, nierównowaga płatnicza całej gospodarki światowej uległa dalszemu pogłębieniu. Gospodarki krajów, które dysponowały silnymi walutami stały się jeszcze silniejsze, podczas gdy kraje ze słabymi walutami, nie zwiększając swojej konkurencyjności, stawały się relatywnie słabsze z ekonomicznego punktu widzenia.

Strukturalne motywy utrzymywania rezerw są prezentowane również przez autorów polskich. Wskazują oni, że w warunkach integracji współczesnych rynków finansowych rezerwy odgrywają istotną rolę jako czynnik współtworzący zaufanie do pozycji finansowej danego kraju. Zaufanie to z kolei zapobiega gwałtownym odpływom kapitału w sytuacji obniżenia skłonności do inwestowania w walucie krajowej. Zgromadzone rezerwy walutowe są czynnikiem determinującym ocenę ryzyka danego kraju, w konsekwencji też premię za ryzyko, decydują o jego wypłacalności i ratingu, co znajduje odzwierciedlenie w kosztach obsługi zadłużenia zagranicznego kraju (Barwiński i in., 2003, s. 5). Na związek pomiędzy zjawiskiem akumulacji rezerw dewizowych i konstrukcją międzynarodowego systemu walutowego wskazuje także Marek Dąbrowski (2015b, s. 26).

Pomiędzy podejściem strukturalnym a makroekonomicznym można ulokować koncepcję zaproponowaną przez Michaela Dooleya i współpracowników (2004, s. 307–313; 2009, s. 297–311). Według nich obecny światowy system walutowy jest prostą kontynuacją porozumienia z Bretton Woods (dla rozróżnienia autorzy używają jednak określenia „Bretton Woods II” lub też „reaktywowany Bretton Woods”). Przekonują oni, że asymetria pomiędzy centrum tego systemu i jego peryferiami, występująca bezpośrednio w okresie powojennym, ma miejsce również obecnie. Zgodnie z tą tezą kraje peryferyjne w celu podtrzymania strategii wzrostu gospodarczego opartych na eksporcie utrzymują kursy swoich walut poniżej wartości rynkowych, stosując w tym celu kontrolę przepływów kapitałowych

oraz stałe kursy walutowe. Według tego podejścia akumulacja rezerw jest zatem z jednej strony determinowana przez system monetarny, z drugiej zaś przez fakt implementacji strategii wzrostu gospodarczego opartej na eksporcie, która w celu wspierania konkurencyjności dóbr eksportowanych wymaga od krajów utrzymywania niedoszacowanych kursów walutowych i w konsekwencji znacznych rezerw walutowych do przeprowadzania operacji na rynku walutowym.

W makroekonomicznym podejściu do zagadnienia popytu na rezerwy walutowe są wskazywane cztery główne motywy ich gromadzenia przez pojedyncze kraje (Griffith-Jones, Ocampo, 2010, s. 17–22). Pierwszym z nich jest motyw substytucji bogactwa (wealth substitution motive), przejawiający się w dążeniu krajów mających nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących, pochodzącą z eksploatacji i sprzedaży surowców nieodnawialnych, do zamiany jednej formy aktywów na inną. W tym przypadku jest dokonywana konwersja aktywów o niskim poziomie płynności (surowce naturalne) na aktywa rezerwowe cechujące się wyższym poziomem płynności. Kwestia akumulacji rezerw i konsekwencji z tym związanych dla krajów bogatych w zasoby naturalne będzie przedmiotem szczegółowej analizy w dalszej części rozdziału.

Drugim motywem gromadzenia rezerw jest motyw związany z trwałą nadwyżką na rachunku obrotów bieżących (resilient surplus motive). Dotyczy on krajów nieposiadających zasobów naturalnych, których gospodarki wykazują tendencję do stałego i trwałego utrzymywania nadwyżki, która nie jest redukowana lub eliminowana poprzez postępujący wzrost gospodarczy danego kraju czy też za sprawą mechanizmu dostosowawczego w postaci aprecjacji kursu walutowego. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy wskazuje się zjawisko nadmiernej konkurencyjności (over-competitiveness) gospodarki w dziedzinie produkcji dóbr i usług będących przedmiotem handlu, co można łączyć z podejściem zaproponowanym przez twórców koncepcji Bretton Woods II, a także wysoki poziom skłonności do oszczędzania w wybranych gospodarkach.

Trzeci motyw gromadzenia rezerw to motyw antycykliczny (counter-cyclical motive). Dotyczy on zarówno sytuacji cyklicznych zmian i wahań wolumenu eksportu, będących skutkiem cyklu koniunkturalnego w poszczególnych gospodarkach lub w gospodarce światowej, jak i wahań cyklicznych dotyczących cen surowców naturalnych. W okresach zwyżkujących cen i boomu gospodarczego może wystąpić sytuacja, w której popyt zagregowany przewyższa zdolności wytwórcze krajowej gospodarki, w rezultacie prowadząc do nasilenia procesów inflacyjnych oraz aprecjacji realnego kursu walutowego. W tym przypadku zgromadzone rezerwy pełnią rolę stabilizatorów krajowej gospodarki.

Czwarty motyw akumulacji rezerw wiąże się z procyklicznym przemieszczaniem się kapitału, zwłaszcza w przypadku gospodarek wschodzących, i ryzykiem odpływu kapitału z gospodarki w okresie kryzysu. Dążenie do przeciwdziałania takiej sytuacji skłania niektóre kraje do gromadzenia rezerw opartego na motywie przezornościowym (self-insurance motive).

W kontekście ostatniego motywu w literaturze wskazuje się na możliwość wykorzystania rezerw walutowych jako czynnika stabilizującego krajowy system finansowy. To przekonanie opiera się na założeniu, że zgromadzone rezerwy odgrywają istotną rolę w zarządzaniu krajową niestabilnością finansową w warunkach wzrastającej globalizacji finansowej. Wobec coraz bardziej otwartych finansowo gospodarek, które są narażone zarówno na zjawisko niedopasowania walutowego, jak i na ucieczkę od depozytów bankowych do waluty lub/i jednocześnie ucieczkę do zagranicznej waluty lub banków, banki centralne mogą zetknąć się z problemem zwiększonego, a niekiedy wręcz gwałtownego wzrostu popytu na będące w ich posiadaniu aktywa zagraniczne. Na ryzyko odpływu kapitału z gospodarki, uruchamiające procesy prowadzące do deprecjacji waluty krajowej, są w szczególności sposoby narażone gospodarki krajów rozwijających się, o płytkich rynkach kapitałowych i dużej skali zaangażowania państwa. Posiadanie rezerw walutowych może być w ich przypadku jedynym alternatywnym sposobem krótkookresowego stabilizowania poziomu kursu walutowego (Bogołębska, 2013, s. 252).

Motyw przezornościowy gromadzenia rezerw jest tym istotniejszy, że zjawisku drenażu wewnętrznego, powodowanego masową wymianą waluty przez rezydentów (*capital flight*), może towarzyszyć zjawisko drenażu zewnętrznego determinowanego zachowaniami nierezydentów (*sudden stop*). W źródłach literaturowych wskazuje się, że niektóre kraje z uwagi na prawdopodobieństwo wystąpienia zjawiska nagłej utraty dostępu do rynków kapitałowych akumulują rezerwy walutowe celem ich wykorzystania do obrony krajowej gospodarki przed negatywnymi konsekwencjami odpływu kapitału (Durdu i in., 2009, s. 194–195). Działania takie nie tylko ograniczają ekonomiczne koszty wystąpienia samego zjawiska, lecz co równie ważne zmniejszają prawdopodobieństwo jego wystąpienia (Izquierdo, 2013, s. 542). Wysoki poziom rezerw walutowych w gospodarce może przeciwdziałać atakom spekulacyjnym na walutę danego kraju, zaś gromadzenie rezerw oparte na motywie przezornościowym mieści w sobie zarówno zapobieganie jego pojawieniu się, jak i zarządzanie kryzysem, kiedy już on wystąpi. Odpowiednio wysoki poziom zakumulowanych przez gospodarkę rezerw walutowych pozwala równoważyć, kompensować fundamentalne makroekonomiczne słabości danej gospodarki, aczkolwiek tego rodzaju substytucyjność ma charakter ograniczony (Li, Rajan, 2009, s. 180–186).

Motyw przezornościowy nie ogranicza się jedynie do uwarunkowań pojedynczych gospodarek, lecz obejmuje również kwestie systemowe związane z niedoskonałościami funkcjonowania międzynarodowego systemu walutowego, które zarówno razem, jak i każda z osobna zmuszają gospodarki do akumulowania rezerw walutowych. Opracowanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazuje m.in. na zmienność przepływów kapitałowych, które biorąc pod uwagę ich wielkość, mogą zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, o relatywnie małych i płytkich rynkach finansowych, generować zjawiska baniek spekulacyjnych w różnych kategoriach aktywów, powodować nieefektywną w sensie ekonomicznym alokację

zasobów, tworzyć presję na aprecjację waluty krajowej, a w sytuacji gwałtownego odpływu powodować szoki płynnościowe. Wśród innych skutków niedoskonałości międzynarodowego systemu walutowego wymienia się niepewność w dostępie do źródeł płynności w instytucjach międzynarodowych w warunkach kryzysu finansowego, brak mechanizmów automatycznego regulowania nierównowag globalnych oraz niedostępność alternatywnych względem dolara globalnych aktywów rezerwowych (IMF, 2010, s. 5–8).

Oprócz motywu prezornościowego w literaturze przedmiotu jest wskazywany również motyw interwencyjny. Rezerwy mogą służyć do stabilizowania sztywnych z natury wydatków budżetowych w okresach kryzysu i wahań w produkcji (Aizenman, Marion 2004). Zasadniczo jednak gromadzenie rezerw oparte na motywie interwencyjnym wiąże się z dążeniem do kształtowania odpowiedniego dla danej gospodarki poziomu kursu walutowego. Jednym z powodów takich działań może być przyjęcie przez kraj proeksportowej strategii wzrostu gospodarczego, co łączy i wiąże ten motyw akumulacji rezerw z teorią zaproponowaną przez Michaela Dooleya wraz z zespołem (Dooley i in., 2004). W opracowaniach jest prezentowane stanowisko, zgodnie z którym akumulacja rezerw przez niektóre kraje rozwijające się jest narzędziem współczesnego merkantyizmu finansowego, w którym rezerwy są niezbędne do utrzymywania niedoszacowanego kursu walutowego celem wspierania konkurencyjności eksportowej danej gospodarki. Gromadzenie rezerw jest według tego poglądu ubocznym efektem strategii rozwoju gospodarczego danego kraju, ukierunkowanej na stymulowanie eksportu i wspieranie przedsiębiorstw krajowych. Równolegle zwraca się uwagę na występowanie merkantyizmu monetarnego, którego zasadniczym celem jest gromadzenie rezerw walutowych i wykorzystywanie ich do zwiększania podaży pieniądza krajowego, transferowanego następnie przez system bankowy do wybranych branż i sektorów gospodarki danego kraju. Oba motywy akumulacji rezerw są komplementarne i pozwalają realizować te same cele pro wzrostowe w gospodarce (Aizenman, Lee, 2008, s. 594–597).

Z kolei Xingwang Qian i Andreas Steiner (2014, s. 379) przekonują, że rezerwy walutowe kraju mogą wywierać wpływ na premię za ryzyko z tytułu zagranicznych inwestycji portfelowych, zmieniając relację pomiędzy wielkością bezpośrednich inwestycji zagranicznych i inwestycji portfelowych napływających do danej gospodarki. Autorzy ci wskazują, że wyższym poziomom rezerw walutowych towarzyszy większy udział inwestycji portfelowych w relacji do bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ich zdaniem może to przyczyniać się do rozwoju krajowego rynku finansowego oraz ułatwiać dostęp krajowych przedsiębiorstw do obcych źródeł finansowania. Interwencyjny charakter akumulacji rezerw walutowych w licznych gospodarkach rozwijających się znajduje swoje uzasadnienie również w relacji pomiędzy wahaniami kursu walutowego a wzrostem gospodarczym. W literaturze wskazuje się, że wahania kursu walutowego w sposób negatywny oddziałują na wzrost gospodarczy. Przeciwdziałania wahaniom kursu walutowego

poprzez interwencje walutowe jest szczególnie ważne dla krajów eksportujących zasoby naturalne i surowce nieodnawialne (Griffith-Jones, Ocampo, 2010, s. 14).

Najnowsze badania empiryczne dostarczają dowodów potwierdzających, że akumulacja rezerw sprzyja procesom konwergencji i wzrostu gospodarczego (Dąbrowski, 2014, s. 81). W nurcie motywów akumulacji związanych z interwencjonizmem zasadne jest podkreślenie, że gromadzenie rezerw może wiązać się z polityką monetarną prowadzoną przez bank centralny. Badania empiryczne wskazują bowiem, że w krajach rozwijających się, w których jest realizowana polityka bezpośredniego celu inflacyjnego, poziom rezerw walutowych przewyższa poziomy rezerw utrzymywane w krajach nieprowadzących takiej strategii w polityce monetarnej (Lin, 2010, s. 195). Natomiast Charles Wyplosz (2007, s. 10) dowodzi, że akumulacja zagranicznych aktywów rezerwowych przez bank centralny danego kraju może być formą kompensowania popytu na zdywersyfikowane aktywa, zgłaszanego przez sektor prywatny, który jednak ma ograniczone możliwości przeprowadzenia takiej operacji.

Inną kategorią czynników determinujących akumulowanie rezerw wydają się motywy behawioralne. Na taką ewentualność jako pierwszy wskazał Fritz Machlup (1966). Dowodził on mianowicie, że zachowania władz monetarnych w kontekście gromadzenia rezerw mogą być pochodną zjawiska naśladownictwa pomiędzy krajami. W kwestii akumulacji rezerw w sposób obrazowy porównywał on działania banków centralnych do zachowań jego żony w kwestii decyzji o zakupie ubrań. Niezależnie od aktualnego stanu posiadanej garderoby, nabywała ona kolejne ubiory, a jej potrzeby zakupowe były determinowane zachowaniami sąsiadów. Sformułowana przez Fritza Machlupa „garderobiana teoria popytu na rezerwy” („Mrs’s Machlup’s wardrobe theory of demand for reserves”) i hipoteza „dotrzymywania kroku Kowalskim” („keeping up with the Joneses”) podkreślają czynnik rywalizacji pomiędzy krajami, którego rezultatem jest zainicjowanie procesu konkurencyjnego gromadzenia rezerw między sąsiadującymi gospodarkami. Wyniki najnowszych badań dostarczają empirycznych dowodów na występowanie behawioralnych motywów akumulacji rezerw w wybranych grupach krajów Azji Południowo-Wschodniej (Urban, 2016a; Pontines, Yongqiang, 2011; Cheung, Qian, 2009), Ameryki Łacińskiej (Cheung, Sengupta, 2011) oraz Afryki (Betum-Enin, 2014). Potwierdzeniem występowania zjawiska gromadzenia rezerw opartego na motywach behawioralnych są również analizy dokonane na większych próbach badawczych (Aizenman i in., 2015; Bird, Mandilaras, 2010). Wśród powodów konkurencyjnego akumulowania rezerw wskazuje się, że wyższy poziom rezerw w danej gospodarce w relacji do gospodarek sąsiadujących zmniejsza presję spekulacyjną i obniża prawdopodobieństwo dokonania ataku spekulacyjnego. Twierdzi się także, że w sytuacji wystąpienia kryzysu finansowego najprawdopodobniej niższych strat doświadczy kraj mający wyższy w relacji do sąsiadów poziom rezerw walutowych. Ponadto zjawisko naśladownictwa znajduje swoje uzasadnienie na gruncie makroekonomicznym. Poziom rezerw stanowi swoisty barometr kondycji



finansowej gospodarki, jest katalizatorem wzrostu gospodarczego, a jednocześnie determinuje wielkość strumienia kapitału zagranicznego napływającego do danego kraju (Cheung, Qian, 2009, s. 826). Biorąc jednak pod uwagę, że za gromadzeniem rezerw nadal mogą stać motywy przezornościowe (redukcja presji spekulacyjnej) lub merkantylistyczne (stymulowanie wzrostu gospodarczego), motywy behawioralne należałoby rozpatrywać nie jako odrębną, lecz raczej bardziej pojemną kategorię.

Pośród czynników determinujących popyt na aktywa rezerwowe, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, wymienia się również poziom rozwoju krajowego rynku finansowego. W sytuacji, gdy krajowy sektor finansowy jest słabo rozwinięty i nieefektywny oraz nie oferuje wystarczającej liczby płynnych krajowych instrumentów finansowych, a także ma miejsce kontrola przepływów kapitału, to wówczas wzrost oszczędności krajowych nie wpływa na krajowy sektor finansowy, a wręcz powoduje odpływ netto kapitału portfelowego. Wymusza to na bankach centralnych pełnienie na dużą skalę funkcji inwestorów instytucjonalnych (Sławiński, 2007, s. 51). Ten prezentowany na gruncie polskim punkt widzenia na zagadnienie akumulacji rezerw walutowych wydaje się spójny z hipotezą zaproponowaną przez Ricarda Caballero, który wskazuje, że popyt na aktywa zagraniczne może wynikać z braku odpowiednich dla inwestorów aktywów krajowych (Caballero, 2010, s. 3–4).

Reasumując, w przypadku pojedynczych gospodarek przedstawione motywy akumulacji aktywów rezerwowych mogą ze sobą współistnieć, występować w różnym natężeniu, również w wymiarze regionalnym.

### 1.3.2. Miary adekwatności poziomu rezerw w gospodarce

Możliwość współwystępowania różnych motywów gromadzenia aktywów rezerwowych w połączeniu z dyskrejonálną oraz nietransparentną polityką ich akumulowania sprawiają, że badania mierzące do ustalenia optymalnego poziomu rezerw w pojedynczej gospodarce napotykać na liczne trudności i ograniczenia. Ponadto, jak przekonuje Marek Dąbrowski, optymalny poziom rezerw walutowych w odróżnieniu od poziomu faktycznego nie jest zmienną obserwowalną, a próby ustalenia adekwatnego dla danej gospodarki poziomu rezerw są z definicji szacunkami, które mogą być obarczone błędem. Dodatkowo banki centralne poszczególnych krajów niekoniecznie muszą dopasowywać wielkość posiadanych rezerw do poziomów optymalnych, zaś same miary adekwatności rezerw dla poszczególnych gospodarek mogą zmieniać się wraz z upływem czasu (Dąbrowski, 2015, s. 9). Mimo tych ograniczeń w literaturze są podejmowane próby ustalenia optymalnego poziomu rezerw. Ten nurt badawczy występuje również na gruncie polskim; można w tym miejscu przywołać prace Piotra Misztala (2014), Haliny Nakoniecznej-Kisiel (2013), Michała Konopczaka (2014), Marka Dąbrowskiego (2014), Joanny Bogołębskiej (2014), Eugeniusza Gatnara (2013) i Kamilli Marchewki-Bartkowiak (2009).



Optymalny poziom rezerw walutowych jest definiowany jako wielkość rezerw umożliwiająca osiągnięcie celów, dla których rezerwy te są gromadzone i utrzymywane, przy jednoczesnym zapewnieniu optymalnych kosztów związanych z ich posiadaniem, bezpieczeństwem, stabilnością oraz płynnością finansowej danego kraju. Optymalny poziom rezerw walutowych jest wyznaczany w punkcie, w którym zrównują się korzyści i krańcowe koszty wynikające z posiadania rezerw. Po stronie korzyści wskazuje się spadek ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego, do kosztów zalicza się koszty związane ze sterylizacją podaży rezerw (Miształ, 2014 s. 35).

W literaturze jest prezentowany katalog poszczególnych czynników determinujących optymalny dla danej gospodarki poziom rezerw walutowych (Redrado i in., 2006; Griffith-Jones, Ocampo, 2010; Canales-Kriljenko, 2003; Ruiz-Arraz, Zavadjil, 2008). Pierwszym z nich jest poziom rozwoju gospodarczego kraju; kraje o niskim poziomie rozwoju potrzebują mniej rezerw niż kraje o wyższym poziomie rozwoju, uznawane za rynki wschodzące. W przypadku krajów o najwyższym poziomie rozwoju jest dowodzone, że w ich przypadku optymalna wielkość rezerw jest mniejsza niż dla krajów rozwijających się. Relacja pomiędzy poziomem rozwoju a wielkością rezerw jest zatem nieliniowa – początkowo rośnie, później zaś spada. Drugim czynnikiem determinującym rezerwy w danej gospodarce jest rodzaj reżimu kursowego, który określa zakres interwencji walutowych na rynku. Teoretycznie wyższy poziom rezerw walutowych jest wymagany bardziej w przypadku reżimów stałych niż płynnych, jednakże badania empiryczne nie dostarczają w tym zakresie jednoznacznych i przekonujących dowodów. Wskazywane jest natomiast, że agresywne strategie w zakresie akumulacji rezerw są stosowane w krajach o różnych reżimach kursowych. Trzecim czynnikiem warunkującym poziom rezerw w gospodarce jest stopień jej otwartości finansowej oraz głębokość krajowego rynku finansowego. Kraje, które w większym stopniu uczestniczą w międzynarodowych przepływach kapitału, potrzebują większych zasobów rezerw walutowych, a ich optymalne poziomy będą wyższe niż w przypadku krajów o niskiej otwartości finansowej. Z kolei gospodarki o mniejszych i płytszych krajowych rynkach finansowych będą potrzebować większych rezerw, które będą stanowić źródło finansowania dostępne w sytuacjach kryzysowych.

Zarówno w rozważaniach teoretycznych, jak i w praktyce gospodarczej są wskazywane najczęściej cztery miary adekwatności rezerw dla pojedynczej gospodarki (Green, Torgerson, 2007; Jeanne, Rancière, 2011; Konopczak, 2014).

1. Relacja rezerw do wielkości importu danego kraju – za optymalny poziom rezerw uznawany jest taki, który umożliwia pokrycie 3–4 miesięcznego wolumenu importu. Ta miara jest wskazywana jako właściwa do stosowania przez kraje o niskim poziomie dochodu i ograniczonym dostępie do rynków kapitałowych, szczególnie podatnych na wahania i szoki dotyczące rachunku obrotów bieżących.
2. Wielkość rezerw do zadłużenia krótkoterminowego, inaczej nazywana wskaźnikiem Greenspana-Guidottiego; według tego podejścia właściwy dla gospodarki

- kraju rozwijającego się poziom rezerw walutowych równy jest wielkości całkowitego krótkoterminowego zadłużenia danego kraju.
3. Stosunek rezerw do agregatu pieniężnego M2 – wskazuje się, że dla krajów narażonych na ryzyko odpływu kapitału z krajowego systemu bankowego rezerwy walutowe powinny stanowić w zależności od realizowanego reżimu kursowego od 5% do 20% pokrycia pasywów systemu bankowego; jest prezentowany również pogląd, że najbardziej pożądanym poziomem tego miernika oscyluje wokół 50%.
  4. Relacja rezerw walutowych do produktu krajowego brutto – miara ta, choć w najmniejszym stopniu znajduje uzasadnienie teoretyczne, jest wykorzystywana do porównań między krajami.

Mierniki adekwatności rezerw, jak jest wskazywane w literaturze, są ze swej natury pewnymi praktycznymi regułami, które niekoniecznie trafnie opisują optymalny poziom rezerw (Dąbrowski, 2015b, s. 27). Spośród zaprezentowanych powyżej najczęściej jest stosowana miara Greenspana-Guidottiego. Pod adresem wszystkich mierników zgłaszane są jednak zastrzeżenia i wątpliwości oraz prezentowane są wady i słabości proponowanych metod ustalania optymalnego poziomu rezerw w gospodarce. Skutkuje to podejmowaniem prób wyznaczenia nowych miar adekwatności rezerw. W najnowszym opracowaniu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dotyczącym problematyki rezerw walutowych, w kontekście nowych i alternatywnych metod szacowania optymalnego poziomu rezerw w gospodarce wskazywana oraz podkreślana jest zasadność uchwycenia takich elementów pomiaru, jak poziom dochodu danego kraju w relacji do innych gospodarek, indywidualna ekspozycja i tolerancja względem zewnętrznego ryzyka, stopień dojrzałości krajowego rynku finansowego, charakter waluty krajowej (waluta rezerwowa czy też niepełniąca takiej funkcji). W kontekście konstruowania mierników adekwatności oraz ustalania optymalnych poziomów rezerw wskazuje się zasadność stosowania analizy scenariuszowej i analizy wrażliwości, które to aspekty dotychczas były pomijane lub uwzględniane w stopniu niewystarczającym (IMF, 2015b).

### **1.3.3. Koszty akumulacji nadmiernych rezerw walutowych**

Wskazywany w literaturze przedmiotu malejący charakter korzyści wynikających z akumulacji coraz to większych zasobów rezerw walutowych w gospodarce danego kraju jest zestawiany z rosnącymi kosztami utrzymywania rezerw. Oznacza to, że po przekroczeniu określonego poziomu krańcowe korzyści z dalszego gromadzenia rezerw stają się coraz mniejsze, zaś przy dalszym powiększaniu puli aktywów rezerwowych jest możliwe, że koszty przewyższą korzyści. Dotyczy to

szczególnie sytuacji, kiedy zgromadzone rezerwy przekraczają poziom uznawany za optymalny dla danej gospodarki, a część z nich jest uważana za nadmierne rezerwy walutowe. Kwestia rodzaju kosztów, jego charakteru i szacowanej wielkości stanowiły i nadal stanowią przedmiot naukowej eksploracji.

Pojęcie społecznego kosztu akumulacji rezerw zostało wprowadzone do terminologii badawczej przez Daniego Rodrika (2006). Autor ten przyjął założenie, że optymalny poziom rezerw dla gospodarki jest wyznaczany przez regułę Greenspana-Guidottiego, a różnica pomiędzy dochodowością płynnych aktywów utrzymywanych przez bank centralny a kosztem długu zagranicznego zaciąganego przez sektor prywatny wynosi odpowiednio 3, 5 i 7 p.p. W wariantcie 5 p.p. oszacował on społeczny koszt rezerw dla grupy wszystkich krajów rozwijających się na poziomie 1% ich produktu krajowego brutto. W jego opinii strategia masowej akumulacji, którą w odpowiedzi na procesy postępującej globalizacji realizowały kraje rozwijające się, wydaje się mniej efektywna niż podjęcie próby zredukowania zadłużenia krótkoterminowego w tych krajach. Wyraża on również pogląd, że kraje rozwijające się przeinwestowały, realizując kosztowne strategie akumulacji rezerw i niedoszacowując jednocześnie korzyści płynących z ograniczenia zagranicznych zobowiązań krótkoterminowych. W przypadku kalkulacji przeprowadzonych przez Lawrence'a Summersa dla próby 10 krajów o najwyższych rezerwach koszt ten został oszacowany na poziomie 1,85% produktu krajowego brutto tych krajów (Summers, 2006, s. 9). Prezentowane wartości procentowe odniesione do wartości produktu krajowego brutto ukazują wielkość środków, które mogłyby zostać przeznaczone w danym kraju na edukację lub ochronę zdrowia (Jäger, 2016, s. 82). Z drugiej jednak strony w literaturze prezentowane są wyniki empiryczne dowodzące prawdziwości hipotezy, że wzrost akumulacji rezerw przyczynia się poprzez efekt uboczny do zmniejszenia spreadu związanego z zadłużeniem zagranicznym danego kraju, redukując tym samym nawet o ponad 50% szacowane krańcowe koszty akumulacji rezerw walutowych (Levy-Yeyati, 2008, s. 42).

Innym przykładem kosztu alternatywnego, który jest generowany za sprawą akumulacji rezerw, jest koszt związany z utrzymywaniem przez kraj nieoptymalnego poziomu rezerw, co powoduje utratę dochodu wynikającego z różnicy pomiędzy stopą zwrotu z płynnych aktywów międzynarodowych a kosztem zaciągania długu lub też stopą zwrotu z krajowych aktywów lub krajowych projektów inwestycyjnych (Gupta i in., 2014, s. 171). Szacunki wskazują, że w wybranej grupie krajów koszt alternatywny w pierwszym przypadku wahał się w 2005 roku pomiędzy 0,03% PKB (Polska) i 0,48% PKB (Wenezuela), w drugim zaś najniższy był dla Brazylii (1,2% PKB), a najwyższy dla Malezji (7,9% PKB) oraz Hongkongu (10,2% PKB) (de Beaufort Wijnholds, Sondergaard, 2007, s. 24–26). Joshua Aizenman i Nancy Marion (2004) przekonują jednakże, że pomiar kosztu alternatywnego napotyka na liczne trudności wynikające m.in. z braku przejrzystości, jeśli chodzi o kompozycję rezerw oraz determinowane w sposób nierynkowy krajowe stopy procentowe, a także nieuwzględniania kosztów dostępu do walut rezerwowych.

Z kolei inni autorzy w klasyfikacji kosztów związanych z akumulacją rezerw wyróżniają koszty makroekonomiczne i koszty finansowe (de Beaufort Wijnholds, Sondergaard, 2007, s. 5; ECB, 2006, s. 14–17). Mogą one wynikać z ograniczonej efektywności polityki sterylizacyjnej realizowanej przez bank centralny. W rezultacie może to prowadzić do negatywnych konsekwencji w gospodarce w postaci inflacji, nadmiernego, w stosunku do możliwości wytwórczych gospodarki, łącznego popytu oraz boomu na rynkach aktywów, będącego efektem nadmiernej płynności. Koszty finansowe wiążą się natomiast z koniecznością emisji przez bank centralny aktywów krajowych, które są relatywnie wyżej oprocentowane od aktywów zagranicznych. Realizowanie w dłuższym czasie strategii sterylizacji podaży pieniądza wymusza oferowanie coraz to wyższych stóp zwrotu, co z kolei może powodować dalszy napływ kapitału do danej gospodarki, a wobec rosnącego zadłużenia kraju rodzić obawy o potencjalny wzrost oczekiwań inflacyjnych w gospodarce. Na możliwość generowania wyższej stopy inflacji w gospodarce wskutek akumulacji rezerw wskazuje Livia Chitu. Wskazuje ona na pokusę nadużycia (moral hazard) jako bezpośredni czynnik odpowiedzialny za wystąpienie wyższej inflacji. W jej opinii akumulacja rezerw motywowana czynnikami przezornościowymi daje poczucie bezpieczeństwa, a jednocześnie skłania kraje do prowadzenia luźniejszych, mniej restrykcyjnych modeli polityki gospodarczej, czego efektem jest wyższa inflacja (Chitu, 2016, s. 2).

Zakres potencjalnych i faktycznych kosztów związanych z polityką sterylizacji, będącą następstwem akumulacji rezerw, jest różny dla poszczególnych krajów. Wielkość kosztów jest determinowana m.in. przez takie czynniki, jak tempo wzrostu gospodarczego, specyfika krajowego systemu finansowego, stopień powiązań łączących daną gospodarkę z gospodarką światową oraz rodzaj papierów wartościowych wykorzystywanych do sterylizacji. W przypadku tych ostatnich jest możliwe wystąpienie efektu wypychania i zmniejszenie dostępności kredytu dla sektora prywatnego, a także wzrost oprocentowania kredytów kierowanych do tego sektora. Prawdopodobne staje się również ujawnienie potencjalnego konfliktu pomiędzy celami polityki monetarnej i fiskalnej w danym kraju (Alberola, Serena, 2007, s. 17–19; Disyatat, Galati, 2005, s. 98–99). Wskutek efektu wypychania krajowe oszczędności mogą być transferowane za granicę, powodując tym samym wzrost krajowych stóp procentowych, a wypychanie może dotyczyć również prywatnej konsumpcji (Reinhart i in., 2016, s. 92). Wyniki badań empirycznych, opartych na próbie 55 banków komercyjnych z takich krajów, jak Indonezja, Korea Południowa, Malezja, Filipiny oraz Tajlandia, wskazują, że w latach 2003–2007 wzrost rezerw walutowych o 1% prowadził do spadku tempa wzrostu udzielanych kredytów o 1,3 p.p., co było następstwem zwiększonego nabywania przez banki komercyjne instrumentów sterylizacji podaży pieniądza emitowanych przez banki centralne (Filardo, Yetman, 2012, s. 54).

Koszty akumulacji rezerw ujawniają się również w gospodarce globalnej. Zwiększenie płynności wskutek masowej akumulacji rezerw, przy jednoczesnej

łużnej polityce monetarnej prowadzonej przez Stany Zjednoczone, doprowadziło zdaniem Richarda Portesa do nierównowagi globalnej, której występowanie jest uznawane za jeden z powodów ostatniego kryzysu finansowego (Portes, 2009, s. 22). Z kolei Andreas Steiner wskazuje, że akumulacja rezerw zwiększa niestabilność międzynarodowego systemu finansowego, poprzez rozluźnienie ograniczeń finansowych dla kraju emitującego walutę rezerwową, co przekłada się na kryzys w tej gospodarce, rozprzestrzeniający się następnie na kolejne kraje. W opinii cytowanego autora akumulacja rezerw w skali międzynarodowej, która ma miejsce obecnie wiąże się z występowaniem negatywnych efektów zewnętrznych, zaś ostatni światowy kryzys finansowy jest rezultatem ubocznym akumulacji rezerw przez banki centralne (Steiner, 2014, s. 126–141).

Istnieją również przesłanki, by przypuszczać, że występowanie luki w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych w wielu gospodarkach świata może mieć związek z alternatywnym zastosowaniem kapitału. Wobec braku relatywnie bezpiecznych oraz satysfakcjonujących kraje rozwiązań w zakresie alokacji kapitału, umożliwiających zabezpieczenie się na wypadek kryzysu oraz dostęp do płynności międzynarodowej, kapitał ten jest wykorzystywany pod postacią aktywów rezerwowych jako forma zabezpieczenia się krajów na wypadek sytuacji kryzysowych. Co więcej, kierunek przepływu strumieni kapitału, dla których poszukuje się bezpiecznej formy alokacji, sprawia, że rezerwy są inwestowane przede wszystkim w gospodarkach rozwiniętych. Nie trafiają do gospodarek rozwijających się, w których z jednej strony jest tego kapitału relatywnie mniej i zatem jest on bardziej potrzebny, zaś z drugiej mógłby on być pomnażany według wyższej stopy zwrotu. Ponadto masowy napływ kapitału jedynie na wybrane rynki kapitałowe może generować na nich impulsy do zniekształcenia rynkowych cen aktywów i ich rentowności, inicjować powstawanie baniek spekulacyjnych, a wraz z upływem czasu tworzyć podstawy do ujawnienia się ryzyka systemowego polegającego na nagłym odejściu od aktywów denominowanych w jednej walucie rezerwowej w kierunku bardziej zdywersyfikowanego portfela rezerw walutowych. Istnieją przesłanki do przypuszczeń, że działalność państwowych funduszy majątkowych, podmiotów, do których kilkadziesiąt państw na świecie transferuje część aktywów rezerwowych, może stanowić z jednej strony odpowiedź na rosnące koszty utrzymywania rezerw przez pojedynczą gospodarkę, z drugiej zaś być narzędziem umożliwiającym zarządzanie aktywami finansowymi, również dzięki zagranicznym rynkom finansowym.

### **1.3.4. Akumulacja rezerw w gospodarce światowej**

Zagadnienie akumulacji rezerw walutowych, zarówno w wymiarze pojedynczych gospodarek, grup krajów, jak i w wymiarze globalnym, znajduje swoje odzwierciedlenie w licznych opracowaniach naukowych (Corneli, Tarantino, 2016;

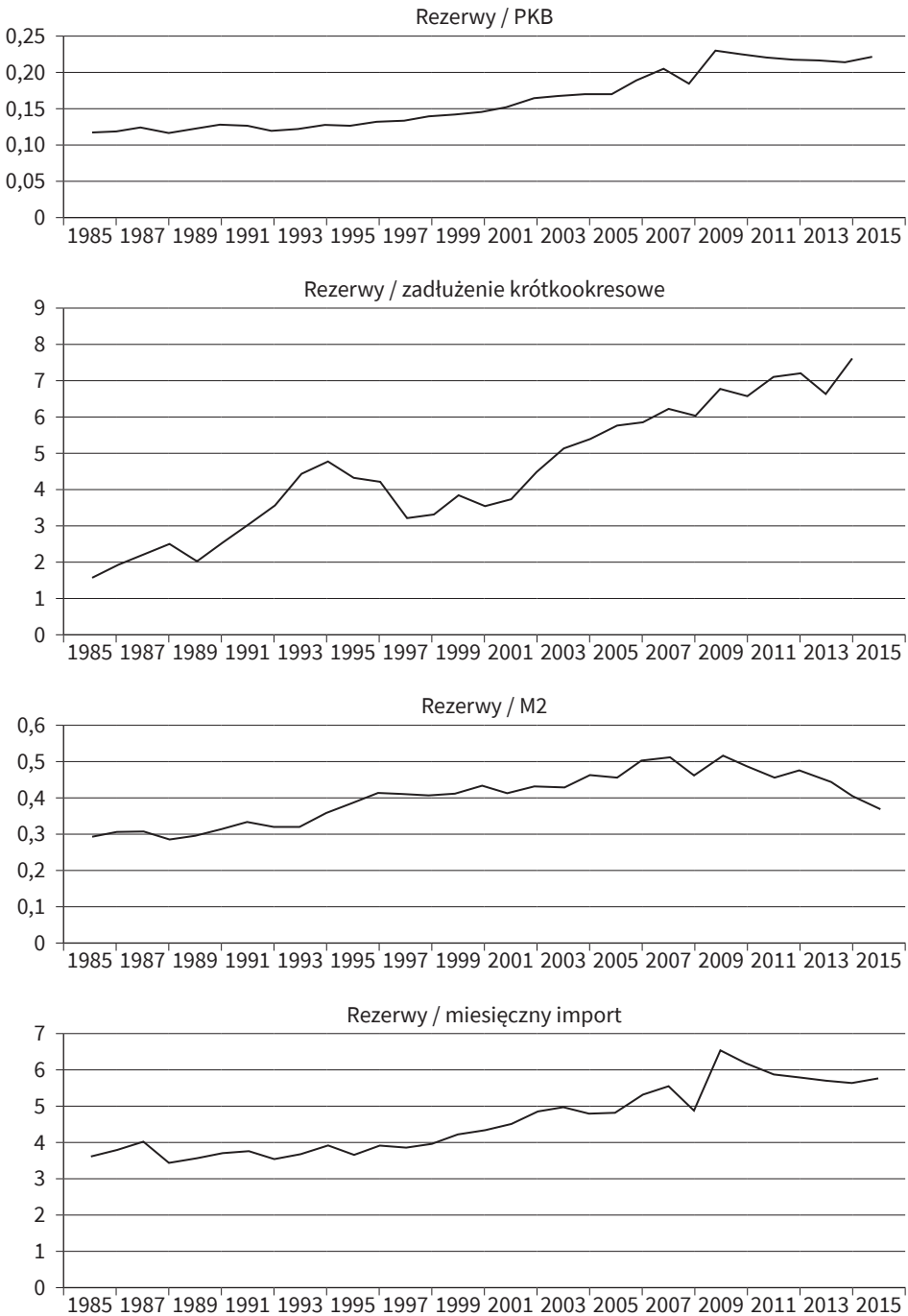
Korinek, Servén, 2016; Pina, 2015; Sharma, Singh, 2014; Bonatti, Fracasso, 2013; Alfaro, Kanczuk, 2009, Green, Torgerson, 2007), wypowiedziach przedstawicieli banków centralnych (Smaghi, 2010; Dorucci, 2006) oraz opracowaniach instytucji międzynarodowych (IMF, 2012b). W wielu przypadkach wskazuje się na fakt nadmiernego gromadzenia rezerw, przewyższającego powszechnie akceptowane poziomy referencyjne i nieznajdującego częstokroć uzasadnienia w dotychczas prezentowanych motywach akumulacji rezerw przez poszczególne gospodarki. Kompleksowy przegląd literatury obejmującej problematykę nadmiernych rezerw walutowych dokonany został przez Vu Hong Thai Nguyena i Agyenima Boatenga (2015). Analizując 46 artykułów poruszających tę tematykę, opublikowanych w latach 2000–2014, cytowani autorzy wyodrębnili trzy główne nurty badawcze.

Opracowania zgrupowane w pierwszym nurcie łączy próba wyjaśnienia źródeł nadmiernych rezerw w gospodarce światowej poprzez odwołanie się do istniejących teorii, w tym m.in. motywów akumulacji. Wspólnym mianownikiem artykułów mieszczących się w drugim nurcie jest natomiast dążenie autorów do wyjaśnienia wpływu akumulacji rezerw na politykę monetarną, koszt alternatywny związany z utrzymywaniem nadmiernych rezerw, inflację oraz ceny aktywów, a także ekspansję kredytową. Z kolei trzeci grupa artykułów rozpatruje tematykę nadmiernych rezerw walutowych przez pryzmat działań podejmowanych przez banki centralne, w tym w zakresie sterylizacji, kontroli przepływu kapitału i koordynacji działań między bankami centralnymi na świecie. Omawiane badania mogą dowodzić, że problem nadmiernej akumulacji rezerw jest dostrzegany oraz znajduje się w centrum zainteresowania zarówno badaczy, jak i instytucji finansowych.

Teza o nadmiernej akumulacji rezerw znajduje odzwierciedlenie w danych makroekonomicznych. Spoglądając w sposób kompleksowy na zmiany wartości mierników obrazujących relację rezerw walutowych (z uwzględnieniem złota) do wybranych kategorii makroekonomicznych (produkt krajowy brutto, zadłużenie krótkookresowe, agregat pieniężny M2, miesięczna wartość importu) (rysunek 1.1) uprawnione wydaje się wyciągnięcie wniosku, że na przestrzeni ostatnich trzydziestu lat w gospodarce światowej wyraźnie zauważalny jest trend związany ze zwiększoną akumulacją tych rezerw.

Największy przyrost krajowych aktywów rezerwowych można zauważyć w ich relacji do zadłużenia krótkookresowego, następnie w odniesieniu do produktu krajowego brutto oraz średniej miesięcznej wartości importu. Średnia wartość współczynnika korelacji między wskazanymi miernikami wynosi 0,84. Nieco odmiennie prezentuje się miara odnosząca wielkość rezerw walutowych do bazy monetarnej, sugerując relatywny spadek rezerw od roku 2009. Wydaje się jednak, że powodem takiej sytuacji może być ekspansywna polityka banków centralnych, prowadzona od wybuchu ostatniego światowego kryzysu finansowego.





**Rysunek 1.1.** Poziom rezerw na świecie w latach 1985–2015

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego, <http://data.worldbank.org/indicator> (dostęp 15.10.2016).

Analizując zagadnienie na niższym poziomie agregacji danych, można wskazać, że największy wzrost rezerw walutowych odnotowała grupa krajów rozwijających się, zwłaszcza zaś gospodarki krajów eksporterów ropy naftowej oraz krajów Azji Południowo-Wschodniej. Pod względem wartości miernika rezerw do produktu krajowego brutto, w 2015 roku w grupie gospodarek o najwyższej relacji rzeczonych wielkości znalazły się m.in. Libia, Arabia Saudyjska, Szwajcaria, Algieria, Singapur, Tajlandia, Malezja i Irak. Natomiast wskaźnik rezerw do zadłużenia krótkoterminowego przyjmował najwyższe wartości m.in. w Boliwii, Ruandzie, Gabonie, Republice Konga, Nepalu, a w grupie gospodarek większych m.in. w Brazylii, Chinach, Kambodży, Bangladeszu, Indiach, Tajlandii, Kazachstanie oraz Wietnamie. Z kolei do krajów o najwyższych wartościach wskaźnika rezerw do agregatu M2 zaliczały się m.in. Libia, Arabia Saudyjska, Algieria, Afganistan, Irak, Singapur oraz Trynidad i Tobago. Ostatni miernik obrazujący relację rezerw do miesięcznej wartości importu przyjmował największe wartości m.in. w Arabii Saudyjskiej, Libii, Szwajcarii, Chinach, Iraku Brazylii, Rosji, Izraelu, Botswanie, na Filipinach oraz w Afganistanie i Korei Południowej.

Gromadzenie nadmiernych aktywów rezerwowych ma swoje konsekwencje zarówno dla pojedynczych gospodarek, jak i dla gospodarki globalnej jako całości. W przypadku tych pierwszych zjawisko to może powodować narastanie problemów związanych ze sterylizacją podaży pieniądza, zwłaszcza w sytuacji zwyżkujących cen surowców naturalnych na rynkach międzynarodowych, kiedy to kraje eksportujące odnotowują rosnące przychody, oraz w przypadku krajów o relatywnie słabo rozwiniętych rynkach kapitałowych determinujących zdolności absorpcji kapitału. Nieefektywna polityka sterylizacji strumienia kapitału napływającego na rynek krajowy powoduje wiele negatywnych makroekonomicznych skutków. Dla gospodarki światowej natomiast akumulacja nadmiernych rezerw w części gospodarek stanowi element odpowiedzialny za narastanie nierównowagi globalnej oraz zwiększanie ryzyka systemowego w światowym systemie finansowym.

## **1.4. Zarządzanie aktywami finansowymi w gospodarce bogatej w zasoby naturalne**

### **1.4.1. Istota problemu**

Eksploatacja oraz eksport zasobów naturalnych, zwłaszcza ropy naftowej i gazu ziemnego, stanowią jeden z kanałów masowej akumulacji aktywów rezerwowych w licznych gospodarkach na świecie, która miała miejsce w ostatnich latach. Dzieje się tak z jednej strony za sprawą relatywnie niskiej substytucyjności ropy naftowej

i gazu ziemnego jako źródeł energii, a tym samym swoistego uzależnienia światowego wzrostu gospodarczego od dostępności tych źródeł energii. Z drugiej zaś strony jest to wynikiem rosnącego popytu na surowce naturalne, zwłaszcza zgłaszanego przez gospodarki rozwijające się. W połączeniu z ograniczonymi zasobami, ograniczonym rachunkiem ekonomicznym oraz ograniczonym technologicznie w wielu wypadkach dostępem do tychże zasobów i działaniami arbitrażowymi na rynkach surowcowych, a także skoordynowanym na mocy porozumień oligopolistycznych wydobyciem oraz podażą niektórych surowców, skutkowało to w niektórych okresach dużymi wahaniami cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej.

Doświadczenia wielu krajów pokazują jednak, że masowa akumulacja przychodów z tytułu eksportu w gospodarkach bogatych w zasoby naturalne okazała się zjawiskiem generującym wielopłaszczyznowe problemy natury ekonomicznej i finansowej oraz społecznej. Wiązały się one m.in. z wielkością rzeczonych przychodów w relacji do stopnia rozwoju krajowego rynku finansowego oraz rozmiarami gospodarki, wahaniami wielkości przychodów, będącymi wynikiem cyklicznej aktywności gospodarczej na świecie, a także strukturą gospodarki oraz przeobrażeniami dokonującymi się w jej obrębie, pozycją danej gospodarki względem innych gospodarek na świecie, a także efektywnym od strony ekonomicznej zagospodarowaniem dostępnego zasobu kapitału.

Jak dowodzi Yanina Sialitskaya (2013, s. 13), wyniki coraz liczniejszych opracowań naukowych wskazują na występowanie paradoksalnej, w stosunku do tradycyjnego rozumowania, zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a bogactwem w zasoby naturalne. W ciągu ostatnich czterech dekad znaczna grupa państw posiadających obfite złoża surowców i specjalizujących się w ich eksporcie uzyskiwała, w relacji do krajów o znikomych zasobach, przeciętnie gorsze wyniki rozwoju społeczno-ekonomicznego. Z kolei Jakub Kronenberg przekonuje, że bogate zasoby naturalne, zwłaszcza nagle odkryte obfite zasoby, mogą mieć negatywny wpływ na gospodarkę. Zaobserwowano bowiem, że bogactwo naturalne często nie tylko nie przekłada się na dobrobyt społeczeństw, w których eksploatacja zasobów ma miejsce, lecz nawet na wzrost produktu krajowego brutto w tych krajach (Kronenberg, 2014, s. 843). Najnowsze badania panelowe, przeprowadzone na próbie badawczej obejmującej 61 krajów producentów ropy naftowej, wskazują na występowanie pozytywnego związku pomiędzy wzrostem wahań terms of trade a wzrostem wahań w obszarze wzrostu gospodarczego danej gospodarki (Moradbeigi, Law, 2016, s. 97). Co więcej, badania dowodzą również, że w przypadku krajów silnie uzależnionych od eksportu ropy naftowej, zasoby surowca są związane z występowaniem większych nierówności dochodowych (Parcerro, Papyrakis, 2016, s. 159). W świetle wyników najnowszych badań niższy poziom nierówności netto (uwzględniających opodatkowanie i transfery pieniężne) prowadzi do szybszego i bardziej trwałego wzrostu gospodarczego danego kraju (Ostry i in., 2014 s. 6).

Również w sytuacji, gdy kapitał akumulowany w danej gospodarce ma źródło inne niż eksport surowców naturalnych, krajowa gospodarka może doświadczać

negatywnych konsekwencji podobnych do tych występujących w krajach bogatych w zasoby naturalne. W literaturze przedmiotu wskazuje się na występowanie negatywnych następstw w krajach, do których napływa relatywnie duży w relacji do produktu krajowego brutto strumień pomocy międzynarodowej (Harford, Klein, 2005; Djankov i in., 2008), o wysokich płatnościach z tytułu dochodów uzyskiwanych przez ich obywateli pracujących poza granicami (Abdih i in., 2012) oraz wszędzie tam, gdzie są stosowane płatności za usługi ekosystemów (Kronenberg, Hubacek, 2013).

Przedstawiona sytuacja stanowi niewątpliwie wyzwanie zarówno w wymiarze akademickim, w którym badacze podejmują próby wyjaśnienia oraz opisanie tego zjawiska, jak i w warstwie politycznej, w której kreatorzy polityki gospodarczej stają przed koniecznością zaprojektowania adekwatnej polityki gospodarczej i stworzenia odpowiednich narzędzi stabilizacyjnych celem zarządzania aktywami finansowymi, których źródłem są przychody z eksportu. W obliczu wahań cen surowców oraz ograniczoności zasobów z jednej strony a potrzebami rozwojowymi kraju i oczekiwaniami obywateli w zakresie rozwoju społeczno-gospodarczego z drugiej, zasadne staje się udzielenie odpowiedzi na kluczowe pytania, w tym m.in.:

- 1) czy określone zasoby naturalne powinny być w danym momencie eksploatowane;
- 2) które z nich oraz w jakiej kolejności powinny być obiektem wydobycia i sprzedaży na rynkach międzynarodowych;
- 3) w jaki sposób powinien być inwestowany uzyskany z nich kapitał, zwłaszcza w kontekście wyboru określonych instrumentów finansowych oraz rynków, do których będzie on transferowany z krajowej gospodarki.

### **1.4.2. Uzależnienie gospodarki od eksportu surowców naturalnych**

Zjawisko polegające na generowaniu negatywnych konsekwencji finansowych i ekonomicznych dla krajowej gospodarki, dotyczących zwłaszcza wzrostu gospodarczego, podziału dochodów i zmian w jego dynamice oraz inflacji w następstwie eksploatacji zasobów naturalnych jest określane w literaturze przedmiotu mianem klątwy surowcowej<sup>2</sup>. Analiza potencjalnie negatywnego oddziaływania zasobów naturalnych na rozwój ekonomiczny kraju była podejmowana na gruncie nauk ekonomicznych od połowy lat 50. ubiegłego wieku (Prebisch, 1950; Singer, 1950). Mimo to określenie „choroba holenderska” po raz pierwszy zostało użyte dopiero w drugiej połowie lat 70. ubiegłego wieku (*The Dutch disease*, 1977),

---

2 Pojęcie to bywa wykorzystywane zamiennie z określeniami: „paradoks obfitości”, „klątwa bogactwa”, „choroba holenderska”, chociaż niektórzy autorzy sugerują występowanie związku przyczynowo-skutkowego w obrębie prezentowanych pojęć.

a zwrot „klątwa bogactwa” wprowadzony do terminologii naukowej przez Richarda Auty’ego w roku 1993 (Auty, 1993).

Analizowane zjawiska stanowiły przedmiot szerokiej eksploracji naukowej, by wymienić prace m.in. Ronalda McKinnona (1976), Warnera Cordena (1984), Mohsena Fardmanesha (1986), Alana Gelba (1988), Grahama Davisa (1995), Egila Matsena i Ragnara Torvika (2005), Christy Brunnschweiler (2007), Francesca Caselliego i Thomasa Cunninghama (2009) oraz Fredericka van der Ploega (2011). Ogół czynników odpowiedzialnych za negatywne oddziaływanie wydobycia surowców naturalnych na krajową gospodarkę, prowadzące w konsekwencji do jej częściowego lub też pełnego uzależnienia od wydobycia surowców, jest dzielony na czynniki o charakterze endogenicznym oraz egzogenicznym.

Rozpoczęcie eksportu nowych zasobów surowców naturalnych, wzrost cen tych surowców na rynkach międzynarodowych lub wprowadzenie technologii zwiększających wydajność w sektorze wydobywczym powodują zainicjowanie tzw. boomu surowcowego, czego bezpośrednim następstwem staje się wzrost dochodów danego kraju. Wzrost ten generuje w gospodarce trzy efekty: efekt przesunięcia zasobów (resource movement effect), efekt wydawania (spending effect) oraz efekt zmiany kursu walut (effect terms of trade). Pierwszy z nich inicjuje zwiększony, lecz nierównomierny w wymiarze sektorowym popyt inwestycyjny, który dominuje w sektorach związanych z wydobyciem oraz eksportem surowców. W warunkach mobilności środków produkcji dążenie do maksymalizacji stóp zwrotu skłania zarówno posiadaczy kapitału, jak i pracowników do alokacji kapitału i pracy w przedsiębiorstwach charakteryzujących się przyspieszonym wzrostem oraz oferujących wyższe wynagrodzenie, a także wyższą rentowność zainwestowanego kapitału. Powoduje to przesunięcie środków produkcji z branż niepowiązanych bezpośrednio z wydobyciem do sektora surowcowego. W rezultacie część przedsiębiorstw z sektorów pozasurowcowych staje wobec presji utrzymania konkurencyjności względem podmiotów funkcjonujących w branży związanej z surowcami naturalnymi. Zaburzeniu ulega zatem dotychczasowa relacja pomiędzy sektorami gospodarki na korzyść przedsiębiorstw działających w branży wydobywczej. Natomiast efekt wydawania jest następstwem wzrostu możliwości finansowych zarówno na poziomie władz państwa, jak i na poziomie podmiotów gospodarczych oraz gospodarstw domowych, których funkcjonowanie jest związane z prosperującym sektorem wydobywczym. Przy innych czynnikach niezmiennych wzrost poziomu wydatków może powodować zjawisko nierównomiernego wzrostu łącznego popytu i możliwości wytwórczych gospodarki, wzrost inflacji i pojawienie się zjawiska quasi-recesji, która oznacza, że mimo wzrostu dochodu narodowego napędzanego działaniem mnożnika eksportowego następuje spowolnienie długookresowego rozwoju gospodarczego danego państwa.

Trzeci efekt, efekt zmiany kursu walut, objawia się poprzez aprecjację kursu wymiany waluty krajowej w następstwie wzrostu eksportu surowców naturalnych. Dotyka on nie tylko sektora związanego z surowcami, lecz także pozostałych

sektorów gospodarki i oznacza wzrost cen dóbr eksportowanych, zmniejszając tym samym konkurencyjność produkcji krajowej na rynkach międzynarodowych i jednocześnie poprawiając konkurencyjność importowanych dóbr substytucyjnych na rynku krajowym.

Każdy z efektów oddzielnie, a także interakcje zachodzące pomiędzy nimi skutkują ograniczeniem skali działalności niektórych przedsiębiorstw oraz spadkiem ich rentowności. W sytuacji niemobilnej siły roboczej na krajowym rynku pracy może to oznaczać zwiększenie poziomu bezrobocia. W rezultacie jest wywierany destabilizujący wpływ na gospodarkę, która staje się jeszcze w większym stopniu uzależniona od sektora wydobywczego. Choroba holenderska może zatem prowadzić do klątwy bogactwa w długim okresie (Sialitskaya, 2013, s. 70–72).

W literaturze wskazuje się także efekt utraty korzyści zewnętrznych (spillover-loss effect). Polega on na utracie przez daną gospodarkę pozytywnych efektów zewnętrznych generowanych przez obecnie słabiej rozwijające się działy gospodarki, które w odróżnieniu od sektora wydobywczego cechuje wyższy stopień przetworzenia produktu końcowego i wyższa wartość dodana. Specyfika przedsiębiorstw funkcjonujących w tych działach sprawia, że generują one know-how oraz rozwijają nowe technologie, z których korzystają inne podmioty w danej gospodarce, a trudności, na jakie napotyka, oznaczają redukcję tych efektów (Kaczmarek, 2014, s. 241). Dowodzone jest również, że posiadanie przez kraj dużych zasobów surowców naturalnych skutkuje niedoinwestowaniem kapitału ludzkiego (Gylfason, 2001, s. 847). Prezentowane są także, poparte wynikami badań, tezy o negatywnym wpływie uzależnienia gospodarki od surowców na wydajności państw w obszarze edukacji (Cockx, Francken, 2016, s. 394).

W odróżnieniu od opisanych wyżej czynników o charakterze endogenicznym, w badaniach zarówno teoretycznych, jak i empirycznych jest wskazywane występowanie także egzogenicznych determinant zjawiska negatywnego oddziaływania zasobów naturalnych na długookresowe perspektywy wzrostu danej gospodarki. Z jednej strony twierdzi się, że wskutek malejących cen surowców w relacji do innych dóbr będących przedmiotem handlu międzynarodowego kraje, których gospodarki opierają się na wydobyciu i eksporcie surowców wraz z upływem czasu są w stanie nabywać coraz to mniejsze ilości dóbr inwestycyjnych, co wpływa na zmniejszenie tempa ich rozwoju. Przywołana wcześniej w pracy teoria długoterminowego pogarszania się warunków wymiany (Prebisch, 1950; Singer, 1950) jest nadal przedmiotem empirycznej weryfikacji, a najnowsze wyniki badań wskazują zarówno na jej prawdziwość (Kellard, Wohar, 2006; Maizels, 2003), jak i kwestionują teoretyczne i empiryczne podstawy teorii (Deaton, 1999) lub są niejednoznaczne i nierozstrzygające (Arezki i in., 2013; Ghoshray i in., 2011; Harvey i in., 2010).

Merytoryczne uzasadnienie niekorzystnego dla krajów eksportujących surowce efektu terms of trade opiera się na odmiennej charakterystyce elastyczności cenowej i dochodowej popytu na surowce oraz dobra przetworzone. Hipoteza ta



zakłada, że w przypadku krajów rozwijających się elastyczność cenowa popytu na dobra przemysłowe importowane z krajów rozwiniętych jest niska, a elastyczność dochodowa na te dobra jest wysoka. W odniesieniu do elastyczności cenowej i dochodowej popytu krajów rozwiniętych na surowce importowane z krajów o niższym poziomie rozwoju gospodarczego sytuacja jest dokładnie odwrotna. W konsekwencji ma miejsce długookresowe niekorzystne kształtowanie się relacji terms of trade krajów rozwijających się, powodujące, że czerpią one relatywnie mniejsze korzyści z udziału w międzynarodowym podziale pracy, a tym samym poprzez zmniejszanie możliwości akumulacji kapitału i dokonywania inwestycji w krajach tych następuje osłabienie potencjalnych czynników wzrostu gospodarczego (Rynarzewski, 2013, s. 74–75).

Równoległe jako przyczynę wystąpienia choroby holenderskiej oraz negatywnego uzależnienia gospodarki od sektora wydobywczego wskazuje się wahania w poziomie cen surowców naturalnych na rynkach międzynarodowych. Są one większe niż w przypadku cen dóbr wytwarzanych przez sektor przemysłowy danej gospodarki. Niestabilność w obszarze rynków surowcowych znajduje według tej teorii swoje odzwierciedlenie w niestabilności dochodów państwa, trudniejszym dostosowaniu się do negatywnych zjawisk generowanych na rynku światowym, mniejszej przewidywalności prowadzonej przez państwo polityki gospodarczej niż ma to miejsce w gospodarkach o bardziej zdywersyfikowanej strukturze. W konsekwencji przekłada się to na niższy poziom zarówno inwestycji krajowych, jak i zagranicznych. Ponadto, z uwagi na niestabilność kształtowania się cen surowców na rynkach międzynarodowych, pozytywny wpływ na gospodarkę w okresie wysokich cen surowców ma częstokroć charakter tymczasowy, co dodatkowo wzmacnia niestabilność możliwej do prowadzenia polityki gospodarczej, oddziałując negatywnie na pozycję konkurencyjną danego kraju (Sialitskaya, 2013, s. 77–85). W sytuacji dużej zależności od przychodów generowanych przez sektor związany z wydobywaniem i eksploatacją surowców naturalnych gospodarka jest narażona na gwałtowny i znaczny spadek cen surowców, co może skutkować głębokim załamaniem gospodarczym danego kraju (Cavalcanti i in., 2012, s. 4). Również w przypadku grupy krajów przechodzących transformację z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej zostało dowiedzione, że te spośród nich, które nie dysponowały zasobami surowców najszybciej przeszły okres transformacji ustrojowej i weszły na ścieżkę zrównoważonego wzrostu gospodarczego; zasobność w surowce stanowiła bowiem jeden z głównych czynników wyjaśniających relatywnie gorsze wyniki wzrostu gospodarczego (Kronenberg, 2004, s. 339–426).

Problemy i trudności związane z napływem kapitału generowanego dzięki eksploatacji surowców naturalnych nie ograniczają się tylko do szeroko definiowanej sfery ekonomicznej i finansowej, lecz obejmują również zagadnienia społeczne i polityczne. W literaturze wskazuje się na występowanie zjawiska pogoni za rentą (rent-seeking), objawiającego się dążeniem różnych grup społecznych do przejęcia

dochodów uzyskiwanych przez państwo. Skłania to polityków do koncentrowania się na krótkookresowej strategii rozdysponowania zakumulowanego bogactwa kosztem realizacji długookresowych strategii rozwojowych (Auty, 1998). Pojawiają się też zjawiska obniżenia jakości sprawowanej władzy (Arezki, van der Ploeg, 2007) i pogoni za przejęciem renty (rent-seizing), oznaczające taką redystrybucję dochodów, która zapewni rządzącym wygranie kolejnej tury wyborów (Robinson i in., 2006).

Dokonując podsumowania rozważań na temat negatywnych konsekwencji uzależnienia danej gospodarki od eksploatacji surowców naturalnych, należy stwierdzić, że w literaturze są prezentowane również dowody kwestionujące występowanie klątwy surowcowej. Brock Smith przekonuje o występowaniu w przypadku krajów rozwijających się pozytywnego wpływu odkryć zasobów surowców na kształtowanie się długookresowego produktu krajowego brutto per capita i neutralnej relacji między analizowanymi zmiennymi w grupie krajów rozwiniętych (Smith, 2015, s. 66). Pogląd dotyczący niewystępowania klątwy surowcowej jest prezentowany także w opracowaniach Alexandra Jamesa (2015), Michaela Alexeeva i Roberta Conrada (2009) oraz Christy Brunnschweiler i Erwina Bultego (2008). Ponadto są wskazywane przykłady krajów bogatych w zasoby naturalne (Norwegia, Malezja, Kanada, Australia, Chile, Nigeria), którym udało się uniknąć wystąpienia klątwy surowcowej w gospodarce (Doraisami, 2015, Mideksa, 2013; Rosser, 2006; Larsen, 2004; Fasano, 2002; Rasiah, Shari, 2001). Warto zauważyć, że w wymienionych powyżej krajach funkcjonują państwowe fundusze majątkowe.

### **1.4.3. Problem optymalnej eksploatacji zasobów naturalnych**

Oprócz problemów wynikających z potencjalnie negatywnych konsekwencji ekonomicznych i finansowych dla krajowej gospodarki, związanych z eksploatacją surowców i napływem do gospodarki strumienia kapitału oraz trudnościami w przeciwdziałaniu tym zjawiskom, kraje posiadające zasoby naturalne stoją również przed dylematem związanym z optymalnym, z punktu widzenia międzypokoleniowego, zarządzaniem bogactwem pochodzącym z pozyskiwania surowca. Ograniczoność i nieodnawialność zasobów naturalnych z jednej strony, zaś postęp techniczny dający podstawy do zakładania możliwości większej substytucji między źródłami energii w przyszłości z drugiej, stanowią podstawowe, choć nie jedyne, czynniki determinujące decyzje odnośnie do skali i zakresu eksploatacji zasobów.

Dodatkowymi czynnikami ryzyka, jakie powinny być brane pod uwagę w kontekście wydobycia i sprzedaży takich surowców, jak ropa naftowa i gaz ziemny, są zmiany klimatu, będące skutkiem spalania paliw kopalnych, oraz przewidywana

konieczność ograniczenia emisji gazów cieplarnianych w najbliższej przyszłości. Ponadto relatywnie wysoka historyczna zmienność cen wymienionych powyżej surowców w połączeniu z postępującym wzrostem popytu na nie ze strony gospodarek rozwijających się oraz zmienność, a w wielu przypadkach nieprzewidywalność rynków finansowych oraz niepewność co do przyszłego wzrostu gospodarczego na świecie, tworzą kolejną grupę czynników mogących wpływać na decyzje o tempie eksploatacji surowców oraz ich sprzedaży. Dla gospodarek eksportujących surowce naturalne, zwłaszcza tych, w których udział sektora wydobywczego jest znaczący, zasadnicze wyzwanie wiąże się z określeniem, w jakim tempie jedna forma aktywów, jakimi są surowce naturalne, będzie zamieniana na inną formę aktywów, czy to w postaci aktywów finansowych denominowanych w walucie krajowej lub walutach obcych, czy też poprzez reinwestowanie w krajowej gospodarce w dobra kapitałowe lub w szeroką gamę aktywów finansowych dostępnych na rynkach międzynarodowych.

Zagadnienie międzyokresowej optymalizacji eksploatacji zasobów stanowiło i nadal stanowi przedmiot badań naukowych. Centralne miejsce w tym obszarze zajmuje teoria zaproponowana przez Harolda Hotellinga (1931). Teoria ta i jej modyfikacje, mimo upływu czasu oraz licznych wątpliwości i zastrzeżeń zgłaszanych pod jej adresem, nadal pozostają fundamentalnymi pracami z zakresu ekonomiki surowców nieodnawialnych. W przywołanym opracowaniu jest dowodzone, że istotą zaproponowanego podejścia jest wskazanie optymalnego rozwiązania problemu maksymalizacji zysku nie tylko dla właściciela złoża (w wielu wypadkach państwa), lecz również dla społeczeństwa jako całości (Kronenberg, 2008). Z punktu widzenia analiz prowadzonych w niniejszej pracy kluczowym elementem rozważań Hotellinga jest konkluzja, że wielkość wydobycia surowców wraz z upływem czasu powinna spadać, a cena netto surowca powinna rosnać w tempie wyznaczanym przez stopę procentową (Orlov, 2016, s. 189; Krzak, 2012, s. 28–29).

Zależność ta jest znana jako reguła Hotellinga i stanowi podstawowy warunek równowagi rynkowej zasobów nieodnawialnych, wiążący przez wysokość długookresowej stopy procentowej rynek danego surowca ze stanem rynku kapitałowego. Przyjmując, że zasoby surowców naturalnych są jedną z form aktywów kapitałowych, która może być zamieniana na inne formy, oraz zakładając, że poprzez arbitraż posiadacze różnych form kapitału mogą osiągać tę samą stopę zwrotu, właściciel złoża może uzyskać stopę zwrotu z tytułu nieeksploatowania surowca, będącą pochodną jego rosnącej ceny. W rezultacie daje to możliwość realizowania stopy zwrotu analogicznej jak ta osiągnięta na rynku kapitałowym. Decyzja dotycząca eksploatacji złoża dzisiaj lub odroczenia wydobycia i jego rozpoczęcia w przyszłości jest zatem pochodną oczekiwań właściciela co do kształtowania się relacji pomiędzy stopą procentową a zmianą ceny surowca. Jeżeli oczekiwany wzrost ceny surowca jest wyższy niż oczekiwana wielkość stopy procentowej, to optymalnym dla właściciela surowca rozwiązaniem jest eksploatacja złoża w przyszłości. Jeśli jest spodziewana odwrotna sytuacja, ekonomicznie uzasadnionym wariantem jest zamiana surowca na inną formę aktywów i realizowanie strategii

inwestycyjnej umożliwiającej osiągnięcie stopy zwrotu według zmian stopy procentowej. W każdym z przedstawionych wariantów mechanizm popytu i podaży będzie prowadzić do ustalenia równowagi rynkowej. Wnioski wypływające z rozważań Hotellinga wskazują, że mimo pewnych różnic wynikających ze struktury rynku maksymalizacja korzyści z wydobywania surowca jest generalnie możliwa przy rosnącym poziomie ceny i malejącej wielkości wydobywania (Potocki, 2014, s. 167–169; Castelli, Scacciavillani, 2012, s. 26).

Doświadczenia ostatnich dekad w zakresie kształtowania się cen ropy naftowej pozostają jednak w sprzeczności z przewidywaniami płynącymi z reguły Hotellinga. Jest to wynikiem założeń upraszczających, leżących u podstaw sformułowanej teorii, wśród nich m.in. przewidywalności przyszłej stopy procentowej oraz popytu, braku nowych odkryć złóż surowcowych, braku postępu technicznego w dziedzinie wydobywania, a także nieistotności kosztów wydobywania. W rezultacie zostały zaproponowane modyfikacje podstawowej teorii uwzględniające wyżej wymienione ograniczenia.

Uwzględnienie kosztów wydobywania zaproponowane przez Tobiasa Kronenberga (2008) prowadzi do wniosku, że to nie cena surowca rośnie zgodnie z tempem wzrostu stopy procentowej, lecz wartość jednostkowa złoża *in situ* (w miejscu). Wskutek rosnącego popytu na surowiec koszty krańcowe mogą zatem gwałtownie rosnąć, a tempo wzrostu może przewyższać tempo zmian stopy procentowej, zwłaszcza w okresach, w których jest ona relatywnie niska. W rezultacie zachowanie ceny rynkowej surowca ma charakter złożony, gdyż tempo wzrostu ceny rynkowej jest uzależnione od struktury udziałowej ceny netto i kosztów wydobywania oraz stóp wzrostu obu tych składników.

Z kolei w opinii Jeffreya Krautkraemera (1998) założenie o rosnącej cenie surowca w tempie odpowiadającym zmianom stopy procentowej wynika z warunku dynamicznej efektywności na rynku kapitałowym, na którym stopa zwrotu z aktywów jest sumą zysków kapitałowych i krańcowych korzyści netto uzyskanych z aktywów i jest równa stopie dyskontowej. Maksymalizacja korzyści dla posiadacza złoża wymaga zrównania się w czasie krańcowych korzyści z wydobywania z krańcowymi kosztami wydobywania oraz zrównania się stopy zwrotu z kapitału dla właściciela złoża ze stopą dyskontową. W konsekwencji, przy założeniu wzrostu kosztów proporcjonalnego do tempa wydobywania surowca, stopa zmiany ceny ropy naftowej jest równa średniej ważonej: stopy dyskontowej i stopy zmiany krańcowych kosztów wydobywania, dzielonej przez relację kosztów krańcowych do ceny. Implikuje to możliwość wystąpienia sytuacji, w której zmiany ceny ropy naftowej są odzwierciedlane za pomocą krzywej w kształcie litery U. W pewnych okresach postęp technologiczny może być odpowiedzialny za spadek ceny surowca, co ilustruje opadająca część krzywej U, lecz wyczerpywanie zasobów i niższe tempo wdrażania innowacji mogą powodować wzrost jego ceny (wznosząca się część krzywej U). Badania empiryczne dotyczące kształtowania się ceny wydają się potwierdzać prawdziwość tych założeń (Okullo i in., 2015; s. 36).

W celu wyjaśnienia kwestii międzygeneracyjnej konsumpcji zasobów w gospodarce jest przywoływana również hipoteza dochodu permanentnego. Zakłada ona, że na wielkość bieżącej konsumpcji wpływ wywiera nie tylko bieżący poziom dochodu, lecz także wielkość dochodu oczekiwana w przyszłości. Wnioski uogólnione na poziomie gospodarki danego kraju sprowadzają się w tym przypadku do stwierdzenia, że konsumpcja zasobów naturalnych w każdym okresie powinna być równa stopie zwrotu z aktywów zgromadzonych w wyniku eksploatacji zasobów, pomnożonej przez zdyskontowaną wartość kapitału oczekiwanego w przyszłości z tytułu eksploatacji surowców naturalnych. Taki poziom bieżącej konsumpcji obecnych pokoleń obywateli gwarantuje zachowanie bogactwa dla przyszłych pokoleń i jest uznawany za właściwy benchmark wyznaczający międzypokoleniowy transfer bogactwa (Castelli, Scacciavillani, 2012, s. 28).

Alternatywna, a zarazem bardziej restrykcyjna w swoich założeniach teoria odnosząca się do zagadnienia optymalizacji konsumpcji zasobów naturalnych jest określana mianem hipotezy wróbla w garści (bird-in-hand). Postuluje ona akumulowanie i reinwestowanie całości dochodów generowanych przez sektor wydobywczy oraz ustalenie poziomu krańcowej konsumpcji w okresie bieżącym, której wielkość jest pochodną eksploatacji surowców naturalnych na poziomie wynikającym z wielkości przychodów generowanych poprzez reinwestowanie kapitału. Wynika z niej zatem, że wielkość konsumpcji zasobów w danym okresie powinna być determinowana jedynie przez wartość przychodów generowanych z kapitału pochodzącego z już wydobytych surowców naturalnych (Barnett, Osowski, 2002, s. 55; Castelli, Scacciavillani, 2012, s. 28). Pozwala to na ograniczenie doraźnego oraz procyklicznego charakteru polityki fiskalnej i długookresowe wykorzystanie przychodów opierające się na zrównoważonych celach (Iacono, 2012, s. 11).

Reasumując, wskazać należy, że za sprawą ograniczoności zasobów kraje posiadające zasoby naturalne mają możliwość czerpania znaczącej renty, która z reguły trafia do rządu centralnego poprzez opodatkowanie, tantiemy lub za sprawą bezpośredniego dysponowania prawami własności. W kontekście międzypokoleniowej redystrybucji rzeczowej renty polityka fiskalna państwa i reguły wydatkowe stanowią dwa kluczowe zagadnienia. Warte podkreślenia jest, że mimo rosnącego zainteresowania kwestią ekonomiki zasobów naturalnych w literaturze przedmiotu nie ma zgody co do tego, w jaki sposób państwa powinny prowadzić politykę związaną z optymalizacją wydatków pochodzących z eksploatacji zasobów (Iacono, 2012, s. 2). Jest to w dużej mierze konsekwencją złożonej natury analizowanego zjawiska, której jak dotąd w zadowalającym stopniu nie udało się oddać w żadnym z proponowanych sposobów podejścia. Jak wskazują niektórzy autorzy, większość dotychczasowych prognoz okazała się błędna (Hamilton, 2008; Lynch, 2002).

Wielowątkowość analizowanej problematyki, w tym takie kwestie, jak poziom faktycznych zasobów surowców, ograniczanie wydobycia poprzez porozumienia monopolistyczne, różnice w elastycznościach po stronie popytu i podaży, odmienne koszty wydobycia w różnych krajach, działalność spekulacyjna na

rynku oraz postęp techniczny w dziedzinie wydobywania surowców, sprawia, że modelowanie i prognozowanie samego rynku surowców (zwłaszcza rynku ropy naftowej) jest obarczone istotnym ryzykiem błędu. Nawet w świetle modeli nie-strukturalnych (Khanna, 2003; Pindyck, 1999), zgodnie z którymi wzrost stopy procentowej powinien powodować wzrost ceny ropy naftowej, rzeczywiste relacje na obu rynkach odbiegają od teoretycznych przewidywań. James Hamilton (2008, s. 7) przekonuje, że „ceny ropy są interesującym przypadkiem zmiennej ekonomicznej, której, jeśli nasza teoria jest poprawna, zupełnie nie powinniśmy być zdolni przewidywać”.

Interakcje pomiędzy rynkiem surowców naturalnych a zmiennymi makroekonomicznymi, takimi jak produkt krajowy brutto, zatrudnienie, postęp technologiczny, a także trendami demograficznymi i zjawiskami o charakterze społecznym i politycznym, powodują konieczność prognozowania również opisywanych elementów, co w rezultacie może skutkować kumulowaniem się błędów prognoz w modelowaniu rynku surowców naturalnych. Trudność w oszacowaniu tak kluczowych zmiennych jak cena i popyt stanowi wyzwanie nie tylko natury analitycznej. Jest nade wszystko przeszkodą w optymalnym i efektywnym zaplanowaniu procesu eksploatacji zasobów naturalnych oraz transferowaniu bogactwa państwa w alternatywne formy aktywów. Jest to jednocześnie kluczowy czynnik związany z możliwością realizowania przez kraj posiadający zasoby naturalne strategii wzrostu zrównoważonego w obszarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym.

W literaturze dotyczącej problematyki rozwoju krajów bogatych w surowce naturalne wskazuje się, że istota rozważań powinna koncentrować się nie na kwestii, czy posiadanie surowców jest złe lub dobre dla danej gospodarki, lecz na znalezieniu rozwiązania, w jaki sposób obfite zasoby mogłyby przyczynić się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego, poprawy dobrobytu i jakości polityki w tych krajach (Cavalcanti i in., 2011, s. 315). Doświadczenia wielu krajów na świecie wskazują, że do pełnienia takiej roli w krajowej gospodarce zdają się pretendować państwowe fundusze majątkowe.

## 1.5. Podsumowanie i wnioski

Dialog literaturowy i analizy przeprowadzone w rozdziale pierwszym koncentrowały się wokół zjawisk i procesów zachodzących w ostatnich dziesięcioleciach w gospodarce globalnej. Stanowią one zarówno tło, jak i czynnik determinujący działania podejmowane przez rządy poszczególnych państw, z zamiarem zabezpieczenia własnych interesów gospodarczych oraz realizacji celów społecznych i politycznych. Jednym z nich jest zarządzanie nadmiernymi aktywami



rezerwowymi, które mogą być wykorzystane do działań stabilizacyjnych i prorozwojowych. To poszukiwanie i implementacja nowych rozwiązań są pochodną dynamicznie toczących się procesów w gospodarce światowej, wśród których należy wymienić zwłaszcza procesy globalizacji, integracji, deregulacji i liberalizacji. Mimo licznych korzyści płynących z tych procesów dla pojedynczych gospodarek, analizowane zjawiska generują wiele impulsów negatywnych, które, jeśli nie uniemożliwiają samo zastosowanie, to w sposób istotny wpływają na efektywność i skuteczność dotychczasowych, tradycyjnych narzędzi polityki gospodarczej.

Niestabilność światowego systemu finansowego, czego najbardziej przekonującym dowodem jest ostatni kryzys finansowy, stanowi argument za pełnieniem przez państwo silniejszych funkcji kontrolnych nad krajowymi systemami finansowymi, które w warunkach otwartości na przepływy kapitału międzynarodowego są narażane na działanie impulsów destabilizujących. Ryzyko gwałtownego i spekulacyjnego odpływu kapitału, które może destabilizować kurs walutowy i ceny aktywów na rynku krajowym, a także stwarzać konieczność reagowania na nie za pomocą tradycyjnych narzędzi polityki monetarnej (o ograniczonej możliwości oddziaływania na gospodarkę), w połączeniu ze zjawiskiem zarażania pomiędzy gospodarkami, nawet tymi o solidnych fundamentach makroekonomicznych, stanowią zagrożenia, wobec których państwa nie mogą pozostawać obojętne i bierne.

Współczesny globalny system finansowy zawiera w sobie zarówno czynniki, jak i generuje impulsy o charakterze kryzysogennym, wymuszając na państwach tworzenie sieci bezpieczeństwa finansowego. Wśród głównych elementów odpowiedzialnych za rosnące ryzyko systemowe znajdują się postępująca finansyzacja gospodarki, mająca odzwierciedlenie np. w oderwaniu się rynków instrumentów pochodnych od realnej gospodarki, a także funkcjonowanie doktryny „to big to fail”, której bezpośrednią konsekwencją jest konieczność nacjonalizacji kosztów generowanych przez instytucje finansowe. Przyczynia się to z kolei do pogłębiania problemów związanych z finansowaniem zadłużenia publicznego. Odpowiedź władz monetarnych na materializację ryzyka systemowego w postaci niekonwencjonalnej polityki pieniężnej tworzy dla kreatorów polityki gospodarczej państwa kolejną kategorię ryzyka, której nie tylko oszacowanie, lecz przede wszystkim pełne jej zrozumienie jest w tej chwili trudne, by nie rzec niemożliwe.

W odpowiedzi na zagrożenia płynące dla krajowej gospodarki w związku z jej funkcjonowaniem w globalnej gospodarce i systemie kursów płynnych oraz realizowaniem indywidualnych strategii wzrostu gospodarczego liczne gospodarki na świecie zwiększyły w ostatnich dekadach wielkość zakumulowanych aktywów rezerwowych. Wartość zgromadzonych aktywów rezerwowych w wielu przypadkach przekracza poziomy referencyjne wskazywane przez badaczy i praktyków życia gospodarczego, na czele z prezesami banków centralnych. Tworzy to kolejny impuls destabilizujący, objawiający się występowaniem i pogłębianiem globalnych nierównowag, a także wiąże się z ponoszeniem wymiernych kosztów posiadania

nadmiernych rezerw walutowych przez poszczególne gospodarki. Problematyka ta ma szczególnie istotne znaczenie dla krajów eksportujących zasoby naturalne, które obok wskazanych problemów napotykać na trudności o charakterze makroekonomicznym, wynikające z konieczności optymalnego z punktu widzenia kolejnych pokoleń obywateli transformowania aktywów pochodzących z zasobów nieodnawialnych. Trudności związane z uzależnieniem gospodarki od eksportu surowców naturalnych tworzą dla tych państw dodatkową, w wielu wypadkach fundamentalną kategorię czynników ryzyka.

W świetle przedstawionych argumentów zrozumiałe jest poszukiwanie przez państwo nowych możliwości reagowania na negatywne czynniki płynące z gospodarki globalnej, w tym zwłaszcza z rynków finansowych, ograniczanie ryzyka systemowego, a równocześnie efektywne zarządzanie aktywami finansowymi. Przykładem tego typu innowacyjnego, z natury hybrydowego, nowego finansowego narzędzia w dziedzinie polityki gospodarczej, stosowanego przez coraz liczniejszą grupę krajów, zwłaszcza z grupy gospodarek rozwijających się, są państwowe fundusze majątkowe. Są one wyposażane w kapitał pochodzący z akumulacji nadmiernych rezerw walutowych. Funkcjonowanie tych podmiotów, zarówno na rynku krajowym, jak i na międzynarodowych rynkach finansowych, może być dowodem na zmianę postrzegania roli państwa w gospodarce oraz na rosnące przekonanie o konieczności silniejszego zaznaczenia pozycji państwa wobec rynków finansowych. Jest to istotne zwłaszcza w sytuacji, w której rządy, wskutek finansowania deficytu budżetowego oraz postępującej globalizacji rynków, liberalizacji przepływów kapitałowych i integracji gospodarczej stały się w ostatnich latach od tych rynków szczególnie mocno zależne .



## Rozdział 2

# Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie zarządzania aktywami rezerwowymi

### 2.1. Zmiana sposobu wykorzystania rezerw walutowych w kontekście stabilizacyjnej roli państwa

Zaprezentowane i omówione w sposób syntetyczny najważniejsze kwestie oraz problemy związane z funkcjonowaniem gospodarki światowej stanowią wystarczający argument popierający tezę o konieczności zwiększenia stabilizacyjnego oddziaływania państwa na gospodarkę, a także reagowania na zjawiska w jej otoczeniu. Zasadne jest domniemanie, że wobec złożoności procesów gospodarczych zachodzących w gospodarce danego kraju i jej poszczególnych elementach, zwłaszcza na rynku finansowym, państwo nie może pozostawać biernym obserwatorem toczących się procesów, reagującym jedynie *ad hoc* i *ex post*. Przeciwnie, dążenie do realizacji celów ekonomicznych, społecznych i politycznych wymaga przyjmowania przez państwo aktywnej postawy, w tym poszukiwania nowych narzędzi i metod oddziaływania na gospodarkę. Słuszność takiego podejścia znajduje potwierdzenie w słowach Marka Belki: „W obecnych czasach o bezpieczeństwie państw, ich suwerenności i niepodległości w znacznie większej mierze decydują instrumenty polityki gospodarczej i finansowej niż wzniosłe hasła o obronie suwerenności z postulatami powrotu do nisz narodowych” (Belka, 2013, s. 28).

Przykładem najnowszego, innowacyjnego narzędzia polityki gospodarczej państwa jest zmiana sposobu wykorzystywania rezerw walutowych kraju, z których część została przekierowana do specjalnie w tym celu utworzonych podmiotów określanym terminem „państwowe fundusze majątkowe” (sovereign wealth funds). Z jednej strony pozwoliło to na zwiększenie efektywności zarządzania rezerwami walutowymi, z drugiej natomiast dało możliwość komplementarnego lub substytucyjnego wsparcia dotychczasowych działań podejmowanych przez banki centralne oraz inne organy państwa, a w wielu obszarach nowego i niekonwencjonalnego sposobu wywierania wpływu na procesy toczące się w gospodarce globalnej.

Pierwszą na gruncie polskim autorką, która zwróciła uwagę na analizowane zagadnienie była Kamilla Marchewka-Bartkowiak (2008). W artykule zatytułowanym *Sovereign Portfolio Management Agency jako instytucja zarządzająca państwowymi portfelami finansowymi* wskazała ona na intensywny proces akumulacji publicznych zasobów finansowych, mający miejsce w ostatnich dwóch dekadach w gospodarkach wielu krajów świata. Zainicjowała również dyskusję na temat państwowych portfeli inwestycyjnych, które mogą być wyodrębnione w ramach trzech podstawowych obszarów polityki finansowej państwa: budżetu państwa, ubezpieczeń społecznych i rezerw walutowych. Są to najczęściej największe pod względem wartości portfele finansowe państwa, wymagają one zatem odpowiedniego zarządzania, którego nadrzędnym celem jest zapewnienie makroekonomicznej stabilizacji finansowej kraju. Efektywne zarządzanie państwowymi portfelami finansowymi, w rozumieniu minimalizacji kosztów lub maksymalizacji stopy zwrotu, lecz każdorazowo uwzględniające ryzyko rynkowe i fiskalne, jest zagadnieniem nabierającym coraz większego znaczenia. Dlatego też w wielu krajach nastąpiły zmiany sposobu zarządzania szeroko rozumianymi aktywami i pasywami finansowymi państwa, co znajdowało odzwierciedlenie m.in. w powoływaniu odpowiednich instytucji odpowiedzialnych za zarządzanie nimi. Autorka przekonuje ponadto, że w tworzeniu państwowych portfeli finansowych wykorzystuje się coraz częściej model agencyjny, w którym następuje delegowanie zadań i uprawnień w zakresie zarządzania aktywami do specjalnie w tym celu wyodrębnionych podmiotów. Umożliwia to, po pierwsze, odseparowanie zarządzania państwowymi portfelami finansowymi od bieżącej polityki budżetowej, pieniężnej oraz systemu ubezpieczeń społecznych, po drugie, realizowanie nowoczesnego średnio- i długoterminowego zarządzania portfelem w sposób alternatywny do tego będącego domeną banku centralnego, po trzecie, zastosowanie zasad nadzoru dostosowanych do specyfiki prowadzonej działalności.

Państwowe fundusze majątkowe, jako narzędzie służące do zarządzania aktywami finansowymi państwa, są wskazywane jako czynnik mogący ułatwiać osiągnięcie oraz utrzymywanie dyscypliny budżetowej, zwiększanie dobrobytu, stymulowanie międzynarodowej konkurencyjności gospodarki krajowej oraz ograniczenie problemu wynikającego z choroby holenderskiej (Kaczmarek, 2014, s. 249). Analizowane fundusze są uznawane za skuteczne narzędzie umożliwiające realizację premii z finansowych aktywów państwa, co jest możliwe dzięki inwestowaniu rezerw w szeroką gamę aktywów reprezentujących potencjał gospodarki globalnej, nie zaś jedynie regionalnej czy krajowej. Premia ta jest definiowana jako nadwyżka osiągniętej z inwestycji stopy zwrotu ponad realną stopę wzrostu krajowej gospodarki (Clark, Monk, 2010c, s. 15).

Przyznaje się również, że fundusze mogą wywierać stabilizujący wpływ na finanse publiczne, w tym na budżet państwa, oraz na rynki finansowe (Dawidowicz, 2012, s. 41–42), a działalność tego typu podmiotów może mieć charakter nie tylko stabilizacyjny, lecz również sterylizacyjny oraz prorozwojowy i stanowić alternatywne

rozwiązanie w stosunku do aktywnej polityki budżetowej państwa (Sialitskaya, 2013, s. 115). Instytucjonalna innowacja, jaką są państwowe fundusze majątkowe, jest odpowiedzią polityków na problemy wynikające z procesów globalizacyjnych oraz konieczność reagowania na poziomie lokalnym w obliczu kryzysów generowanych w skali globalnej (Clark i in., 2013, s. 23). Fundusze umożliwiają wykorzystanie siły finansowej państwa do obrony jego suwerenności w czasach globalizacji i finansyzacji (Clark i in., 2013, s. 45). Powstanie funduszy stabilizacyjnych, będących protoplastami państwowych funduszy majątkowych, wynikało z chęci przeciwdziałania wahanom makroekonomicznym i promowania stabilnego wzrostu gospodarczego. Korzeni państwowych funduszy majątkowych nie należy zatem upatrywać w próbach podstępnego zdominowania przez państwo globalnych rynków, lecz w rozważnych staraniach zarządzania gospodarką i redukcjonowania krajowej niestabilności (Balding, 2012, s. 5).

Analizowane podmioty są wskazywane jako przykład realizowania przez niektóre kraje na świecie koncepcji kapitalizmu państwowego. Bezpośrednim tego rezultatem jest dokonująca się w gospodarce globalnej zmiana polegająca na przeniesieniu coraz większego zakresu władzy i siły ekonomicznej do organów państwa (Brenner, 2009, s. 40). Kapitalizm państwowy jest synkretycznym systemem opartym na regulowanym rynku, w którym państwo nie narusza logiki rynkowej, lecz wykorzystuje instrumenty rynkowe do osiągnięcia celów ekonomicznych i społecznych (Nowakowski, 2014, s. 227). W systemie tym zakłada się możliwość oddziaływania państwa na poziomie przedsiębiorstw w celu maksymalizowania korzyści ekonomicznych, społecznych i politycznych dla państwa jako całości (Gilson, Milhaput, 2008, s. 2).

W systemie kapitalizmu państwowego powszechny i rozległy wpływ rządu na gospodarkę jest wywierany poprzez większościowe lub mniejszościowe udziały własności państwowej w spółkach lub przez system subsydiów i dotacji finansowych, a także innych przywilejów skierowanych do przedsiębiorstw prywatnych. Oddziaływanie państwa na realną sferę gospodarki w systemie kapitalizmu państwowego odbywa się także poprzez wykorzystanie państwowych funduszy majątkowych (Musacchio, Lazarrini, 2014, s. 2). Państwowe fundusze majątkowe odzwierciedlają rosnący zakres interwencji państwa we współczesną gospodarkę (Shemirani, 2011, s. 5) i stanowią jakościowo nową formę państwowego interwencjonizmu gospodarczego. Są one uznawane za fenomen globalizacji i przejaw kapitalizmu ponadnarodowego (Jiráňková, 2012, s. 867).

Z uwagi na swoją specyfikę (m.in. długookresowe zaangażowanie kapitałowe), państwowe fundusze majątkowe są pożądaną kategorią inwestorów instytucjonalnych na globalnych rynkach finansowych. Podmioty te mogą zmniejszać ryzyko systemowe, obniżyć presję tworzoną przez inwestorów o krótkich horyzontach działania i wywierać stabilizujący wpływ na rynki finansowe (Wiśniewski i in., 2015, s. 13–14). Państwowe fundusze majątkowe tworzą relatywnie nowy element globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego (Urban, 2012b, s. 339).



## 2.2. Powstanie i rozwój państwowych funduszy majątkowych

Akumulacja rezerw walutowych, których wielkość w wielu krajach przekraczała poziomy referencyjne, skłoniła rządy i władze monetarne tych krajów do poszukiwania efektywnego sposobu inwestowania części z nich. Podjęta została wówczas decyzja, że zarządzanie określoną pulą aktywów rezerwowych będzie odbywać się poza bezpośrednią kontrolą banków centralnych, w sposób alternatywny względem strategii nakierowanej na płynność, która była domeną banków centralnych, z wykorzystaniem nowych, a zarazem innowacyjnych narzędzi. W następstwie tych działań zostały powołane do życia państwowe fundusze majątkowe – podmioty, które przez relatywnie długi, mierzony w dekadach, okres swojego działania pozostawały nienazwane, a ich funkcjonowanie wymykało się uwadze zarówno badaczy z ośrodków naukowych i kręgów biznesowych, jak i polityków oraz organów nadzorujących rynki, a także instytucji międzynarodowych. Ten stan rzeczy uległ zmianie w roku 2005 wraz z ukazaniem się artykułu *Who holds the wealth of nations?* autorstwa Andrew Rozanova (2005). W publikacji tej po raz pierwszy pojawił się zwrot „państwowe fundusze majątkowe” (sovereign wealth funds) i określenie to zostało przyjęte w światowej terminologii finansowej jako synonim nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych, którym pojedyncze państwa powierzyły zadanie gospodarowania swoimi aktywami finansowymi.

Historia państwowych funduszy majątkowych ma swój początek w roku 1953, w którym do życia został powołany Kuwait Investment Authority (KIA), uznawany powszechnie za pierwszy tego typu fundusz. Powodem jego utworzenia było dążenie do dywersyfikacji (Castelli, Scacciavillani, 2012, s. 2) i finansowego zabezpieczenia nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, pochodzącej z eksportu ropy naftowej (Rios-Morales i in., 2012, s. 238), a także chęć inwestowania przychodów pochodzących z jej eksportu (Klimek, 2012, s. 209). Inwestowanie to miało odbywać się z myślą o przyszłych pokoleniach obywateli (Klitzing i in., 2010, s. 4) oraz w celu zmniejszenia zależności gospodarki od ograniczonych jej zasobów (Pełka, 2008, s. 53). W literaturze jest prezentowany pogląd, że rozwój rynku państwowych funduszy majątkowych można podzielić na cztery etapy. Ich charakterystykę zawiera opracowanie Alberta Quadrio Curzio i Valerii Miceli (2010, s. 3–15). Podział ten jest spójny z klasyfikacją funduszy opartą na kryterium długości istnienia, zaproponowaną przez Ruth Aquilerę i współpracowników (2016, s. 9).

Pierwszy etap rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych obejmuje okres od powstania Kuwait Investment Authority do połowy lat 90. ubiegłego wieku. W tym czasie powołano do życia 16 funduszy (m.in. Abu Dhabi Investment Authority, Revenue Equalization Reserve Fund, Government Pension Fund Global, Temasek Holdings, Government of Singapore Investment Corporation), które pochodziły w przeważającej mierze z krajów eksportujących ropę naftową.

Kraje te, zwłaszcza w latach 70. ubiegłego wieku (po tzw. szokach naftowych), zdołały zakumulować w relatywnie krótkim czasie olbrzymie, jak na ich warunki ekonomiczne, aktywa finansowe. Próba ich wykorzystania w lokalnych gospodarkach spowodowała nasilenie procesów inflacyjnych. Okazało się bowiem, że strumień kapitału, który napływa do lokalnej gospodarki, bogatej w zasoby naturalne i jednocześnie o ograniczonych możliwościach absorpcyjnych, może powodować w niej negatywne konsekwencje finansowe. Głównymi motywami utworzenia funduszy w analizowanym okresie była z jednej strony zamiana jednej formy aktywów na inne (motyw substytucyjny), a tym samym dywersyfikacja finansowych aktywów państwa, z drugiej zaś przeciwdziałanie skutkom wahań w przychodach do budżetu państwa, pochodzących ze sprzedaży surowców naturalnych (motyw antycykliczny). Za decyzją o utworzeniu państwowych funduszy majątkowych stały zatem motywy ekonomiczne związane z dążeniem do zamiany jednej formy aktywów, uzyskanych z przychodów ze sprzedaży ropy naftowej, na inne aktywa finansowe cechujące się stałym dochodem i niskim poziomem ryzyka inwestycyjnego. Strategie inwestycyjne większości funduszy działających w tym okresie koncentrowały się na nabywaniu papierów dłużnych emitowanych przede wszystkim przez Stany Zjednoczone, co skłania do konstatacji, że polityka inwestycyjna miała charakter konserwatywny i zachowawczy. W całym analizowanym okresie rozwoju rynku państwowe fundusze majątkowe prowadziły bardzo dyskretną politykę i w konsekwencji pozostawały niemal nieznanne, nawet dla światowej społeczności finansowej (Quadrio Curzio, Miceli, 2010, s. 4–7).

W drugim okresie, rozpoczynającym się w połowie lat 90. ubiegłego wieku i trwającym do roku 2004, zasadniczo najważniejszymi determinantami rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych były postępujące procesy globalizacji i liberalizacji rynków kapitałowych oraz kryzysy finansowe w licznych gospodarkach wschodzących. Doświadczenia tych ostatnich skłoniły kraje do zwiększenia intensywności gromadzenia rezerw walutowych, co w połączeniu z występowaniem efektu naśladownictwa doprowadziło do sytuacji, w której gospodarki dysponowały rezerwami znacząco przekraczającymi poziomy uznawane za optymalne dla danego kraju. W rezultacie niektóre kraje, pochodzące przede wszystkim z Azji, dokonały relokacji części rezerw, przenosząc je do nowo utworzonych podmiotów – państwowych funduszy majątkowych, które wdrażały strategię zarządzania rezerwami dającą prymat rentowności nad płynnością. Dodatkowym czynnikiem umożliwiającym powstawanie nowych funduszy, opierających swoją działalność na aktywach zgromadzonych w wyniku eksploatacji zasobów naturalnych, a tym samym promującym rozwój całego segmentu państwowych funduszy majątkowych, był stale postępujący wzrost cen ropy naftowej. W tym okresie utworzono 14 funduszy, w tym m.in. SAFE Investment Company, National Social Security Fund, Kazakhstan National Fund i State Oil Fund. Według niektórych szacunków na koniec analizowanego okresu aktywa zarządzane przez wszystkie fundusze osiągnęły wartość blisko 900 mld dolarów amerykańskich (Quadrio Curzio, Miceli, 2010, s. 9).

W trzecim etapie rozwoju rynku (2005–2008) funkcjonowanie i działalność inwestycyjna państwowych funduszy majątkowych wzbudziły zainteresowanie nie tylko mediów i krajowych instytucji publicznych, lecz również organizacji międzynarodowych. Rzeczony okres przypada bowiem na rozpoczęcie oraz eskalację ostatniego światowego kryzysu finansowego. Państwowe fundusze majątkowe znalazły się wówczas w centrum zainteresowania za sprawą kwot przeznaczonych przez nie na dokapitalizowanie czołowych instytucji finansowych w Stanach Zjednoczonych, dzięki czemu podmioty te uniknęły bankructwa. Z uwagi na skalę inwestycji podejmowanych na rynkach rozwiniętych, niski poziom transparentności oraz przez wzgląd na fakt, że niektóre fundusze wywodziły się z krajów o alternatywnych względem demokracji sposobach sprawowania władzy, w debacie publicznej w wielu krajach rozwiniętych pod ich adresem padały zastrzeżenia dotyczące politycznych motywów działalności. W rezultacie została podjęta próba regulacji ich działalności, m.in. poprzez ustanowienie dobrowolnych regulacji GAPP (Generally Accepted Principles and Practices) znanych też jako *Zasady z Santiago*<sup>3</sup>. Na koniec analizowanego okresu rynek państwowych funduszy majątkowych obejmował 55 podmiotów, które łącznie zarządzały aktywami o równowartości „pomiędzy 3300 a 4000 mld USD” (Quadrio Curzio, Miceli, 2010, s. 13). Czynnikiemami napędzającymi rozwój rynku funduszy w analizowanym okresie były zasadniczo rosnąca wymiana handlowa w skali globalnej i zwiększające ceny surowców naturalnych, napędzane popytem zgłaszanym również przez kraje rozwijające się (Quadrio Curzio, Miceli, 2010, s. 9–13). W okresie tym powstały m.in. Social and Economic Stabilization Fund, Pension Reserve Fund, Sovereign Fund of Brazil, Qatar Investment Authority i Korea Investment Corporation.

Ostatni etap rozwoju rynku segmentu inwestorów instytucjonalnych, jakimi są państwowe fundusze majątkowe, zaczyna się w roku 2009 i trwa do dziś. Rozpoczął się on od spadku globalnej wartości aktywów zarządzanych przez analizowane fundusze, wywołanego dwoma zasadniczymi czynnikami. Pierwszym z nich były straty sięgające 57 mld dolarów, związane ze spadkiem wartości instytucji finansowych, które zostały zasilone kapitałami pochodzącymi ze środków funduszy. Drugim było wycofanie części zdeponowanych w funduszach środków i ich wykorzystanie przez kraje założycielskie do stabilizacji lokalnej gospodarki, zwłaszcza sektora finansowego dotkniętego kryzysem finansowym. W tym okresie zarządzający funduszami musieli zmierzyć się ze zredefiniowanymi oczekiwaniami dotyczącymi polityki inwestycyjnej, w której większy nacisk został położony na zarządzanie ryzykiem, dywersyfikację oraz nadzór właścicielski. We wskazanym okresie utworzono 15 funduszy; pochodziły one przede wszystkim z krajów rozwijających się, w tym m.in. z Nigerii, Boliwii, Ghany, Mongolii, Angoli i Meksyku (Quadrio Curzio, Miceli, 2010, s. 14–15).

3 Szerzej na temat omawianych regulacji zob. <http://www.ifswf.org/santiago-principles> (dostęp 30.09.2017). Tematyka ta zostanie poruszona w punkcie 2.6.4. niniejszej pracy.

Obecnie w grupie państwowych funduszy majątkowych, uwzględniając rozbieżności klasyfikacyjne, znajduje się około 70 podmiotów, które łącznie zarządzają aktywami finansowymi szacowanymi na ponad 7500 mld dolarów amerykańskich. Wśród największych funduszy dominują fundusze chińskie oraz pochodzące z krajów Bliskiego Wschodu. Największym funduszem pozostaje norweski Government Pension Fund Global, którego aktywa są oceniane na 998 mld dolarów. Pod względem wielkości na rynku występuje istotna koncentracja, gdyż siedem największych funduszy dysponuje łącznie aktywami stanowiącymi ponad 60% ogólnej wartości aktywów. Nieliczne kraje, takie jak np. Chiny, Zjednoczone Emiraty Arabskie, Arabia Saudyjska, Rosja, Chile, Kazachstan i Singapur, mają więcej niż jeden fundusz. Szacunkowe wartości, zarówno w odniesieniu do wartości rynku, jak i pojedynczych funduszy, wynikają z niskiej przeciętnej transparentności podstawowych informacji dotyczących funkcjonowania tej kategorii inwestorów instytucjonalnych (SWFI, 2017).

Reasumując, należy wskazać, że w ostatnich latach wiele krajów rozwijających się, zwłaszcza tych słabiej rozwiniętych, powołało do życia państwowe fundusze majątkowe, powierzając im szeroko rozumiane zarządzanie aktywami finansowymi państwa. W opinii Gordona Clarka i współpracowników (2013, s. 5) państwowe fundusze majątkowe stały się rdzeniem światowych rynków finansowych i częścią składową powiązanej z nimi branży usług finansowych. Ponadto zasadne jest rozpatrywanie tej kategorii inwestorów instytucjonalnych jako istotnego elementu rynków w gospodarkach rozwiniętych, w szczególności rynku dolara amerykańskiego i euro (Clark i in., 2013, s. 146). Z kolei Edwin Truman dowodzi, że analizowane podmioty same w sobie nie są dostawcami kapitału do globalnych rynków finansowych, lecz narzędziami służącymi do recyrkulacji międzynarodowych strumieni kapitału. Ich pojawienie się odzwierciedla zmianę dokonującą się w krajobrazie międzynarodowych finansów (Truman, 2010, s. 33). Podkreśla się, że w krajobrazie tym państwowe fundusze majątkowe są trwałym i znaczącym elementem (Truman, 2010, s. 161).

## **2.3. Definicja, cele funkcjonowania oraz klasyfikacja państwowych funduszy majątkowych**

### **2.3.1. Definicja państwowych funduszy majątkowych**

Pierwsza, a zarazem zasadnicza trudność, jaka pojawiła się wraz ze zidentyfikowaniem nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych i prowadzonej przez nich globalnej działalności inwestycyjnej, wynikała z faktu, że inwestorzy ci pozostawali

kategorią nienazwaną oraz niezdefiniowaną. Początkowo utrudniało to podejmowanie i prowadzenie badań naukowych, ponieważ naukowcy w sposób odmienny rozumieli pojęcie państwowych funduszy majątkowych. W pracy, przełomowej dla dalszego rozwoju badań nad funduszami, Andrew Rozanov wskazał, czym nie są w istocie te podmioty. Według niego państwowe fundusze majątkowe nie są ani publicznymi funduszami emerytalnymi, ani też aktywami rezerwowymi (rezerwami) wykorzystywanymi do wsparcia walut krajowych, lecz są w ogóle innym rodzajem podmiotów (Rozanov, 2005, s. 1).

Próby doprecyzowania pojęcia były podejmowane w kolejnych latach zarówno przez przedstawicieli społeczności akademickiej wywodzących się z różnych dyscyplin, jak i reprezentantów środowiska polityki i biznesu oraz instytucji międzynarodowych. Każdą grupę cechowała odmienna motywacja w dążeniu do zdefiniowania nowego pojęcia, co znajdowało odzwierciedlenie w podkreślaniu przez nie różnych aspektów charakteryzujących fundusze (Xu, Bahgat, 2010, s. 3). Dokonując analizy pierwszych publikacji dotyczących badanych podmiotów, Anna Gelpern wskazuje, że państwowe fundusze majątkowe zaistniały jako zewnętrznie narzucona kategoria wymagająca dopiero zdefiniowania (Gelpern, 2011, s. 290). Zdaniem Ronalda Gilsona i Curtisa Milhaupta (2008, s. 13), państwowe fundusze majątkowe przeciwstawiają się próbom prostego i jednoznacznego zdefiniowania. Może to wynikać z faktu, że w definicji badanych podmiotów ujawniają się sprzeczności, które stanowią o istocie tych podmiotów, a mianowicie publiczne pieniądze inwestowane jak środki prywatne, olbrzymie zasoby kapitału, za którymi stoją zapewnienie i obietnica niewywierania wpływu na rynki finansowe, pasywny oraz mniejszościowy charakter udziałów w spółkach w sytuacji, gdy kraj założycielski stosuje centralne sterowanie gospodarką i wreszcie powiernictwo publicznych pieniędzy nieakceptujące oraz uchylające się od stosowania i przestrzegania zasad ładu korporacyjnego w działalności inwestycyjnej (Gelpern, 2011, s. 294).

Spoglądając chronologicznie na proces dochodzenia do konsensusu terminologicznego, można wskazać, że pierwsza definicja została zaproponowana przez Stephana Jena. Dowodził on, że analizowane podmioty to wydzielone, rządowe podmioty, które inwestują denominowane w innych walutach aktywa finansowe; zarządzanie nimi różni się od zarządzania oficjalnymi aktywami rezerwowymi (Jen, 2007, s. 1). Z kolei Steffen Kern wskazywał, że państwowe fundusze majątkowe są finansowymi narzędziami będącymi własnością państw, które posiadają, zarządzają i administrują funduszami publicznymi oraz inwestują je w szeroką gamę aktywów o różnych charakterystykach. Źródłem środków przekazywanych do funduszy są aktywa finansowe pochodzące z sektora publicznego cechującego się nadpłynnością, co jest skutkiem występowania nadwyżki fiskalnej lub nadwyżki oficjalnych rezerw walutowych w banku centralnym (Kern, 2007, s. 2). Natomiast według Departamentu Skarbu USA omawiane podmioty to rządowe narzędzia inwestycyjne oparte na aktywach rezerwowym, które to aktywa są zarządzane w oderwaniu od oficjalnych rezerw walutowych (U.S. Department of the Treasury, 2007).

Państwowe fundusze majątkowe, jeśli przyjąć szerokie rozumienie tego pojęcia, to według Davida Fernandez i Bernharda Eschweilera specjalne rządowe narzędzia inwestycyjne, które są wykorzystywane do inwestowania publicznych funduszy w różnorodne instrumenty finansowe. W przeciwieństwie jednak do banków centralnych, koncentrujących się na zapewnianiu płynności i bezpieczeństwa aktywów rezerwowych, większość państwowych funduszy majątkowych dysponuje mandatem do inwestowania z myślą o wyższej rentowności, a także jest uprawniona do inwestowania w klasy aktywów finansowych cechujące się wyższym ryzykiem, włączając w to akcje i aktywa alternatywne (Fernandez, Eschweiler, 2008, s. 4). W opinii Międzynarodowego Funduszu Walutowego stanowiące przedmiot niniejszych rozważań podmioty to, będące własnością państwa, fundusze inwestycyjne powołane do życia z uwzględnieniem motywów makroekonomicznych. Fundusze zostały wyposażone w kapitał pochodzący z transferu aktywów rezerwowych; środki te są inwestowane za granicą (IMF, 2008, s. 4).

W sposób bardziej szczegółowy i precyzyjny państwowe fundusze majątkowe zostały zdefiniowane w opracowaniu przygotowanym przez Międzynarodową Grupę Roboczą Państwowych Funduszy Majątkowych, której działalność zaowocowała wypracowaniem kodeksu zasad i dobrych praktyk, znanych w literaturze jako *Zasady z Santiago* (International Working Group, 2008, s. 3). Zgodnie z przyjętą w cytowanym opracowaniu definicją, państwowe fundusze majątkowe są funduszami inwestycyjnymi specjalnego przeznaczenia (lub porozumieniami) będącymi własnością rządu centralnego. Tworzone przez rząd do celów makroekonomicznych, fundusze posiadają, zarządzają lub administrują aktywami z zamiarem osiągnięcia celów finansowych i wykorzystują wiele strategii inwestycyjnych, włączając w to inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe. W przywołanym opracowaniu zostało wskazane ponadto, że w rozumieniu jego autorów rząd obejmuje zarówno szczebel centralny, jak i organy rządowe na niższym szczeblu, natomiast do funduszy nie są włączane, *inter alia*, aktywa rezerwowe będące w posiadaniu władz monetarnych, utrzymywane z powodów realizowanej polityki monetarnej i dla zachowania równowagi bilansu płatniczego, a także przedsiębiorstwa państwowe, rządowo-pracownicze fundusze emerytalne oraz aktywa zarządzane w imieniu pojedynczych osób. Zostały wymienione również źródła pochodzenia środków finansowych, jakimi dysponują fundusze; wśród nich nadwyżka w bilansie płatniczym, operacje walutowe, środki z prywatyzacji, nadwyżki budżetowe i/lub pochodzące z eksportu surowców. Powyższa definicja została przyjęta, a jednocześnie doprecyzowana przez Bernarda Bortolottiego i współpracowników (Bortolotti i in., 2009, s. 2–3). Autorzy ci wskazali, że państwowe fundusze majątkowe to fundusze inwestycyjne, a nie działające państwowe podmioty, które są w całości własnością suwerennego rządu, lecz organizacyjnie, z powodu ochrony przed nadmiernymi wpływami politycznymi, są wydzielone ze struktur banku centralnego lub ministerstwa finansów. Fundusze podejmują inwestycje zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach międzynarodowych, na



których ich obiektami inwestycyjnymi są różne, cechujące się ryzykiem inwestycyjnym, aktywa. Wobec funduszy stawiane jest oczekiwanie osiągnięcia przez nie zysku, a same fundusze są raczej funduszami majątkowymi, nie zaś funduszami emerytalnymi finansowanymi z wpłat indywidualnych członków ani też nie mają zobowiązań wobec obywateli danego kraju. W opinii autora niniejszego opracowania, formułowanej na podstawie najnowszej literatury, istnieją przesłanki, by przypuszczać, że proces ewolucyjnego tworzenia definicji państwowych funduszy majątkowych dobiega lub wręcz dobiegł już końca (Megginson, Fotak, 2015, s. 737; Lee, 2015, s. 215). W tekstach naukowych dotyczących państwowych funduszy majątkowych przyjęta oraz wykorzystywana jest definicja zaproponowana przez International Working Group.

Biorąc pod uwagę zarówno zaprezentowane definicje, jak i uwzględniając punkt widzenia przyjęty w publikacjach takich autorów, jak m.in. Robert Csooma (2015), Gordon Clark wraz z zespołem (2013), Sandro Grünenfelder (2013), Joanna Bogołębska (2012), Fabio Bassan (2011), Alberto Quadrio Curzio i Valeria Miceli (2010) oraz Lixia Loh (2010), a także Roland Beck i Michael Fidora (2008), zasadne wydaje się wskazanie kluczowych elementów odnoszących się do definicji i cech charakterystycznych państwowych funduszy majątkowych. Są nimi:

- własność i kontrola – państwowe fundusze majątkowe są wyłączną własnością suwerennych państw, niezależnie od tego, czy pełna kontrola nad nimi ze strony państwa ma miejsce na szczeblu rządu centralnego czy też na niższych szczeblach;
- odrębność w stosunku do władz monetarnych – fundusze są wyodrębnione pod względem instytucjonalnym i organizacyjnym, a na ich bieżące funkcjonowanie ograniczony wpływ mają czynniki polityczne i strategie zarządzania rezerwami walutowymi realizowane przez banki centralne w krajach założycielskich;
- źródła finansowe funduszy – analizowane podmioty są wyposażone w kapitał pochodzący w przeważającej mierze ze środków uzyskanych z eksploatacji i eksportu surowców naturalnych (przede wszystkim ropy naftowej oraz gazu ziemnego) oraz z nadwyżki w wymianie handlowej z zagranicą, a także z procesów prywatyzacyjnych oraz operacji walutowych;
- portfel aktywów i skłonność do podejmowania ryzyka – badane podmioty dysponują i zarządzają różnorodnymi aktywami, włączając w to akcje, obligacje, nieruchomości i aktywa alternatywne cechujące się różnym poziomem ryzyka inwestycyjnego, z których część jest denominowana w walutach obcych; ponadto fundusze charakteryzuje stałe dążenie do osiągnięcia stóp zwrotu powyżej stopy wolnej od ryzyka i stosowanie strategii zakładających prymat rentowności nad płynnością;
- horyzont inwestycyjny – obejmuje on dekady, konsekwencją tego jest niskie ryzyko wycofania środków oraz możliwość czerpania premii z tytułu inwestowania w aktywa o niskim poziomie płynności;

- brak zarówno bieżących, jak i przyszłych formalnie sprecyzowanych zobowiązań – państwowe fundusze majątkowe nie stoją przed koniecznością dokonywania cyklicznych wypłat na rzecz obywateli danego państwa.

### 2.3.2. Rodzaje państwowych funduszy majątkowych

Drugim czynnikiem sprawiającym trudność z punktu widzenia prowadzenia procesu badawczego jest heterogeniczny charakter analizowanego rynku inwestorów instytucjonalnych. Państwowe fundusze majątkowe nie tworzą bowiem jednolitej struktury, w wielu przypadkach istotnie się od siebie różnią. Jak przekonują Fabio Bertoni i Stefano Lugo (2011, s. 5) oraz Xie Ping i Chen Chao (2009, s. 2), państwowe fundusze majątkowe mają hybrydową naturę, łączącą w sobie cechy innych podmiotów rynkowych, takich jak banki centralne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i tworzą unikatową strukturę, przyswajając i adaptując w różnym stopniu wybrane elementy charakterystyczne dla innych kategorii inwestorów.

Zróżnicowanie w obrębie badanych podmiotów występuje zarówno z uwagi na strukturę organizacyjną, główne cele działalności, transparentność funduszy, jak i w odniesieniu do ich wielkości, czasu funkcjonowania na rynku, pochodzenia środków wykorzystanych do ich utworzenia, a także realizowanych strategii inwestycyjnych (Balding, 2012, s. 22; Bolton i in., 2012, s. 55; Urban, 2012a, s. 438; Kozak i in., 2011, s. 31; Krupa, 2011, s. 144; Wiśniewski, 2011, s. 69; Maas, 2010, s. 58–77). Może to być spowodowane tym, że państwowe fundusze majątkowe dopasowują się, naśladują i starają upodobnić się pod względem struktury zarządzania, jak i praktyk z zakresu nadzoru korporacyjnego do funduszy emerytalnych oraz różnego rodzaju fundacji (endowments), czyli podmiotów, które, podobnie jak państwowe fundusze majątkowe, w kwestii możliwości inwestycyjnych polegają na i są zależne od globalnych rynków finansowych (Clark i in., 2013, s. 8).

Literatura na temat państwowych funduszy majątkowych dostarcza wielu przykładów klasyfikacji badanych podmiotów. Są one pochodną odmiennych kryteriów, przez pryzmat których jest rozpatrywana działalność państwowych funduszy majątkowych. Pierwszym, a zarazem najczęściej występującym kryterium podziału badanego segmentu rynku inwestorów instytucjonalnych jest źródło pochodzenia środków, jakimi dysponują i które pomnażają analizowane instytucje. Zgodnie z tym kryterium ogół funduszy jest dzielony na dwie podgrupy: fundusze surowcowe (commodity funds) oraz fundusze niesurowcowe (non-commodity funds). Pierwsza kategoria obejmuje podmioty, które dysponują środkami uzyskanymi z eksploatacji takich zasobów naturalnych, jak ropa naftowa, gaz ziemny, minerały i fosforyty. Do drugiej są zaliczane fundusze dysponujące środkami finansowymi pochodzącymi z trwałej nadwyżki w wymianie handlowej z zagranicą lub z procesów prywatyzacyjnych albo operacji walutowych.

Drugie kryterium klasyfikacyjne opiera się na celu bądź celach funkcjonowania funduszy. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego państwowe fundusze majątkowe dzielą się na pięć kategorii (IMF, 2008, s. 5). Pierwsza z nich obejmuje fundusze stabilizacyjne (stabilization funds). Głównym celem ich działania jest zabezpieczenie i ochrona gospodarki kraju założyciela oraz budżetu państwa przed wahaniami wynikającymi ze zmieniających się cen surowców naturalnych. Druga kategoria obejmuje fundusze oszczędnościowe dla przyszłych pokoleń obywateli (savings funds for future generations), a zasadniczym celem ich funkcjonowania jest zamiana aktywów nieodnawialnych na portfel innych, bardziej zdywersyfikowanych, a także przeciwdziałanie efektem kłątwy surowcowej (choroby holenderskiej). Trzecią grupę stanowią korporacje inwestujące rezerwy dewizowe (reserve investment corporations), których istota działalności sprowadza się do inwestowania rezerw celem zwiększania stopy zwrotu z posiadanych aktywów. Czwarta kategoria mieści w sobie fundusze rozwojowe (development funds) zmierzające w swoim działaniu do wsparcia krajowych projektów społeczno-ekonomicznych oraz promowania wybranych rodzajów polityki gospodarczej, które mogą przyczynić się do wzrostu produkcji. Ostatnia według tej klasyfikacji grupa funduszy to buforowe fundusze rezerwy emerytalnej (contingent pension reserve funds), które mają za zadanie gromadzenie środków na wypadek pojawienia się w przyszłości nieprzewidzianych zobowiązań w budżecie państwa.

W ramach kryterium celowości w literaturze zaproponowano również inne, alternatywne klasyfikacje. Autorami jednej z nich są Xie Ping i Chen Chao (2009, s. 4–5). Dowodzą oni, że zasadne jest podzielenie ogółu podmiotów definiowanych jako państwowe fundusze majątkowe na pięć kategorii obejmujących:

- fundusze stabilizacyjne (stabilization SWFs) utworzone w celu stabilizacji przychodów państwa w okresach różnej koniunktury oraz redukcji wpływu przypadkowych wahań dochodów na gospodarkę i przychody podatkowe państwa;
- fundusze kompensacyjne (offsetting SWFs) wspierające władze monetarne w zarządzaniu napływającym do gospodarki strumieniem kapitału oraz interwencjach na rynku walutowym, a także w absorpcji z rynku aktywów w przypadku wystąpienia nadpłynności;
- fundusze oszczędnościowe (savings SWFs) ustanowione w celu stabilizacji majątku państwa w wymiarze międzypokoleniowym oraz oszczędzania z myślą o przyszłych pokoleniach;
- fundusze prewencyjne (inaczej ochronne, zapobiegawcze) (preventive SWFs), w przypadku których celami są przeciwdziałanie kryzysom społeczno-ekonomicznym oraz wspieranie zrównoważonego rozwoju społeczno-ekonomicznego kraju;
- fundusze strategiczne (strategic SWFs) stworzone w celu wspierania strategii rozwoju kraju oraz optymalizacji alokacji aktywów w skali globalnej.

Przyjmując za podstawę poziom jawności informacji na temat kluczowych elementów funkcjonowania funduszy, takich jak m.in. dostępność strony internetowej, cele i strategie inwestycyjne, osiągnięte wyniki finansowe, skład i wartość portfela inwestycyjnego, dane dotyczące osób zarządzających oraz dostęp do poddanych niezależnym audytom raportów rocznych, można podzielić grupę państwowych funduszy majątkowych na dwie kategorie, a mianowicie fundusze transparentne oraz nietransparentne. Przykładem takiej typologii jest indeks transparentności zaproponowany przez Carla Linaburga i Michaela Maduella (<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>, dostęp 24.06.2016). Indeks ten opiera się na 10 kryteriach, którym przypisano jednakowe wagi. Według autorów fundusze, które osiągają wynik na poziomie 8 pkt. lub więcej mogą być klasyfikowane jako fundusze transparentne, natomiast pozostałe fundusze są uznawane za fundusze nietransparentne. Alternatywny ranking oceny przejrzystości państwowych funduszy majątkowych zaprezentował Edwin Truman (2010, s. 79–98).

Innym kryterium podziału, lecz nie klasyfikacji (z uwagi na wyodrębnienie kategorii niewykluczających się wzajemnie) jest podział funduszy z punktu widzenia roli, jaką podmioty te odgrywają dla suwerenności kraju założycielskiego (Clark i in., 2013, s. 36–44). W tym przypadku jest możliwe wskazanie na fundusze postkolonialne (postcolonial SWFs), rentierskie (rentier SWFs), produktywne (productivist SWFs), terytorialne (territorialist SWFs) oraz fundusze etyczne (moralist SWFs).

Przedstawione powyżej klasyfikacje należą do najpopularniejszych i najczęściej pojawiających się w literaturze, o czym świadczą prace Jürgena Braunsteina (2014, s. 171–172), Abdullaha Al-Hassana i współpracowników (2013, s. 5–6), Aliego Fatemiego wraz z zespołem (2011, s. 68), Falla Ainina i Nancy Mohan (2010, s. 280), a także polskich autorów, m.in. Ireneusza Pszczółki (2015, s. 218–219), Bernadety Baran (2012, s. 42–43), Waldemara Asparadeca (2012, s. 35–36) i Klaudii Kaczmarek (2011, s. 148–149).

Ukazane przykłady nie wyczerpują dostępnych możliwości podziału, grupowania i klasyfikacji analizowanych podmiotów. Kolejne możliwe do zastosowania kryteria to m.in.:

- stopień rozwoju gospodarczego kraju, w przypadku którego wyróżnić można fundusze z krajów rozwijających oraz fundusze z krajów rozwiniętych;
- forma sprawowania władzy w kraju założycielskim, co pozwala na podział funduszy na wywodzące się z krajów demokratycznych oraz fundusze z krajów o innym ustroju politycznym;
- długość funkcjonowania – zgodnie z tym kryterium jest możliwe arbitralne podzielenie zbiorowości na fundusze o relatywnie długim okresie funkcjonowania oraz działające stosunkowo krótko;
- tempo wzrostu wartości aktywów funduszy, w przypadku którego to kryterium wyodrębnia się fundusze zarówno o wysokim, jak i niskim tempie wzrostu wartości zarządzanych przez nich aktywów;

- charakter realizowanych w spółkach praw własności, co pozwala ogół państwowych funduszy majątkowych podzielić na fundusze aktywne i fundusze pasywne.

Nadmienić należy, że wyodrębnienie i klasyfikacja państwowych funduszy majątkowych według niektórych powyższych kryteriów napotykać w wielu przypadkach ciągle na trudności i bariery wynikające z niepełnej dostępności potrzebnych informacji i danych.

### **2.3.3. Różnice pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a innymi podmiotami sektora publicznego**

Zdefiniowanie oraz przedstawienie klasyfikacji państwowych funduszy majątkowych umożliwia dokonanie ich porównania z innymi podmiotami, które również są własnością państwa i podobnie jak fundusze majątkowe stanowią narzędzie służące do realizacji celów finansowych, ekonomicznych, społecznych i politycznych danego kraju. Porównanie takie wydaje się zasadne z punktu widzenia dodatkowych cech różniących grupę państwowych funduszy majątkowych od pozostałych podmiotów i jednocześnie podkreślające unikatowy charakter badanych funduszy. Obok wskazywanych w punkcie 2.3.1 takich cech, jak własność, źródło pochodzenia środków finansowych, cele i horyzont inwestycyjny, portfel inwestycyjny oraz skłonność do ponoszenia ryzyka i formalne zobowiązania finansowe wobec obywateli, w literaturze przedmiotu są prezentowane także inne, wyróżniające państwowe fundusze majątkowe, charakterystyki.

Wskazane zagadnienie stanowiło przedmiot rozważań takich autorów, jak Jan Ander i Petr Teplý (2014, s. 22), Enrique Alberola i José Serena (2008, s. 324), Xie Ping i Chen Chao (2009 s. 6–7), William Megginson i Veljko Fotak (2015, s. 745–746), a także Simone Mezzacapo (2009, s. 9) i William Miracky wraz z zespołem (2008, s. 15).

Dokonując podsumowania analiz przeprowadzonych w cytowanych pracach, można wskazać, że różnice pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a tradycyjnymi państwowymi funduszami emerytalnymi, władzami monetarnymi (bankami centralnymi) oraz przedsiębiorstwami państwowymi dotyczą również następujących kwestii:

- wielkości udziałów państwa – w tym aspekcie państwowe fundusze majątkowe, podobnie jak banki centralne, są w pełni własnością państwa, natomiast zakres udziału państwa w funduszach emerytalnych wydaje się niejednoznaczny, a w przedsiębiorstwach państwowych jest on istotny, lecz niekoniecznie musi być całkowity;

- zakresu ujawnianych informacji – państwowe fundusze majątkowe są pod tym względem wyraźnie zróżnicowane, z przewagą jednak funduszy nietransparentnych; państwowe fundusze emerytalne cechuje natomiast wysoka przejrzystość i szeroki zakres prezentowanych informacji, działalność banków centralnych jest charakteryzowana jako nietransparentna, a w przypadku przedsiębiorstw państwowych zakres ujawnianych informacji jest zróżnicowany, zależny od struktury organizacyjnej i wynikających z niej obowiązków informacyjnych;
- kwalifikowania aktywów jako elementu składowego rezerw dewizowych kraju – w tym kontekście zasadne jest wskazanie, że środki w posiadaniu państwowych funduszy majątkowych, podobnie jak środki będące własnością banków centralnych, są lub mogą być klasyfikowane jako oficjalne rezerwy danego kraju (IMF, 2013, s. 5); nie dzieje się tak z aktywami funduszy emerytalnych oraz majątkiem przedsiębiorstw państwowych;
- zakresu dywersyfikacji aktywów, który jest największy w państwowych funduszach majątkowych i obejmuje w wielu przypadkach papiery wartościowe (akcje i obligacje) notowane na najważniejszych giełdach światowych, a także waluty oraz nieruchomości; znacząco mniejsza dywersyfikacja dotyczy banków centralnych posiadających główne waluty rezerwowe świata, obligacje skarbowe oraz złoto; mniejsza skala dywersyfikacji może charakteryzować te fundusze emerytalne, które alokują środki finansowe w krajowej gospodarce, zaś relatywnie najmniejsza skala dywersyfikacji dotyczy przedsiębiorstw państwowych;
- podstawowych celów alokacji środków, którymi dla państwowych funduszy majątkowych są dywersyfikacja majątku państwa, jego aktywne pomnażanie i/lub stabilizacyjne oddziaływanie na krajową gospodarkę; z uwagi na heterogeniczny charakter analizowanej grupy funduszy cele te mogą występować w różnej konfiguracji oraz w różnym natężeniu; dla banków centralnych podstawowym celem alokacji aktywów jest zapewnienie płynności oraz stabilizacyjnego oddziaływania na krajowy system finansowy, z kolei fundusze emerytalne alokują aktywa celem osiągnięcia określonych stóp zwrotu umożliwiających generowanie środków finansowych dla uczestników funduszy, a przedsiębiorstwa państwowe w celu osiągnięcia zysku, zwiększania swojej wartości oraz określonego transferowania środków do budżetu państwa.

Zaprezentowane różnice wydają się wystarczającym argumentem świadczącym o tym, że mimo przenikania się, w różnym zresztą stopniu, cech charakterystycznych państwowych funduszy majątkowych i innych podmiotów państwowych, państwowe fundusze majątkowe tworzą odrębną kategorię podmiotów – nowy typ inwestorów instytucjonalnych, których działalność nosi znamiona innowacyjności w obszarze finansów państwa, zarówno w odniesieniu do celów funkcjonowania, jak i stosowanych strategii.



## **2.4. Finansowe i ekonomiczne znaczenie państwowych funduszy majątkowych w kontekście celów ich funkcjonowania**

### **2.4.1. Wymiary analizy państwowych funduszy majątkowych**

Ze wszech miar złożony i zróżnicowany charakter rynku państwowych funduszy majątkowych, będący pochodną z jednej strony odmiennych motywów tworzenia funduszy, z drugiej zaś głównych, i częstokroć ulegających zmianie wraz z upływem czasu, celów ich działalności, w połączeniu z funkcjonowaniem funduszy na styku finansów publicznych, krajowej gospodarki i międzynarodowych rynków finansowych, znajduje odzwierciedlenie w możliwości analizowania tych funduszy w kilku aspektach.

Po pierwsze, może nim być wymiar krajowy, a dokładniej wymiar gospodarki narodowej, w której fundusz został powołany do życia. Jest to zasadne z uwagi na występowanie interakcji pomiędzy państwowymi funduszami majątkowymi a polityką banku centralnego, budżetem państwa i szerzej finansami publicznymi, realizowaną przez rząd aktualną polityką społeczno-ekonomiczną i długookresową strategią rozwoju gospodarczego kraju.

Po drugie, ze względu na fakt posiadania przez państwowe fundusze majątkowe w swoich portfelach aktywów denominowanych w innych walutach, a także bycia akcjonariuszami w spółkach notowanych na rynkach wielu krajów, zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się, ich funkcjonowanie może być badane w kontekście potencjalnych interakcji zachodzących na szeroko rozumianym rynku kapitałowym w kraju goszczącym. Prowadzona przez fundusze polityka inwestycyjna może wywierać wpływ na takie kwestie, jak płynność rynku, ceny aktywów czy koszt kapitału dostępnego dla spółek notowanych na giełdzie. Ponadto fundusze jako potencjalni nabywcy obligacji skarbu państwa decydują o możliwościach finansowania deficytu budżetowego danego kraju.

Po trzecie, wydaje się uprawnione rozpatrywanie rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych przez pryzmat funkcjonowania gospodarki globalnej i globalnych rynków finansowych, których fundusze stały się w ostatnich latach nieodłącznym elementem. Ich działalność dotyka bowiem takich zagadnień, jak bezpieczeństwo światowego systemu finansowego, potencjalnie stabilizacyjny charakter funduszy, zmiany w światowych przepływach kapitału bądź też zasadność regulowania działalności funduszy poprzez krajowe akty prawne i międzynarodowe normy środowiskowe. W każdym ze wskazanych aspektów państwowe fundusze majątkowe mogą być źródłem finansowych i ekonomicznych korzyści,

przy jednoczesnym wywieraniu wpływu na zmianę dotychczasowego paradygmatu dotyczącego roli państwa w gospodarce i pełnienia przez nie funkcji właścicielskich.

### **2.4.2. Znaczenie państwowych funduszy majątkowych dla kraju założyciela**

W krajach eksportujących surowce naturalne, szczególnie w sytuacji zwiększających na rynkach międzynarodowych cen tych surowców, a także w przypadku gospodarek o proeksportowych strategiach wzrostu gospodarczego, jedną z makroekonomicznych, a zarazem finansowych kwestii o kluczowym znaczeniu jest zarządzanie strumieniem przychodów z eksportu. Doświadczenia licznych gospodarek na świecie w tym zakresie pokazują bowiem, że przy ograniczonych możliwościach absorpcji kapitału, wynikających zarówno z wielkości gospodarki, jak i jej sektorowej struktury, napływ kapitału może skutkować pojawieniem się wielu negatywnych zjawisk. Na przykład aprecjacja krajowej waluty prowadzi z jednej strony do zmiany konkurencyjności eksportu, a z drugiej powoduje zmiany w wielkości przychodów pochodzących z eksportu, wyrażonych w walucie krajowej.

Ponadto, przy relatywnie płytkim i niewielkim (mierzonym np. kapitalizacją giełdy) krajowym rynku kapitałowym oraz ograniczonej pojemności krajowego sektora bankowego, napływający strumień kapitału może nie zostać wchłonięty, generując zjawisko nadpłynności, uruchamiając procesy inflacyjne, zniekształcając informacyjną funkcję cen towarów i usług, inicjując powstanie i napędzając rozwój baniek spekulacyjnych w różnych kategoriach aktywów, zwiększając cykliczne wahania gospodarki i nierównowagę finansów publicznych czy wreszcie powodując wzrost ryzyka systemowego, jeśli napływające środki zostaną alokowane pod presją oraz zgodnie z oczekiwaniami polityków, bez względu na rachunek ekonomiczny. Tradycyjną odpowiedzią polityki gospodarczej na wskazane zagrożenia jest stosowanie przez bank centralny interwencji walutowych, zwiększanie wymogów kapitałowych dla banków komercyjnych oraz w przypadku polityki fiskalnej opodatkowanie napływającego kapitału; w rezultacie tego część lub całość środków finansowych, uważanych za nadwyżkowe, zostanie wycofana z obiegu na lokalnym rynku finansowym.

Stosowanie zaprezentowanego katalogu narzędzi jest jednak związane z koniecznością ponoszenia kosztów; ponadto w kontekście efektywności może być trudne do utrzymania w długim okresie (Areaza i in., 2009, s. 26; Yuxuan, Fancass, 2008, s. 3). Państwowe fundusze majątkowe dają możliwość przekierowania części aktywów finansowych z lokalnej gospodarki do gospodarek i na rynki kapitałowe innych krajów oraz ich inwestowania w różnorodne aktywa,

obejmujące również papiery dłużne emitowane przez rządy innych krajów. Co więcej, biorąc pod uwagę, że do państwowych funduszy majątkowych są przekazywane aktywa denominowane zarówno w walutach obcych, jak i w walucie krajowej (czego potwierdzeniem jest dokapitalizowywanie przez fundusze krajowego sektora finansowego podczas ostatniego kryzysu finansowego), operacje przeprowadzane przez te fundusze mogą być oceniane jako noszące znamiona działań quasi-sterylizacyjnych. Tego typu działania, prowadzone w sposób skoordynowany, mogą stanowić zarówno komplementarne, jak i substytucyjne dopełnienie polityki władz monetarnych kraju założyciela państwowego funduszu majątkowego, zwiększając tym samym prawdopodobieństwo osiągnięcia założonych celów, a także obniżając potencjalne koszty realizowanej polityki. W literaturze wskazuje się dążenie do przeciwdziałania inflacji jako motyw utworzenia funduszy przez niektóre kraje grupy gospodarek wschodzących (Pahwa, Chopra, 2013, s. 35) i możliwość oddziaływania, poprzez państwowe fundusze majątkowe, przy koordynacji ich polityki z bankiem centralnym, na realizację celów monetarnych w krajowej gospodarce (Shields, Villafuerte, 2010, s. 45).

Dla krajów bogatych w zasoby surowców naturalnych podstawowym zagrożeniem, związanym z napływem strumienia kapitału do krajowej gospodarki, jest wystąpienie tzw. klątwy surowcowej. Przejawia się ona w spadku konkurencyjności w branżach niepowiązanych z dynamicznie rozwijającym się sektorem wydobywczym, będącej skutkiem aprecjacji waluty krajowej oraz wysokiej inflacji, które to zjawiska są następstwem wzrostu dochodu z eksportu surowców. Końcowym efektem jest zmniejszenie produkcji lub bankructwo przedsiębiorstw z gałęzi pozasurowcowych, co skutkuje w krótkim okresie destabilizacją gospodarki, zaś w długim uzależnieniem rozwoju gospodarczego kraju od branży wydobywczej (Sialitskaya, 2013, s. 25–26). Państwowe fundusze majątkowe stwarzają możliwość ograniczenia lub wręcz całkowitego wyeliminowania niekorzystnych skutków opisywanego zjawiska dla kraju bogatego w zasoby naturalne, szczególnie w przypadku małego kraju. Jest to możliwe dzięki przechwyceniu strumienia kapitału napływającego do lokalnej gospodarki, a następnie jego przekierowaniu na inne rynki oraz w dalszej kolejności jego alokowaniu w wybranych segmentach rynku i grupach aktywów. Państwowe fundusze majątkowe mogą być uznane zatem za narzędzie służące do stabilizowania gospodarki i zapewnienia jej zrównoważonego oraz trwałego rozwoju. Jak wskazuje Ashby Monk (2011, s. 1823), państwa powołują do życia państwowe fundusze majątkowe nie z powodu bogactwa posiadanych zasobów naturalnych, lecz ze względu na fakt, że posiadanie gospodarki opartej na surowcach powoduje uzależnienie od wahań popytu i cen surowców na rynkach międzynarodowych.

Stabilizacyjny charakter państwowych funduszy majątkowych przejawia się również w możliwości pełnienia przez nie roli inwestorów ostatniej instancji dla wybranych branż i sektorów gospodarki kraju założyciela. Ponadto dotyczy to funkcji dostarczycieli środków finansowych do budżetów krajowych w sytuacji,

w której występuje niemożliwy do sfinansowania z innych źródeł lub nieakceptowany z ekonomicznego, społecznego i politycznego punktu widzenia deficyt w budżecie państwa. Jak przekonuje Hélèn Raymond (2010, s. 125–131), podczas ostatniego kryzysu finansowego państwowe fundusze majątkowe zostały wykorzystane w kilku krajach jako narzędzie interwencji na krajowej giełdzie papierów wartościowych oraz do dokapitalizowania krajowego sektora bankowego. Podmioty te mogą też przeciwdziałać atakom spekulacyjnym, a pośrednio, dzięki zaangażowaniu w krajowy system bankowy, być czynnikiem wywierającym stymulujący wpływ na zjawisko wzrostu gospodarczego. Stabilizujący charakter oddziaływania państwowych funduszy majątkowych obejmuje również sferę fiskalną gospodarki, w przypadku której przyczyniają się one do zrównoważenia w długim okresie wpływu na budżet państwa dużych i podlegających wahaniom przychodów z eksportu surowców naturalnych (Shields, Villafuerte, 2010, s. 44). Dotyczy to zwłaszcza sytuacji, w której występuje uwarunkowany cyklicznie komponent deficytu budżetowego państwa (Lu i in., 2010, s. 20–21). Państwowe fundusze majątkowe współuczestniczą tym samym w zapewnianiu długookresowej równowagi finansów publicznych danego kraju (Aglietta, 2014, s. 283).

Utrzymywanie przez kraj rezerw walutowych, zwłaszcza tej ich części uznawanej za nadwyżkową, czyli ponad poziomy określone jako optymalne i zalecane dla gospodarki, wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów. Dla krajów rozwiniętych, jak dowodzi Dani Rodrik (2006, s. 5), koszt ten może być równy 1% krajowego produktu brutto. Z kolei Donghyun Park i Gemma Estrada (2009, s. 6) przekonują o występowaniu kosztów wynikających ze zwiększenia bazy monetarnej krajowej waluty, co jest konieczne z uwagi na ewentualne operacje walutowe (sterylizację podaży napływającej waluty) prowadzone przez bank centralny. Skutkiem tego może być pojawienie się inflacji w krajowej gospodarce, a działania władz monetarnych, zmierzające do jej ograniczenia poprzez emisję i sprzedaż obligacji (dzięki czemu możliwe jest zmniejszenie płynności na krajowym rynku walutowym), prowadzą do pojawienia się kolejnego kosztu. Jest nim potencjalny koszt fiskalny, ujawniający się w sytuacji, gdy bank centralny jest zmuszony płacić z tytułu obligacji oprocentowanie wyższe niż wynosi stopa zwrotu, jaką osiąga on z tytułu zgromadzonych rezerw walutowych.

Ponadto, z uwagi na ograniczoną w czasie efektywność prowadzenia polityki sterylizacji podaży pieniądza, utrzymujący się w długim okresie napływ kapitału oraz akumulacja rezerw prowadzą zazwyczaj do wyższych stóp procentowych w gospodarce. Na kolejny rodzaj kosztu utrzymywania rezerw przez kraj rozwijający się wskazuje Kurmaş Akdoğan (2012, s. 60). Przyjmując założenie, że większość krajów rozwijających się jest kredytobiorcami na międzynarodowych rynkach finansowych, rzeczonym kosztem jest w tym przypadku różnica (spread) pomiędzy kosztem długu a stopą zwrotu z inwestowania rezerw, co może być czynnikiem podważającym zasadność utrzymywania nadmiernych rezerw walutowych. Argument o podobnym charakterze przytaczają Zhang Yuxuan i He Fancass (2008, s. 3),

wskazując na występowanie kosztu alternatywnego utrzymywania rezerw, rozumianego jako różnica pomiędzy relatywnie niską stopą zwrotu z rezerw a relatywnie wysoką stopą zwrotu osiąganą przez kapitał zagraniczny alokowany w danym kraju poprzez bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

Na tle przedstawionych argumentów po raz kolejny uzasadnione jest wskazanie, że państwowe fundusze majątkowe mogą być instrumentem niwelowania lub eliminowania kosztów utrzymywania nadmiernych rezerw przez gospodarkę danego kraju. Usunięcie z krajowego rynku pieniężnego części strumienia kapitału napływającego do gospodarki i jego przekierowanie do innych gospodarek oraz na inne rynki kapitałowe tworzy podstawy do niepodejmowania lub co najwyżej ograniczonego podejmowania przez bank centralny kosztownych działań sterylizacyjnych. W rezultacie zarówno zwiększenie bazy monetarnej, jak i inflacja oraz wyższe stopy procentowe mogą być zjawiskami, które w ogóle nie wystąpią lub też będą mieć nasilenie dużo mniejsze niż w sytuacji, gdyby decydujący o nadpłynności rynku strumień kapitału nie był transferowany z wykorzystaniem państwowych funduszy majątkowych. Z kolei użycie rezerw do obniżenia zadłużenia zagranicznego danego kraju na rynkach międzynarodowych, do czego również mogą być wykorzystane państwowe fundusze majątkowe, *ceteris paribus*, daje podstawy do oczekiwania w przyszłości niższych kosztów związanych z obsługą długu oraz większej suwerenności finansowej kraju.

Na kolejny katalog potencjalnych korzyści generowanych dla gospodarki kraju założyciela przez państwowe fundusze majątkowe wskazują Gordon Clark i Ashby Monk (2010c, s. 15–16). Przekonują oni, że państwowe fundusze majątkowe są narzędziem do realizacji długookresowej premii z rezerw walutowych, rozumianej jako nadwyżka stopy zwrotu z inwestycji funduszy ponad realną stopę wzrostu danej gospodarki. Osiągnięcie tej premii jest możliwe dzięki inwestowaniu rezerw w szeroką gamę aktywów finansowych, które reprezentują możliwości globalnej gospodarki, a nie poprzez nabywanie aktywów wyłącznie jednej gospodarki czy gospodarek z jednego regionu. W literaturze można odnaleźć empiryczne dowody potwierdzające występowanie zarówno krótko-, jak i długoterminowej premii z rezerw walutowych w przypadku kilku państwowych funduszy majątkowych (Urban, 2014, s. 317–328). Znaczenie analizowanych podmiotów ujawnia się również w kontekście stwarzania przez nie warunków do długookresowej stabilności makroekonomicznej. Ma to miejsce dzięki odseparowaniu części zgromadzonego majątku państwowego od krajowej gospodarki oraz od politycznych zakus natychmiastowego wydawania zgromadzonych kapitałów. Ponadto przyczynia się to do długookresowej ochrony i zabezpieczenia tego kapitału. W obliczu ograniczonej możliwości oddziaływania państwa na sytuację polityczną i makroekonomiczną, zwłaszcza na stabilność światowego systemu finansowego, państwowe fundusze majątkowe tworzą w globalnej gospodarce mechanizm zabezpieczenia i ubezpieczenia się kraju na wypadek niekorzystnych zdarzeń w przyszłości. I w końcu, w opinii cytowanych autorów, działalność państwowych funduszy majątkowych

daje możliwość redystrybucji obecnego majątku państwa z uwzględnieniem potrzeb, a także oczekiwań przyszłych obywateli danego kraju, poprzez zdyskontowanie zakumulowanych zobowiązań lub za sprawą maksymalizacji przyszłej wartości obecnych aktywów. Podobny pogląd, dotyczący międzypokoleniowego transferu majątku państwa z wykorzystaniem badanych funduszy, jest prezentowany również przez innych autorów (np. Wagner, 2013, s. 9).

Rola i znaczenie państwowych funduszy majątkowych ujawniają się również w kontekście kosztu alternatywnego związanego z utrzymywaniem przez gospodarke nadmiernych rezerw walutowych. Podmioty te stwarzają bowiem możliwość jego ograniczenia lub nawet całkowitego wyeliminowania, dzięki inwestowaniu tych rezerw w różnorodne aktywa finansowe cechujące się wyższym ryzykiem, pozwalając tym samym osiągnąć wyższą stopę zwrotu (IMF, 2008, s. 4). W związku z tym w literaturze wskazuje się także, że dywersyfikowanie portfela aktywów finansowych państwa dzięki działalności państwowych funduszy majątkowych tworzy mechanizm zabezpieczenia gospodarki danego kraju przed wahaniami i szokami w kluczowych dla danej gospodarki sektorach. Odbywa się to poprzez inwestowanie w aktywa, które są odwrotnie skorelowane z aktywami sektora eksportowego lub wydobywczego, w przypadku których wahania stóp zwrotu stanowią główny czynnik ryzyka finansowego dla danego kraju (Lam, Rossi, 2010, s. 305; Shields, Villafuerte, 2010, s. 46).

Działalność państwowych funduszy majątkowych obejmuje również zagadnienia ryzyka kursowego, istotnego z punktu widzenia funkcjonowania danej gospodarki w realiach globalnego systemu finansowego. W przypadku gospodarek, których waluty nie mają statusu walut rezerwowych, państwowe fundusze majątkowe oferują możliwość oddziaływania na kurs krajowej waluty i redukcji ryzyka kursowego związanego z wahaniami kursu tej waluty wobec innych walut. Ponadto fundusze umożliwiają zarządzanie, ochronę i zabezpieczanie zgromadzonych aktywów przed utratą wartości wynikającą z wahań kursowych. Biorąc pod uwagę koszty, jest to rozwiązanie bardziej praktyczne, efektywniejsze i możliwe do szybszego wdrożenia niż powoływanie unii walutowej przez grupę krajów (Ping, Chao, 2009, s. 12; Sun i in., 2014, s. 656).

Aktywa finansowe powierzone państwowym funduszom majątkowym mogą być również wykorzystane do finansowania w krajowej gospodarce projektów inwestycyjnych ważnych dla rozwoju społeczno-gospodarczego. Jak przekonuje Alan Gelb wraz z zespołem (2014, s. 7), taka alokacja przez kraj aktywów finansowych teoretycznie może przyczynić się do poprawy warunków do wzrostu gospodarczego i dywersyfikacji gospodarki, zmniejszając ryzyko wynikające z uzależnienia od posiadanych zasobów, pod warunkiem jednak, że realizowane projekty inwestycyjne cechują się efektywnością ekonomiczną i będą tworzyć nowe możliwości produkcyjne w gospodarce. W praktyce natomiast, nawet jeśli są spełnione powyższe warunki, z powodów makroekonomicznych oraz ograniczeń wynikających z możliwości absorpcji kapitału, część strumienia kapitału



napływającego do gospodarki powinna być inwestowana w płynne aktywa finansowe poza krajową gospodarką przez wiele lat. Niemniej jednak w literaturze postuluje się wykorzystanie państwowych funduszy majątkowych, zwłaszcza w krajach rozwijających się, do finansowania projektów infrastrukturalnych w krajowej gospodarce (Hove, 2016, s. 2), a także analizuje się z perspektywy funduszy relację kosztów i korzyści wynikających z takiego rozwiązania (Gelb i in., 2014, s. 2–3; Schubert, 2011, s. 38–39). W istocie liczne państwowe fundusze majątkowe z krajów rozwijających się zostały utworzone z myślą o finansowaniu określonych projektów infrastrukturalnych w krajowej gospodarce (Inderst, Steward, 2014, s. 32).

Państwowe fundusze majątkowe mogą być użyte również do finansowania inwestycji o znaczeniu strategicznym dla krajowej gospodarki (Santiso, 2008, s. 2), zabezpieczenia dostaw surowców (Zun i in., 2014, s. 654), zwiększania wpływów i realizacji celów politycznych (Kamiński, 2017, s. 733; Fernandes, 2014, s. 76) oraz zapewniania korzyści dla elity rządzącej (Shemirani, 2011, s. 86).

Konkludując, przedstawione przykłady wskazują na szerokie spektrum możliwości wykorzystania państwowych funduszy majątkowych i korzyści, jakie podmioty te mogą wygenerować dla krajowej gospodarki. Warunkiem sine qua non ujawnienia się zalet i korzyści jest zaprojektowanie struktury organizacyjnej funduszy, wyznaczenie celów oraz zarządzanie funduszami na podstawie kryteriów finansowych i ekonomicznych. W przypadku powoływanych przez państwo instytucji, zwłaszcza w krajach o ustroju innym niż demokratyczny oraz odmiennym podejściu do roli państwa w gospodarce, nie jest to jednak sprawa oczywista.

### **2.4.3. Rola państwowych funduszy majątkowych w gospodarkach krajów goszczących**

Problematyka roli i znaczenia państwowych funduszy majątkowych dla szeroko rozumianej gospodarki docelowego kraju inwestycji była jak dotąd przedmiotem pogłębionych analiz przede wszystkim z punktu widzenia ewentualnych zagrożeń (Truman, 2010), wśród których wskazywano możliwość nabywania lub przejmowania istotnej dla bezpieczeństwa państwa infrastruktury oraz przedsiębiorstw z sektorów strategicznych. Dlatego wydaje się zasadne wskazanie i omówienie trzech kluczowych kwestii związanych z zagadnieniem pozytywnego wpływu funduszy na gospodarkę kraju goszczącego. Należą do nich oddziaływanie państwowych funduszy majątkowych na finansowanie deficytu budżetowego, dostarczanie długookresowego kapitału niezbędnego do zainicjowania i podtrzymania wzrostu gospodarczego oraz zasilanie przedsiębiorstw stabilnym źródłem kapitału, który nie podlega presji związanej z realizacją celów krótkookresowych.

W odniesieniu do pierwszego aspektu należy wskazać, że od początku funkcjonowania rynku państwowych funduszy majątkowych rządowe papiery dłużne

stanowiły aktywa inwestycyjne nabywane przez te podmioty. Choć można przypuszczać, że udział tego rodzaju aktywów w ogólnym portfelu funduszy małał na przestrzeni lat, co z jednej strony było wynikiem zmiany strategii inwestycyjnych funduszy, z drugiej zaś wynikało ze spadającej rentowności tej formy inwestowania, to jednak do dzisiaj państwowe fundusze majątkowe nabywają obligacje skarbu państwa. W ten sposób podmioty te wnoszą swój wkład w finansowanie deficytu budżetowego państwa. Z uwagi na charakter prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej, związanej z długim horyzontem inwestycyjnym oraz brakiem podstaw do przypuszczenia, że inwestowanie ma charakter spekulacyjny, podmioty te mogą być traktowane jako pożądana, a nawet preferowana nabywca obligacji. Co istotne, istnieją przesłanki, by rozważać państwowe fundusze majątkowe w kategoriach stabilnego, długookresowego i niepodlegającego presji, wynikającej z bieżącej sytuacji na rynkach finansowych, inwestora instytucjonalnego na rynku rządowych papierów dłużnych.

Zaangażowanie kapitałowe funduszy na tym rynku wydaje się szczególnie ważne w tych krajach, w których krajowy system bankowy, z uwagi na ogólne ryzyko systemowe, przekroczył, osiągnął lub zbliżył się do osiągnięcia akceptowanych przez nadzór finansowy poziomów akumulacji posiadanych papierów dłużnych. W tym kontekście zasadne jest odwołanie się do wyników badań empirycznych przeprowadzonych przez Jochena Andritzky'ego, który wskazuje, że oprocentowanie obligacji rządowych spada wraz ze wzrostem udziału nierezydentów w krajowym rynku inwestorów (Andritzky, 2012, s. 5). Z drugiej jednak strony malejące i utrzymujące się na relatywnie niskim poziomie ceny ropy naftowej, stosunkowo niskie tempo wzrostu gospodarki chińskiej oraz ogólnie niestabilne makroekonomiczne warunki w gospodarce globalnej, zwłaszcza w kontekście długu oraz niestandardowych mechanizmów polityki monetarnej stosowanych przez niektóre banki centralne na świecie, mogą powodować ograniczenie działalności inwestycyjnej funduszy na rynkach i w gospodarkach innych krajów.

Jak już wspomniano, kolejnym obszarem, w którym państwowe fundusze majątkowe mogą wywierać pozytywny wpływ, jest dostarczanie kapitału umożliwiającego wdrożenie długookresowej strategii wzrostu gospodarczego. Niepodlegający presji wycofania w krótkim okresie kapitał dostarczany przez badane fundusze może być wykorzystywany do finansowania inwestycji infrastrukturalnych w gospodarce. Przesłanek do takiego wniosku dostarcza opracowanie Julii Goodall i współpracowników (2013, s. 8), wskazujące *implicite* na spójność tego typu działań z głównym celem funduszy majątkowych, jakim jest uzyskiwanie stabilnych przychodów w długim okresie. W pracy Colina Smitha rzeczono relacje wyrażone są *explicite* (Smith, 2015, s. 4). Z kolei Massimiliano Castelli dowodzi, że państwowe fundusze majątkowe są w stanie wypełnić globalną lukę w źródłach finansowania inwestycji infrastrukturalnych w najbliższych dekadach (Castelli, 2013, s. 50).

Uwzględniając szeroki zakres aktywów znajdujących się w posiadaniu państwowych funduszy majątkowych, można wskazać jeszcze jeden obszar, w którym mogą ujawnić się rola i znaczenie tego typu podmiotów w gospodarce kraju goszczącego. Jest nim rynek giełdowy i spółki na nim notowane. Wymienione wcześniej atrybuty państwowych funduszy majątkowych stanowią przesłankę do wskazania, że fundusze tworzą pożądaną kategorię inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych. Za takim punktem widzenia przemawiają pasywny w zdecydowanej większości przypadków charakter realizowanych praw własności, oczekiwany długi okres przetrzymywania w portfelu akcji spółek, a także niespekulacyjny charakter wejść kapitałowych do spółek.

Z kolei w przypadku inwestorów aktywnie zarządzających posiadanych prawami własności, zwłaszcza gdy zaliczają się oni do grupy wszechstronnych właścicieli (universal owners) oraz przykładają wagę do etycznego inwestowania, uprawnione może być oczekiwanie, że ich działania przyczynią się do poprawy sprawowanego nadzoru korporacyjnego w spółkach, także w obszarach społecznym i środowiskowym. Ponadto udział w akcjonariacie spółki inwestora bezpośrednio powiązanego oraz umocowanego w strukturach rządowych innego państwa, choć bezpośrednio nie musi, to jednak może być czynnikiem ułatwiającym rozwój spółki, na przykład za sprawą pomocy i ułatwienia w wejściu na nowe, dotąd niedostępne rynki zbytu. W skali całego rynku giełdowego państwowe fundusze majątkowe mogą pełnić natomiast rolę stabilnego inwestora instytucjonalnego, dostarczającego płynności, zwłaszcza w okresach zawirowań na rynku. Jeśli określony fundusz realizuje strategię inwestowania ukierunkowanego (impact investing), to kapitały, jakimi dysponuje, mogą stanowić uzupełnienie innych źródeł finansowania, np. dla spółek zajmujących się pozyskiwaniem energii z alternatywnych źródeł, wychwytywaniem dwutlenku węgla z atmosfery i jego magazynowaniem.

#### **2.4.4. Korzyści dla międzynarodowych rynków finansowych oraz globalnej gospodarki**

W literaturze przedmiotu są prezentowane liczne przykłady świadczące o tym, że państwowe fundusze majątkowe mogą wywierać również pozytywny wpływ na funkcjonowanie międzynarodowych rynków finansowych, pełniąc na nich rolę swoistych amortyzatorów (Betbéze, 2009, s. 160), dostarczycieli płynności (Mezzacapo, 2009, s. 22) oraz stabilizatorów (IMF, 2008, s. 10). Gordon Clark i współpracownicy (2013, s. 146) przekonują, że w kluczowym momencie ostatniego światowego kryzysu finansowego niektóre spośród największych państwowych funduszy majątkowych były w stanie samodzielnie i w sposób efektywny przywrócić (zagwarantować) płynność na globalnych rynkach akcji i obligacji. Co

więcej, kapitał, jaki został wówczas przez nie dostarczony do czołowych instytucji finansowych, uchronił te podmioty od bankructwa, które mogło zainicjować dalszy, samonapędzający się proces upadłości kolejnych instytucji i przenieść się na inne rynki finansowe na całym świecie. Wskazuje się zatem, że państwowe fundusze majątkowe tworzą nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego (Urban, 2012b, s. 339–352).

Dzieje się to w sytuacji niejednoznacznej oceny inwestorów instytucjonalnych. Z jednej strony są oni wskazywani jako charakterystyczny uczestnik współczesnych rynków kapitałowych oraz główny katalizator procesu internacjonalizacji rynków finansowych (Ajina i in., 2015, s. 44). Jednocześnie podkreśla się trwałą oraz postępujący wzrost ich znaczenia na międzynarodowych rynkach kapitałowych (Ferreira, Matos, 2008, s. 499; Mizuno, 2010, s. 654), zwłaszcza na rynkach wschodzących (Frenkel, Menkhoff, 2004, s. 1278), na których inwestycje zagraniczne stanowią ważny kanał dopływu kapitału (Chang i in., 2013, s. 99). Z drugiej jednak strony pod adresem części z nich są formułowane zarzuty dotyczące m.in. inicjowania procesu powstawania baniek spekulacyjnych, krótkowzroczności inwestycyjnej (Della Croce i in., 2011, s. 2) czy wręcz przyczynienia się do rozpowszechnienia ostatniego kryzysu finansowego (Manconi i in., 2012, s. 491–518). Podważyło to panujące dotychczas przekonanie, że ta kategoria inwestorów może zachowywać się jak odpowiedzialni akcjonariusze (European Parliament, 2008). Wyjątkowość na tym tle państwowych funduszy majątkowych oraz ważna rola, jaką ogrywają one na międzynarodowych rynkach finansowych, są pochodną specyficznych cech, jakie podmioty te posiadają.

Biorąc pod uwagę brak dźwigni finansowej, brak wymogów płynnościowych i niskie ryzyko wycofania środków, państwowe fundusze majątkowe, zwłaszcza w sytuacji zawirowań na rynkach, nie stają przed koniecznością wywierania presji płynnościowej na inne podmioty na rynku. Zdolne są natomiast do podejmowania ryzyka inwestycyjnego w długim okresie. Przytoczone charakterystyki stawiają państwowe fundusze majątkowe jako inwestorów instytucjonalnych na zupełnie przeciwległej pozycji w stosunku do takich podmiotów, jak banki czy fundusze hedgingowe (Aglietta, 2009, s. 332).

Państwowe fundusze majątkowe są w stanie również odwrócić kierunek przepływu strumieni kapitału w globalnej gospodarce na zgodny z przewidywaniami neoklasycznej teorii, nie zaś dotychczas występujący, opisywany jako „paradoks Lucasa” (Lucas, 1990). Powoduje to przeszacowywanie udziału aktywów denominowanych w niektórych walutach (reserve portfolio bias). Podejmowanie przez badane podmioty działań inwestycyjnych zgodnie z koncepcją modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), a więc z uwzględnieniem kryteriów ryzyka i stopy zwrotu, nie zaś uwarunkowań płynnościowych, prowadzi nieuchronnie do sytuacji, w której zmianie ulega struktura portfela aktywów rezerwowych, na korzyść denominowanych w walutach gospodarek rozwijających się i gospodarek wschodzących. Oznacza to de facto częściowe odejście od dotychczasowej

strategii akumulowania głównych walut rezerwowych i większy przepływ kapitału do gospodarek słabiej rozwiniętych (Beck, Fidora, 2008, s. 16).

Ponadto pojawienie się na globalnych rynkach finansowych państwowych funduszy majątkowych, jako głównych zarządzających aktywami zagranicznymi, wywiera też wpływ na kształtowanie się cen tych aktywów poprzez wyższą skłonność do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego, co jest możliwe dzięki orientacji na zysk oraz długiemu horyzontowi inwestycyjnemu. W rezultacie może ulec obniżeniu opisywana w literaturze finansowej premia za ryzyko na globalnych rynkach finansowych, a na rynku obligacji może to skutkować ich wyższą rentownością (Beck, Fidora, 2008, s. 20). W podsumowaniu cytowani autorzy wskazują, że państwowe fundusze majątkowe mogą wywierać stabilizujący wpływ na rynki finansowe, przyczyniając się do efektywniejszego podziału i dywersyfikacji globalnego ryzyka inwestycyjnego (Beck, Fidora, 2008, s. 24).

Niektóre państwowe fundusze majątkowe, które spełniają kryteria wszechstronnych właścicieli (universal owners) i są w posiadaniu zróżnicowanego oraz zdywersyfikowanego globalnego portfela aktywów finansowych, mogą wspierać zrównoważony rozwój i prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych, a także przyczyniać się do zmniejszenia negatywnych efektów zewnętrznych generowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa (Urban, 2012d, s. 74–81). Wynika to z holistycznego spojrzenia na portfel posiadanych aktywów, na wartość którego wywierają negatywny wpływ właśnie efekty zewnętrzne powodowane przez wybrane grupy spółek (Urwin, 2011, s. 26). W literaturze wskazuje się również, że niektóre państwowe fundusze majątkowe mogą promować idee inwestowania społecznie odpowiedzialnego i społecznej odpowiedzialności biznesu oraz wspierać poprzez inwestowanie ukierunkowane (impact investing) inicjatywy zmierzające do przeciwdziałania zmianom klimatycznym (Urban, 2012c, s. 23; Clark, Monk, 2010a, s. 16–18).

## **2.5. Potencjalne koszty i zagrożenia wynikające z działalności państwowych funduszy majątkowych**

Mimo licznych przykładów pozytywnego wpływu państwowych funduszy majątkowych, zarówno na płaszczyźnie makroekonomicznej, jak i finansowej, funkcjonowanie tych podmiotów może generować wymierne koszty oraz stanowić w określonych przypadkach zagrożenie. Zasadniczo wynika to z cech konstytuujących rzeczony podmioty, którymi są własność i pełna kontrola państwa. Można domniemywać, że w sytuacji, gdy cele polityczne zostaną postawione przez decydentów ponad przesłankami ekonomicznymi, fundusze mogą podejmować

działania, które z punktu widzenia finansowego, mogą być przez innych uczestników rynku uznane za nieefektywne lub sprzeczne z ogólnie przyjętymi regułami. Poniżej zamieszczono katalog takich działań.

1. Inwestowanie w spółkach klasyfikowanych w sektorach uznawanych za wrażliwe i ważne z punktu widzenia interesu i bezpieczeństwa narodowego kraju docelowego inwestycji. Wydaje się, że może to mieć szczególnie istotne znaczenie dla funduszy cechujących się niskim poziomem transparentności oraz wywodzących się z krajów odbiegających od zasad ustroju demokratycznego. Bezpośrednią tego konsekwencją może być wprowadzanie różnego rodzaju restrykcji i ograniczeń w przepływie kapitału międzynarodowego.
2. Finansowanie projektów niespełniających kryterium efektywności ekonomicznej, następstwem tego może być spadek wartości zarządzanego majątku lub też konieczność zamknięcia pod presją czasową zagranicznych pozycji inwestycyjnych i wynikająca z tego utrata części zarządzanego majątku. W szczególności może to dotyczyć krajów zadłużonych, w których aktywa finansowe, zamiast służyć do redukcji zadłużenia zagranicznego, zostały skierowane do państwowych funduszy majątkowych. Niska ekonomiczna efektywność realizowanych projektów może być również następstwem poziomu kwalifikacji kadry zarządzającej funduszami.
3. Brak koordynacji działań pomiędzy funduszem a krajową instytucją odpowiedzialną za politykę monetarną lub rywalizacja pomiędzy instytucjami, co może skutkować podwyższaniem kosztów prowadzonych interwencji walutowych, a także obniżeniem efektywności działań. Rywalizacja może dotyczyć również samych funduszy wywodzących się z jednego kraju, a dążenie do pozyskania kolejnych środków finansowych od państwa może skłaniać do podejmowania ryzyka, które nie znajduje uzasadnienia w oczekiwanych stopach zwrotu.
4. Wykorzystywanie zasobów finansowych funduszy do zapewniania przywilejów grupom sprawującym władzę, co może mieć miejsce zwłaszcza w krajach o odmiennym od demokratycznego sposobie sprawowania władzy. W takich przypadkach prawdopodobne jest również przekazywanie środków finansowych określonym grupom społecznym oraz nieoptymalne z punktu widzenia gospodarki jako całości alokowanie środków finansowych. Działalność funduszy może generować ponadto konflikt interesów pomiędzy sektorem prywatnym a państwowym.
5. Niepodejmowanie działań zmierzających do zmniejszenia stopnia uzależnienia gospodarki od przychodów generowanych przez sektor surowcowy, a w konsekwencji brak dywersyfikacji sektorowej w gospodarce i w skrajnym przypadku dalsze pogłębianie skutków kłątwy surowcowej.
6. Wpływanie na kształtowanie się cen wybranych aktywów na niektórych rynkach kapitałowych na świecie. Dotyczyć to może zarówno napływu kapitału na określone rynki, jak i mieć miejsce w sytuacji gwałtownego i skoordynowanego zamykania przez grupę funduszy pozycji inwestycyjnych na rynkach



o relatywnie niskiej płynności. Doświadczenia wskazują, że wpływ na wycenę aktywów może być wynikiem samej zapowiedzi wyjścia kapitałowego z określonych spółek.

7. Wywieranie wpływu na zarządzających spółkami, których akcje posiadają fundusze, by spółki te realizowały cele inne niż maksymalizacja wartości majątku akcjonariuszy.
8. Wykorzystanie posiadanych praw własności do pozyskiwania tajemnic handlowych i przechwytywania technologii.

Wymienione powyżej problemy związane z działalnością państwowych funduszy majątkowych są dostrzegane w literaturze przedmiotu. Kwestie te pojawiają się m.in. w opracowaniach takich autorów, jak Gawdat Bahgat (2008), Edwin Truman (2010), Alberto Quadrio Curzio i Valeria Miceli (2010), Massimiliano Castelli i Fabio Scacciavillani (2012) oraz Christopher Balding (2012).

## **2.6. Państwowe fundusze majątkowe jako przedmiot badań naukowych**

### **2.6.1. Kryteria klasyfikacji badań**

Wyraźnie widoczny wzrost zainteresowania tematyką państwowych funduszy majątkowych, mający miejsce już w trakcie ostatniego kryzysu finansowego, a nasilający się w latach po nim następujących, wydaje się pochodną trzech czynników.

Pierwszym z nich był relatywnie niewielki poziom wiedzy na temat funduszy w momencie, kiedy ich działalność ratunkowa wobec finansowych instytucji na rynkach giełdowych osiągnęła apogeum. Przez dekady inwestorzy ci brali bowiem udział w transakcjach na globalnych rynkach finansowych jako inwestorzy niezainteresowani publicznym rozgłosem, z dala od środków masowego przekazu, funkcjonując niejako w cieniu, by nie powiedzieć na obrzeżach i peryferiach świata finansów. Drugim czynnikiem, bezpośrednio powiązanim z pierwszym, była nie tylko domniemywana, lecz wprost artykułowana obawa, dotycząca celów działalności funduszy, wśród których dopatrywano się na pierwszym miejscu motywów politycznych, a nie finansowych. Trzecim czynnikiem, inicjującym na szeroką skalę badania nad państwowymi funduszami majątkowymi, wydają się oczekiwania, jakie w kręgach polityki, biznesu i organów regulujących i nadzorujących rynki, w tym takich międzynarodowych instytucji, jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy czy Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, były formułowane wobec tych funduszy. Prawdopodobnie wynikały

one z nadziei, że fundusze mogą być wykorzystane do rozwiązania określonych i konkretnych problemów finansowych trapiących gospodarkę globalną oraz gospodarki uznawane za główne motory wzrostu bądź kluczowe z punktu widzenia globalnego bezpieczeństwa finansowego. Warunkiem niezbędnym do opartego na wiedzy prezentowania ocen oraz podjęcia prób wkomponowania nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych w światową gospodarkę i rynki finansowe było wypełnienie istniejącej wówczas, a utrzymującej się w niektórych obszarach do dzisiaj luki poznawczej.

Zadanie to zostało podjęte nie tylko przez pojedynczych badaczy. Na wybranych, uznanych uczelniach wyższych zostały utworzone instytuty lub zainicjowane projekty badawcze ukierunkowane wyłącznie na tematykę państwowych funduszy majątkowych. Wymienić tutaj można m.in. Uniwersytet w Oksfordzie w Wielkiej Brytanii (Oxford SWF Project), Uniwersytet Bocconii we Włoszech (Sovereign Investment Lab), Uniwersytet Tuftsa w Stanach Zjednoczonych (Fletcher Network for Sovereign Wealth and Global Capital) i IE Business School w Hiszpanii (IE Sovereign Wealth Lab). Powstały również bezpośrednio niezwiązane z uczelniami międzynarodowe instytuty, takie jak np. Sovereign Wealth Fund Institute oraz Sovereign Wealth Center, oba zlokalizowane w Stanach Zjednoczonych. Ponadto tematyka państwowych funduszy majątkowych zaczęła być również przedmiotem wzmożonego zainteresowania wiodących instytucji świadczących usługi doradcze dla biznesu, wśród nich PricewaterhouseCoopers, KPMG i McKinsey. Do badań nad problematyką nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych włączyły się także takie instytucje międzynarodowe, jak Bank Światowy, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Wielopłaszczyznowe oddziaływanie państwowych funduszy majątkowych na inne podmioty w realnej gospodarce oraz interakcje z różnymi obszarami i dyscyplinami wiedzy zaowocowały pojawieniem się wielu publikacji na temat badanych podmiotów. Ich dogłębna i szczegółowa lektura daje podstawy do stwierdzenia, że zasadniczo ogół dotychczasowych artykułów naukowych można podzielić na kilka nurtów badawczych.

Pierwszym z nich jest nurt mikroekonomiczny obejmujący kwestie relacji między inwestycjami funduszy a wybranymi aspektami funkcjonowania innych podmiotów (np. spółek giełdowych) oraz celów, motywów i strategii poszczególnych funduszy. W tych badaniach koncentrowano się na problemach finansowych oraz związanych z nadzorem właścicielskim. Drugim nurtem badawczym jest nurt makroekonomiczny, w którym fundusze poddawane są analizie przez pryzmat danej gospodarki, w tym również w kontekście pojedynczego rynku giełdowego. Przedmiotem zainteresowań są tutaj kwestie reakcji rynku i preferencji inwestycyjnych funduszy. Trzecim nurtem jest nurt globalnych aspektów funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych, w ramach którego bada się różnice i podobieństwa między funduszami oraz krajami, z których one się wywodzą, tworzy się różne klasyfikacje oraz analizuje wpływ funduszy na globalną gospodarkę,

m.in. w związku z przepływami kapitału pomiędzy rynkami oraz ich stabilnością, a także zagadnienia dotyczące prawnego uregulowania i nadzoru nad tą kategorią inwestorów instytucjonalnych. Przyjętym przez autora kryterium podziału jest zatem poziom agregacji, poczynając od pojedynczych funduszy, poprzez poziom krajowej gospodarki, na całym segmencie rynku funduszy oraz problemach globalnych kończąc.

W literaturze przedmiotu można znaleźć przykłady odmiennego grupowania i klasyfikacji artykułów poruszających problematykę państwowych funduszy majątkowych (Anderloni, Vandone, 2012, s. 5; Aguilera i in., 2016, s. 8). W zestawieniu z klasyfikacją zaproponowaną przez Luisę Anderloni i Danielę Vandone, wydaje się jednak, że postulowany w pracy autorski podział cechuje się większą przejrzystością, a wyodrębnienie trzech kategorii pozwala na zaprezentowanie bardziej spójnych grup tekstów niż ma to miejsce w przywołanym źródle. Z kolei w porównaniu z opracowaniem Ruth Aguilery i współpracowników, w którym jest odzwierciedlony podział światowego dorobku ze względu na dyscypliny naukowe, w ramach których jest on tworzony, zaproponowana w pracy autorska klasyfikacja umożliwi hierarchizację publikacji z uwagi na ich finansowy i ekonomiczny charakter. Nade wszystko przedstawiony podział dorobku w obszarze państwowych funduszy majątkowych jest koherentny z analizą przeprowadzoną w podrozdziale 2.4.

## 2.6.2. Badania naukowe z perspektywy poszczególnych funduszy

Dominującym motywem przewodnim badań w ramach pierwszego wyodrębnionego nurtu wydają się analizy dotyczące motywów utworzenia konkretnych funduszy, historii ich rozwoju, realizowanych strategii inwestycyjnych oraz nadzoru korporacyjnego. Podstawowym obiektem zainteresowań badawczych był i nadal pozostaje norweski fundusz majątkowy Government Pension Fund Global (GPF), co jest wynikiem jego największej transparentności. Zasadniczy punkt ciężkości ogółu publikacji, dotyczących tego funduszu, opiera się na kwestii etycznego inwestowania. Wskazuje się, że jego polityka inwestycyjna łączy przekonania i wartości etyczne, powszechnie uznawane przez obywateli Norwegii, z długoterminowymi celami zarządzania globalnym portfelem. Fundusz znajduje się na czele instytucji wdrażających i promujących nowe inicjatywy w dziedzinie inwestowania społecznie odpowiedzialnego (Clark, Monk, 2010a, s. 14–18; 2010b, s. 1723–1738). Jest on jednocześnie największym inwestorem dokonującym etycznej oceny potencjalnych celów inwestycyjnych oraz stale monitorującym pod tym kątem portfel swoich aktywów. Jego wyniki finansowe są dowodem na możliwości łączenia celów stricte finansowych ze skutecznym

egzekwowaniem zasad nadzoru korporacyjnego, przy jednoczesnym promowaniu ekonomicznie, społecznie i środowiskowo zrównoważonego rozwoju (Urban, 2012c, s. 22–23). Studia w tym obrębie obejmują również kwestie portfela inwestycyjnego i osiągniętych przez fundusz wyników (Caner, Grennes, 2010, s. 601–610), a także zagadnienia polityki inwestycyjnej i alokacji aktywów (Chambers i in., 2012, s. 67–81; Døskeland, 2010, s. 3–15), inwestycji w kontekście przepływów kapitału (Caner i in., 2011, s. 1–8), wyjścia z inwestycji wskutek problemów etycznych związanych ze spółką (Chesterman, 2008, s. 577–615) oraz zmian w nadzorze korporacyjnym (Fini, Rethel, 2013, s. 163–178; Backer, 2009, s. 131–171).

Przedmiotem badań w ramach tego nurtu są również fundusze majątkowe wywodzące się z krajów Bliskiego Wschodu. Wskazywane są specyfika tych funduszy oraz szanse i zagrożenia związane z ich działalnością (Rios-Morales i in., 2012, s. 238–245), omawiana jest w sposób szczegółowy ich historia (Bazoobandi, 2013, s. 33–126), a także finansowe aspekty ich funkcjonowania, w tym inwestycje dokonane w okresie ostatniego kryzysu finansowego (Setser, Ziemba, 2009, s. 1–8). W grupie opracowań, które można zaliczyć do omawianego nurtu, znajdują się ponadto artykuły oraz rozdziały w książkach odnoszące się bezpośrednio do państwowych funduszy majątkowych w krajach Azji Południowo-Wschodniej (Zhang, Ho, 2014, s. 355–371) i poszczególnych funduszy: chińskiego funduszu China Investment Corporation (Hu, 2014, s. 315–327; Blanchard, 2014, s. 155–175; He, Zhang, 2009, s. 101–116; Cai, Clacher, 2009, s. 9–15; Cieślik, 2014a, s. 27–40), singapurskiego Temasek (Heaney i in., 2011, s. 109–120; Ng, 2010, s. 6–14), koreańskiego Korea Investment Corporation (Kim, 2012, s. 208–235) i malezyjskiego Khazanah National (Lai, 2012, s. 236–252).

Charakterystykę działalności rosyjskich funduszy majątkowych (Reserve Fund i National Welfare Fund) można odnaleźć w opracowaniu Svetlany Tsvirko (2014, s. 527–571). Z kolei David Kemme (2012, s. 30) omawia szczegółowo problemy związane ze strukturą organizacyjną i zarządzaniem dwoma funduszami majątkowymi pochodzącymi z Kazachstanu, wskazując przy tym na stabilizacyjny charakter jednego (National Oil Fund) oraz oszczędnościowy drugiego funduszu (Samruk Kazyna), a także podkreślając relatywnie wysoką transparentność oraz efektywny sposób zarządzania każdym z nich.

Badania dotyczą również krajów Pacyfiku i wywodzących się z nich takich funduszy, jak Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund, Petroleum Fund (Timor Wschodni), Mineral Resources Stabilisation Fund z Papui-Nowej Gwinei (Martin, 2010, s. 63–86). Richard Eccleston (2012, s. 284–297) przedmiotem badań uczynił natomiast Australian Future Fund, zwracając uwagę na motywy utworzenia funduszu oraz jego funkcjonowanie w trakcie oraz po kryzysie finansowym. Podobnie uczynili to Gordon Clark i Eric Knight, którzy dowodzą, że australijski fundusz majątkowy jest narzędziem promującym i zabezpieczającym interesy przyszłych pokoleń obywateli Australii i wyrazem równości międzypokoleniowej (Clark, Knight, 2011, s. 321–348). Z kolei pochodzący z Nowej Zelandii

New Zealand Superannuation Fund jest analizowany przez Angelę Cumminę (2014, s. 172–179) w kontekście etycznego inwestowania oraz przestrzegania praw człowieka.

Reasumując, w artykułach zaliczonych do pierwszego z wyróżnionych nurtów badawczych, autorzy odnoszą się do podstawowych elementów funkcjonowania funduszy, podejmują kwestie historii działania, kluczowych cech, motywów tworzenia funduszy oraz realizowanych strategii i wyników finansowych osiągniętych przez pojedyncze fundusze.

### **2.6.3. Publikacje poświęcone roli państwowych funduszy majątkowych w pojedynczej gospodarce**

Wspólnym mianownikiem dla artykułów naukowych zaliczonych przez autora do drugiego nurtu badawczego jest analiza działalności państwowych funduszy majątkowych przez pryzmat danej gospodarki lub grupy gospodarek, lub też w odniesieniu do rynku kapitałowego na poziomie krajowym albo regionalnym. W ramach tego nurtu mamy do czynienia z wielowarstwowym badaniem funduszy, uwzględniającym kwestie gospodarcze, finansowe, społeczne i polityczne.

Wśród opracowań poruszających tematykę funduszy z perspektywy polskiego rynku kapitałowego można wskazać teksty odnoszące się do preferencji inwestycyjnych funduszy majątkowych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz atrakcyjności polskiej gospodarki jako miejsca inwestycji wybranych funduszy (Urban, 2016c, s. 333–350; 2013a, s. 199–210; 2013b, s. 664–653). Wyniki empiryczne zamieszczone w pierwszym z nich dowodzą preferencji funduszy dotyczących spółek o dużej kapitalizacji, w drugim zaś istnienia korelacji pomiędzy wielkością inwestycji w spółce a jej wartością księgową, kapitalizacją rynkową oraz wielkością aktywów ogółem. Z kolei w trzecim przypadku stwierdza się, że z punktu widzenia struktury gospodarki i jej podobieństwa względem gospodarek krajów posiadających fundusze gospodarka polska stanowi relatywnie atrakcyjne miejsce inwestycji dla funduszy chińskich. Przesłanki do utworzenia przez Polskę państwowego funduszu majątkowego poddano analizie w artykule Michała Motyki (2009, s. 133–153), który przekonuje, że takie rozwiązanie wydaje się pożądane, biorąc pod uwagę istniejącą lukę rozwojową oraz narastające problemy demograficzne. Do podobnego wniosku dochodzi również Marcin Obroniecki (2012), wskazując na możliwość wsparcia w ten sposób polskich finansów publicznych. Natomiast Piotr Wiśniewski (2009) prezentuje pogląd, że fundusze, ze względu na wyższą stabilność instytucjonalną wobec pozostałych inwestorów instytucjonalnych, stanowią pożądaną kategorię inwestorów dla gospodarki polskiej, a ich pozyskanie daje szansę na częściowe uniezależnienie się od dotychczasowych źródeł kapitału.

Problematyka państwowych funduszy majątkowych jest też przedmiotem analiz w kontekście krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Poddawane rozważaniom i dyskusji są kwestie społecznych i ekonomicznych przesłanek oraz ograniczeń i przeszkód stojących na drodze do utworzenia własnych funduszy majątkowych przez kraje tego regionu, a także warunków niezbędnych do zapewnienia im dalszego funkcjonowania; prezentowana jest również działalność inwestycyjna istniejących funduszy w poszczególnych krajach (Wiśniewski, 2016). Ostatni ze wskazanych wątków występuje także w opracowaniu Piotra Wiśniewskiego i współpracowników (2015, s. 11–21). Ponadto autorzy wskazują na niski zakres alokacji kapitału przez badane fundusze, a także prezentują warunki, których spełnienie, ich zdaniem, może spowodować zwiększenie zainteresowania inwestowaniem w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Zagadnienie alokacji kapitału na rynkach europejskich przez państwowe fundusze majątkowe wywodzące się z krajów Bliskiego Wschodu opisują Françoise Hay i Christian Milelli (2014, s. 1–20), przekonując, że wobec finansowych trudności, które dotknęły w wyniku ostatniego kryzysu finansowego przedsiębiorstwa i sektor bankowy, inwestorzy ci są pożądanym źródłem kapitału umożliwiającego wypełnienie istniejącej luki w finansowaniu. Inwestycje funduszy w Europie mogą przyczynić się ponadto, poprzez zacieśnienie relacji międzyrządowych, do zwiększenia zaangażowania europejskich przedsiębiorstw na rynkach Bliskiego Wschodu.

W analizowanym nurcie badawczym można wyróżnić także artykuły odnoszące się do roli państwowych funduszy majątkowych dla gospodarek krajów założycieli. I tak wskazuje się, że fundusze z krajów Zatoki Perskiej mogą i powinny być wykorzystane do zwiększenia dywersyfikacji struktury krajowych gospodarek, również dzięki inwestycjom infrastrukturalnym (Salisu, Taher, 2012, s. 284–284). O możliwości i zasadności włączenia państwowych funduszy majątkowych do grona inwestorów finansujących krajowe projekty infrastrukturalne przekonuje również Joseph Oyedele (2014, s. 49–53), a warunki, jakie muszą być spełnione, by fundusze skutecznie wspierały rozwój gospodarczy krajów afrykańskich, analizują Adam Dixon i Ashby Monk (2011, s. 1–18). Afrykańskie fundusze majątkowe stanowiły natomiast przedmiot analizy Ewy Cieślak (2014a, s. 103–122), która dowodziła niskiej transparentności funduszy, wewnętrznego zróżnicowania populacji badawczej oraz przekonywała, że ich działalność powinna opierać się na szerszym katalogu celów stabilizacyjnych i obejmować międzypokoleniowy transfer bogactwa i promowanie integracji regionalnej.

Z kolei Héléne Raymond (2010, s. 125) postuluje pełnienie przez państwowe fundusze majątkowe roli akcjonariuszy ostatniej instancji dla krajowego systemu finansowego. Problem uzależnienia gospodarki od posiadanych zasobów naturalnych jest analizowany na przykładzie Chile w artykule Laury Ebert i Tanii La Menza (2015, s. 101–111), które wskazują na istotną rolę funduszy, jaką mogą one odegrać w procesie uniezależnienia się gospodarki od przychodów generowanych z wydobycia miedzi oraz w realizacji strategii stabilnego wzrostu.



Innym tematem poruszonym w ramach zaproponowanego nurtu badawczego jest kwestia wyboru docelowego kraju inwestycji. Zagadnienie to było analizowane w kontekście chińskich funduszy majątkowych i konieczności przeciwdziałania ryzyku związanemu z określoną strukturą sektorową gospodarki (Nie i in., 2012, s. 2499–2507). Rolę tych funduszy w realizacji polityki energetycznej Chin podkreślają m.in. Tomasz Kamiński (2017b, s. 733–739) oraz Xiaolei Sun wraz z zespołem (2014, s. 654–661). Z kolei kwestie politycznego wykorzystywania państwowych funduszy majątkowych omawia Tomasz Kamiński (2015, s. 79–92). Autor dowodzi, że fundusze majątkowe Chińskiej Republiki Ludowej są używane jako narzędzie polityki zagranicznej, wskazując jednocześnie konkretne metody i analizując pojedyncze przypadki, które miały miejsce w ostatnim okresie.

Znaczenie ustroju politycznego dla funkcjonowania funduszu stanowiło obiekt analiz przeprowadzonych przez Victora Shiha, który uważa, że z uwagi na umocowanie polityczne oraz zaangażowanie w politykę na szczeblu krajowym państwowe fundusze majątkowe z takich krajów, jak Chiny i Singapur cechuje nieprzewidywalność zachowania oraz że podmioty te najprawdopodobniej nie są w stanie realizować i osiągać celów długookresowych (Shih, 2009, s. 328).

Podsumowując, mimo że artykuły w tym nurcie tworzą grupę relatywnie najmniej liczną, to jednak, zdaniem autora, wyraźnie odróżniają się one ze względu na podejmowaną tematykę od pozostałych dwóch kategorii opracowań.

#### **2.6.4. Państwowe fundusze majątkowe w kontekście problemów globalnych**

Najliczniejszą grupę artykułów, w klasyfikacji zaproponowanej w niniejszym opracowaniu, stanowią teksty, w których autorzy prezentują badania odnoszące się do całego rynku państwowych funduszy majątkowych bądź też analizują jego funkcjonowanie w świetle zjawisk charakterystycznych dla gospodarki globalnej. W ramach tych rozważań można wyróżnić trzy zasadnicze podgrupy: pierwszą, w której wspólnym mianownikiem są przemiany światowego systemu finansowego i globalnej gospodarki, drugą, dotyczącą kwestii prawnych działalności funduszy i konieczności uregulowań w tym zakresie oraz trzecią skupiającą uwagę badaczy na funkcjonowaniu funduszy w kontekście rynków kapitałowych i przedsiębiorstw, w których dokonywane są inwestycje.

Rozpoczynając syntetyczny przegląd opracowań w ramach rozważań obejmujących pierwszą podgrupę artykułów, należy wymienić przede wszystkim opracowanie Ronalda Gilsona i Curtisa Milhaupta (2008). Autorzy ci przekonują, że kontrowersje, jakie wzbudzają państwowe fundusze majątkowe, wynikają ze ścierania się dwóch przeciwstawnych koncepcji odnośnie do roli państwa w gospodarce kapitalistycznej: kapitalizmu rynkowego i kapitalizmu państwowego.

Pierwszy z nich, funkcjonujący w gospodarkach rozwiniętych, stwarza możliwość maksymalizacji wartości pojedynczych podmiotów w nim działających. W modelu kapitalizmu rynkowego zakazy subsydiowania i preferowania określonych podmiotów zostały wprowadzone, by zapobiegać sytuacji, w której rządy starać się będą przenieść kryterium maksymalizacji wartości z poziomu indywidualnych uczestników rynku na całe państwo. Na drugim biegunie znajduje się koncepcja kapitalizmu państwowego, określanego mianem nowego merkantyizmu, realizowana w praktyce przede wszystkim przez kraje rozwijające się. W podejściu tym to państwo jako całość jest podmiotem, którego wartość ma być maksymalizowana, zaś rząd ma bezpośrednio wspierać i koordynować działania do tego prowadzące. Dla przedsiębiorstw z tych krajów, które uczestniczą w walce konkurencyjnej z przedsiębiorstwami z krajów bardziej rozwiniętych, państwo działające poprzez fundusze ma za zadanie wyrównać ich szanse na rynku. Zakłada to oddziaływanie państwa na poziomie przedsiębiorstw w celu maksymalizacji korzyści ekonomicznych, społecznych i politycznych na poziomie krajowym (Gilson, Milhaupt, 2008, s. 2).

Michel Aglietta w artykule *Sovereign wealth funds in the mutation of global finance*, opublikowanym w 2014 roku, przekonuje, że państwowe fundusze majątkowe będą stanowić ważne podmioty inwestycyjne przyszłej finansowej globalizacji. Swoje przekonanie opiera on na tezie, że wobec zjawiska światowego przesunięcia bogactwa w kierunku krajów rozwijających się, przy wewnętrznie niestabilnych światowych finansach generujących kryzysy o charakterze systemowym (co jest według niego pochodną niespełnienia hipotezy rynku efektywnego), a także w obliczu rosnących negatywnych efektów zewnętrznych, w przyszłości nastąpi wzrost znaczenia państwa i różnych form relacji publiczno-prywatnych. W jego opinii fundusze, w odróżnieniu od banków i rynków finansowych funkcjonujących w realiach „Wall Street casino model of market finance”, których hegemonia i znaczenie dobiegają końca, staną się adekwatnym i właściwym rodzajem instytucji finansujących inwestycje w realnej gospodarce, a także przyczyniających się do wzrostu gospodarczego (Aglietta, 2014, s. 295).

W literaturze można odnaleźć pogląd, że po pierwsze, pojawienie się państwowych funduszy majątkowych odzwierciedla proces ważnego i istotnego przesunięcia bogactwa oraz zamożności narodów (Santiso, 2008, s. 2) – proces, w którym centrum pozostaje w coraz mniejszym stopniu centrum, a peryferie peryferiami. Po drugie, dowodzi, że kraje o dodatnim saldzie bilansu płatniczego w coraz mniejszym stopniu są gotowe akceptować inwestowanie w aktywa o niskiej stopie zwrotu, oferowane przez rządy krajów rozwiniętych i choć fundusze są produktem globalnych nierównowag, to równocześnie pełnią określoną rolę w procesach dostosowawczych, wywierając presję na kurs walutowy (Gieve, 2008, s. 201). Podobne konkluzje są zawarte w pracy Enrique Alberoli i José Sereny (2008, s. 315–342). Państwowe fundusze majątkowe są również przedmiotem rozważań w kontekście ostatniego kryzysu finansowego; w tym miejscu warto

wymienić prace takich autorów, jak Mohamed El-Erian (2010, s. 225–233), Andrew Rozanov (2010, s. 245–255), Bryan Balin (2010, s. 1–8), Vincent Gasparro i Michael Pagano (2010, s. 92–101) oraz Roland Beck i Michael Fidora (2009, s. 353–367).

Drugą podgrupę opracowań łączy przekonanie autorów o konieczności uregulowania działalności państwowych funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza w wymiarze prowadzonej przez nie globalnej działalności inwestycyjnej. Jak można wnioskować, jest to pochodną niskiej transparentności funduszy i politycznego umocowania organów założycielskich, którymi są suwerenne państwa. I tak np. Efraim Chalamish (2012, s. 644–681) poświęca uwagę istniejącym międzynarodowym aktom prawnym dotyczącym inwestycji i handlu, które mogą znajdować zastosowanie w regulowaniu działalności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych. Z kolei Maurizia De Belis (2011, s. 349–382), dokonując analizy porównawczej istniejących regulacji finansowych i przyjętych *Zasad z Santiago*, które stanowią kodeks dobrych praktyk w odniesieniu do rynku państwowych funduszy majątkowych, wskazuje na hybrydowy, publiczno-prywatny charakter proponowanych regulacji. Ocenia ponadto, że z uwagi na rolę transparentności w relacjach między funduszami a grupami interesariuszy przepisy odnoszące się do tego aspektu regulacji powinny być bardziej precyzyjne. Z kolei o braku konieczności wprowadzania nowych, poza kodeksem dobrych praktyk – *Zasad z Santiago*, i niezasadności nadmiernych regulacji przekonują m.in. Ludwig Gramlich (2011, s. 77), Gawdat Bahgat (2008, s. 1189) oraz Edward Green i Brian Yeager (2008, s. 247).

W literaturze jest prezentowany również odmienny punkt widzenia, opierający się na tezie, że przez wzgląd na nieobligatoryjny, nieprecyzyjny i niewystarczający charakter regulacji w postaci *Zasad z Santiago*, uzasadnione jest wprowadzenie umów kontraktowych (contractual obligations), których respektowanie i przestrzeganie może być wymuszane w drodze arbitrażu międzynarodowego (Thomas, 2014, s. 476). Na podobną możliwość efektywnego monitorowania funduszy wskazuje też Meg Lippincott (2013, s. 649). Z kolei Muthucumaraswamy Sornrajah omawia i analizuje status prawny funduszy w świetle międzynarodowego prawa dotyczącego inwestowania. Ponadto wyraża pogląd, że zmiany w międzynarodowym prawodawstwie w coraz większym stopniu zaczynają uwzględniać oczekiwania krajów rozwijających się, a regulacje dotyczące funduszy, przyjmowane przez kraje rozwinięte, w istotnym stopniu będą wpływać na międzynarodowe normy odnoszące się do inwestowania (Sornarajah, 2011, s. 288). Na zakończenie, spośród publikacji z tej podgrupy, należy przywołać książkę Fabia Bassana (2011), w której autor w sposób kompleksowy porusza kwestie prawne związane z państwowymi funduszami majątkowymi, czyniąc to przez pryzmat regulacji Światowej Organizacji Handlu, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Unii Europejskiej oraz umów bilateralnych.

Trzecią podgrupę opracowań w ramach wyodrębnionego nurtu tworzą artykuły, których motywem przewodnim jest analiza działalności inwestycyjnej

funduszy z punktu widzenia cech podmiotów wybieranych jako miejsce inwestycji, a zatem preferencji inwestycyjnych, reakcji rynków na informacje o wejściach kapitałowych do spółek oraz zmiany mierników finansowych po inwestycji państwowych funduszy majątkowych. Z uwagi na fakt, że studia empiryczne obejmują wiele funduszy oraz liczne rynki giełdowe (a nie pojedyncze fundusze na poszczególnych rynkach), zdaniem autora, zasadne jest takie właśnie przyporządkowanie cytowanych poniżej opracowań.

Veljko Fotak i współpracownicy (2008, s. 1) prezentują dowody empiryczne wskazujące na występowanie dodatnich ponadnormalnych stóp zwrotu z akcji spółek będących obiektami inwestycji w oknie zdarzenia, kiedy ma miejsce inwestycja. Ich zdaniem wskazuje to, że uczestnicy rynku w sposób pozytywny oceniają wejście kapitałowe funduszu. Taki wniosek znajduje potwierdzenie również w innych badaniach (Kotter, Lele, 2011, s. 360; Raymond, 2008, s. 1; Sun, Hesse, 2010, s. 180), w niektórych natomiast wskazywana jest ponadto relacja pomiędzy wielkością premii a poziomem transparentności funduszu (Ngoc, 2011, s. 2). W innych badaniach sugeruje się, że jeśli dodatnia premia występuje, to jest ona mniejsza niż w przypadku wejść kapitałowych prywatnych podmiotów (Bortolotti i in., 2013, s. 35–36). W długim okresie wskazywany jest natomiast wpływ negatywny (Fotak i in., 2008, s. 1), brak wpływu (Raymond, 2008 s. 6) lub też wyniki uznawane są za na tyle niejednoznaczne, że nie uprawniają do jednoznacznej konkluzji (Dewenter i in., 2010, s. 277–278). Ponadto odmiennie kształtuje się długookresowa premia w zależności od tego, czy fundusz jest inwestorem pasywnym czy też aktywnym (Bortolotti i in., 2013, s. 1–57).

Autorzy prac odnoszą się także do kwestii wpływu funduszy na wyniki finansowe i wartość spółek portfelowych. Z jednej strony dowodzi się, że fundusze nie przynoszą korzyści spółkom w stopniu, w jakim czynią to inni inwestorzy instytucjonalni (Knill i in., 2012, s. 315), z drugiej wskazuje się na występowanie premii z tytułu posiadania w strukturze akcjonariatu państwowego funduszu majątkowego, której wielkość szacowana jest na 10–15% wartości spółki w relacji do porównywalnych podmiotów (Fernandes, 2009, s. 2). Pozytywny wpływ funduszy w kontekście wartości spółki jest prezentowany również w innych opracowaniach (Chhaochharia, Leaven, 2008; Sojli, Tham, 2011). Autorzy artykułów przekonują też o zależności pomiędzy wartością spółki a wielkością transakcji (Dewenter i in., 2010, s. 256). Zarówno wzrost wartości firmy, jak i poprawa wyników finansowych w następstwie inwestycji funduszy są wskazywane przez Nuno Fernandes (2014, s. 84).

Z kolei Fabio Bertoni i Stefano Lugo przedmiotem swoich zainteresowań uczynili kwestię ryzyka, a wyniki przeprowadzonych przez nich badań wskazują na spadek wartości swapów ryzyka kredytowego spółek po dokonaniu w nich inwestycji przez państwowe fundusze majątkowe (Bertoni, Lugo, 2014, s. 21). Na brak różnicy pomiędzy bankami, które były obiektem inwestycji funduszy, mierzonej wskaźnikami rentowności aktywów i kapitału, a bankami bez inwestorów

w postaci rzeczonych podmiotów, w czasie obejmującym lata poprzedzające ostatni kryzys finansowy, okres kryzysu i lata po nim następujące, wskazują Luisa Anderloni i Daniela Vandone (2012, s. 2). Natomiast na brak występowania zjawiska owczego pędu i naśladowania zachowań inwestycyjnych w grupie funduszy wskazują badania Valerii Miceli (2013, s. 1517).

Jeżeli chodzi o preferencje inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych na rynkach giełdowych, to w literaturze dowodzi się, że fundusze wybierają z jednej strony kraje zapewniające wysoki poziom ochrony praw własności oraz o bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych (Megginson i in., 2013, s. 539), z drugiej zaś lokują inwestycje w krajach sąsiadujących, niekoniecznie bliskich kulturowo i religijnie (Boubakri i in., 2011, s. 355–389). Sugeruje się także, że różnice kulturowe w sposób pozytywny determinują inwestycje (Johan i in., 2013, s. 155). Wyniki empiryczne potwierdzają preferowanie przez fundusze spółek dużych, cechujących się rentownością i pozytywnymi rekomendacjami inwestycyjnymi (Fernandes, 2009, s. 26–27). Prezentowane są również dowody świadczące o inwestycjach w spółkach odnotowujących trudności finansowe (Kotter, Lel, 2011, s. 380; Fotak i in., 2008, s. 19). Fundusze obejmują z reguły mniejszościowe udziały (Fotak i in., 2008, s. 22) i pełnią rolę pasywnych inwestorów (Rose, 2008, s. 139; Ghahramani, 2013, s. 58).

## 2.7. Potencjalne scenariusze rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych

Na wstępie należy nadmienić, że nie sprawdziły się prognozy zakładające zrównanie wartości aktywów zarządzanych przez państwowe fundusze majątkowe z wielkością oficjalnych globalnych rezerw walutowych zgromadzonych przez banki centralne (Jen, 2007, s. 5). Choć nadal fundusze pozostają ważną kategorią inwestorów instytucjonalnych, których finansowa siła oddziaływania jest porównywalna z funduszami hedgingowymi i private equity łącznie, to jednak tempo wzrostu tego segmentu rynku uległo w ostatnich latach pewnemu zmniejszeniu. Istnieją przesłanki do wnioskowania, że zmiany i przeobrażenia na rynku państwowych funduszy majątkowych, niezależnie czy będą one przybierać charakter gwałtowny czy też ewolucyjny, mogą być uwarunkowane dwiema kategoriami czynników: zewnętrznymi i wewnętrznymi.

W pierwszej grupie można wymienić strukturalne przeobrażenia gospodarki, wpływające z potrzeby zmierzenia się z wyzwaniami środowiskowymi i klimatycznymi. Jeśli okaże się bowiem, że konieczne jest radykalne ograniczenie emisji gazów cieplarnianych, zwłaszcza pochodzących ze spalania paliw kopalnych, i kraje w sposób solidarny zaakceptują konieczność przejścia na alternatywne sposoby

pozyskiwania oraz wykorzystywania energii, to wówczas dalsze funkcjonowanie funduszy surowcowych stanie pod znakiem zapytania, a być może nawet dobiegnie końca. Biorąc pod uwagę omawiany aspekt, warto wskazać, że sprzedaż obecnie zgromadzonych przez fundusze aktywów może stanowić źródło finansowania procesu transformacji krajowej gospodarki z opartej na paliwach kopalnych na gospodarkę niskoemisyjną. W opozycji jednak do prezentowanego wyżej scenariusza zasadne jest podkreślenie alternatywnej prognozy rozwoju rynku, w której proces pozyskiwania paliw kopalnych w gospodarce globalnej przybierze na sile, będąc pochodną rosnącego zapotrzebowania zwłaszcza z krajów rozwijających się i braku możliwości przestawienia się na gospodarkę niskoemisyjną, a zwiększające ceny surowców raz jeszcze umożliwią zasilenie funduszy znaczącym strumieniem kapitału.

Przyszłość badanych funduszy jest uzależniona też od ogólnej sytuacji zarówno w krajach rozwiniętych, jak i mających status rozwijających się. W warunkach utrzymującego się w sposób trwały wysokiego tempa wzrostu gospodarczego możliwa jest realizacja scenariusza, w którym rosnący popyt ponownie doprowadzi do wzrostu cen surowców ze wszystkimi tego pozytywnymi konsekwencjami dla państw posiadających zasoby surowców i fundusze majątkowe. W przypadku stagnacji bądź niewielkiego tempa wzrostu finansowy strumień zasilający fundusze może ulec istotnemu zmniejszeniu albo w ogóle zaniknąć. Z kolei w sytuacji pojawienia się kryzysów finansowych i ekonomicznych, które w warunkach występowania wielopoziomowych międzynarodowych powiązań finansowych i gospodarczych globalnego świata nieuchronnie mogą dotknąć również kraje z funduszami majątkowymi, należy oczekiwać, że fundusze zostaną wykorzystane do stabilizowania lokalnej gospodarki, nawet za cenę sprzedaży ze stratą posiadanych w portfelu inwestycyjnym aktywów. Ponadto można przypuszczać, że po doświadczeniach ostatniego kryzysu finansowego, w ograniczeniu którego ważną rolę odegrały właśnie państwowe fundusze majątkowe, ponosząc przy tym częstokroć wielomilionowe straty z tytułu dokapitalizowania licznych instytucji finansowych świata zachodniego, zarządzający funduszami i ich właściciele nie będą w stanie wspierać zagranicznych rynków kapitałowych w oczekiwanym przez te rynki stopniu. W sytuacji głębokiego i długotrwałego kryzysu fundusze będą raczej wykorzystywane w krajowej gospodarce i prawdopodobnie tak długo jak możliwe będzie jej stabilizowanie za pośrednictwem strumieni kapitału pochodzącego z zamykanych pozycji inwestycyjnych na całym świecie.

W grupie czynników o charakterze zewnętrznym można wymienić również czynniki związane ze zmianami w międzynarodowej wymianie handlowej. Trudno jest przewidzieć, czy w kolejnych latach będzie utrzymywać się lub narastać nierównowaga handlowa pomiędzy głównymi gospodarkami na świecie. To za ich przyczyną niektóre kraje były zdolne do akumulacji stosunkowo dużych rezerw walutowych, kierowanych następnie do państwowych funduszy majątkowych. Jeśli nastąpi zmiana omawianych relacji i sukcesywne ograniczanie dysproporcji w wymianie handlowej, kraje mające pozasurowcowe fundusze majątkowe



mogą *ceteris paribus* stanąć w obliczu konieczności zredukowania środków transferowanych do tych podmiotów. Alternatywny scenariusz w odniesieniu do nierównowagi w wymianie handlowej wydaje się mniej prawdopodobny z uwagi na pojemność zadłużeniową niektórych krajów i problem zadłużenia globalnego ogółem, hamującego zarówno wychodzenie z kryzysu, jak i wzrost gospodarczy.

Kolejną determinantą rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych mogą być zmiany w charakterze polityki związanej z międzynarodowymi przepływami kapitału i wzrost tendencji protekcyjnych. W tej sytuacji możliwości inwestycyjne, warunkujące sens i cel istnienia funduszy, mogą zostać znacznie ograniczone, co w sposób negatywny może wpłynąć na dalszy rozwój tego segmentu rynku inwestorów instytucjonalnych.

W grupie czynników o charakterze wewnętrznym warto wskazać natomiast niską efektywność ekonomiczną działalności inwestycyjnej funduszy. W połączeniu z politycznym umocowaniem organów założycielskich, którymi są suwerenne państwa, może to skutkować zarówno stopniowym ograniczeniem skali działalności funduszy, jak i ich całkowitą likwidacją. Należy również nadmienić, że motyw polityczny może być jedynym i wystarczającym powodem do zakończenia działalności pojedynczego funduszu w dowolnym czasie. Wskazywany w literaturze finansowej motyw naśladownictwa mógłby skutkować wówczas istotnym ograniczeniem zarówno liczby funkcjonujących podmiotów, jak i zakresu posiadanych w portfelach aktywów.

Na pograniczu omawianych grup czynników znajduje się rola, jaką państwo będzie pełnić w przyszłości, zarówno w krajowych gospodarkach, jak i w skali międzynarodowej. Jeżeli nastąpi częściowy bądź powszechny odwrót od neoliberalnego paradygmatu, można oczekiwać silniejszego akcentowania przez poszczególne państwa swojej pozycji względem rynków finansowych oraz rosnącego znaczenia państwowych funduszy majątkowych. W przypadku utrzymania na poziomie gospodarki globalnej dotychczasowego neoliberalnego jej charakteru, prawdopodobnie pojedyncze państwa w ramach swoich możliwości będą poszukiwać nadal metod oddziaływania na gospodarkę i rynek oraz sposobów realizacji swoich ekonomicznych, społecznych i politycznych celów. W obu scenariuszach przewiduje się zatem aktywne działanie państwa za pośrednictwem państwowych funduszy majątkowych.

## 2.8. Podsumowanie i wnioski

Zasadniczym celem rozdziału drugiego było ukazanie istoty i specyfiki funkcjonowania relatywnie nowej kategorii narzędzi polityki gospodarczej, jakimi są państwowe fundusze majątkowe. Analizy przeprowadzone w pierwszej części rozdziału koncentrowały się na zarysowaniu historii powstania i rozwoju rynku

tych podmiotów w ostatnich dekadach. Proces tworzenia tych funduszy wyraźnie przyspieszył po roku 2000, co może skłaniać do konstatacji, że doświadczenia krajów, które wcześniej utworzyły tego typu podmioty inwestycyjne, stanowią przekonujący argument świadczący o finansowej oraz ekonomicznej efektywności ich funkcjonowania. W dalszej części rozdziału pogłębionej analizie zostały poddane kwestie terminologiczne, co znajduje uzasadnienie w heterogenicznym charakterze badanego zjawiska, rozbieżnościach definicyjnych, lecz nade wszystko stanowi wymóg procesu badawczego. Rezultatem przeprowadzonych studiów literaturowych było wskazanie kompleksowego katalogu cech charakterystycznych dla analizowanych podmiotów. Ponadto cechy konstytuujące państwowe fundusze majątkowe zostały zestawione z charakterystykami innych podmiotów będących własnością państwa, co pozwoliło na dobitne wskazanie, że badane fundusze tworzą wyraźnie odrębną kategorię. Dopełnieniem tej części opracowania było zaprezentowanie i omówienie różnych, przedstawianych w literaturze przedmiotu klasyfikacji odnoszących się do analizowanego zjawiska.

Druga część rozdziału została poświęcona ekonomicznym i finansowym aspektom działalności państwowych funduszy majątkowych. W tej części przedstawiono wpływ funduszy na gospodarkę kraju założyciela, gospodarkę kraju goszczącego i światowy system finansowy. Opierając się na przeprowadzonych analizach, można stwierdzić, że zakres, skala i siła oddziaływania państwowego funduszu majątkowego są widoczne najbardziej w gospodarce kraju powołującego do życia taką instytucję. Jest to argument świadczący, że zasadniczym powodem jej tworzenia przez państwo są motywy finansowe i ekonomiczne, a nie wyłącznie czysto polityczne. Korzyści z działalności państwowych funduszy majątkowych, które ukazano również z perspektywy gospodarki globalnej oraz poszczególnych gospodarek goszczących, mogą stanowić dowód na ich pozytywne oddziaływanie na stabilność światowego systemu gospodarczego poprzez tworzenie nowej kategorii instytucji w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego. Następnie w opozycji do przedstawionych wcześniej zalet funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych zaprezentowano potencjalne koszty oraz zagrożenia związane z działalnością analizowanych podmiotów.

Pochodną klasyfikacji oddziaływania funduszy stał się przegląd literatury na temat państwowych funduszy majątkowych. Wyodrębniono i omówiono najważniejsze, zdaniem autora, publikacje odnoszące się do badanych podmiotów. Podział literatury, dokonany na potrzeby niniejszej pracy i grupujący dotychczasowe studia literaturowe w nurtach badań pojedynczych funduszy, rozpatrujących fundusze z punktu widzenia danej gospodarki i pojedynczego rynku finansowego oraz odnoszących się do globalnych aspektów ich funkcjonowania, według dostępnej autorowi wiedzy nie miał jak dotąd miejsca.

W ostatniej części niniejszego rozdziału zostały nakreślone potencjalne scenariusze rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych. Stanowią one autorską próbę wskazania głównych czynników determinujących jego dalszy rozwój lub

ewentualny schyłek. Trudności związane z oszacowaniem prawdopodobieństwa wystąpienia niektórych czynników (np. globalnego porozumienia klimatycznego, międzynarodowego porozumienia w zakresie przeciwdziałania globalnej nierównowadze) sprawiają, że obecnie określenie najbardziej realnego scenariusza rozwoju państwowych funduszy majątkowych w najbliższych latach jest obarczone istotnym ryzykiem popełnienia błędu. Wydaje się natomiast, że już funkcjonujące fundusze mają szansę nadal odgrywać ważną rolę w gospodarkach co najmniej kilkunastu krajów świata oraz nieco mniejszą na poziomie gospodarki globalnej.

Ten dwupoziomowy charakter relacji, spójny z wcześniej dokonanym przeglądem światowego dorobku naukowego, stanowi podstawę do wyodrębnienia dwóch kolejnych rozdziałów pracy, tym razem o charakterze empirycznym. Pierwszy z nich zostanie poświęcony analizie funduszy z perspektywy finansów publicznych i gospodarki kraju założyciela, drugi zaś będzie obejmował badanie funduszy w kontekście ich funkcjonowania na rynkach finansowych. Państwowe fundusze majątkowe są bowiem podmiotami, w działalności których łączą się, przenikają oraz wchodzi we wzajemne interakcje potrzeby poszczególnych gospodarek oraz oczekiwania uczestników globalnych rynków finansowych.

## Rozdział 3

# Finansowe i ekonomiczne determinanty tworzenia państwowych funduszy majątkowych

### 3.1. Uzasadnienie podjęcia badania

Wskazywana w rozdziale pierwszym złożoność otoczenia makroekonomicznego, w którym obecnie funkcjonują państwa, stanowi przypuszczalnie jeden z powodów poszukiwania nowych narzędzi, za pomocą których państwa dążą do realizowania ustanawianych przez siebie celów gospodarczych, społecznych i politycznych. W rozdziale drugim dowiedziono, że dla kilkudziesięciu krajów sposobem na zwiększanie możliwości oddziaływania na krajową gospodarkę, a jednocześnie podkreślania suwerenności gospodarczej względem rynków finansowych, stało się powołanie nowego typu podmiotów określanym mianem państwowych funduszy majątkowych. I choć literatura przedmiotu dostarcza dowodów empirycznych potwierdzających, że funkcjonowanie wielu funduszy ma podłoże ekonomiczne i cechuje się efektywnością mierzoną np. za pomocą premii z tytułu alternatywnego inwestowania rezerw walutowych (Urban, 2014), to jednak równolegle są prezentowane opinie, że działalność funduszy jest podyktowana również motywami politycznymi, a same fundusze są wykorzystywane przez kraj założycielski jako narzędzie polityki państwa (Kamiński, 2017b; 2015).

Szczegółowa analiza najnowszych artykułów i monografii poświęconych problematyce państwowych funduszy majątkowych, w tym również przeprowadzona przez Badera Alhashela (2015), wydaje się argumentem do wskazania, że w obszarze badawczym, dotyczącym motywów funkcjonowania tych podmiotów, mamy do czynienia ze stosunkowo niewielkim dorobkiem badawczym. Do tego nurtu można zaklasyfikować jedynie pojedyncze opracowania, wśród nich prace empiryczne takich autorów, jak Jean-Francois Carpentier i Wessel Vermeulen (2014) oraz Joshua Aizenman i Reuven Glick (2009). Wedle dostępnej autorowi wiedzy na gruncie polskim brak jest badań, które w sposób pogłębiony i z wykorzystaniem narzędzi ilościowych empirycznie analizowałyby finansowe i ekonomiczne motywy tworzenia państwowych funduszy majątkowych. Wydaje się zatem, że we wskazanym obszarze występuje luka w wiedzy, a jej wypełnienie jest ważne

oraz pożądane zarówno z punktu widzenia nauki, jak i praktyki gospodarczej, rola i znaczenie funduszy w ostatnich dekadach wyraźnie bowiem wzrastają.

Głębsze, a także pełniejsze poznanie oraz zrozumienie przesłanek skłaniających kraje do utworzenia państwowych funduszy majątkowych może przynieść w konsekwencji korzyści na trzech płaszczyznach. Po pierwsze, wyniki badań na temat ekonomicznych przesłanek tworzenia funduszy mogą stanowić punkt odniesienia dla krajów, które rozważają utworzenie funduszy. Po drugie, wnioski z przeprowadzonych badań mogą stanowić argumenty w debacie dotyczącej politycznego aspektu funkcjonowania funduszy, zwłaszcza w krajach goszczących, do których napływa kapitał inwestowany przez państwowe fundusze majątkowe. Po trzecie, badania empiryczne mogą być źródłem informacji dla instytucji międzynarodowych, w szczególności zajmujących się nadzorem, a tym samym potencjalnie wywierać wpływ na politykę realizowaną przez te instytucje zarówno wobec poszczególnych funduszy, jak i wobec całego rynku państwowych funduszy majątkowych.

### 3.2. Cel badania i hipotezy badawcze

Zasadniczym celem, jaki przyświeca niniejszemu badaniu, jest ukazanie ekonomicznych i finansowych motywów tworzenia przez kraje państwowych funduszy majątkowych. Realizacja głównego celu badawczego stanowi pochodną celów częściowych, zaś te ostatnie są podstawą do sformułowania pojedynczych hipotez badawczych. Sformułowane hipotezy odnoszą się do wniosków wynikających z teorii oraz dotychczasowych badań na temat potencjalnych przesłanek skłaniających kraje do tworzenia państwowych funduszy majątkowych.

Opisywane w sposób szczegółowy w rozdziale pierwszym trudności związane z zarządzaniem przez kraj eksploatacją zasobów naturalnych oraz transferowaniem bogactwa pomiędzy różne kategorie aktywów, w tym również w wymiarze międzypokoleniowym, wydają się istotną przesłanką do przyjęcia założenia, że to kraje bogate w zasoby naturalne w pierwszej kolejności mogłyby być zainteresowane posiadaniem tego typu funduszy. Można domniemywać zatem, że zmienne odzwierciedlające wielkość zasobów naturalnych danego kraju (np. wielkość sektora wydobywczego, udział w tworzeniu produktu krajowego brutto oraz eksporcie) w sposób pozytywny będą determinować prawdopodobieństwo utworzenia przez ten kraj funduszu. W tym przypadku powołanie do życia funduszu majątkowego może być uzasadnione jego wykorzystaniem do zarządzania strumieniami kapitału oraz do transferowania bogactwa. Stanowi to przesłankę do sformułowania hipotezy badawczej H1, zgodnie z którą wielkość renty surowcowej zwiększa *ceteris paribus* prawdopodobieństwo utworzenia przez kraj państwowego funduszu majątkowego.

Z uwagi na fakt, że liczne kraje mają obecnie rezerwy walutowe w wysokości przekraczającej poziom uznane za optymalne dla danej gospodarki (co było przedmiotem analiz w rozdziale pierwszym), można przypuszczać, że posiadanie przez dany kraj nadmiernych rezerw walutowych i związane z tym koszty będą uznane za czynniki brane pod uwagę przez twórców polityki ekonomicznej kraju przy podejmowaniu decyzji o powołaniu funduszy. W tym przypadku motywem, jaki może przyswiecać utworzeniu funduszu, będzie chęć powierzenia mu pewnej części lub całości nadmiernych rezerw w celu dalszego ich inwestowania w sposób alternatywny względem polityki realizowanej przez krajowe władze monetarne. Istnieją zatem podstawy do wskazania, że kraje o wyższym poziomie nadmiernych rezerw walutowych i ponoszące z tego tytułu wyższy koszt alternatywny będą zainteresowane tworzeniem funduszy bardziej niż kraje o niskim poziomie (lub nieposiadające) nadmiernych rezerw walutowych oraz niskim koszcie utrzymywania tych rezerw (lub nieponoszące kosztów). Powyższa konkluzja skłania do sformułowania hipotezy badawczej H2, która zakłada, że wielkość rezerw walutowych i koszty utrzymywania przez kraj nadmiernych rezerw walutowych w sposób pozytywny determinują decyzję o utworzeniu państwowego funduszu majątkowego, przy innych czynnikach niepodlegających zmianie.

Kolejna grupa przesłanek, która może mieć związek z powstaniem funduszu majątkowego w danym kraju, odnosi się do zdolności absorpcyjnych krajowej gospodarki. Są one rozumiane jako możliwość efektywnego wchłonięcia przez krajową gospodarkę strumienia kapitału napływającego z zewnątrz, bez ujawnienia się negatywnych konsekwencji z tym związanych (co było przedmiotem dyskusji w rozdziale drugim niniejszej pracy). Uprawnione wydaje się zatem przypuszczenie, że kraje o ograniczonych możliwościach absorpcji kapitału powinny być zainteresowane utworzeniem funduszu majątkowego oraz transferowaniem części bogactwa na rynki zagraniczne bardziej niż kraje o wysokich zdolnościach efektywnego zagospodarowania kapitału w krajowej gospodarce. Istnieją więc przesłanki do sformułowania hipotezy badawczej H3 zakładającej, że przy innych czynnikach niezmiennych zdolność wchłonięcia przez lokalną gospodarkę, w tym krajowy rynek kapitałowy, strumienia napływającego kapitału w sposób negatywny determinuje prawdopodobieństwo utworzenia przez dany kraj państwowego funduszu majątkowego.

Jeżeli gospodarka analizowanego kraju charakteryzuje się występowaniem wysokiej renty surowcowej i nadmiernych rezerw walutowych oraz ograniczonymi zdolnościami wchłonięcia kapitału, to jednak w sytuacji relatywnie niskiego poziomu produktu krajowego brutto na jednego mieszkańca można przypuszczać, że środki pochodzące z eksploatacji zasobów naturalnych zostaną wykorzystane w sposób polityczny i dyskrecjonalny w celu zaspokojenia potrzeb ekonomicznych i społecznych ludności. Może się to odbywać zarówno przez bezpośrednie transfery socjalne do obywateli, jak i poprzez realizację projektów infrastrukturalnych, w tym również niekoniecznie nacechowanych efektywnością ekonomiczną.



Prawdopodobieństwo utworzenia funduszu będzie zatem większe, *ceteris paribus*, dla krajów o wyższych poziomach produktu krajowego brutto per capita.

Hipoteza badawcza H4, której sprawdzenie umożliwi wskazanie charakteru powyższych zależności, zakłada, że wyższy poziom rozwoju gospodarczego kraju zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia państwowego funduszu majątkowego.

Kolejny związek, którego potencjalne występowanie będzie przedmiotem empirycznej weryfikacji, dotyczy stabilizacyjnego charakteru działalności funduszy i wypływającej z tego przesłanki utworzenia podmiotu. Możliwość częściowego zabezpieczenia się kraju, a ściślej przychodów budżetowych, przed wahaniami wynikającymi ze zmian surowców naturalnych na rynkach międzynarodowych, może przesądzić o utworzeniu funduszu. Jego celem będzie wówczas z jednej strony gromadzenie środków w okresach zwiększających cen surowców, z drugiej zaś transferowanie środków do budżetu w sytuacji oczekiwanego deficytu będącego następstwem spadku cen surowców i przychodów budżetowych. Uprawnione wydaje się wnioskowanie, że przy innych czynnikach niezmiennych kraje charakteryzujące się wyższymi wahaniami w sektorze finansów publicznych (mierzonymi za pomocą np. przychodów budżetowych, deficytu lub nadwyżki w sektorze finansów publicznych) powinny być bardziej zainteresowane utworzeniem funduszu majątkowego niż kraje o niewielkich wahaniami przychodów budżetowych i nadwyżki budżetowej (deficytu budżetowego). Wydaje się zatem uzasadnione sformułowanie hipotezy badawczej H5, zgodnie z którą skala wahań przychodów budżetowych (deficytu i nadwyżki budżetowej) pozytywnie determinuje decyzje o powołaniu do życia państwowego funduszu majątkowego.

Transfer nadmiernych aktywów rezerwowych akumulowanych przez gospodarkę do państwowych funduszy majątkowych, poprzez które ma miejsce ich reinwestowanie na rynkach międzynarodowych, może być rozwiązaniem alternatywnym względem wykorzystania tych środków finansowych do spłacenia zadłużenia zagranicznego kraju. Teoretycznie możliwe jest, aby fundusze były tworzone przez kraje zarówno o relatywnie niskim, jak i relatywnie wysokim poziomie zadłużenia zagranicznego. Przyjmując założenie, że stopa zwrotu osiągnięta w wyniku inwestowania kapitału na rynkach zagranicznych, a także w lokalnej gospodarce, poprzez np. projekty inwestycyjne, przewyższa koszty związane z finansowaniem przez dany kraj zadłużenia zagranicznego, zasadne jest przypuszczenie, że utworzenie funduszu nie będzie determinowane wielkością zadłużenia kraju. Biorąc pod uwagę ryzyko inwestowania na rynkach międzynarodowych, w tym również związane z problemem globalnej nierównowagi, można jednak domniemywać, że kraje za rozwiązanie optymalne z punktu widzenia nadmiernych rezerw uznają ich wykorzystanie do spłaty zadłużenia zagranicznego. Badanie empiryczne będzie miało również na celu weryfikację hipotezy H6 zakładającej, że wielkość zadłużenia zagranicznego kraju negatywnie oddziałuje na prawdopodobieństwo utworzenia państwowego funduszu majątkowego w danej gospodarce.

### 3.3. Metodyka badania oraz dobór zmiennych

Z uwagi na główny cel badawczy, którym jest próba identyfikacji ekonomicznych i finansowych przesłanek do tworzenia przez kraj funduszu majątkowego, w pierwszym kroku został dokonany wybór horyzontu badawczego, czyli okresu, dla którego analizie poddano przypadki tworzenia funduszy. Kierując się omówionymi poniżej przesłankami ustalono, że przedział czasowy będzie obejmować lata 2005–2015. Po pierwsze, odpowiada to dwóm ostatnim okresom tworzenia funduszy, wyodrębnionym w literaturze przedmiotu (co omówione zostało w rozdziale drugim niniejszej monografii). Po drugie, w tym okresie powstała relatywnie liczna grupa funduszy, co pozwala na maksymalizację liczby badanych przypadków. Po trzecie wreszcie, wskazany okres jest relatywnie krótki w stosunku do wcześniejszych, wskazywanych w literaturze, etapów rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych.

Źródłem informacji na temat dat powstania poszczególnych funduszy była strona internetowa Sovereign Wealth Fund Institute (<http://www.swfinstitute.org/>, dostęp 25.11.2016). Do grupy badawczej nie zostały zakwalifikowane kraje, które posiadały fundusz majątkowych przed rokiem 2005 lub w okresie 2005–2015 utworzyły kolejny fundusz, obok tego posiadanego już wcześniej. W rezultacie grupa krajów przyjęta do badania obejmowała dwie kategorie, tj. kraje nieposiadające funduszu majątkowego przed rokiem 2005 i tworzące go w latach 2005–2015 oraz kraje, które przed rokiem 2005 nie miały państwowego funduszu majątkowego i w okresie 2005–2015 nie powołały do życia państwowego funduszu majątkowego. Takie określenie próby badawczej wydaje się merytorycznie uzasadnione celem badania, którym jest jednocześnie identyfikacja makroekonomicznych czynników sprzyjających tworzeniu funduszy i zbadanie prawdopodobieństwa utworzenia funduszu. Ostatecznie próba badawcza obejmowała grupę 124 krajów, spośród których 24 utworzyły w analizowanym okresie państwowy fundusz majątkowy. Ocena czynników determinujących utworzenie funduszu majątkowego została dokonana na podstawie kilkunastu mierników makroekonomicznych, które pozyskano z bazy danych Banku Światowego (<http://datacatalog.worldbank.org/>, dostęp 25.11.2016).

W analizie zmierzającej do weryfikacji hipotezy H1 przyjęto następujące mierniki: rentę surowcową (*rent\_sur*) określającą procentowy udział przychodów z eksploatacji takich zasobów naturalnych, jak ropa naftowa, gaz ziemny, węgiel, minerały oraz lasy w produkcie krajowym brutto danego kraju, eksport paliw (*eks\_paliw*) odnoszący przychody z tytułu eksportu paliw do wartości rocznego eksportu w danym kraju oraz eksport metali i rud metali (*eks\_metal*) w ogólnej wartości rocznego eksportu danej gospodarki.

W celu empirycznej weryfikacji, czy wielkość rezerw walutowych kraju stanowi czynnik determinujący utworzenie funduszu (hipoteza H2), wykorzystano miernik odnoszący wielkość zgromadzonych rezerw do miesięcznej wartości importu (*rez\_1*). Ponadto zastosowano zmienną zero-jedynkową przyjmującą wartość 1,

gdy rezerwy przewyższają wartość czteromiesięcznego importu danego kraju (i zgodnie z literaturą mogą być uznane za nadwyżkowe), lub wartość 0 dla alternatywnego przypadku, gdy kraj nie posiada nadmiernych rezerw (*dum\_rez\_1*). Dodatkowo w analizie wykorzystano zmienną obrazującą koszt nadmiernych rezerw walutowych, która powstała poprzez przemnożenie zmiennej zero-jedynkowej przez wartość odpowiadającą 1% produktu krajowego brutto, co odpowiada wskazywanej w literaturze przedmiotu wartości kosztu alternatywnego nadmiernych rezerw dla kraju rozwijającego się (*koszt\_nad\_rez*). Tak zdefiniowaną zmienną cechuje bez wątpienia relatywnie niska nośność informacyjna. Przyjęte założenie upraszczające wynika z braku innych szacunków dotyczących rzeczoności kosztu. Ponadto nie wiadomo, czy zależność między wielkością nadmiernych rezerw i kosztem ma charakter liniowy.

Założono również, że pojemność krajowego rynku kapitałowego, a zarazem jego potencjalna zdolność do wchłonięcia napływającego kapitału bez negatywnych konsekwencji dla krajowej gospodarki, zostanie zmierzona za pomocą wskaźnika odnoszącego wartość kapitalizacji krajowej giełdy do produktu krajowego brutto (*rynek\_1*) oraz relację agregatu pieniężnego M2 do produktu krajowego brutto (*rynek\_2*). W pierwszym przypadku wielkość rynku kapitałowego może odzwierciedlać zdolność giełdy do absorpcji napływającego kapitału, w drugim natomiast wielkość podaży pieniądza krajowego jest jednym z czynników determinujących zakres operacji sterylizacyjnych, które może podejmować bank centralny. Ponadto do weryfikacji hipotezy H3 wykorzystano wskaźnik obrazujący wielkość wydatków na edukację w relacji do PKB (*edu\_1*), przy założeniu, że gospodarka kraju o wysokich nakładach na edukację ma większą zdolność wykorzystania dodatkowego kapitału niż gospodarka, w której udział nakładów na edukację w produkcie krajowym brutto jest niski. Wyższa jakość kapitału ludzkiego stwarza możliwości rozwoju tych sektorów, które cechuje wysoka wartość dodana wytworzonych produktów (usług), a ta najczęściej wiąże się z wyższym poziomem kapitałochłonności. Przyjęty do analizy wskaźnik obejmuje zarówno wydatki rządu, jak i transfery na edukację pochodzące z instytucji międzynarodowych. Pomiar zdolności gospodarki do absorpcji inwestycji za pomocą zmiennej odzwierciedlającej wydatki na edukację w relacji do produktu krajowego brutto został zaproponowany w pracy, której autorami są Jean-Francois Carpentier i Wessel Vermeulen (2014). Wynikało to z braku dostępu do porównywalnych danych dotyczących krajowych wydatków na infrastrukturę.

Wpływ poziomu rozwoju gospodarczego kraju na prawdopodobieństwo, że zostanie utworzony w nim państwowy fundusz majątkowy (hipoteza H4), analizowano z wykorzystaniem zmiennej (*rozwój\_1*), dla której przyjęto wielkość produktu krajowego brutto per capita oraz zmiennej interakcyjnej będącej iloczynem zmiennej (*rent\_sur*) i zmiennej odzwierciedlającej poziom produktu krajowego brutto per capita (*rozwój\_renta*). Dodatkowo w analizie posłużono się także zmienną ukazującą interakcję pomiędzy poziomem rozwoju mierzonym

produktem krajowym brutto, rentą surowcową oraz wielkością rezerw walutowych w relacji do miesięcznego importu danego kraju (*roz\_rent\_zasob*).

Z kolei do zbadania, czy powołanie funduszu jest motywowane dążeniem do stabilizacyjnego oddziaływania na budżet państwa (hipoteza H5), wzięto pod uwagę zmienną obrazującą wielkość wahań deficytu budżetowego (nadwyżki budżetowej) (*wah\_def\_nad*), a także miernik ukazujący wahania przychodów budżetowych kraju (*wah\_przych\_budż*). W obu przypadkach na podstawie danych rocznych oszacowano wielkość wariancji.

Celem zbadania wpływu wielkości zadłużenia zagranicznego kraju na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu (hipoteza H6) w analizie uwzględniono miernik obrazujący wartość zagranicznego zadłużenia sektora publicznego w relacji do produktu krajowego brutto (*dlug*). Mimo że nie tylko sama wielkość zadłużenia, lecz również koszt długu, a także relacja pomiędzy kosztem długu i możliwą do osiągnięcia stopą zwrotu z inwestowania środków na rynkach zagranicznych mogą stanowić czynnik determinujący powstanie funduszu majątkowego, to jednak z uwagi na brak jednolitych oraz porównywalnych danych obrazujących koszty finansowania zadłużenia zagranicznego dla analizowanej grupy krajów podjęto decyzję o weryfikacji hipotezy na podstawie wielkości długu.

Wybór narzędzia badawczego stanowił pochodną celu badania, charakterystyki zmiennej objaśnianej (Gruszczynski, 2012, s. 19) oraz dotychczasowych badań na temat oceny prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zjawiska gospodarczego. Metodologia związana z konstrukcją tego typu modeli jest prezentowana m.in. przez takich autorów, jak Gangadharrao Maddala (2006), Marek Gruszczynski (2012) i Gary Koop (2014).

W badaniu wykorzystano model logitowy, którego formuła w formie matematycznej ma postać:

$$\text{Logit } Y_{it} = \ln \frac{p_{it}}{1-p_{it}} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit-1} \quad (3.1)$$

gdzie:

- $Y_{it}$  – zmienna objaśniana przyjmująca wartość 1 dla *i*-tego kraju z państwowym funduszem majątkowym, powstałym w okresie 2005–2015 oraz wartość 0 dla kraju bez państwowego funduszu majątkowego w analizowanym przedziale czasowym,
- $\ln \frac{p_{it}}{1-p_{it}}$  – funkcja wiążąca (logit) wyrażająca prawdopodobieństwo (*p*) wystąpienia badanego zjawiska w relacji do prawdopodobieństwa niewystąpienia zjawiska (*1-p*),
- $X_{jit-1}$  – zmienna objaśniająca wyrażająca *j*-tą cechę *i*-tego kraju w okresie *t-1*,
- $\alpha_0, \beta_j$  – parametry funkcji logistycznej.

Dla każdej zmiennej objaśniającej zastosowanej w modelu logitowym przyjęto średnią wartość wskaźnika w okresie dziesięciu oraz pięciu lat przed analizowanym przedziałem czasowym, w którym zostały utworzone fundusze. Zabieg ten miał na celu uniknięcie zjawiska efektu danego roku (year-specific effect); tego typu działanie było podejmowane również w innych badaniach empirycznych (Aizenman, Glick, 2009). Jedną z niedoskonałości badania, wynikających z przyjętego narzędzia badawczego oraz doboru zmiennych objaśniających, jest prowadzenie analizy przy założeniu, że kondycja makroekonomiczna gospodarki i obrazujące ją w badaniu historyczne zmienne w jednakowy sposób determinują decyzje o utworzeniu funduszu w całym analizowanym okresie. Tymczasem w praktyce wpływ ten może być bardziej istotny dla początkowego okresu, a mniej istotny w przypadku decyzji podejmowanych pod koniec badanego okresu. Kierując się jednak nadrzędnym kryterium, jakim było dążenie do wnioskowania opartego na możliwie dużej próbie badawczej, nie podjęto decyzji o skróceniu przedziału analizy do pięciu lat lub do okresu krótszego niż pięć lat.

W pierwszym kroku analizy estymacji poddano jednoczynnikowe modele logitowe, w których zmienną objaśniającą były mierniki uporządkowane zgodnie z hipotezami od H1 do H6. Następnie, opierając się na zmiennych, dla których oszacowane parametry cechowały się istotnością statystyczną, zostały stworzone modele wieloczynnikowe. Miało to na celu weryfikację, czy relacje zidentyfikowane w pierwszym kroku analizy utrzymują się w sytuacji włączenia nowych zmiennych do modeli. Dla wieloczynnikowych równań regresji, cechujących się najlepszym dopasowaniem do danych rzeczywistych (mierzonego współczynnikiem determinacji McFaddena lub inaczej pseudo  $R^2$ ) oraz istotnością statystyczną parametrów przy zmiennych objaśniających, zostały oszacowane ilorazy szans (*odds ratio*). Określają one stosunek prawdopodobieństwa, że  $Y_{it} = 1$  (kraj tworzy państwowy fundusz majątkowych) do prawdopodobieństwa, że  $Y_{it} = 0$  (kraj nie tworzy państwowego funduszu majątkowego). Ilorazy szans wskazują na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu, w relacji do prawdopodobieństwa nieutworzenia, w sytuacji jednostkowej zmiany wartości danej zmiennej objaśniającej, *ceteris paribus*, co wyrażone jest wzorem:

$$\frac{p_{it}}{1 - p_{it}} = \exp\left(\alpha_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit-1}\right) \quad (3.2)$$

gdzie:

$p_{it}$  – prawdopodobieństwo zdarzenia  $Y_{it} = 1$ ,  
 $1 - p_{it}$  – prawdopodobieństwo zdarzenia  $Y_{it} = 0$ .

W kolejnym kroku analizy zostały zaprezentowane możliwości predykcyjne modeli na próbie, wskazujące na zdolność do prawidłowego klasyfikowania badanych krajów do grupy krajów z funduszami majątkowymi (czułość modelu) oraz grupy krajów bez funduszy (swoistość modelu).

**Tabela 3.1.** Statystyki opisowe dla zmiennych objaśniających (średnia dziesięcioletnia)

Nazwa zmiennej	Liczba obserwacji	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
<i>rent_sur</i>	115	6,3148	10,1364	0,0082	48,4429
<i>eks_paliw</i>	113	10,5930	20,8247	0,0881	97,4176
<i>eks_metal</i>	115	6,0736	9,7413	0,1434	54,8414
<i>rez_1</i>	112	4,3832	3,4092	0,8631	27,2972
<i>dum_rez_1</i>	124	0,4674	0,5010	0	1
<i>koszt_nad_rez</i>	124	35,2003	98,5825	0	805,8514
<i>rynek_1</i>	71	38,0796	38,1503	0,7410	161,5861
<i>rynek_2</i>	101	43,1795	23,2516	12,5382	148,615
<i>edu_1</i>	109	4,7049	1,5549	2,2642	10,3587
<i>rozwój_1</i>	124	8339,271	14716,9	242,4075	80585,15
<i>rozwój_renta</i>	115	23179,16	110545,2	41,3055	1137974
<i>roz_rent_zasob</i>	108	134548	663768,8	109,6975	5500218
<i>wah_def_nad</i>	91	8,2107	20,6608	0,000049	165,8732
<i>wah_przych_budż</i>	92	43,2121	225,9985	5,55e-06	2157,004
<i>dlug</i>	71	0,5937	0,4143	0,1718879	2,7369

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3.2.** Statystyki opisowe dla zmiennych objaśniających (średnia pięcioletnia)

Nazwa zmiennej	Liczba obserwacji	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
<i>rent_sur</i>	114	6,8362	11,9536	0,0039	64,0169
<i>eks_paliw</i>	109	10,5682	20,4836	0,1523	97,0891
<i>eks_metal</i>	113	6,0736	10,2344	0,1434	58,8229
<i>rez_1</i>	112	4,7884	3,9574	0,0758	30,6454
<i>dum_rez_1</i>	124	0,5	0,5020	0	1
<i>ko_nad_rez</i>	124	44,2989	113,3806	0	865,9822
<i>rynek_1</i>	65	44,8816	50,4699	0,2589	313,9975
<i>rynek_2</i>	101	45,2638	27,2476	11,4393	205,0432
<i>edu_1</i>	108	4,7739	1,6318	2,2642	12,0195
<i>rozwój_1</i>	124	8903,335	13379,27	225,3896	83444,61
<i>rozwój_renta</i>	112	30694,78	59569,79	433,343	504303,2
<i>roz_rent_zasob</i>	114	22084,79	152226,8	0	1607103
<i>wah_def_nad</i>	86	7,5310	25,3357	0,0059	206,7399
<i>wah_przych_budż</i>	87	32,0424	172,4761	5,55e-06	1589,481
<i>dlug</i>	71	0,5478	0,3308	0,1644	1,9907

Źródło: opracowanie własne.



Odsetek poprawnie zaklasyfikowanych krajów ogółem stanowi ponadto uzupełniającą miarę dopasowania estymowanych modeli regresji logistycznej. W związku z występowaniem niezbilansowanej próby (kraje niemające funduszu są nadreprezentowane względem krajów z funduszem) podjęto również próbę zmniejszenia skali niezbilansowania. Do grupy krajów, który utworzyły fundusz (24), dobrano w sposób losowy 46 krajów nieposiadających funduszu. Na tak stworzonej próbie dokonano następnie estymacji modeli logitowych wieloczynnikowych oraz zaprezentowano zdolność predykcyjną modeli na próbie. Przeprowadzone badanie miało za zadanie także sprawdzić odporność wyników na zmianę założeń.

Na zakończenie tej części badania obliczono efekty krańcowe dla średnich. Oszacowanie takie jest możliwe, wrażliwość prawdopodobieństwa  $p$  na zmienne egzogeniczne jest bowiem w modelu logitowym zarówno funkcją danego parametru modelu, jak i wszystkich zmiennych objaśniających (Gruszczynski, 2012, s. 83).

Efekt krańcowej zmiany  $X_{j,it-1}$  na wartość prawdopodobieństwa  $p$  dany jest wzorem:

$$\frac{\partial p}{\partial X_{j,it-1}} = \beta_j p(1-p) \quad (3.3)$$

gdzie:

dla dodatniego  $\beta_j$  wzrost  $X_{j,it-1}$  wiąże się ze wzrostem prawdopodobieństwa, że  $Y_{it} = 1$ , dla ujemnego  $\beta_j$  wzrost  $X_{j,it-1}$  wiąże się ze spadkiem prawdopodobieństwa, że  $Y_{it} = 1$ .

W badaniu zostały obliczone efekty krańcowe liczone dla średnich wielkości  $X_{j,it-1}$ . Podstawowe statystyki opisowe zmiennych objaśniających wykorzystanych w modelach regresji na tym etapie badania zaprezentowano w tabelach 3.1–3.2. Estymacja modeli odbyła się z wykorzystaniem metody największej wiarygodności. Do obliczeń wykorzystano oprogramowanie Stata.

### 3.4. Wyniki empiryczne badań własnych

Oszacowania parametrów uzyskane w wyniku estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych, zaprezentowane w tabelach 3.3–3.7, stanowią przesłankę do sformułowania następujących wniosków płynących z analizy. W odniesieniu do roli zasobów naturalnych w tworzeniu państwowych funduszy majątkowych dowody empiryczne uprawniają do konstatacji, że w poddanej analizie próbie badawczej zarówno renta surowcowa w relacji do produktu krajowego brutto, jak i udział eksportu paliw oraz udział eksportu metali i rud metali w eksporcie ogółem danego kraju w sposób pozytywny determinują fakt utworzenia przez kraj państwowego funduszu majątkowego (tabela 3.3). We wszystkich sześciu jednoczynnikowych

modelach regresji logistycznej oszacowane parametry cechowały się istotnością statystyczną i dodatnią wartością współczynnika. Biorąc pod uwagę, że tak oszacowane parametry regresji logistycznej nie mają bezpośredniej interpretacji, pogłębiona analiza zależności zostanie dokonana w dalszej części prezentowanych wyników i obejmie omówienie ilorazów szans, efektów krańcowych dla średniej oraz wyników tabeli klasyfikacji.

**Tabela 3.3.** Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H1)

Zmienne	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>rent_sur</i>	0,099491 (0,000)	-	-	0,082791 (0,008)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	0,047191 (0,005)	-	-	0,047583 (0,007)	-
<i>eks_metal</i>	-	-	0,0802561 (0,000)	-	-	0,068903 (0,007)
stała	-2,125322 (0,000)	-2,06394 (0,000)	-1,970977 (0,000)	-2,092568 (0,000)	-2,154721 (0,000)	-1,921767 (0,000)
obserwacje	115	113	115	114	109	113
pseudo R <sup>2</sup>	0,1785	0,1734	0,1111	0,1714	0,1766	0,0961

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach 1, 2 i 3 wykorzystano zmienne objaśniające obliczone dla okresu 10 lat, zaś w modelach 4, 5 i 6 zmienne bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Jeśli chodzi o potencjalny związek między utworzeniem funduszu a wielkością rezerw walutowych danego kraju oraz kosztem utrzymywania nadmiernych rezerw walutowych, to w świetle uzyskanych wyników można stwierdzić, że nie wykryto relacji pomiędzy analizowanymi zmiennymi, która byłaby istotna ze statystycznego punktu widzenia (tabela 3.4).

Biorąc pod uwagę z kolei zdolność absorpcyjną gospodarki, prezentowane wyniki nie dają podstaw do jednoznacznych konkluzji w tym zakresie (tabela 3.5). Z jednej strony, w modelach 14 i 17 występuje ujemna wartość parametru, co mogłoby sugerować, że wielkość agregatu pieniężnego M2 w relacji do produktu krajowego brutto (utożsamiana ze zdolnością absorpcyjną gospodarki) pozostaje w odwrotnej relacji z utworzeniem funduszu. Z drugiej strony jednak, w modelu 13 związek z kapitalizacją giełdy jest przeciwny i odwrotny do wskazywanego w modelu 16. Nade wszystko tego typu wnioskowanie nie jest uprawnione z uwagi na niespełnienie wymogów istotności statystycznych oszacowanych parametrów. Trzeba zauważyć jednak, że w modelach 15 i 18, przy poziomie istotności

odpowiednio  $p = 0,023$  oraz  $p = 0,025$ , jest wskazywany silny, odwrotny związek pomiędzy wielkością wydatków na edukację w relacji do produktu krajowego brutto a powołaniem funduszu majątkowego w danym kraju.

**Tabela 3.4.** Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H2)

Zmienne	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
<i>rez_1</i>	0,047743 (0,461)	-	-	0,038956 (0,469)	-	-
<i>dum_rez_1</i>	-	0,256429 (0,579)	-	-	-0,207059 (0,651)	-
<i>ko_nad_rez</i>	-	-	-0,006199 (0,132)	-	-	-0,001757 (0,466)
stała	-1,62575 (0,000)	-1,312186 (0,000)	-1,284983 (0,000)	-1,602287 (0,000)	-1,326871 (0,000)	-1,360398 (0,000)
obserwacje	112	124	124	112	124	124
pseudo R <sup>2</sup>	0,0050	0,026	0,0178	0,0044	0,017	0,0043

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości  $p$ . W modelach 7, 8 i 9 wykorzystano zmienne objaśniające obliczone dla okresu 10 lat, zaś w modelach 10, 11 i 12 zmienne bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Może to oznaczać, że możliwość, gotowość i wola transferowania środków do krajowego systemu edukacyjnego odgrywają określoną rolę w procesie tworzenia funduszy. Decyzję o tworzeniu funduszy podejmują kraje o ograniczonych możliwościach absorpcji kapitału przez krajowy system szkolnictwa oraz sektory charakteryzujące się wysokim poziomem kapitału ludzkiego. Inwestowanie aktywów finansowych państwa w edukację może cechować się wyższą efektywnością z ekonomicznego punktu widzenia oraz być pożądane ze względu na korzyści społeczne, lecz najprawdopodobniej z powodów politycznych w świetle przeprowadzonych badań nie jest rozwiązaniem preferowanym. W licznych przypadkach fundusze wywodzą się bowiem z krajów o innych niż demokratyczny sposobach sprawowania władzy. Brak możliwości efektywnego alokowania środków na edukację obywateli lub brak woli, by to uczynić, stanowi w świetle prezentowanych wyników przesłankę do transferowania kapitału do państwowych funduszy majątkowych w analizowanej grupie krajów. Formułowany wniosek jest poparty dotychczasowymi badaniami dowodzącymi, że zasoby naturalne przyczyniają się do zjawiska niedoinwestowania kapitału ludzkiego (Gylfason, 2001, s. 847), a uzależnienie gospodarki od surowców wywiera negatywny wpływ na finansowanie wydatków edukacyjnych (Cockx, Francken, 2016, s. 394).

**Tabela 3.5.** Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H3)

Zmienne	Model 13	Model 14	Model 15	Model 16	Model 17	Model 18
<i>rynek_1</i>	0,000154 (0,980)	-	-	-0,002267 (0,646)	-	-
<i>rynek_2</i>	-	-0,018008 (0,109)	-	-	-0,013039 (0,208)	-
<i>edu_1</i>	-	-	-0,420640 (0,023)	-	-	-0,415527 (0,025)
stała	-1,323155 (0,000)	-0,669913 (0,000)	0,230699 (0,000)	-1,105688 (0,000)	-0,842825 (0,000)	0,241477 (0,000)
obserwacje	71	101	109	65	101	108
pseudo R <sup>2</sup>	0,0000	0,0207	0,0482	0,0019	0,0139	0,0487

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach 13, 14 i 15 wykorzystano zmienne objaśniające obliczone dla okresu 10 lat, zaś w modelach 16, 17 i 18 zmienne bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki prezentowane w tabeli 3.6 wskazują, że poziom rozwoju gospodarczego kraju, mierzony wielkością produktu krajowego brutto na jednego mieszkańca, nie odgrywa samodzielnie roli w procesie tworzenia funduszu (brak istotności statystycznej). Zwrócić należy jednak uwagę na ujemny znak parametrów w modelach 19 i 22. W przypadku zmiennej interakcyjnej *roz\_rent* w jednym przypadku (model 20) oszacowany parametr spełnia wymóg istotności statystycznej ( $p = 0,001$ ), w drugim z kolei wymóg ten nie jest spełniony (model 23). Natomiast ostatnia z analizowanych zmiennych *roz\_rent\_zasob* w obu przypadkach jest istotna statystycznie, a znak parametru wskazuje na dodatni charakter zależności. Może to oznaczać, że powołanie przez dany kraj funduszu majątkowego jest pochodną występowania jednocześnie trzech elementów: odpowiedniego poziomu produktu krajowego brutto per capita, renty surowcowej oraz rezerw walutowych. Wartości oszacowanych parametrów, zarówno w modelu 21, jak i modelu 24, zdają się jednak uprawniać do twierdzenia, że siła oddziaływania tej zmiennej interakcyjnej jest relatywnie niewielka.

W przypadku wyników odnoszących się do hipotez H5 i H6 prezentowane w tabeli 3.7 wyniki nie dają podstaw do wnioskowania na temat zakładanego związku między utworzeniem funduszu a motywami stabilizacyjnymi lub wielkością zadłużenia danego kraju. W żadnym z sześciu modeli, wykorzystujących pojedyncze zmienne objaśniające, oszacowany parametr nie spełniał wymogów istotności statystycznej.

**Tabela 3.6.** Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H4)

Zmienne	Model 19	Model 20	Model 21	Model 22	Model 23	Model 24
<i>rozwój_1</i>	-0,000019 (0,333)	-	-	-0,000017 (0,367)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	0,000045 (0,001)	-	-	1,09e-06 (0,729)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	8,66e-06 (0,006)	-	-	0,000028 (0,028)
stała	-1,28838 (0,000)	-1,980658 (0,000)	-1,885658 (0,000)	-1,292239 (0,000)	-1,443569 (0,000)	-1,676205 (0,000)
obserwacje	124	115	108	124	112	114
pseudo R <sup>2</sup>	0,0067	0,1552	0,1478	0,0062	0,0008	0,0930

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach 19, 20 i 21 wykorzystano zmienne objaśniające obliczone dla okresu 10 lat, zaś w modelach 22, 23 i 24 zmienne bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 3.7.** Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipotezy H5 i H6)

Zmienne	Model 25	Model 26	Model 27	Model 28	Model 29	Model 30
<i>wah_def_nad</i>	-0,00579 (0,470)	-	-	-0,00647 (0,323)	-	-
<i>wah_przych_budż</i>	-	-0,000373 (0,612)	-	-	-0,00141 (0,408)	-
<i>dlug</i>	-	-	0,234114 (0,670)	-	-	0,194032 (0,807)
stała	-1,50163 (0,000)	-1,54414 (0,000)	-1,54579 (0,001)	-1,5965 (0,000)	-1,62048 (0,000)	-1,51152 (0,005)
obserwacje	91	92	71	86	87	71
pseudo R <sup>2</sup>	0,0016	0,0008	0,0016	0,024	0,0032	0,0007

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach 25, 26 i 27 wykorzystano zmienne objaśniające obliczone dla okresu 10 lat, zaś w modelach 28, 29 i 30 zmienne bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Rezultatem połączenia zmiennych objaśniających, wykorzystanych w modelach jednoczynnikowych, było stworzenie w kolejnym kroku badania wieloczynnikowych modeli logitowych. Wyniki estymacji parametrów równań regresji

zaprezentowano w tabelach 3.8–3.9. Na ich podstawie uprawnione jest sformułowanie następujących wniosków.

Po pierwsze, we wszystkich modelach znak oszacowanych parametrów był zgodny z tym, jaki cechował poszczególne zmienne w modelach jednoczynnikowych. Można traktować to zatem jako test odporności modeli i potwierdzenie wcześniej formułowanych wniosków.

Po drugie, wyraźnej poprawie uległa wartość współczynników pseudo  $R^2$ , oznaczająca z jednej strony lepsze dopasowanie estymowanych wyników do danych empirycznych, z drugiej zaś stanowiąca podstawę do wnioskowania o współwystępowaniu i wzajemnym przenikaniu się różnych finansowych i ekonomicznych motywów i czynników związanych z tworzeniem przez kraj państwowych funduszy majątkowych. Najwyższa wartość wskazanego miernika charakteryzuje modele: A3 (33,34%), A2 (28,00%) oraz 2A (27,19%).

Po trzecie, pomiędzy modelami opartymi na średniej dziesięcioletniej oraz średniej pięcioletniej istnieje zbieżność w zakresie uzyskanych wyników.

**Tabela 3.8.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	0,105080 (0,000)	0,104676 (0,000)	-	0,112463 (0,000)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	0,104574 (0,000)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,072660 (0,002)	0,091642 (0,015)	0,053217 (0,000)	-	0,078246 (0,000)	0,086676 (0,000)
<i>edu_1</i>	-	-0,325519 (0,070)	-	-0,367833 (0,032)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	0,0000383 (0,005)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	7,065e006 (0,024)
stała	-2,65436 (0,000)	-1,508938 (0,069)	-3,012242 (0,000)	-0,708515 (0,338)	-2,478792 (0,000)	-2,57674 (0,000)
obserwacje	110	100	112	104	110	106
pseudo $R^2$	0,2578	0,2800	0,3334	0,2034	0,2434	0,2674

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości  $p$ . W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.



**Tabela 3.9.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	0,103359 (0,000)	-	-	0,117885 (0,000)	-
<i>eks_paliw</i>	-	0,049585 (0,001)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,061767 (0,027)	0,079122 (0,014)	-	-	0,078075 (0,011)
<i>edu_1</i>	-	-	-0,037498 (0,058)	-0,363728 (0,037)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	0,000037 (0,003)	-	0,000031 (0,024)
stała	-2,663408 (0,000)	-2,789463 (0,000)	-0,277264 (0,744)	-0,752524 (0,037)	-2,289335 (0,000)
obserwacje	107	108	103	103	107
pseudo R <sup>2</sup>	0,2596	0,2719	0,1646	0,2346	0,1884

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym, utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Wyniki estymacji ilorazów szans, zamieszczone w tabelach 3.10–3.11, dają podstawy do sformułowania następujących wniosków.

Po pierwsze, w grupie analizowanych krajów wzrost wielkości renty surowcowej (udziału przychodów z eksploatacji takich zasobów naturalnych, jak ropa naftowa, gaz ziemny, węgiel, minerały oraz lasy w produkcie krajowym brutto danego kraju) o 1% zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia  $p_{it}$  w relacji do  $1-p_{it}$  (utworzenia funduszu w relacji do nieutworzenia funduszu) o 13% w modelu 4A, 12% w modelu A4 oraz 11% w modelach A1, A2 i 1A. Na drugim miejscu wśród czynników determinujących szansę utworzenia funduszu w relacji do szansy nieutworzenia funduszu w analizowanej próbie krajów znajduje się wielkość eksportu metali i rud metali, reprezentowana przez zmienną *eks\_metal*, w przypadku której prawdopodobieństwa wahają się od 6% (model 1A), przez 8% (model A1 i A5), 9% (model A6) oraz 10% (model A2), na 11% kończąc (model A3). Relatywnie najslabszy wpływ na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu wywiera wielkość eksportu paliw w relacji do całości eksportu, reprezentowana w modelach A3 i 2A przez zmienną *eks\_paliw*.

Po drugie, wielkość wydatków na edukację w relacji do produktu krajowego brutto sugeruje negatywny wpływ na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu majątkowego. We wszystkich modelach, wykorzystujących zmienną *edu\_1*, oszacowane ilorazy szans przyjmują dla tej zmiennej wartości poniżej 1.

Po trzecie, obie zmienne interakcyjne, zarówno *roz\_rent* odzwierciedlająca łączny wpływ poziomu rozwoju gospodarczego kraju oraz wielkości renty surowcowej, jak i *roz\_rent\_zasob* reprezentująca efekt interakcyjny pomiędzy poziomem rozwoju, wielkością renty surowcowej i wielkością rezerw walutowych, wskazują, że związek pomiędzy zmiennymi zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia funduszy.

Wyniki dotyczące ilorazów szans umożliwiają następującą interpretację: przyjmując, że jeżeli iloraz szans wynosi 1, czyli utworzenie funduszu jest tak samo prawdopodobne jak jego nieutworzenie, to wzrost ilorazu szans o 11,08% (zgodnie z modelem A1), tj. do 1,1108 przyczyni się do wzrostu prawdopodobieństwa utworzenia funduszu z 0,5 do blisko 0,53.

**Tabela 3.10.** Ilorazy szans dla zmiennych w modelach wieloczynnikowych (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	1,1108 (0,000)	1,110351 (0,002)	-	1,119031 (0,001)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	1,054659 (0,000)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	1,075365 (0,013)	1,095973 (0,014)	1,110238 (0,001)	-	1,081389 (0,006)	1,090544 (0,004)
<i>edu_1</i>	-	0,7221523 (0,159)	-	0,6922326 (0,083)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	1,000038 (0,022)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	0,000008 (0,052)
obserwacje	110	100	112	104	110	106
pseudo R <sup>2</sup>	0,2578	0,2800	0,3334	0,2034	0,2434	0,2674

**Uwagi:** Ilorazy szans prezentują wzrost prawdopodobieństwa utworzenia państwowego funduszu majątkowego w relacji do prawdopodobieństwa jego nieutworzenia. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.

Dodatkowo do modeli regresji logistycznej wprowadzono zmienne interakcyjne wyrażające relacje pomiędzy zmiennymi *rent\_sur*, *eks\_paliw*, *eks\_metal*, *edu\_1*. Wyniki estymacji modeli, które nie są prezentowane, wskazywały na istotność statystyczną oszacowanych parametrów. Dowodzi to, że łączny wpływ na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu jest pozytywny oraz że kierunek oddziaływania zmiennych nie ulega zmianie w sytuacji występowania zmiennych moderujących.

Zarówno siła oddziaływania, mierzona za pomocą ilorazów szans, jak i zdolności predykcyjne modeli okazały się jednak zdecydowanie niższe niż w bazowych modelach.

**Tabela 3.11.** Ilorazy szans dla zmiennych w modelach wieloczynnikowych (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	1,108889 (0,000)	-	-	1,125115 (0,001)	-
<i>eks_paliw</i>	-	1,050835 (0,000)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	1,063715 (0,019)	1,082336 (0,005)	-	-	1,081204 (0,004)
<i>edu_1</i>	-	-	0,687302 (0,087)	0,695080 (0,094)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	1,000036 (0,020)	-	1,000031 (0,037)
obserwacje	107	108	103	103	107
pseudo R <sup>2</sup>	0,2596	0,2719	0,1646	0,2346	0,1884

**Uwagi:** Ilorazy szans prezentują wzrost prawdopodobieństwa utworzenia państwowego funduszu majątkowego w relacji do prawdopodobieństwa jego nieutworzenia. W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Spoglądając z kolei w sposób kompleksowy na wyniki prezentowane w tabeli 3.12, należy wskazać kilka możliwych do zaobserwowania prawidłowości.

Po pierwsze, wszystkie prezentowane modele cechują się relatywnie wysoką oraz bardzo zbliżoną zdolnością do zgodnego z rzeczywistością klasyfikowania analizowanej próby badawczej do grupy krajów, które utworzyły w analizowanym okresie państwowy fundusz majątkowych ( $Y = 1$ ) oraz krajów, które nie powołały do życia funduszu ( $Y = 0$ ). Odsetek poprawnie zidentyfikowanych przez modele krajów waha się od 84,11% do 88,39%.

Po drugie, przedstawione w tabeli 3.12 modele wykazują bardzo dużą poprawność w zakresie identyfikacji krajów bez państwowego funduszu majątkowego ( $Y = 0$ ). Różnice pomiędzy modelami są relatywnie bardzo małe; najniższy wynik to 96,51%, najwyższy to 100%.

Po trzecie, na tle prezentowanych powyżej wyników zdolność modeli do klasyfikowania krajów, które powinny utworzyć państwowy fundusz majątkowy, w stosunku do rzeczywistej liczby krajów powołujących do życia te podmioty, jest bez wątpienia relatywnie niska.

**Tabela 3.12.** Zdolność predykcyjna wieloczynnikowych modeli logitowych na próbie

Model	Wyszczególnienie	Y = 1	Y = 0	Czułość Y = 1 (%)	Swoistość Y = 0 (%)	Klasyfikacja Y = 1 oraz Y = 0 (%)
A1	Y = 1 Y = 0	11 12	2 85	47,83	97,70	87,27
A2	Y = 1 Y = 0	6 11	1 82	35,29	98,80	88,00
A3	Y = 1 Y = 0	12 10	3 87	54,55	96,67	88,39
A4	Y = 1 Y = 0	5 13	1 85	27,78	98,84	86,54
A5	Y = 1 Y = 0	9 14	1 86	39,13	98,85	86,36
A6	Y = 1 Y = 0	9 12	1 84	42,86	98,82	87,74
1A	Y = 1 Y = 0	9 12	3 83	42,86	96,51	85,98
2A	Y = 1 Y = 0	10 10	3 85	50,00	96,59	87,96
3A	Y = 1 Y = 0	5 13	0 85	27,78	100,00	87,38
4A	Y = 1 Y = 0	5 13	1 81	27,78	98,82	86,41
5A	Y = 1 Y = 0	6 15	2 84	28,57	97,67	84,11

**Uwagi:** Tabela 3.12 przedstawia zdolność dyskryminacyjną modeli do klasyfikowania krajów do grupy Y = 1 (kraje posiadające państwowy funduszu majątkowych) oraz Y = 0 (kraje bez funduszu majątkowego). Czułość modeli mierzy odsetek prawidłowo zaklasyfikowanych krajów (Y = 1), natomiast swoistość odsetek poprawnie sklasyfikowanych krajów (Y = 0). W modelach A1, A2, A3, A4, A5 i A6 wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej dziesięcioletniej, zaś modele 1A, 2A, 3A, 4A i 5A opierają się na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

Tylko w jednym przypadku ponad połowa krajów z funduszem majątkowym została wskazana jako grupa, dla której tego typu podmioty powinny być zgodne z płynącymi z modelu przesłankami utworzone (54, 55%). Jednocześnie pomiędzy poszczególnymi modelami różnice w zdolności klasyfikowania krajów są największe. Najślabszą zdolnością predykcyjną, oscylującą wokół 27%, charakteryzują się modele A4, 3A i 4A. Z kolei największa zdolność predykcyjna na próbie dotyczy modeli A1 (47,83%), 2A (50,00%) i A3 (54,55%). W modelach tych w różnych konfiguracjach występują obok siebie zmienne *rent\_sur*, *eks\_paliw* i *eks\_metal*. Stanowi to przesłankę do wnioskowania, że najprawdopodobniej to zasoby naturalne i jednocześnie wysoki udział surowców naturalnych w eksporcie oraz w relacji do produktu krajowego brutto w największym stopniu wyjaśniają,

dlatego część krajów tworzy państwowe fundusze majątkowe, a inne tego nie czynią. Ponadto relatywnie niska czułość modeli może oznaczać istnienie innych czynników wyjaśniających motywy tworzenia państwowych funduszy, które choć zidentyfikowane w rozdziale drugim, z uwagi na nadrzędny cel przyświecający analizie nie zostały włączone do niniejszego badania.

Mogą to być motywy polityczne będące pochodną różnych oczekiwań rządzących w zakresie realizowanej polityki gospodarczej, metod wywierania wpływu politycznego na partnerów gospodarczych, formy sprawowania władzy w danym kraju, a także motywy behawioralne związane z naśladownictwem. Wyniki empiryczne dowodzą, że czynniki polityczne w istocie odgrywają rolę w tworzeniu państwowych funduszy majątkowych (Carpantier, Vermeulen, 2014, s. 16).

Wyniki uzyskane w toku estymacji modeli dla próby składającej się z 24 krajów posiadających fundusze i z dobranej w sposób losowy grupy 46 krajów, które nie utworzyły funduszy, są prezentowane w Załączniku w tabelach Z.1–Z.3. Zasadniczo nie są one rozbieżne w stosunku do wyników otrzymanych w przypadku pierwotnej próby badawczej. We wszystkich przypadkach występuje zgodność znaków parametrów oszacowanych zmiennych. Ponadto w zdecydowanej większości wyniki cechuje istotność statystyczna, jednak, co należy podkreślić, na niższych poziomach niż w modelach wyjściowych. Jedynie zmienna *edu\_1* we wszystkich modelach nie wydaje się determinantą utworzenia funduszu. Dopasowania modeli mierzone wskaźnikiem pseudo  $R^2$  nie odbiegają znacząco od uzyskanych w modelach wyjściowych. W odniesieniu do zdolności predykcyjnej poszczególnych modeli logitowych na próbie można wskazać, że generalnie modele oparte na próbie dobieranej częściowo w sposób losowy charakteryzują się wyższym poziomem czułości. Oznacza to ich wyższą zdolność do prawidłowego klasyfikowania krajów z funduszami do kategorii krajów, które takie fundusze powinny posiadać. Ogólna zdolność do prawidłowej klasyfikacji krajów jest jednak mniejsza niż w wariantach wyjściowych (tabela 3.12).

Zaprezentowane w tabelach 3.13–3.14 wyniki stanowią podstawę do następujących konkluzji. Dla krajów, których charakterystyki odpowiadają średniej wartości zmiennej *rent\_sur*, wzrost renty surowcowej o 1% przyczyni się do wzrostu prawdopodobieństwa utworzenia funduszu o 1,5 p.p. (model A1). Zależność ta, choć wartościowo nieznacznie mniejsza, jest wykazywana we wszystkich modelach, w których występuje analizowana zmienna, spełniając jednocześnie wymóg istotności statystycznej ( $p = 0,001$ ). W przypadku krajów, dla do których prawdziwe jest stwierdzenie, że reprezentują one średni poziom zmiennej *eks\_paliw*, wzrost udziału przychodów z eksportu paliw w relacji do przychodów z eksportu o 1% przyczyni się do wzrostu prawdopodobieństwa utworzenia funduszu o 0,7 p.p. (model A3).

Dla zmiennej *eks\_metal* zasadne wydaje się wnioskowanie, że przy średnim poziomie wartości tego miernika wzrost udziału przychodów z eksportu rud metali w relacji do przychodów z eksportu o 1% spowoduje wzrost prawdopodobieństwa

powołania do życia funduszu o 1 p.p. (modele A1, A2 i A3). W świetle uzyskanych wyników wskazać również można, że wzrost wartości zmiennych interakcyjnych zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia funduszu.

Jedyną zmienną występującą ze znakiem ujemnym w każdym modelu, w którym ona znajduje się, jest zmienna *edu\_1*. Oznacza to, że biorąc pod uwagę średni poziom wydatków na edukację w relacji do produktu krajowego brutto, wzrost miernika o 1% przyczynia się do spadku prawdopodobieństwa utworzenia funduszu o 3,5 p.p. (model A2), 4,3 p.p. (model A3) oraz o 6,7 p.p. (model 3A).

**Tabela 3.13.** Efekty krańcowe dla średnich wartości zmiennej objaśnianej (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	0,014729 (0,000)	0,011175 (0,000)	-	0,013354 (0,000)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	0,0065081 (0,003)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,010185 (0,003)	0,009781 (0,033)	0,012788 (0,000)	-	0,014745 (0,000)	0,017181 (0,000)
<i>edu_1</i>	-	-0,034743 (0,070)	-	-0,042678 (0,020)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	7,21e-06 (0,019)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	1,52e-06 (0,080)

**Uwagi:** W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 3.14.** Efekty krańcowe dla średniej wartości zmiennej objaśnianej (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	0,013654 (0,000)	-	-	0,014117 (0,001)	-
<i>eks_paliw</i>	-	0,006 (0,005)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,008159 (0,035)	0,009589 (0,018)	-	-	0,014213 (0,019)
<i>edu_1</i>	-	-	-0,067275 (0,054)	-0,043558 (0,024)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	6,54e-06 (0,018)	-	5,66e-06 (0,065)

**Uwagi:** W nawiasach prezentowane są wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.



Z uwagi na fakt, że przyjęty w analizie okres tworzenia funduszy przypada na czas ostatniego kryzysu finansowego, w pracy podjęto dodatkowo próbę odpowiedzi na pytanie, czy czynniki determinujące powoływanie do życia państwowych funduszy majątkowych do momentu wybuchu kryzysu różnią się od czynników determinujących tworzenie funduszy w okresie trwania kryzysu oraz po nim. Wyniki przeprowadzonych studiów empirycznych zamieszczono w Załączniku w tabelach Z.4–Z.7. Wskazują one na zasadnicze podobieństwo przesłanek. Biorąc pod uwagę zgodność znaków oszacowanych parametrów oraz istotność statystyczną zdecydowanej większości z nich, uprawniona jest konkluzja, że przeprowadzone badanie może stanowić test odporności na zmianę założeń modelu.

### 3.5. Podsumowanie i wnioski

Celem badań empirycznych opisanych w niniejszym rozdziale było wskazanie ekonomicznych i finansowych determinant tworzenia państwowych funduszy majątkowych. Mimo że w literaturze przedmiotu jest prezentowany pogląd wskazujący na polityczny charakter motywów powoływania do życia tego typu funduszy, wyniki badań własnych, zdaniem autora, dostarczają przekonujących argumentów świadczących o prawdziwości poglądu na temat ekonomicznego podłoża tworzenia funduszy. Istnienie motywów ekonomicznych nie wyklucza jednak współwystępowania przesłanek politycznych. Zasadnicze wnioski płynące z przeprowadzonych analiz są następujące.

Po pierwsze, w odniesieniu do hipotezy H1, zakładającej, że przy innych czynnikach niezmiennych wielkość renty surowcowej zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia przez kraj państwowego funduszu majątkowego, można wskazać, że uzyskane wyniki uprawniają do pozytywnego zweryfikowania hipotezy. W modelach logitowych, zarówno jednoczynnikowych, jak i wieloczynnikowych, oszacowane parametry przy zmiennej *rent\_sur* spełniały wymóg istotności statystycznych oraz posiadały dodatni znak. Otrzymane wyniki były spójne zarówno dla zmiennych wykorzystujących wartość średnią z dziesięciu lat, jak i z okresu pięciu lat przed analizowanym przedziałem czasowym, w którym były tworzone fundusze. Ponadto w przypadku renty surowcowej ilorazy szans wskazywały na największy przyrost prawdopodobieństwa utworzenia funduszu w wyniku jednostkowej zmiany tej zmiennej. Potwierdzeniem uzyskanych wyników były zastosowane testy odporności, wykorzystujące zmienne wyrażające udział eksportu paliw oraz udział eksportu metali i rud metali w ogólnej wielkości eksportu. Skłania to do konstatacji, że to właśnie zasoby naturalne, jakimi dysponuje dana gospodarka oraz finansowe korzyści płynące z tego tytułu, stanowią ekonomiczny argument za powołaniem państwowego funduszu majątkowego. Wyniki ba-

dań własnych w tym obszarze są spójne z wynikami prezentowanymi w innych opracowaniach (Carpentier, Vermeulen, 2014; Aizenman, Glick, 2009). Modele logitowe wykorzystujące zmienne odnoszące się do zasobów surowcowych kraju cechują się najwyższymi zdolnościami predykcyjnymi na tle wszystkich estymowanych w niniejszym rozdziale modeli.

Po drugie, hipoteza H2, zakładająca *ceteris paribus* pozytywny wpływ wielkości zgromadzonych przez kraj rezerw walutowych i kosztu utrzymywania przez kraj nadmiernych rezerw walutowych na prawdopodobieństwo powołania funduszu, nie została zweryfikowana. Oszacowane parametry związane ze zmiennymi objaśniającymi nie spełniały bowiem wymogu istotności statystycznej. Oznacza to, że w świetle uzyskanych wyników w grupie analizowanych krajów w przyjętym horyzoncie badawczym brak jest podstaw do wnioskowania na temat pozytywnego lub negatywnego oddziaływania rezerw na tworzenie funduszu majątkowego. Tymczasem niektórzy badacze dowodzą, że wielkość rezerw walutowych w relacji do produktu krajowego brutto jest czynnikiem determinującym prawdopodobieństwo istnienia funduszu (Aizenman, Glick, 2009). Wyniki uzyskane przez cytowanych autorów mogą być pochodną zastosowania odmiennego narzędzia badawczego, przyjęcia innego zakresu czasowego wykorzystanych zmiennych, a także odmiennego celu badawczego (istnienie funduszu w określonym momencie, a nie jego powstanie, jako następstwo określonych determinant). Zasadne i bezspeczne jest zatem podjęcie bardziej pogłębionych analiz w tym obszarze, z poznawczego punktu widzenia jednoznaczna odpowiedź na pytanie, czy wielkość rezerw walutowych determinuje tworzenie funduszu nie została bowiem jak dotąd udzielona.

Ponadto wydaje się, że w kolejnych badaniach dotyczących kosztów nadmiernych rezerw walutowych należałoby inaczej je mierzyć. Obecnie prezentowany w literaturze sposób pomiaru tych kosztów nie pozwala na ich różnicowanie z uwagi np. na poziom rozwoju gospodarczego danego kraju. W rezultacie szacowanie kosztu wymaga przyjęcia założeń upraszczających, co może skutkować uzyskaniem wartości, które z jednej strony nie odzwierciedlają faktycznego kosztu, z drugiej zaś nie mają wystarczających, satysfakcjonujących zdolności deskrypcyjnych w badaniach empirycznych. Potencjalnym kierunkiem dalszych studiów we wskazanym obszarze może być również uwzględnienie stopy zwrotu z inwestycji podejmowanych w krajowej gospodarce, w przypadku których możliwe jest wykorzystanie nadmiernych rezerw walutowych. Przyjęcie tempa wzrostu produktu krajowego brutto w kraju pochodzenia funduszu wydaje się jednym ze sposobów na włączenie do modeli zmiennej odzwierciedlającej koszt alternatywnego wykorzystania aktywów rezerwowych, jakimi dysponuje dane państwo.

Po trzecie, wyniki badań własnych uprawniają do wnioskowania, że w grupie analizowanych krajów zdolności absorpcyjne gospodarki stanowią czynnik negatywnie oddziałujący na prawdopodobieństwo utworzenia funduszu majątkowego. Stanowi to przesłankę do pozytywnej weryfikacji hipotezy H3. W kolejnych

estymacjach modeli regresji, zarówno jednoczynnikowych, jak i wieloczynnikowych, parametry przy zmiennej *edu\_1* posiadały ujemne znaki, zaś wielkość ilorazów szans przyjmowała każdorazowo wartość poniżej 1. Prezentowane wnioski są zgodne z wynikami uzyskanymi w badaniu przez Jeana-François Carpentiera oraz Wessela Vermeulena (2014).

Na podstawie uzyskanych wyników można zatem wnioskować, że posiadanie przez dany kraj rozwiniętego systemu edukacji, który potencjalnie jest zdolny wchłonąć kapitał z eksploatacji surowców naturalnych lub warunkuje jego wchłonięcie przez branżę wysokich technologii, stanowi czynnik zmniejszający prawdopodobieństwo utworzenia funduszu. Możliwość inwestowania środków finansowych w edukację obywateli wydaje się w tym przypadku rozwiązaniem ze społecznego, a być może również z ekonomicznego punktu widzenia bardziej pożądanym niż alokowanie zasobów finansowych państwa w aktywa finansowe notowane na różnych giełdach na świecie. Pogląd ten wymaga jednak oparcia na badaniach empirycznych. Wskazana powyżej tematyka jest właśnie potencjalnym obszarem przyszłych dociekań naukowych. Alternatywne sposoby pomiaru zdolności absorpcyjnych, uwzględniające charakterystyki krajowego rynku kapitałowego oraz pieniężnego i wykorzystane w modelach regresji, nie dostarczyły dowodów mogących stanowić podstawę do wnioskowania. Wydaje się zatem, że dalsze badania zmierzające do weryfikacji prawdziwości hipotezy o roli zdolności absorpcyjnych gospodarki będą wymagać przede wszystkim zastosowania nowych metod pomiaru analizowanego zjawiska, np. za pomocą wydatków na infrastrukturę lub wydatków militarnych.

Po czwarte, w toku badań własnych ustalono, że nie ma podstaw do przyjęcia hipotezy H4 zakładającej, że wyższy poziom rozwoju gospodarczego kraju zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia państwowego funduszu majątkowego. Mimo że produkt krajowy brutto per capita w świetle badań nie może być traktowany jako czynnik determinujący tworzenie funduszy, to jednak w połączeniu z rentą surowcową oraz wielkością rezerw walutowych kraju zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia funduszu. Wyniki estymacji modeli zawierających zmienne *roz\_rent* oraz *roz\_rent\_zasob* umożliwiają konkluzję, że tworzenie funduszy jest wypadkową grupy czynników ekonomicznych i finansowych, pomiędzy którymi istnieją interakcje. Na wzrost prawdopodobieństwa utworzenia państwowego funduszu majątkowego zdają się wpływać jednocześnie poziom rozwoju gospodarczego i wielkość renty surowcowej, a także poziom rozwoju gospodarczego, wielkość renty surowcowej i wielkość rezerw walutowych. Z uwagi na brak w literaturze przedmiotu podobnych wyników badań, konieczne wydaje się przeprowadzenie następnych analiz zmierzających do potwierdzenia wysuniętych powyżej wniosków lub dostarczenia dowodów im zaprzeczających.

Po piąte, w świetle uzyskanych wyników nie można wnioskować na temat stabilizacyjnych motywów powoływania państwowych funduszy majątkowych. Zmienne obrazujące zarówno wahania deficytu (nadwyżki) budżetu państwa,

jak i wahania przychodów budżetowych, wykorzystane w estymacji modeli, nie dostarczyły oszacowań spełniających wymóg istotności statystycznych. Wobec powyższego brakuje podstaw do wnioskowania i w rezultacie hipoteza H5 nie została zweryfikowana. Niemniej jednak wydaje się, że potencjalnym kierunkiem dalszych badań w tym obszarze może być ustalenie, czy fundusz wywiera wpływ na stabilizację finansów publicznych danego kraju oraz czy przyczynia się do stabilizacji kursu walutowego. Wedle wiedzy autora nie ma badań odnoszących się do tej kwestii. Ich wyniki empiryczne mogłyby zainicjować poszukiwanie kolejnych czynników determinujących tworzenie funduszy z uwagi na motyw stabilizacyjny.

Po szóste, rola wielkości zagranicznego zadłużenia sektora publicznego danego kraju w tworzeniu funduszu majątkowego pozostaje nierozstrzygnięta. Brak istotności statystycznej oszacowanych parametrów oznacza, że hipoteza H6 nie została zweryfikowana. W toku dalszych badań w tym obszarze zasadne wydaje się podjęcie próby odmiennego pomiaru zadłużenia kraju oraz uwzględnienie kosztów związanych z finansowaniem zadłużenia. Te ostatnie mogą bowiem stanowić czynnik determinujący finansową efektywność alokowania środków na rynkach międzynarodowych, a tym samym tworzenie państwowego funduszu majątkowego. Relatywnie niski koszt obsługi zadłużenia zagranicznego w powiązaniu z relatywnie wyższym poziomem możliwych do osiągnięcia stóp zwrotu z inwestycji na rynkach międzynarodowych może wpływać na decyzję o utworzeniu funduszu. Ograniczenia wynikające z braku pełnych danych na temat kosztów długu publicznego dla przyjętej w badaniu próby krajów nie pozwoliły na empiryczną weryfikację wskazanej zależności.

Po siódme, miary dopasowania pseudo  $R^2$ , wspólnie ze zdolnościami predykcyjnymi modeli, stanowią przesłanki do wnioskowania o potencjalnym występowaniu innych, nieujętych w niniejszym badaniu, motywów tworzenia funduszy. Badanie przeprowadzone przez Jeana-François Carpentiera i Wessela Vermeulena (2014) wskazuje na rolę motywów politycznych związanych m.in. z formą sprawowania władzy w danym kraju. Z uwagi jednak na główny cel badania, jakim była identyfikacja czynników natury ekonomicznej i finansowej, inne determinanty, w tym polityczne, zostały pominięte.

Wskazane powyżej wyniki skłaniają ponadto do konstatacji, że prawdopodobnie zróżnicowanie determinant tworzenia funduszy w analizowanej próbie badawczej utrudnia znalezienie wspólnych motywów. Wydaje się, że połączenie w przyszłych badaniach różnych kategorii motywów może skutkować lepszymi zdolnościami predykcyjnymi modeli. Stanowi to argument za podjęciem dalszych badań nad poszczególnymi krajami i funduszami, a jednocześnie przesłankę do poszukiwania alternatywnych narzędzi badawczych pozwalających uchwycić heterogeniczny charakter badanego zjawiska. Kolejne studia mogłyby zatem opierać się na wielomianowych modelach logitowych, w których zmienna objaśniana odzwierciedlałaby np. zróżnicowanie motywów w obrębie krajów rozwiniętych

i rozwijających się. Badanie przy użyciu wskazanego narzędzia skupia się na jednostce analizy, którym w tym wypadku są kraje i bazuje na zmiennych objaśniających indywidualne predyspozycje jednostek (krajów).

Po ósme, wyniki estymacji uzyskane dla próby składającej się z 24 krajów posiadających fundusze i losowo wybranej grupy 46 krajów bez funduszu, z wyjątkiem jednej zmiennej *edu\_1*, zasadniczo mogą być uznane jako wspierające wcześniejsze konkluzje, co można potraktować jako test odporności uzyskanych wyników na zmianę założeń. Do podobnego wniosku skłania analiza wyników estymacji modeli regresji dla krajów, które utworzyły fundusz przed kryzysem oraz tych, które powołały fundusz w trakcie kryzysu lub po nim.

Heterogeniczny charakter rynku państwowych funduszy majątkowych stanowi przesłankę do indywidualnego traktowania motywów tworzenia funduszy i zastosowania modelu logitowej regresji panelowej. Sprawdzeniem prawdziwości formułowanych na podstawie niniejszego badania wniosków może być również analiza w krótszym horyzoncie badania, czyli w okresie powstawania funduszy. Kolejnym sposobem na weryfikację prawdziwości formułowanych wniosków jest porównanie krajów posiadających fundusze z krajami niemającymi państwowych funduszy majątkowych, a zatem analiza w okresie po utworzeniu funduszu. Przyjmując założenie, że niektóre z mierników odzwierciedlających konkretny motyw tworzenia funduszu nie ulegają zmianie po jego utworzeniu, np. wielkość renty surowcowej, możliwe stałoby się wskazanie czynników pozwalających na rozróżnienie krajów z funduszami i bez funduszy. W opinii autora, tego typu analiza, choć nie odpowiada na pytanie o determinanty tworzenia funduszy, lecz raczej wskazuje na różnice pomiędzy krajami, mogłaby uzupełniać badania zaprezentowane w niniejszym rozdziale.

Trudności związane z określeniem determinant tworzenia funduszy w przyszłych badaniach będą najprawdopodobniej pochodną scenariuszy rozwoju rynku, diskutowanych w rozdziale drugim. W przypadku ograniczenia wydobycia i spalania paliw kopalnych oraz ewentualnego opodatkowania energii pochodzącej z zasobów naturalnych, przy jednoczesnej konieczności transformacji gospodarek w kierunku niskoemisyjnych, państwa mogą rozważać również inne opcje związane z alokowaniem zasobów finansowych niż uwzględniające państwowe fundusze majątkowe. Stwarza to nowe możliwości badawcze, a likwidacja przez pojedyncze kraje państwowych funduszy majątkowych, np. poprzez zamknięcie zagranicznych pozycji inwestycyjnych i transfer zdeponowanych w nich środków do banku centralnego, pozwoli na przeprowadzenie analiz czynników determinujących to zjawisko.

Kolejnym potencjalnym kierunkiem dalszych badań wydaje się zweryfikowanie hipotezy o występowaniu pomiędzy krajami motywu naśladownictwa w tworzeniu funduszy. Światowy dorobek literaturowy, odnoszący się do konkurencyjnego gromadzenia aktywów rezerwowych i analizujący w sposób empiryczny zjawisko naśladownictwa między krajami, stanowi przesłankę do przypuszczeń,

że zachowania behawioralne mogą występować nie tylko na poziomie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, lecz także na poziomie rządów i państw. Ponadto najnowsza historia gospodarcza dostarcza przykładów, że niektóre pionierskie koncepcje z zakresu polityki monetarnej, jak np. bezpośredni cel inflacyjny, wdrażane w jednym kraju znajdują naśladowców w innych.

Badania podejmowane w przyszłości powinny uwzględniać specyfikę regionalnych uwarunkowań towarzyszących funkcjonowaniu państw. W tym kontekście zasadne jest podjęcie analiz na poziomie wybranych grup krajów wyodrębnionych z uwagi na kryterium geograficzne. Potencjalnym kierunkiem dalszych badań może być też uwzględnienie stopnia dywersyfikacji rezerw walutowych danego kraju. Relatywnie mniejszy zakres dywersyfikacji może determinować tworzenie funduszy oparte na dążeniu do inwestowania rezerw w zróżnicowane aktywa finansowe na rynkach międzynarodowych. Stopień niezależności banku centralnego wydaje się także czynnikiem określającym skłonność do alokowania części aktywów rezerwowych z wykorzystaniem państwowego funduszu majątkowego. Przypuszcza się, że większa niezależność banku centralnego zwiększa prawdopodobieństwo utworzenia przez dany kraj funduszu. I wreszcie kolejne badania mogłyby uwzględnić strukturę sektorową gospodarki, w szczególności udział sektora wydobywczego i sektorów ukierunkowanych na eksport, ponieważ prawdopodobnie stopień koncentracji sektorowej determinuje skłonność pojedynczych krajów do tworzenia państwowych funduszy majątkowych.





## Rozdział 4

# Reakcja uczestników rynku na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego do spółki giełdowej

### 4.1. Uzasadnienie podjęcia badania

Państwowe fundusze majątkowe mogą być uznane za instytucjonalną innowację, odpowiedź suwerennych państw na wyzwania związane z postępującym procesem globalizacji gospodarki światowej. W procesie tym międzynarodowe rynki finansowe są stroną, która w największym stopniu zyskała na znaczeniu w ostatnich dekadach. Państwowe fundusze majątkowe pozwalają na prowadzenie badań empirycznych w kontekście interakcji, w jakie podmioty te wchodzi z innymi uczestnikami międzynarodowych rynków finansowych. To właśnie na te rynki za pośrednictwem funduszy jest transferowany kapitał pochodzący z krajowych gospodarek. Obok analizy funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych przez pryzmat potrzeb gospodarczych, społecznych i politycznych pojedynczych gospodarek narodowych, ze wszech miar uzasadnione wydaje się podejmowanie badań uwzględniających oczekiwania rynków finansowych wobec funduszy i reakcje tych rynków na ich funkcjonowanie w światowych finansach.

Globalna działalność inwestycyjna, narastające na przestrzeni ostatnich lat, włączanie się państwowych funduszy majątkowych w międzynarodowe przepływy kapitału, a nade wszystko coraz wyraźniejsze zaangażowanie funduszy w spółkach notowanych na wybranych giełdach papierów wartościowych mogą stanowić wystarczającą przesłankę do pogłębionej analizy tych procesów. O ile jednak preferencje inwestycyjne funduszy, zarówno w wymiarze krajów, do których napływa kapitał zarządzany przez te fundusze, jak i w kontekście charakterystyk spółek będących obiektami inwestycji, znajdują się w centrum zainteresowań badaczy, o tyle w odniesieniu do zachowań inwestorów giełdowych, będących następstwem ujawnienia informacji o wejściu kapitałowym funduszu do spółki, uprawnione wydaje się stwierdzenie o występowaniu luki o charakterze poznawczym.

Tymczasem reakcja zarówno dotychczasowych akcjonariuszy spółki, jak i potencjalnych inwestorów rozważających nabycie akcji na informację dotyczącą

wejścia kapitałowego funduszu do spółki może odzwierciedlać ich subiektywną ocenę co do motywów, które stoją za inwestycją państwowego funduszu majątkowego. Prawdopodobnie odzwierciedla ona również oczekiwany przez nich wpływ funduszu na dalsze funkcjonowanie spółki i będące tego pochodną wyniki finansowe (Urban, 2016b). Wedle dostępnej autorowi wiedzy, ten problem badawczy nie był do tej pory przedmiotem eksploracji naukowej. Przeprowadzone badania koncentrowały się na analizie ponadnormatywnej premii w wymiarze krótko- lub długookresowym, a nie na identyfikacji czynników mogących tę premię wyjaśniać lub wskazaniu związków o charakterze przyczynowo-skutkowym (Mietzner i in., 2015; Dinh, 2011; Dewenter i in., 2010).

Wydaje się wszakże, że odpowiedź na pytanie badawcze, dotyczące sposobu postrzegania inwestycji podmiotów państwowych w spółkach giełdowych, ma wator zarówno poznawczy, jak i aplikacyjny. Odpowiedź ta może być argumentem w debacie na temat roli inwestorów instytucjonalnych w spółkach, zwłaszcza tak specyficznych jak państwowe fundusze majątkowe. Ponadto umożliwić może ona dostarczenie osadzonych w empirii dowodów na reakcję rynków na zaangażowanie kapitałowe funduszy w szczególnie istotnych dla państwa sektorach gospodarki.

Nade wszystko jednak badana reakcja inwestorów może odzwierciedlać aktualny rynkowy pogląd na temat tego, czy państwo może dążyć, poprzez swoje instytucje, w podobny sposób jak czynią to prywatni inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni, do efektywnego alokowania kapitału, nastawionego na maksymalizację stopy zwrotu. Ponadto dla organów zajmujących się nadzorem nad rynkami finansowymi i kreatorów polityki gospodarczej uzyskane wyniki potencjalnie pozwalają stworzyć precyzyjne narzędzia kontroli nad działalnością umocowanych politycznie inwestorów. Mogą one również przyczynić się do uregulowania działalności funduszy w wybranych krajach i na wybranych rynkach kapitałowych, z których część, aczkolwiek w różnym stopniu, zależna jest jednak od napływów międzynarodowego kapitału.

## 4.2. Cel badania i pytania badawcze

Celem niniejszego badania jest analiza sposobu postrzegania przez inwestorów zakupu akcji spółki giełdowej przez państwowy fundusz majątkowy oraz dyskontowania informacji o takim zdarzeniu. Na potrzeby tej analizy sformułowano poniżej następujące pytania badawcze.

1. Czy reakcja inwestorów na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego do spółki giełdowej pozostaje w związku z transparentnością funduszu, źródłem kapitałów zarządzanych przez fundusz lub krajem, z którego wywodzi się dokonujący transakcji inwestor?

2. W jakim stopniu na reakcję inwestorów na rynku wpływa wielkość przeprowadzonej transakcji?
3. Czy reakcja inwestorów jest uzależniona od finansowych charakterystyk spółki giełdowej, takich jak rentowność, wielkość, płynność obrotu akcjami, zadłużenie, a także miar rynku kapitałowego, takich jak dywidenda, stopa zwrotu, cena do zysku, cena do wartości księgowej?
4. Czy przynależność spółki do sektora odgrywa rolę w odmiennym postrzeganiu inwestycji państwowych funduszy majątkowych przez uczestników rynku?

Prezentowane pytania badawcze stanowią rozwinięcie wstępnych analiz przeprowadzonych przez autora niniejszej monografii (Urban 2017a; 2016b). W odróżnieniu jednak od tych oraz podobnych badań światowych (Mietzner i in., 2015; Dinh, 2011; Dewenter i in., 2010; Kotter, Lel, 2008), przedmiotem naukowych rozważań nie jest analiza reakcji rynku, mierzonej nadwyżkową stopą zwrotu, skumulowaną stopą zwrotu lub średnią skumulowaną stopą zwrotu, lecz identyfikacja czynników determinujących tę stopę.

Kolejną cechą wyróżniającą to badanie, która może zostać uznana za wartość dodaną w obszarze metody badawczej, jest podejście do próby badawczej. Dotychczasowe analizy reakcji inwestorów na ujawnienie informacji o inwestycji funduszy obejmowały inwestycje dokonywane na różnych rynkach i przez różne podmioty. Tymczasem w grę może wchodzić zarówno specyfika reakcji pojedynczego rynku, jak i różnice w polityce inwestycyjnej danego funduszu na poszczególnych rynkach. Co więcej, istotną rolę wydają się odgrywać również czynniki dotyczące odmiennych uwarunkowań kulturowych, politycznych i historycznych, przez pryzmat których inwestorzy będą reagować na indywidualne przypadki zakupu akcji przez fundusz majątkowy z danego kraju. W sytuacji agregacji zmiennych te potencjalnie różniące się reakcje inwestorów na poszczególnych rynkach mogą prowadzić do uogólnień i wniosków, co do których może rodzić się podejrzenie, że nie odzwierciedlają one faktycznej reakcji inwestorów, lecz są jedynie wypadkową zdarzeń na różnych rynkach.

Ponadto, nawet w przypadku jednego rynku, efekt oddziaływania inwestycji kilku państwowych funduszy majątkowych może istotnie różnić się od siebie. Uzasadnia to uwzględnienie w badaniu zarówno specyfiki pojedynczego rynku giełdowego, jak i pojedynczych funduszy majątkowych (Urban, 2016b). W przypadku tych ostatnich, z uwagi na odmiennność i charakter systemu politycznego w kraju pochodzenia, a także różne dominujące cele tworzenia funduszy, należałoby oczekiwać, że fundusze w sposób od siebie odmienny będą podejmować próbę realizacji celów ekonomicznych, finansowych, społecznych i politycznych krajów założycieli.

Innym potencjalnym czynnikiem, determinującym aktywność inwestycyjną funduszu na danym rynku, mogą być gospodarcze i polityczne relacje łączące kraj, z którego wywodzi się państwowy fundusz majątkowych, z krajem, na którego rynku kapitałowym ma miejsce inwestycja, a także panujące na nim standardy w zakresie nadzoru korporacyjnego.

W tym świetle wydaje się uzasadnione założenie, że inwestorzy w mogą oceniać inaczej inwestycje poszczególnych funduszy. Wyniki badań własnych, opublikowanych w artykule *The color of government money. Do investors differently value the investment of sovereign wealth funds?*, wskazują na występowanie istotnych statystycznie różnic pomiędzy nadwyżkowymi stopami zwrotu i skumulowanymi średnimi nadwyżkowymi stopami zwrotu w grupie funduszy takich, jak Abu Dhabi Investment Authority, Government of Singapore Investment Corporation, Kuwait Investment Authority i Government Pension Fund Global (Urban, 2017a). Ujawnione różnice skłaniają do podjęcia próby identyfikacji czynników, które mogą uzasadniać i wyjaśniać odmienne reakcje inwestorów. Argumentem za podjęciem wskazanych badań są również najnowsze wyniki analiz prezentowane przez Katerynę Holland (2016) w artykule zatytułowanym *Are all government owners viewed the same? Evidence from government acquisitions of publicly traded firms*. Autorka dowodzi w nim, że inwestorzy państwowi nie są postrzegani na rynku jako homogeniczna grupa.

Biorąc pod uwagę, że czynniki wpływające na wielkość krótkookresowej premii, mierzonej stopą zwrotu w krótkim oknie zdarzenia obejmującego inwestycję funduszu w spółce, nie były przedmiotem analizy w ramach państwowych funduszy majątkowych, konieczne jest wykorzystanie dorobku innych nurtów badawczych. Jeden z nich dotyczy znaczenia własności państwowej, drugi opisuje rolę inwestorów instytucjonalnych w spółkach.

Jak wskazują Luboš Pástor i Pietro Veronesi (2012), rządy kierują się w działaniu dwiema kategoriami celów: ekonomicznymi, wśród których wskazuje się maksymalizację majątku inwestorów, oraz pozaekonomicznymi, takimi jak np. maksymalizacja korzyści politycznych. Podmioty państwowe mogą podlegać presji politycznej, wymuszającej realizację celów odmiennych lub stojących w sprzeczności z maksymalizacją majątku akcjonariuszy, np. przejmowanie określonych technologii czy promowanie inwestycji w danym kraju kosztem projektów zagranicznych. Można zatem wnioskować, że reakcja inwestorów na wiadomość o nabyciu akcji spółki przez państwowy fundusz majątkowy będzie stanowić wypadkową oczekiwań dotyczących dominującego motywu związanego z daną transakcją giełdową.

Obszerny i nadal rozwijający się nurt badań nad oddziaływaniem własności państwowej na funkcjonowanie podmiotów rynkowych dostarcza zróżnicowanych dowodów empirycznych, jeśli chodzi o formę oddziaływania i jej efekty. Jednym ze sposobów wywierania przez państwo wpływu na przedsiębiorstwo (nieдоступnym dla inwestorów prywatnych) jest umożliwienie dostępu do określonych źródeł finansowania (Kahan, Rock, 2010; Faccio 2006). Własność państwowa i związana z nią czy to rzeczywista czy też domniemywana gwarancja dla długu zaciągniętego przez spółkę mogą obniżyć postrzeganie prawdopodobieństwa ryzyka bankructwa danego podmiotu (Beuselinck i in., 2015). Badania wskazują również, że gwarancje te zmniejszają postrzegane przez inwestorów ryzyko bankructwa, redukując tym samym premię za ryzyko, co w konsekwencji może prowadzić do niższego kosztu długu emitowanego przez przedsiębiorstwa z udziałem państwa (Ianota i in., 2013; Acharya i in., 2014).

W opozycji do prezentowanych powyżej badań dowodzi się jednak, że własność państwowa i związany z nią czynnik polityczny mogą pogarszać wyniki finansowe spółek, co skutkuje spadkiem zdolności do spłaty zadłużenia, a tym samym wzrostem kosztu długu spółek z udziałem państwa w relacji do spółek prywatnych (Ben-Nasr i in., 2012). Wyższy koszt finansowania kapitałem obcym w spółkach z udziałem akcjonariatu państwowego może być też efektem pokusy nadużycia (moral hazard), który skłania zarządzających (akcjonariuszy) do podejmowania (akceptowania) relatywnie wyższego ryzyka w działalności biznesowej (Gropp i in., 2014). Natomiast Ginka Borisova i współpracownicy (2015), poddając analizie relację pomiędzy własnością państwową i kosztem finansowania przedsiębiorstwa za pomocą długu, dowodzą, że zależność ta nie jest jednoznaczna. Generalnie własność państwowa wiąże się z wyższym kosztem długu przedsiębiorstw, natomiast w okresach kryzysów finansowych spółki z własnością państwową cechuje niższy koszt długu. W badaniach wskazuje się jednak, że w przypadkach łączenia akcjonariatu publicznego (państwowego) i prywatnego taka struktura własnościowa wywiera negatywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa (Shirley, Walsh, 2001; Borisova i in., 2012).

Państwo oddziałuje na funkcjonowanie podmiotów rynkowych także za pośrednictwem menedżerów spółek. W literaturze są prezentowane badania wskazujące, że powiązania polityczne dyrektorów i członków zarządu umożliwiają uzyskiwanie przez spółki kredytów na bardziej preferencyjnych zasadach (Firth i in., 2009; Sapienza, 2004), łatwiejszy dostęp do kapitału własnego (Boubakri i in., 2012; Cleassens i in., 2008;), niższą stopę opodatkowania (Faccio, 2010) oraz uprzywilejowane traktowanie przez organy nadzorujące (Bunkanwanicha, Wiwattanakatang, 2009; Johnson, Mitton, 2003). Z uwagi na mniejszościowy i pasywny charakter akcjonariatu, reprezentowanego przez państwowe fundusze majątkowe w spółkach giełdowych w krajach rozwiniętych, ten mechanizm oddziaływania funduszy wydaje się znacząco ograniczony. Oddziaływanie takie przypuszczalnie ma miejsce w spółkach i przedsiębiorstwach krajowych w tych gospodarkach, z których wywodzą się państwowe fundusze majątkowe. Wniosek ten nie znajduje jednak oparcia w dotychczasowych badaniach nad funkcjonowaniem funduszy.

W odniesieniu do roli i znaczenia inwestorów instytucjonalnych (za takie uznawane są państwowe fundusze majątkowe) w kontekście wyników finansowych spółek, dotychczasowy dorobek badawczy nie pozwala na formułowanie jednoznacznych i spójnych konkluzji. Z jednej strony prezentowane są wyniki badań dowodzące, że inwestorzy instytucjonalni mogą poprzez efektywny nadzór właścicielski pozytywnie wpływać na wartość spółki (Navissi, Naiker, 2006), a stabilny akcjonariat instytucjonalny determinuje w sposób pozytywny jej wyniki finansowe (Elyasiani, Jia, 2010; Hsu, Wang, 2014). Z drugiej jednak strony dostarczane są empiryczne dowody świadczące, że akcjonariat instytucjonalny wywiera negatywny wpływ na wyniki finansowe spółki (Liang i in., 2011; Charfeddine, Elmarzougui, 2010) lub wskazane zależności między zmiennymi nie występują (Faccio, Laser, 2000; Duggal, Millar 1999).



Państwowe fundusze majątkowe są wskazywane jako podmioty, które prawdopodobnie zaspokajają cele właścicieli inne niż wyłącznie maksymalizacja stopy zwrotu z inwestycji. Spółki posiadające akcjonariusza w postaci funduszu mogą być zatem ekonomicznie mniej efektywne, a ich wartość rynkowa może ulegać obniżeniu, jeśli menedżerowie będą dążyć również do osiągania określonych celów politycznych (Fernandes, 2014). Dodatkowym argumentem skłaniającym do takiej konstatacji może być fakt, że większość wejść kapitałowych funduszy do spółek ma miejsce na rynkach zagranicznych, na których możliwości sprawowania przez państwo, z którego wywodzi się fundusz, funkcji kontrolnych i nadzorowania oraz monitorowania menedżerów zarządzających spółką, w porównaniu z inwestorami prywatnymi, są bardziej ograniczone (Bortolotti i in., 2014). Analizując tę kwestię z innej perspektywy, prawdopodobne jest również, że fundusz jako inwestor umożliwi spółce wejście na niedostępne dla niej dotąd rynki zbytu, przyczyniając się tym samym do poprawy wyników finansowych i wyższej wyceny rynkowej podmiotu. Ponadto fundusze, z uwagi na długi horyzont inwestycyjny, mogą przyczynić się do znaczącego ograniczenia barier w zakresie finansowania działalności, umożliwiając podejmowanie inwestycji cechujących się odroczoną w czasie możliwością realizacji zysku. Zakładając, że są to istotne z punktu widzenia spółki kwestie, przypuszcza się, że spółki z inwestorem w postaci państwowego funduszu majątkowego staną się bardziej efektywne pod względem finansowym, co w konsekwencji doprowadzi do ich wyższej wyceny rynkowej (Fernandes, 2014, s. 76).

Reasumując, zaprezentowany przegląd literatury upoważnia do konkluzji, że charakter, kierunek i siła oddziaływania własności państwowej na finansowe aspekty funkcjonowania podmiotów notowanych na giełdzie papierów wartościowych są niejednoznaczne. Biorąc pod uwagę również specyfikę inwestycyjną funduszy, przejawiającą się najczęściej w obejmowaniu niewielkich pod względem procentowym pakietów akcji spółek, a także pasywny w większości przypadków charakter prowadzonej polityki własnościowej, zasadne wydaje się podjęcie prób ustalenia czynników determinujących reakcję inwestorów na ujawnienie informacji o nabyciu akcji przez państwowe fundusze majątkowe.

### 4.3. Metodyka badania oraz dobór zmiennych

W celu identyfikacji czynników potencjalnie determinujących siłę reakcji inwestorów na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym funduszu do spółki giełdowej i wskazania kierunku oddziaływania tych czynników na opisywaną zależność wykorzystano połączenie dwóch metod badawczych: analizy zdarzeń oraz metody regresji. Pierwsza z nich opiera się na hipotezie rynku efektywnego (Fama, 1970) oraz założeniu, że zmiany stóp zwrotu z akcji w oknie zdarzenia dotyczącego

spółki odzwierciedlają faktyczną reakcję inwestorów na informacje odnoszące się do danego zdarzenia (Fama i in., 1969). Jej niezmienną użyteczność jako narzędzia badawczego potwierdzają kolejne zastosowania w analizach różnych aspektów funkcjonowania rynku kapitałowego. Na gruncie polskim analiza zdarzeń była stosowana dotychczas m.in. w badaniach nad wpływem rekomendacji giełdowych na reakcje inwestorów (Czapiewski, 2015; Buzala 2012), reakcją akcjonariuszy na informacje o wypłacie dywidendy w spółkach (Perepeczo, 2013; Gurgul, 2006) lub wypłatą dywidendy (Tuzimek, 2012), wpływem splitów akcji na stopy zwrotu (Jamróz, Koronkiewicz, 2013; Fiszeder, Mstowska, 2011), oceną efektów fuzji i przejęć (Kabaciński, 2013) oraz wpływem informacji o zamiarze emisji obligacji zamiennych (Pasińska, 2010). Analiza regresji jest natomiast narzędziem wykorzystywanym w celu zrozumienia relacji (zależności) pomiędzy dwiema zmiennymi lub większą ich liczbą (Koop, 2014, s. 44; Maddala, 2008, s. 94).

Badanie przebiegało według następującego schematu. Punktem wyjścia była identyfikacja zdarzeń, polegająca na zgromadzeniu informacji na temat zakupu akcji spółki giełdowej przez państwowy fundusz majątkowy, obejmujących datę ujawnienia informacji, wielkość transakcji, nazwę spółki oraz dane funduszu dokonującego inwestycji. Informacje te pozyskano z unikatowej bazy transakcji państwowych funduszy majątkowych opracowanej przez SWFI (2016). Próby jej rozszerzenia o dane pozyskane z bazy Thomson Reuters Eikon zakończyły się niepowodzeniem z uwagi na znikome pokrycie transakcji w kolejnych latach (zidentyfikowano jedynie kilkanaście transakcji, co stanowiło niewielki odsetek uzyskanych z bazy SWFI). Uwzględniając główny cel badania, podjęto decyzję o analizie transakcji dokonywanych przez fundusze na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Londynie, ponieważ spośród wszystkich rynków rozwiniętych na tym właśnie parkiecie aktywność funduszy okazała się największa, zarówno jeśli chodzi o liczbę przeprowadzonych transakcji, jak i liczbę funduszy dokonujących inwestycji.

Obok kryterium maksymalizacji próby badawczej przy wyborze parkietu kierowano się wielkością giełdy, jej kapitalizacją oraz płynnością obrotu, zaś wybór parkietu z kraju rozwiniętego był tego naturalną konsekwencją. W rezultacie po oczyszczeniu bazy z błędnych informacji (dotyczących np. nieprawidłowej klasyfikacji zdarzeń jako dotyczących spółek giełdowych, gdy w istocie były to transakcje realizowane poza parkietem) oraz usunięciu transakcji, dla których brakowało istotnych z punktu widzenia badania danych, ostateczna próba badawcza objęła 917 transakcji przeprowadzonych w latach 2013–2014. Analizowane transakcje zostały przeprowadzone przez następujące fundusze: SAFE Investment Company (SAFE), Government of Singapore Investment Corporation (GIC), Korea Investment Corporation (KIC), Kuwait Investment Authority (KIA), Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), Government Pension Fund Global (GPF) i SAMA Foreign Holdings (SAMA). Próba ta okazała się znacząco większa w porównaniu z innymi badaniami dotyczącymi państwowych funduszy majątkowych (Dinh, 2011 – 60 transakcji; Dewenter i in., 2010 – 227 transakcji; Fotak i in., 2008 – 212 transakcji;

Mietzner i in., 2015 – 147 transakcji; Sojli, Tham, 2010 – 92 transakcje), przy jednoczesnym krótszym, przyjętym w badaniu przedziale czasu. Krótszy horyzont badania pozwolił na jego przeprowadzenie w bardziej jednolitych warunkach makroekonomicznych, stanowiących tło dla zawieranych transakcji giełdowych, niż miało to miejsce we wskazywanych powyżej pracach. Czynnikiem ograniczającym wielkość próby badawczej był natomiast brak dostępu do danych po roku 2014.

W drugim kroku badania, z bazy Thomson Reuters Eikon pozyskano informacje na temat dziennych cen zamknięcia spółek notowanych na GPW w Londynie oraz notowań indeksu FTSAS (obejmującego wszystkie spółki). Opierając się na nich, policzono dzienne stopy zwrotu z akcji spółek oraz dzienne zmiany indeksu. Następnie obliczono różnice pomiędzy stopą zwrotu z akcji pojedynczej spółki a stopą zwrotu możliwą do osiągnięcia w tym samym okresie z indeksu giełdowego, zgodnie ze wzorem:

$$AR_{it} = R_{it} - K_{ind t} \quad (4.1)$$

gdzie:

$AR_{it}$  – ponadnormatywna (nadwyżkowa) stopa zwrotu z akcji  $i$ -tej spółki w dniu  $t$ ,  
 $R_{it}$  – obserwowana (rzeczywista) stopa zwrotu z akcji  $i$ -tej spółki w dniu  $t$ ,  
 $K_{ind t}$  – obserwowana (rzeczywista) stopa zwrotu z indeksu giełdowego obejmującego akcje wszystkich spółek w dniu  $t$ .

W kolejnym kroku badania obliczone zgodnie ze wzorem (4.1) nadwyżkowe stopy zwrotu posłużyły do kalkulacji skumulowanych nadwyżkowych stóp zwrotu dla poszczególnych spółek, według wzoru:

$$CAR_{in} = \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (4.2)$$

gdzie:

$CAR_{in}$  – skumulowana ponadnormatywna stopa zwrotu z akcji  $i$ -tej spółki w oknie zdarzenia  $n$ ,  
 $AR_{it}$  – ponadnormatywna (nadwyżkowa) stopa zwrotu z akcji  $i$ -tej spółki w dniu  $t$ ,  
 $n$  – przyjęta do analizy szerokość okna zdarzenia.

Do analizy krótkookresowej reakcji inwestorów przyjęto pięć okien zdarzenia. Pierwsze obejmowało dzień, w którym nastąpiło ujawnienie informacji (zmienna objaśniana  $ar0$ ), natomiast drugie dotyczyło dnia następującego po ujawnieniu informacji (zmienna objaśniana  $ar1$ ). Kolejne trzy przedziały czasowe obejmowały okresy: od dnia ujawnienia informacji do dnia następnego (zmienna objaśniana  $car01$ ), od dnia poprzedzającego ujawnienie informacji do dnia po ujawnieniu informacji (zmienna objaśniana  $car11$ ) oraz okres zaczynający się dwa dni przed ujawnieniem informacji i kończący dwa dni po jej ujawnieniu (zmienna objaśniana  $car22$ ).

Przyjęte w badaniu okresy stanowią pochodną celu badania, którym jest analiza krótkookresowej reakcji rynku. Odpowiadają one najczęściej przyjmowanemu przedziałom czasu, w których analizowane są reakcje na określone zdarzenia. Czasowe zawężenie analizy z jednej strony zmniejsza prawdopodobieństwa oddziaływania innych zdarzeń dotyczących spółki (lecz całkowicie go nie eliminuje), z drugiej natomiast pozwala zredukować zjawisko statystycznej nieistotności sumarycznego efektu skumulowanych nadwyżkowych stóp zwrotu. Wybór do analizy modelu indeksowego, w którym stopy zwrotu analizowanej spółki są porównywane ze stopami zwrotu z portfela rynkowego, był podyktowany dążeniem do uniknięcia ograniczeń w postaci zmienności współczynnika beta w czasie, a także utraty liczby analizowanych zdarzeń wskutek braków w szeregach zmiennych (model Sharpa, model CAPM) (Fiszeder, Mstowska, 2011; Gurgul, 2006).

W kolejnym etapie obliczone nadwyżkowe stopy zwrotu oraz skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu dla różnych okien zdarzeń wykorzystano jako zmienne objaśniane w równaniu regresji danym wzorem:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{jit} + \sum_{l=1}^k B_m X_{jit-1} + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

gdzie:

- $Y_{it}$  – zmienna objaśniana, wartość nadwyżkowej stopy zwrotu (skumulowanej nadwyżkowej stopy zwrotu) dla  $i$ -tej spółki w okresie  $t$  obejmującym analizowane okna zdarzenia,
- $X_{jit}$  – zmienna objaśniająca odnosząca się do  $j$ -tej cechy funduszu (charakterystyki zawieranej transakcji) dotycząca  $i$ -tej spółki w okresie  $t$ ,
- $X_{jit-1}$  – zmienna objaśniająca odnosząca się do  $j$ -tej charakterystyki finansowej  $i$ -tej spółki w okresie  $t-1$ ,
- $\alpha_0$  – wyraz wolny,
- $\beta_j, \beta_m$  – parametry przy zmiennych objaśniających dla  $j = 1 \dots k$  oraz  $m = 1 \dots k$ ,
- $\varepsilon_{it}$  – składnik losowy.

Dwie analizowane grupy zmiennych korespondują z pytaniami badawczymi sformułowanymi na potrzeby niniejszej analizy.

W pierwszej grupie znalazły się zmienne odzwierciedlające charakterystyki funduszu: transparentność (*fund\_trans*) mierzona za pomocą indeksu Linaburga-Maduella (skala 0–10, od najmniej do najbardziej transparentnych) (SWFI, 2016), źródło środków funduszu (*zr\_zrod*), którymi mogą być przychody z eksploatacji surowców lub inne źródła (zmienna zero-jedynkowa) oraz zmienna identyfikująca transakcje zawierane przez pojedynczy fundusz (*fund\_id*). Ponadto w tej grupie znalazły się zmienna odzwierciedlająca wartość transakcji (*wart\_trans*) i zmienna sektorowa (*sektor\_id*) definiowana jako przynależność spółki do sektora według podziału stosowanego w bazie transakcji Thomson Reuters Eikon.

**Tabela 4.1.** Statystyki opisowe zmiennych

Nazwa zmiennej	Liczba obserwacji	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
<i>ar0</i>	917	-0,1079	1,7906	-8,6087	10,2196
<i>ar1</i>	917	-0,0276	1,9543	-24,4453	13,1468
<i>car01</i>	917	-0,1355	2,5220	-19,5262	12,7330
<i>car11</i>	917	-0,2132	3,1188	-35,2099	12,2487
<i>car22</i>	917	-0,0871	3,9961	-35,1681	13,6213
<i>zr_srod</i>	917	0,3391	0,4737	0	1
<i>trans_fund</i>	917	6,9553	1,7083	4	10
<i>wart_trans</i>	917	23,6183	133,9416	0,3	2634,37
<i>roe</i>	794	24,6848	39,6123	-49,3061	329,2036
<i>roa</i>	915	6,4923	6,0097	-14,8379	34,8579
<i>roc</i>	801	11,7094	11,1999	-40,2015	104,0246
<i>freefloat</i>	909	2660,254	6262,59	3,9769	47767,55
<i>mcap</i>	900	19613,78	32007,77	53,0898	140213,5
<i>pe</i>	835	19,1105	15,7895	1,2901	138,7119
<i>pbv</i>	905	3,4039	5,1867	-32,411	36,9153
<i>debt</i>	868	124,3373	240,7269	0	5070,963
<i>return</i>	905	23,9933	29,8049	-55,0076	249,7727
<i>dpsyield</i>	856	3,6524	1,8366	0	16,2742

**Uwaga:** Wartości zmiennych *ar0*, *ar1*, *car01*, *car11*, *car22*, *roe*, *roa*, *roc*, *return* i *dpsyield* są wyrażone w procentach.

**Źródło:** opracowanie własne.

W drugiej grupie zmiennych objaśniających jako zmienne kontrolne znalazły się mierniki finansowe z obszaru rentowności (*roe*, *roa*, *roc*), mierniki odzwierciedlające wielkość spółki, mierzoną jej kapitalizacją rynkową (*mcap*), płynność obrotu (*freefloat*), stopień zadłużenia spółki (*debt*), a także mierniki rynkowe, takie jak cena do wartości księgowej (*pbv*), cena do zysku (*pe*), stopa dywidendy (*dpsyield*) i stopa zwrotu (*return*). Przyjęte wielkości odnosiły się do wielkości rocznych. Dla wszystkich z nich zastosowano roczne opóźnienie czasowe. Wskazane w tej grupie zmienne są stosowane powszechnie jako zmienne kontrolne wykorzystywane w badaniach światowych. Statystyki opisowe zmiennych zaprezentowano w tabeli 4.1.

Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki korygującej błędy standardowe będące wynikiem heteroskedastyczności. Do obliczeń wykorzystano oprogramowanie Stata.

Dodatkowo zmienne wykorzystane do estymacji równań regresji liniowej, a odnoszące się do cech funduszy, charakterystyki transakcji oraz finansowej specyfiki spółek, zostały użyte do estymacji modeli regresji logistycznej. Celem, jaki przyświecał tej części badania, było zbadanie wyłącznie kierunku oddziaływania zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą, którą była nadwyżkowa stopa zwrotu w jednym z przyjętych okien zdarzenia ( premia dodatnia vs. premia ujemna). Pozwoliło to na weryfikację wyników uzyskanych w toku wcześniejszych estymacji oraz porównanie ich pod względem spójności. Estymacja modeli odbyła się z wykorzystaniem metody największej wiarygodności. Równanie regresji logistycznej dane było wzorem:

$$\text{Logit } Y_{it} = \ln \frac{P_{it}}{1 - P_{it}} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{jit} + \sum_{m=1}^k B_m X_{jit-1} \quad (4.4)$$

gdzie:

- $Y_{it}$  – zmienna objaśniana przyjmująca wartość 1 w przypadku dodatniej nadwyżkowej stopy zwrotu (skumulowanej nadwyżkowej stopy zwrotu) dla  $i$ -tej spółki w oknie zdarzenia  $t$ ,
- $\ln \frac{P_{it}}{1 - P_{it}}$  – funkcja wiążąca (logarytm ilorazu szans), wyrażająca prawdopodobieństwo wystąpienia dodatniej stopy zwrotu ( $p$ ), w relacji do wystąpienia ujemnej stopy zwrotu ( $1-p$ ), w analizowanych oknach zdarzenia,
- $X_{jit}$  – zmienna objaśniająca odnosząca się do  $j$ -tej cechy funduszu (charakterystyki zawieranej transakcji) dotycząca  $i$ -tej spółki w okresie  $t$ ,
- $X_{jit-1}$  – zmienna objaśniająca odnosząca się do  $j$ -tej charakterystyki finansowej  $i$ -tej spółki w okresie  $t-1$ ,
- $\alpha_0$  – wyraz wolny,
- $\beta_j, \beta_m$  – parametry funkcji logistycznej dla  $j = 1 \dots k$  oraz  $m = 1 \dots k$ .

W badaniu zastosowano także estymację równań regresji z wykorzystaniem metody krokowej wstecznej, polegającej na skonstruowaniu modelu zawierającego wszystkie zmienne objaśniające, a następnie na stopniowym ich eliminowaniu, tak aby uzyskać model z najwyższą wartością współczynnika determinacji przy jednoczesnym zachowaniu istotności parametrów (Stata, 2017).

## 4.4. Wyniki empiryczne badań własnych

Wyniki są prezentowane zgodnie z kolejnością sformułowanych pytań badawczych, a zatem jako pierwsze zostały omówione wyniki odnoszące się do związku pomiędzy reakcją inwestorów a takimi cechami funduszy, jak transparentność, źródło kapitału wykorzystanego przez fundusz oraz pochodzenie inwestora



i wielkość transakcji (tabele 4.2–4.4). W tabeli 4.2 zamieszczono również wyniki dotyczące związku między reakcją inwestorów a sektorową przynależnością spółek będących obiektem inwestycji funduszy. Następne konkluzje dotyczą wyników uwzględniających charakterystyki finansowe spółek, będących obiektem inwestycji, w kontekście determinowania przez te charakterystyki reakcji inwestorów na ujawnienie informacji o transakcji (tabele 4.5–4.6). Z kolei w tabeli 4.7 zostały ukazane wyniki estymacji modeli, w których wykorzystano zmienne odnoszące się zarówno do charakterystyk transakcji, jak i finansowych charakterystyk spółek. Równoległe do prezentowanych badań ma miejsce odwołanie się do wyników uzyskanych w toku estymacji modeli logistycznych. Wyniki te są przedstawione w tabelach 4.8–4.10, natomiast komentarze odnoszące się do wszystkich uzyskanych wyników badań i wnioski sformułowane na ich podstawie zamieszczono po tabelach.

**Tabela 4.2.** Wyniki estymacji modeli regresji (1)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>zr_srod</i>	-0,106817 (0,422)	-0,072601 (0,604)	-0,179418 (0,327)	-0,330364 (0,144)	-0,427764 (0,143)
<i>trans_fun</i>	-0,095456 (0,007)	0,0544701 (0,198)	-0,040986 (0,435)	-0,033949 (0,603)	0,045642 (0,575)
<i>wart_trans</i>	0,000075 (0,722)	-0,000576 (0,008)	-0,000501 (0,107)	-0,000499 (0,221)	-0,000073 (0,860)
<i>sektor_id</i>					
2	0,414183 (0,058)	0,137724 (0,537)	0,551908 (0,083)	0,507079 (0,195)	0,598304 (0,217)
3	0,193208 (0,405)	0,229417 (0,335)	0,422626 (0,204)	0,504259 (0,249)	0,820199 (0,151)
4	-0,122213 (0,634)	0,004819 (0,989)	-0,117394 (0,764)	-0,314777 (0,511)	-0,450948 (0,429)
5	0,047352 (0,842)	0,262056 (0,267)	0,309407 (0,353)	0,262848 (0,523)	0,252439 (0,629)
6	0,470111 (0,078)	0,084031 (0,778)	0,554142 (0,175)	0,612406 (0,238)	-0,556192 (0,366)
7	-0,013563 (0,963)	-0,008399 (0,984)	-0,021962 (0,967)	0,660182 (0,337)	1,31523 (0,095)
8	0,157030 (0,419)	0,624626 (0,016)	0,781656 (0,017)	0,943697 (0,021)	0,742060 (0,135)
9	0,082499 (0,804)	0,042492 (0,886)	0,134991 (0,760)	0,840569 (0,210)	1,051389 (0,215)
10	0,629779 (0,143)	0,590469 (0,170)	1,220248 (0,006)	1,143763 (0,010)	2,337252 (0,008)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
11	0,998478 (0,053)	-0,575111 (0,138)	0,423367 (0,440)	-0,053165 (0,950)	1,100860 (0,216)
12	0,538406 (0,061)	-0,251749 (0,292)	0,286656 (0,445)	0,620338 (0,176)	1,036178 (0,119)
stała	0,504928 (0,061)	0,457459 (0,364)	0,047469 (0,942)	0,620338 (0,935)	-0,290166 (0,769)
obserwacje	917	917	917	917	917
R <sup>2</sup>	0,0254	0,0216	0,0194	0,0188	0,0261

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.3.** Wyniki estymacji modeli regresji (2)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>wart_trans</i>	-0,000181 (0,358)	-0,000553 (0,010)	-0,000372 (0,205)	-0,000424 (0,288)	-0,000061 (0,873)
<i>fund_id</i>					
(GIC) 2	-0,005866 (0,973)	0,043646 (0,830)	0,037779 (0,886)	-0,181769 (0,580)	-0,220798 (0,589)
(KIC) 3	0,085808 (0,723)	0,594490 (0,092)	0,680298 (0,110)	0,532981 (0,296)	0,967501 (0,189)
(ADIA) 4	0,283564 (0,136)	0,1749472 (0,414)	0,458511 (0,104)	0,321754 (0,341)	0,574981 (0,271)
(GPFG) 5	-0,313847 (0,073)	0,288075 (0,210)	-0,025773 (0,928)	-0,006017 (0,987)	0,488346 (0,271)
(SAFE) 6	-0,039146 (0,960)	-1,45442 (0,069)	-1,493566 (0,030)	-1,232105 (0,095)	1,144041 (0,094)
(SAMA) 7	0,377179 (0,005)	4,048954 (0,000)	4,426134 (0,000)	3,236938 (0,000)	2,532785 (0,000)
stała	-0,111797 (0,408)	-0,145525 (0,408)	-0,257321 (0,257)	-0,234625 (0,397)	-0,302815 (0,377)
obserwacje	917	917	917	917	917
R <sup>2</sup>	0,0127	0,0144	0,0138	0,0070	0,0089

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*. Zmienne *zr\_srod* oraz *trans\_fun* zostały pominięte z uwagi na współliniowość względem zmiennej *fund\_id*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.4.** Wyniki estymacji modeli z zastosowaniem metody regresji krokowej wstecznej

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>zr_srod</i>	-	-	-	-	-0,471765 (0,077)
<i>trans_fun</i>	-0,090672 (0,004)	0,065971 (0,098)	-	-	-
<i>wart_trans</i>	-	-0,000599 (0,008)	-0,000519 (0,096)	-	-
stała	0,522798 (0,027)	-0,472332 (0,093)	-0,123212 (0,145)	-	-
obserwacje	917	917	917	-	917
R <sup>2</sup>	0,0075	0,0043	0,0008	-	0,0031

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.5.** Wyniki estymacji modeli – charakterystyki finansowe spółek

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>roe</i>	0,004058 (0,307)	-0,002700 (0,334)	0,001357 (0,787)	0,005575 (0,438)	0,012031 (0,191)
<i>roa</i>	-0,002324 (0,915)	-0,001498 (0,933)	-0,003822 (0,890)	0,023906 (0,484)	0,164887 (0,722)
<i>roc</i>	-0,004537 (0,756)	-0,004393 (0,737)	-0,008929 (0,647)	-0,024757 (0,307)	-0,056886 (0,084)
<i>freefloat</i>	-0,000027 (0,288)	-0,000033 (0,080)	-0,000060 (0,037)	-0,000075 (0,036)	-0,000085 (0,058)
<i>mcap</i>	-2,97e-06 (0,153)	2,76e-06 (0,119)	-2,12e-07 (0,935)	-1,24e-06 (0,705)	-3,26e-06 (0,411)
<i>pe</i>	0,002059 (0,637)	-0,008385 (0,096)	-0,006325 (0,346)	-0,010019 (0,194)	-0,020905 (0,027)
<i>pbv</i>	-0,013151 (0,702)	0,052888 (0,080)	0,039737 (0,372)	-0,002849 (0,964)	0,009278 (0,900)
<i>debt</i>	-0,000065 (0,914)	-0,000289 (0,600)	-0,000355 (0,608)	0,000058 (0,950)	-0,000307 (0,824)
<i>return</i>	-0,003002 (0,331)	0,005554 (0,056)	0,002552 (0,512)	0,002735 (0,612)	0,002071 (0,758)
<i>dpsyield</i>	-0,031231 (0,605)	-0,135419 (0,788)	0,017689 (0,825)	-0,008629 (0,925)	0,056904 (0,621)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
stała	-0,001096 (0,997)	-0,052956 (0,830)	-0,054052 (0,886)	0,093367 (0,839)	0,528950 (0,369)
obserwacje	677	677	677	677	677
R <sup>2</sup>	0,0105	0,0219	0,0132	0,0185	0,0283

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.6.** Wyniki estymacji modeli z zastosowaniem metody regresji krokowej wstecznej – charakterystyki finansowe spółek

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>roe</i>	-	-	-	0,006189 (0,010)	0,129076 (0,009)
<i>roa</i>	-	-	-	-	-
<i>roc</i>	-	-	-	-	-0,050438 (0,017)
<i>freefloat</i>	-	-	-0,000005 (0,023)	-0,000070 (0,019)	-0,000093 (0,014)
<i>mcap</i>	-3,16e-06 (0,055)	-	-	-	-
<i>pe</i>	-	-	-	-	-0,020513 (0,028)
<i>pbv</i>	-	0,020689 (0,034)	0,035520 (0,003)	-	-
<i>debt</i>	-	-	-	-	-
<i>return</i>	-	0,005130 (0,044)	-	-	-
<i>dpsyield</i>	-	-	-	-	-
stała	0,022128 (0,772)	-0,278285 (0,001)	-0,189288 (0,087)	-0,212012 (0,094)	0,746573 (0,046)
obserwacje	677	677	677	677	667
R <sup>2</sup>	0,0036	0,0137	0,0103	0,0129	0,0269

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.7.** Wyniki estymacji modeli regresji z wykorzystaniem metody krokowej wstecznej

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>zr_srod</i>	-0,250728 (0,080)	-	-0,316226 (0,063)	-0,392458 (0,059)	-0,729717 (0,009)
<i>trans_fun</i>	-0,149743 (0,000)	0,0918726 (0,018)	-	-	-
<i>wart_trans</i>	-	-0,000568 (0,002)	-0,000472 (0,096)	-	-
<i>roe</i>	-	-	-	0,005656 (0,012)	0,012629 (0,010)
<i>roa</i>	-	-	-	-	-
<i>roc</i>	-	-	-	-	-0,045739 (0,032)
<i>freefloat</i>	-	-	-0,000049 (0,027)	-0,000072 (0,017)	-0,000094 (0,012)
<i>mcap</i>	-4,66e-06 (0,006)	2,80e-06 (0,074)	-	-	-
<i>pe</i>	-	-	-	-	-0,021424 (0,022)
<i>pbv</i>	-	0,0247638 (0,014)	0,036655 (0,002)	-	-
<i>debt</i>	-	-	-	-	-
<i>return</i>	-	0,0049999 (0,055)	-	-	-
<i>dpsyield</i>	-	-	-	-	-
stała	1,423439 (0,000)	-0,967689 (0,001)	0,2363305 (0,368)	0,3116291 (0,313)	1,68738 (0,001)
obserwacje	677	677	677	677	677
R <sup>2</sup>	0,0244	0,0261	0,0160	0,0180	0,0363

**Uwagi:** Estymację modeli przeprowadzono z wykorzystaniem metody najmniejszych kwadratów oraz z zastosowaniem poprawki na błędy standardowe ze względu na heteroskedastyczność. W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.8.** Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (1)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>zr_srod</i>	-0,191885 (0,279)	-0,275088 (0,126)	-0,278464 (0,118)	-0,367621 (0,037)	-0,282765 (0,110)
<i>trans_fun</i>	-0,240979 (0,000)	0,1219606 (0,019)	-0,034265 (0,503)	-0,084664 (0,095)	0,0380674 (0,453)
<i>wart_trans</i>	0,000056 (0,918)	-0,001739 (0,198)	-0,000663 (0,382)	-0,000292 (0,611)	-0,000250 (0,643)
<i>roe</i>	0,002888 (0,536)	0,002108 (0,656)	0,0013234 (0,794)	-0,003412 (0,471)	0,0039122 (0,406)
<i>roa</i>	-0,028321 (0,295)	0,0358227 (0,188)	-0,034947 (0,198)	0,0044158 (0,868)	0,0387803 (0,149)
<i>roc</i>	-0,006538 (0,737)	-0,016943 (0,390)	0,0040002 (0,838)	-0,01543 (0,426)	-0,021435 (0,269)
<i>freefloat</i>	5,87e-06 (0,862)	-0,000093 (0,034)	-0,000064 (0,106)	-0,000060 (0,096)	-0,000060 (0,097)
<i>mcap</i>	-1,43e-06 (0,626)	2,66e-06 (0,368)	2,05e-06 (0,484)	1,52e-06 (0,602)	1,18e-06 (0,686)
<i>pe</i>	0,002637 (0,711)	-0,007561 (0,296)	-0,012196 (0,112)	-0,016983 (0,031)	-0,156827 (0,048)
<i>pbv</i>	-0,007211 (0,873)	0,019973 (0,671)	0,0239838 (0,609)	0,065756 (0,168)	-0,033004 (0,467)
<i>debt</i>	-0,000766 (0,399)	-0,000336 (0,712)	0,0011971 (0,264)	-0,000213 (0,818)	0,0004728 (0,597)
<i>return</i>	-0,002379 (0,474)	0,0046266 (0,166)	0,0020923 (0,527)	0,03328 (0,311)	-0,000873 (0,791)
<i>dpsyield</i>	-0,001343 (0,0984)	-0,012725 (0,849)	-0,096471 (0,149)	-0,019848 (0,763)	-0,005489 (0,934)
stała	2,319919 (0,000)	-0,636127 (0,302)	0,9636086 (0,120)	1,1406115 (0,022)	0,3089239 (0,614)
obserwacje	677	677	677	677	677
pseudo R <sup>2</sup>	0,0301	0,0348	0,0252	0,0180	0,0173

**Uwaga:** W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.



**Tabela 4.9.** Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (2)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>zr_srod</i>	-0,147241 (0,327)	-0,219699 (0,146)	-0,148697 (0,322)	-0,272028 (0,070)	-0,232167 (0,122)
<i>trans_fun</i>	-0,175925 (0,000)	0,0918389 (0,034)	-0,044460 (0,299)	-0,060694 (0,155)	0,0078044 (0,854)
<i>wart_trans</i>	-0,00004 (0,939)	-0,002277 (0,089)	-0,000837 (0,300)	-0,000383 (0,510)	-0,000155 (0,776)
<i>sektor_id</i>					
2	0,1710296 (0,433)	-0,229282 (0,294)	-0,188665 (0,384)	0,14408016 (0,506)	-0,124013 (0,567)
3	0,1976399 (0,536)	-0,199732 (0,533)	0,119158 (0,707)	0,2639428 (0,406)	0,0564351 (0,859)
4	-0,060444 (0,820)	-0,294516 (0,264)	-0,433367 (0,101)	-0,2241201 (0,394)	-0,492006 (0,063)
5	0,02065499 (0,428)	0,0625292 (0,810)	-0,102907 (0,691)	-0,0816342 (0,754)	-0,306261 (0,239)
6	0,2116625 (0,566)	-0,296099 (0,428)	-0,742850 (0,054)	-0,1350525 (0,714)	-1,052376 (0,009)
7	-0,526755 (0,209)	-0,29289 (0,461)	-0,463258 (0,249)	-0,2987873 (0,457)	0,3664442 (0,361)
8	0,0815579 (0,725)	0,33814 (0,146)	-0,058954 (0,797)	0,4999616 (0,031)	-0,134360 (0,558)
9	-0,0927579 (0,817)	0,1747536 (0,659)	-0,298827 (0,451)	-0,2503398 (0,533)	-0,111717 (0,776)
10	0,3263024 (0,439)	0,3174937 (0,452)	0,8777328 (0,052)	1,017616 (0,024)	0,3101049 (0,462)
11	1,583491 (0,045)	-0,59822 (0,345)	-0,047983 (0,939)	-0,2184153 (0,719)	-0,209908 (0,960)
12	0,5550853 (0,080)	-0,622645 (0,054)	-0,291117 (0,349)	0,1562388 (0,614)	0,0884944 (0,775)
stała	1,291955 (0,003)	-0,330901 (0,447)	0,5275749 (0,225)	0,6309031 (0,147)	0,3123449 (0,471)
obserwacje	917	917	917	917	917
pseudo R <sup>2</sup>	0,0268	0,0229	0,0143	0,0169	0,0146

**Uwaga:** W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela 4.10.** Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (3)

Zmienne	<i>ar0</i>	<i>ar1</i>	<i>car01</i>	<i>car11</i>	<i>car22</i>
<i>wart_trans</i>	0,0001536 (0,762)	-0,002016 (0,117)	-0,000531 (0,419)	-0,000269 (0,624)	-0,000187 (0,715)
<i>fund_id</i>					
(GIC) 2	-0,084522 (0,658)	-0,256763 (0,182)	-0,093928 (0,624)	-0,256363 (0,180)	-0,292316 (0,128)
(KIC) 3	0,3942348 (0,359)	0,8892816 (0,048)	0,7742916 (0,077)	0,5999986 (0,171)	0,5011851 (0,243)
(ADIA) 4	0,356207 (0,079)	-0,03757 (0,985)	0,2741063 (0,173)	0,1545533 (0,442)	0,0401777 (0,841)
(GPFG) 5	-0,726875 (0,001)	0,2724405 (0,189)	-0,202397 (0,330)	-0,288366 (0,163)	0,0322152 (0,876)
(SAFE) 6	-0,075778 (0,928)	-1,531029 (0,166)	-1,471107 (0,183)	-1,645413 (0,137)	0,7243202 (0,410)
(SAMA) 7	-	-	-	-	-
stała	0,074928 (0,615)	-0,067288 (0,654)	-0,135393 (0,365)	0,0374655 (0,801)	-0,030157 (0,840)
obserwacje	916	916	916	916	916
pseudo R <sup>2</sup>	0,0250	0,0154	0,0138	0,0070	0,0062

**Uwagi:** W nawiasach są prezentowane wartości *p*. Zmienne *zr\_srod* oraz *trans\_fun* zostały pominięte z uwagi na współliniowość względem zmiennej *fund\_id*.

**Źródło:** opracowanie własne.

Uzyskane rezultaty badań własnych, z uwagi na niespełnienie istotności statystycznej oszacowanych parametrów dla przyjętych zmiennych, nie pozwalają w wielu przypadkach na jednoznaczne stwierdzenia dotyczące relacji między cechami funduszy, wielkością transakcji i miernikami finansowymi charakteryzującymi spółki będące obiektem inwestycji a reakcją inwestorów (ryнку) na ujawnienie informacji o transakcji. Ponadto brak podobnych badań uniemożliwia wskazanie potencjalnych czynników, które mogłyby odpowiadać za ostateczne wyniki badania. Prezentowane w tabelach 4.2–4.10 wyniki zdają się jednak uprawniać do sformułowania następujących wniosków.

Po pierwsze, znak parametru stojącego przy zmiennej *zr\_srod* jest w przypadku wszystkich estymowanych modeli ujemny. W modelach wykorzystujących identyfikator sektora, do którego należy spółka, oszacowania parametrów nie spełniają wymogu istotności statystycznej (tabela 4.2). Z kolei w przypadku modeli ze zmienną identyfikującą pojedynczy fundusz, z uwagi na występowanie współliniowości, zmienna *zr\_srod* została wykluczona z modelu (tabela 4.3). Jednakże, przy zastosowaniu metody krokowej wstecznej (tabela 4.4), w przypadku zmiennej objaśniającej *car22* źródło pochodzenia środków, jakimi dysponuje fundusz, różnicuje wielkość nadwyżkowej skumulowanej premii ( $p = 10\%$ ).

W równaniach regresji, w których, obok zmiennych charakteryzujących transakcję i fundusz, występują również zmienne odnoszące się do finansowych charakterystyk spółek, w czterech przypadkach na pięć źródło środków jest wskazywane jako czynnik determinujący reakcję inwestorów (tabela 4.7). Podobnie w przypadku równań regresji logistycznej, stosowanych w badaniu wyłącznie kierunku oddziaływania zmiennych ( premia dodatnia vs. premia ujemna) uzyskane wyniki wskazują na ujemną zależność, w kilku przypadkach istotną statystycznie (tabele 4.8–4.9). Istnieją zatem przesłanki (choć są one słabe), że w analizowanych przypadkach inwestycje funduszy, dysponujących środkami nie pochodzącymi z eksploatacji zasobów naturalnych (SAFE, GIC, KIC), spotykają się z inną reakcją niż inwestycje funduszy surowcowych (KIA, ADIA, GPF, SAMA). Jest to empiryczna podstawa, by przypuszczać, że oczekiwania inwestorów odnoszące się do funkcjonowania spółek w przyszłości są w przypadku wejść kapitałowych funduszy surowcowych odmienne niż w przypadku funduszy niesurowcowych.

Inwestorzy mogą przypuszczać, że w przypadku inwestycji funduszy surowcowych dominującym motywem jest dywersyfikacja portfela aktywów państwa i w związku z tym oczekują długoterminowego zaangażowania kapitałowego funduszu w spółce. W odniesieniu zaś do inwestycji funduszy niesurowcowych, inwestorzy mogą domniemywać, że za decyzjami inwestycyjnymi funduszy kryje się chęć realizacji odmiennych celów, uwzględniających także krótszy horyzont inwestycyjny, zwłaszcza jeśli fundusz ma cechy funduszu stabilizacyjnego.

Biorąc pod uwagę geograficzne rozmieszczenie funduszy, kwestią, która powinna być poddana analizie w kolejnych badaniach, są relacje polityczne i kulturowe pomiędzy krajem, w którym mają miejsce inwestycje, a krajem, z którego wywodzi się inwestujący fundusz. Jakkolwiek badania tego typu podejmowano już wcześniej (Johan i in., 2013; Knill i in., 2012), to jednak nie w kontekście czynnika determinującego siłę i kierunek reakcji uczestników rynku na ujawnienie informacji o transakcjach.

Po drugie, w świetle uzyskanych wyników, transparentność funduszy w sposób negatywny determinuje wielkość nadwyżkowej premii w analizowanych oknach zdarzenia. W modelach opisujących reakcję w dniu ogłoszenia informacji o transakcji (tabele 4.2 i 4.4) oszacowane parametry cechuje istotność statystyczna oraz ujemny znak oszacowanego parametru. Na tej podstawie można wnioskować, że inwestorzy odmiennie reagują na inwestycje funduszy o różnym poziomie transparentności, czyli zakresie informacji ujawnianych przez fundusz, np. co do strategii inwestycyjnych, osiągniętych wyników itd. Wyższy poziom transparentności funduszy wiąże się ze słabszą reakcją rynku na ujawnione informacje o zawartej transakcji. W dniu po ujawnieniu transakcji wpływ transparentności funduszu w sposób pozytywny determinuje wielkość nadwyżkowej premii. Potwierdzeniem prezentowanych wyników są oszacowania modeli logitowych (tabela 4.8). Wydaje się, że wobec przeciwstawnych wyników dla różnych okien zdarzenia w celu wyjaśnienia rozbieżności konieczne jest uwzględnienie w dalszych badaniach innych

czynników, takich jak np. zmiany płynności obrotu walorami czy kategorie inwestorów dokonujących transakcji. Prawdopodobnie za ujawnionymi zależnościami kryje się aktywność inwestycyjna różnych grup inwestorów w poszczególnych dniach, przekładająca się na odmienne reakcje rynku mierzone płynnością obrotu, która nie pozostaje obojętna dla cen transakcyjnych w danym dniu. Dla pozostałych, poddawanych analizie, okien zdarzenia, obejmujących wielkości skumulowane, wnioskowanie na temat relacji pomiędzy transparentnością funduszu a nadwyżkową stopą zwrotu nie jest uprawnione, ponieważ estymowane parametry nie cechują się istotnością statystyczną (wyjątek stanowi równanie dla zmiennej objaśnianej *car11* – tabela 4.8).

Po trzecie, wartość zawieranej transakcji może być uznana za czynnik negatywnie determinujący wielkość premii w dniu ogłoszenia informacji o transakcji. W zdecydowanej większości przeprowadzonych estymacji znak oszacowanego parametru przy zmiennej *wart\_trans* był ujemny, w kilku zaś przypadkach parametr ten był istotny statystycznie. Oznacza to, że ujawnienie informacji o relatywnie wyższych inwestycjach funduszy skutkowało relatywnie niższymi ponadnormalnymi stopami zwrotu. Transakcje funduszy oznaczają najczęściej nabycie niewielkich (mniejszościowych) z punktu widzenia akcjonariatu praw własności. Na podstawie uzyskanych wyników można stwierdzić, że wzrost wielkości transakcji o 1 mln dolarów powoduje obniżenie premii o 0,0006 (0,06%) (tabele 4.4 i 4.7), przy innych czynnikach niezmiennych.

Dla równań, w których zmiennymi objaśnianymi są wielkości skumulowane, brak jest możliwości formułowania jednoznacznych wniosków, estymowane parametry nie spełniają bowiem wymogu istotności statystycznej. Jedynie w przypadku zmiennej *car01* (tabele 4.4 i 4.7) istnieją podstawy do wskazania, że relacja między zmiennymi jest podobna jak w wyżej opisanym przypadku, czyli negatywna (przy  $p = 0,096$ ). Poza jednym przypadkiem, we wszystkich modelach regresji logistycznej znak parametru przy zmiennej *wart\_trans* jest ujemny, aczkolwiek tylko w przypadku zmiennej objaśnianej *ar1* (tabela 4.9) spełniony jest wymóg istotności statystycznej. Uprawniony jest postulat, aby w kolejnych próbach, obok zmiennej odzwierciedlającej wielkość transakcji, wykorzystać zmienne odnoszące się do udziału w akcjonariacie lub zmian w akcjonariacie po przeprowadzonej transakcji. Dotarcie do tych danych na tym etapie badań nie było jednak możliwe.

Po czwarte, wyniki estymacji dostarczają informacji, które w niewielkim stopniu umożliwiają wnioskowanie na temat różnic w nadwyżkowej stopie zwrotu (reakcji inwestorów), która jest podyktowana przynależnością spółki do konkretnego sektora. W porównaniu z informacjami o inwestycji funduszu w sektorze finansowym i występującej w tym sektorze nadwyżkowej stopie zwrotu (zmienna objaśniana *ar0*), wyższa (istotna statystycznie) stopa zwrotu miała miejsce w spółkach z sektora przemysłowego (*sektor\_id* = 2), ochrony zdrowia (*sektor\_id* = 6), medialnego i rozrywkowego (*sektor\_id* = 11), a także sektora użyteczności publicznej (*sektor\_id* = 12) (tabela 4.2). Największa różnica występowała pomiędzy reakcją

w sektorze finansowym a sektorem mediów. Uzyskane wyniki dla zmiennej  $ar0$  stanowią empiryczną podstawę do wskazania, że nadwyżkowa stopa zwrotu jest determinowana przynależnością do sektora, z którego wywodzi się dana spółka. Ponadto, w relacji do reakcji uczestników rynku na informacje o inwestycjach funduszy w spółkach z sektora finansowego, najsilniej zmieniają się stopy zwrotu w przypadkach ogłoszenia informacji o inwestycjach funduszy w spółkach sektora telekomunikacyjnego ( $sektor\_id = 10$ , zmienne objaśniane  $car01$ ,  $car11$  oraz  $car22$ ). Prawdopodobnie inwestorzy odbierają najbardziej pozytywnie informacje o wejściu kapitałowym funduszy do spółek z sektora telekomunikacyjnego. Zaangażowanie kapitałowe podmiotów państwowych może być zatem postrzegane jako czynnik korzystnie wpływający na funkcjonowanie spółek w przyszłości, np. skutek wejścia na nowe rynki zbytu lub podpisania kontraktów rządowych.

Drugim przykładem sektora, który w istotny statystycznie sposób wyróżnia się na tle sektora finansowego z punktu widzenia premii, jest sektor produktów luksusowych ( $sektor\_id = 8$ ). W trzech równaniach ( $ar1$ ,  $car01$ ,  $car11$ ) (tabela 4.2) oszacowane parametry cechuje istotność statystyczna. Sugeruje to, że jeśli reakcja inwestorów jest mierzona za pomocą nadwyżkowej premii, to informacja o wejściu kapitałowym funduszu do spółek z tego sektora jest przez nich dyskontowana jako korzystniejsza niż w przypadku reakcji na informacje o inwestycji w sektorze finansowym. Na podkreślenie zasługuje jednak fakt, że prezentowane dane często nie stanowią merytorycznego argumentu do wskazania, że przynależność sektorowa spółek pozostaje w związku z premią rynkową w analizowanych oknach zdarzenia. Potwierdzeniem wniosków formułowanych w odniesieniu do zmiennej  $sektor\_id$  są wyniki estymacji uzyskane dla modeli regresji logistycznej (tabela 4.9).

Po piątę, wyniki estymacji modeli regresji prezentowane w tabeli 4.3 wydają się uprawniać do konstatacji, że kilkakrotnie reakcja uczestników rynku różni się ze względu na zmienną  $fund\_id$ . I tak np. w porównaniu z premią związaną z inwestycją funduszu KIA ( $fund\_id = 1$ ) premia charakterystyczna dla spółek, w które inwestuje fundusz GPF (GPF) ( $fund\_id = 5$ ) jest o 0,31385 mniejsza (zmienna  $ar0$ ). Podobnie premia związana z inwestycją funduszu SAFE ( $fund\_id = 6$ , zmienne  $ar1$ ,  $car01$ ,  $car11$ ,  $car22$ ) jest mniejsza w porównaniu z tą, jaka możliwa była do osiągnięcia wskutek reakcji rynku na inwestycje funduszu KIA. We wszystkich estymowanych oknach zdarzenia tylko w jednym przypadku występowała istotna statystycznie różnica pomiędzy parą funduszy. Najbardziej w relacji do transakcji, w których uczestniczył fundusz KIA, różniła się stopa zwrotu w przypadku transakcji zawieranych przez fundusz SAMA ( $fund\_id = 7$ ). W dniu następującym po ujawnieniu informacji o transakcji stopa ta była o 4,05 p.p. wyższa niż dla transakcji zawieranych przez KIA ( $p = 0,000$ ). Uwzględniając prezentowane dowody empiryczne (przy jednoczesnym wskazaniu, że w pozostałych przypadkach ujawnione różnice nie są istotne statystycznie), wskazać można zatem, że zmienna  $fund\_id$  wywiera wpływ na wielkość premii. Oznacza to, że reakcja inwestorów jest uzależniona od tego, jaki fundusz dokonuje zakupu akcji spółek na giełdzie, *ceteris paribus*.

Charakterystyki finansowe poszczególnych spółek w kontekście ich potencjalnego wpływu na wielkość premii, mierzącej reakcję inwestorów na ujawnienie informacji o transakcjach zawieranych przez państwowy fundusz majątkowy, stanowiły kolejną grupę zmiennych poddanych analizie (wyniki estymacji modeli regresji uwzględniających te zmienne zaprezentowano w tabelach 4.5 i 4.6).

Spoglądając na nie w sposób kompleksowy, można stwierdzić, że uzyskane wyniki wnoszą określoną wartość dodaną do procesu analizy, aczkolwiek estymacja równań z ich udziałem nie upoważnia najczęściej do konkluzji o występowaniu zależności. Dotyczy to wskaźników rentowności (*roe*, *roa*, *roc*), dla których, zarówno w przypadku estymacji modeli opartych na pełnym zestawie zmiennych, jak i estymacji z wykorzystaniem metody krokowej, nie uzyskano wyników wskazujących na występowanie zależności przyczynowo-skutkowej w oknach zdarzenia obejmujących dzień ujawnienia informacji, dzień następny oraz okres obejmujący oba dni. Natomiast rentowność kapitału własnego (*roe*) dla zmiennych *car11* oraz *car22* w sposób pozytywny determinuje wielkość premii. W oknie zdarzenia obejmującym dwa dni przed i dwa dni po ogłoszeniu informacji o transakcji wzrost wskaźnika rentowności o 1 p.p. zwiększa premię o 0,13 ( $p = 0,009$ ), przy innych czynnikach niezmiennych (równanie regresji ze zmienną objaśnianą *car22* – tabela 4.6). W odniesieniu do rentowności kapitału (*roc*), w oknie zdarzenia obejmującym okres od dwóch dni przed ujawnieniem informacji do dwóch dni po ogłoszeniu informacji o transakcji, uzyskane wyniki dowodzą występowania relacji odwrotnej, tj. wzrost wskaźnika *roc* o 1% determinuje spadek premii o 0,05 ( $p = 0,017$ ), *ceteris paribus*. Wyniki otrzymane w przypadku regresji logistycznej nie spełniają wymogu istotności statystycznej.

Z kolei w odniesieniu do zmiennej *freefloat*, w czterech z pięciu przypadków oszacowania parametrów regresji upoważniają do sformułowania wniosku o negatywnym wpływie wzrostu wielkości akcji w wolnym obrocie na wielkość premii (tabela 4.5). Potwierdzeniem tego są wyniki estymacji uzyskane przy zastosowaniu metody krokowej (tabela 4.6) oraz z użyciem regresji logistycznej (tabela 4.8). To z kolei wydaje się zgodne z teorią finansów, w której płynność obrotu jest uznawana za czynnik mający wpływ na stopy zwrotu. Można przypuszczać, że w analizowanych przypadkach większa liczba akcji w wolnym obrocie, poprzez wpływ na ceny transakcji zawieranych w danym okresie, stanowiła czynnik ograniczający osiągnięcie ponadnormatywnych stóp zwrotu przez inwestorów. Wnioskowanie to powinno być uzupełnione o wyniki badań empirycznych. Prezentowana zależność pomiędzy wielkością akcji w wolnym obrocie a nadwyżkową stopą zwrotu występowała jednak nie w dniu ogłoszenia informacji, lecz w pozostałych oknach zdarzenia.

Potwierdzeniem dla sformułowanego wyżej wniosku jest oszacowanie parametru przy zmiennej odzwierciedlającej kapitalizację rynkową spółki, przy założeniu występowania związku pomiędzy kapitalizacją rynkową a wielkością akcji w wolnym obrocie. Przyjmując, że wyższej kapitalizacji spółki towarzyszy większa wartość wskaźnika *freefloat*, wyniki estymacji przeprowadzonej dla zmiennej *ar0*



(tabela 4.6) uprawniają do wnioskowania na temat negatywnej relacji pomiędzy kapitalizacją rynkową a wielkością premii w dniu ogłoszenia informacji. Wniosekowanie takie wydaje się spójne z prezentowanym powyżej; ponadto możliwe jest do wytłumaczenia za pomocą podobnego mechanizmu rynkowego jak miało to miejsce w przypadku zmiennej *freefloat*.

W świetle uzyskanych wyników relacja ceny rynkowej jednej akcji do zysku na jedną akcję jawi się jako czynnik negatywnie determinujący wielkość premii ( $p = 0,096$  – estymacja dla zmiennej *ar1* oraz  $p = 0,027$  – estymacja dla zmiennej objaśnianej *car22*, tabela 4.5). Zbliżone wyniki uzyskano, stosując metodę krokowej eliminacji zmiennych (tabela 4.6). Na podstawie tych wyników można przypuszczać, że reakcja inwestorów na ujawnienie informacji o zakupie akcji przez państwowy fundusz majątkowy zależy od historycznej wyceny rynkowej spółki w relacji do zysków przez nią generowanych. W przypadku wysokich wartości miernika *pe* niższa premia sugeruje, że inwestorzy w sposób mniej korzystny oceniają potencjalne zalety wynikające z posiadania nowego inwestora niż ma to miejsce w przypadku reakcji inwestorów w spółkach o niskich wartościach miernika *pe*. Ujemne wartości parametrów przy zmiennej *pe* (cena do zysku) otrzymano również w toku estymacji czterech z pięciu modeli logitowych; w dwóch z nich nie został spełniony wymóg istotności statystycznej (tabela 4.8).

Z kolei wielkość miernika *pbv*, odnoszącego cenę rynkową do wartości księgowej jednej akcji, w świetle uzyskanych wyników zdaje się pozytywnie oddziaływać na wielkość premii. Potwierdzeniem tego są wyniki estymacji uzyskane dla zmiennej *ar1* (tabela 4.5) oraz zmiennych *ar1* i *car01* (tabela 4.6). W ostatnim z przytoczonych przykładów wzrost miernika o 1, *ceteris paribus*, powoduje wzrost premii o 0,036 ( $p = 0,003$ ). Nadmienić należy jednak, że w przypadku pozostałych równań wyniki oszacowania nie były istotne statystycznie, a także znak oszacowanych parametrów był ujemny.

Prezentowane w tabelach 4.5 i 4.6 wyniki nie dają natomiast podstaw do wskazania związku pomiędzy zadłużeniem spółki a wielkością premii możliwej do osiągnięciach wskutek ujawnienia informacji o transakcji zakupu akcji przez państwowy fundusz majątkowy. W przypadku zmiennej *return*, odzwierciedlającej stopę zwrotu z akcji spółki w okresie  $t-1$ , tylko w jednym przypadku możliwe jest wskazanie, że determinuje ona wielkość premii. Dla zmiennej objaśnianej *ar1* (tabela 4.5) wzrost historycznej stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki o 1 p.p. zwiększał premię z tytułu dyskontowania przez inwestorów informacji o wejściu kapitałowym funduszu o 0,0056 ( $p = 0,056$ ), *ceteris paribus*. Wyniki oszacowania uzyskane w toku estymacji modelu z pełnym zestawem zmiennych zostały potwierdzone przez wyniki otrzymane przy zastosowaniu metody krokowej wstecznej (tabela 4.6). W innych oknach zdarzenia wyniki te nie zostały potwierdzone uzyskanymi danymi empirycznymi.

Ostatnia z analizowanych zmiennych kontrolnych, odnoszących się do finansowej charakterystyki spółki, a mianowicie stopa dywidendy przypadająca na jedną akcję, biorąc pod uwagę uzyskane wyniki empiryczne, nie wykazuje

związku z premią obliczoną dla każdego przyjętego w badaniu okna estymacyjnego.

Kluczowe wnioski, odnoszące się do analizowanych związków pomiędzy wielkością premii a charakterystyką funduszy, transakcji oraz spółek, nie ulegają zasadniczej zmianie, kiedy grupy tych zmiennych wykorzystano do estymacji równań regresji w sposób łączny (tabela 4.7). Jedyna istotna różnica uwidacznia się w przypadku zmiennej *zr\_srod*.

Przy wcześniejszych estymacjach uzyskane wyniki empiryczne tylko w jednym przypadku dowodziły, że źródło pochodzenia środków, jakimi dysponują państwowe fundusze majątkowe, determinuje reakcję inwestorów mierzoną premią. Tymczasem w czterech spośród pięciu równań, dla których wyniki estymacji parametrów regresji są prezentowane w tabeli 4.7, uprawnione jest wskazanie występowania związku między źródłem środków a premią. I tak np. w dniu ujawniania informacji nadwyżkowa stopa zwrotu w spółkach, w które inwestuje fundusz wykorzystujący środki inne niż zgromadzone przez dany kraj wskutek eksploatacji zasobów naturalnych, jest o 0,25 mniejsza ( $p = 0,080$ ) niż w przypadku uczestniczenia w transakcji funduszu surowcowego.

Podsumowując, wyniki uzyskane w toku estymacji modeli regresji liniowej wykazują generalnie relatywnie niski stopień dopasowania estymowanych zmiennych do rzeczywistych wartości, a także niewielką liczbę parametrów spełniających wymóg istotności statystycznej. Może to wynikać zarówno z ograniczonej zdolności dyskryminacyjnej wybranych zmiennych, jak i niezidentyfikowania i w konsekwencji pominięcia istotnych zmiennych, które determinują analizowaną reakcję uczestników rynku. Zarówno z tego powodu, jak i dążenia do weryfikacji prawdziwości formułowanych wniosków, w badaniu podjęto również próbę analizy samego kierunku oddziaływania przyjętych zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą. Otrzymane wyniki (prezentowane w tabelach 4.8–4.10) mogą zostać uznane za dodatkowy, aczkolwiek słabszy argument na rzecz formułowanych wyżej wniosków.

Dokonując interpretacji wyników uzyskanych w procesie estymacji modeli logitowych, należy podkreślić, że w kwestii znaku oszacowanych parametrów są one spójne z wcześniejszymi badaniami i w przypadkach, w których spełniony jest wymóg istotności statystycznej, potwierdzają kierunek oddziaływania poszczególnych zmiennych na wartość ilorazu szans otrzymania ponadnormatywnej stopy zwrotu w przyjętych w badaniu oknach zdarzenia.

Dodatkowo w badaniu podjęto próbę ustalenia, czy i ewentualnie w jakim stopniu na uzyskane wyniki mają wpływ nietypowe, odstające wartości zmiennych (*outliers*). W tym celu zawężono próbę badawczą do obserwacji znajdujących się w przedziale od 1 do 99 percentyla rozkładu. Otrzymane wyniki nie uległy istotnym zmianom. Zastosowanie procedury winsoringu zmiennych (zastąpienia wielkości skrajnych wartością maksymalną i minimalną z zawężonego przedziału zmiennej) zakończyło się w podobny sposób.

## 4.5. Podsumowanie i wnioski

Szeroko rozumiana informacja stanowi jeden z kluczowych elementów współczesnej gospodarki i rynków finansowych. Odgrywana przez nią rola jest poddawana analizie w licznych pracach z zakresu nauk ekonomicznych. Odmienny koszt dostępu do informacji, czas niezbędny na jej pozyskanie, a przede wszystkim korzystanie z różnych źródeł informacji są wskazywane jako determinanty aktywności inwestorów na rynkach giełdowych. Zagregowane reakcje pojedynczych inwestorów odzwierciedlają często wręcz diametralnie różny charakter dyskontowania tych samych informacji. Są one utożsamiane z zachowaniami uczestników rynku, będącymi następstwem dostarczonych informacji.

Przedmiotem analiz w niniejszym rozdziale była reakcja inwestorów na ujawnienie informacji, a także próba identyfikacji czynników determinujących kierunek i siłę tej reakcji, odzwierciedlającej sposób dyskontowania pozyskanych informacji. Głównym motywem badań empirycznych podjętych w niniejszym rozdziale było dążenie do uzyskania odpowiedzi na cztery pytania badawcze.

1. Czy reakcja inwestorów na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego do spółki giełdowej pozostaje w związku z transparentnością funduszu, źródłem kapitałów zarządzanych przez fundusz lub krajem, z którego wywodzi się dokonujący transakcji inwestor?
2. W jakim stopniu na reakcję inwestorów na rynku wpływa wielkość przeprowadzonej transakcji?
3. Czy reakcja inwestorów jest uzależniona od finansowych charakterystyk spółki giełdowej, takich jak rentowność, wielkość, płynność obrotu akcjami, zadłużenie, a także miar rynku kapitałowego, takich jak dywidenda, stopa zwrotu, cena do zysku, cena do wartości księgowej?
4. Czy przynależność spółki do sektora odgrywa rolę w odmiennym postrzeganiu inwestycji państwowych funduszy majątkowych przez uczestników rynku?

Przeprowadzone w toku badań własnych analizy uprawniają do sformułowania następujących odpowiedzi. Jeśli chodzi o transparentność państwowego funduszu majątkowego, źródło wykorzystywanych przez niego środków inwestycyjnych oraz jego pochodzenie, w badaniach wykazano, że każda prezentowana zmienna wpływa na reakcję inwestorów na ujawnienie informacji o zawarciu transakcji kupna akcji spółki notowanej na giełdzie papierów wartościowych. Zachowanie uczestników rynku różni się zatem w zależności od typu funduszy (surowcowy lub niesurowcowy) oraz poziomu transparentności (wyższemu poziomowi transparentności funduszu towarzyszy niższa ponadnormatywna stopa zwrotu). W kilku przypadkach stwierdzono również, że reakcja inwestorów różni się z uwagi na sam fundusz.

Wartość transakcji pozostaje w odwrotnym związku z wielkością premii, tzn. wzrost wartości transakcji wpływa na obniżenie ponadnormatywnej premii w wybranych oknach estymacyjnych. Z kolei reakcja inwestorów na ujawnienie informacji o transakcji, przeprowadzonej przez państwowy fundusz majątkowy, jest uzależniona od rentowności spółki, jej wielkości mierzonej kapitalizacją rynkową oraz od stopy zwrotu. Wyższa rentowność aktywów wywiera pozytywny wpływ na wartość premii dla dłuższych, przyjętych w badaniu okien zdarzenia, *ceteris paribus*. Jeśli chodzi zaś o wartość akcji w wolnym obrocie, to zmienna ta w sposób negatywny oddziałuje na wielkość premii; wzrost wartości zmiennej objaśniającej przekłada się na niższe premie. W przypadku wielkości spółki wyniki nie wskazują na jednoznaczny kierunek relacji pomiędzy analizowanymi zmiennymi. W świetle przeprowadzonych badań brakuje natomiast podstaw do wnioskowania na temat wpływu stopy zwrotu z akcji spółki będącej przedmiotem inwestycji, a także stopy dywidendy na jedną akcję na wielkość ponadnormatywnej premii w analizowanych oknach zdarzenia.

Należy stwierdzić również, że uzyskane wyniki empiryczne rzadko dają podstawę do konkluzji na temat różnic w reakcji inwestorów na informacje o nabyciu akcji spółek pochodzących z różnych sektorów. W wielu przypadkach oszacowane parametry zmiennych objaśniających nie były bowiem istotne statystycznie.

Biorąc pod uwagę ogół prezentowanych wyników i fakt, że jest to pierwsza próba analizy czynników determinujących reakcję inwestorów na ujawnienie informacji o transakcji giełdowej państwowych funduszy majątkowych, należy podchodzić do nich ze stosowną dozą ostrożności. Konieczne jest zatem zweryfikowanie uzyskanych wyników oraz sformułowanych na ich podstawie wniosków w badaniach podejmowanych w przyszłości.

Odnosząc się do potencjalnych kierunków pogłębionej eksploracji naukowej, można wskazać kilka kwestii.

Po pierwsze, uzasadnione wydaje się podjęcie prób zweryfikowania wyników uzyskanych w toku niniejszych badań, odwołując się do innych przypadków wejść kapitałowych funduszy do spółek. W tym kontekście postuluje się przeprowadzenie powtórnego badania na GPW w Londynie, tym razem jednak w szerszym horyzoncie oraz z uwzględnieniem większej próby badawczej.

Ponadto obiektem analiz w przyszłości powinny stać się również inne parkiety oraz transakcje, w których uczestniczą na nich państwowe fundusze majątkowe. Pozwoliłoby to na dokonanie porównań działalności funduszy na różnych rynkach oraz wskazanie ewentualnych różnic lub podobieństw w reakcji inwestorów. Za szczególnie ważne z poznawczego punktu widzenia można uznać studia empiryczne, w których podjęto by próbę analizy reakcji inwestorów na rynkach wschodzących. Ze względu na specyfikę tych rynków, w tym zwłaszcza generalnie niższą płynność obrotu walorami, reakcje inwestorów na ujawnienie informacji o wejściu kapitałowym państwowego funduszu majątkowego prawdopodobnie odbiegają od obserwowanych na rynkach dojrzałych. Postulowane badania są ważne z uwagi na coraz silniejsze zaangażowanie funduszy na rynkach wschodzących.

Interesujące z poznawczego punktu widzenia wydają się badania na rynkach kapitałowych krajów posiadających państwowe fundusze majątkowe oraz przeanalizowanie reakcji inwestorów na wejścia kapitałowe rodzimego funduszu majątkowego, a także wejść kapitałowych funduszy z innych krajów. Dotychczasowe badania stanowią przesłankę do przypuszczenia, że reakcje te mogą być odmienne (Urban, 2017a).

Po drugie, biorąc pod uwagę utrzymujące się relatywnie niskie ceny ropy naftowej, wpływające negatywnie na budżety krajów eksporterów, można oczekiwać, że część funduszy zostanie zmuszona w przyszłości do wycofania środków inwestowanych na rynkach zagranicznych celem ich wykorzystania do stabilizacji finansów publicznych w rodzimym kraju. Sprzedaż aktywów, w tym także sprzedaż akcji spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych, będzie stwarzać okazję do analizy sytuacji odwrotnej do będącej przedmiotem niniejszego badania (reakcji inwestorów na wyjście, częściowe lub całkowite, z inwestycji w spółce). Oprócz waloru poznawczego tego typu studia niosłyby za sobą również korzyści natury aplikacyjnej, ponieważ potencjalnie gwałtowny odpływ kapitału inwestowanego przez fundusze może, lecz niekoniecznie musi, oddziaływać na ceny aktywów na rynkach kapitałowych. Wiedza na temat sposobu wychodzenia z inwestycji przez tę kategorię inwestorów instytucjonalnych byłaby cenną wskazówką zarówno dla inwestorów na rynkach kapitałowych, jak i dla instytucji odpowiedzialnych za kreowanie polityki gospodarczej danego kraju.

Po trzecie, ze wszech miar zasadne jest wykorzystanie w kolejnych badaniach danych giełdowych wysokich częstotliwości. Pozwoliłoby to na zbadanie krótkookresowej, mierzonej w sekundach lub minutach, reakcji inwestorów na ujawnienie informacji o aktywności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych. Co więcej, tego typu analiza umożliwiłaby ograniczenie interakcyjnego oddziaływania innych, istotnych i potencjalnie ważnych z punktu widzenia inwestorów, zdarzeń oraz informacji o nich, dotyczących danej spółki. Ponadto takie podejście stworzyłoby możliwość zweryfikowania, czy i w jaki sposób informacje o aktywności inwestycyjnej funduszy determinują inne niż cena elementy transakcji giełdowych, np. płynność obrotu. Uwzględniając aktualny stan wiedzy w tym obszarze, tego typu studia empiryczne warte są podjęcia.

Po czwarte, w dociekaniach naukowych należałoby uwzględnić nie tylko reakcje rynku na ujawniane informacje, lecz również ich charakter. Reakcja inwestorów może być bowiem następstwem nie tylko opublikowania informacji, lecz wypływać z konkretnej treści, jaką dana informacja zawiera. Artykuły wykorzystujące eksplorację danych (data mining) oraz tekst sentyment (sentiment analysis) (Groß-Klußmann i in., 2015; Nassirousii i in., 2014; Kim, Kim, 2014) wskazują na relatywnie nowy kierunek badań, powodowany rosnącym zainteresowaniem behawioralnymi aspektami działalności ekonomicznej podmiotów. Dzięki połączeniu badań ilościowych i jakościowych powinien on dostarczyć ważnych i obiecujących z poznawczego punktu widzenia wyników.

Po piąte wreszcie, w zakresie metodyki badania wydaje się uzasadnione rozszerzenie katalogu metod regresji o wielomianową regresję logistyczną. W odróżnieniu od zwykłej regresji logistycznej, pozwoliłoby to wyodrębnić trzecią kategorię zmiennej objaśnianej, którą mogłyby zostać nadwyżkowe stopy zwrotu o wielkościach zbliżonych do zera, w przedziale wyznaczonym przez badacza na podstawie przesłanek natury merytorycznej. Estymacja równań z tak przyjętą zmienną objaśnianą doprowadziłaby do ustalenia, jakie czynniki i w jakim stopniu odpowiadają za różnice pomiędzy istotnie dodatnimi i istotnie ujemnymi ponadnormalnymi stopami zwrotu a nadwyżkowymi stopami zwrotu bliskimi zeru. Uzupełnieniem wskazanej powyżej metody może być również przeprowadzenie estymacji równań regresji kwantylowej. Ponadto w odniesieniu do sposobu obliczania nadwyżkowej stopy zwrotu możliwe jest zastosowanie alternatywnych metod, np. opartych na modelu rynkowym. Rozszerzenie badań może obejmować też analizy reakcji rynku, wykraczające poza okna estymacyjne przyjęte przez autora niniejszej monografii, i próbę określenia czynników determinujących reakcje uczestników rynku w długim okresie.





# Zakończenie

Funkcjonowanie państwowych funduszy majątkowych jest jednym z tych zagadnień, które w ramach nauk ekonomicznych skupiają w ostatnich latach szczególną uwagę badaczy. Sprawia to, że światowy dorobek naukowy w tym zakresie znajduje się w fazie szybkiego rozwoju. Powodów tego stanu rzeczy należy upatrywać w kilku czynnikach.

Po pierwsze, państwowe fundusze majątkowe pozostawały przez relatywnie długi, mierzony w dekadach, okres kategorią nienazwaną. Ich działanie wymykało się uwadze zarówno środowiska akademickiego, jak i praktyków życia gospodarczego, a także organów nadzorczych i międzynarodowych instytucji finansowych. Po drugie, zostały one dostrzeżone w wyjątkowym momencie, jakim był ostatni globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych. Po trzecie, prowadzona przez nie akcja dokapitalizowywania czołowych instytucji finansowych świata zachodniego, mająca znamiona działań ratunkowych i stabilizacyjnych, wzbudziła przekonanie, że państwowe fundusze majątkowe mogą stać się narzędziem służącym do rozwiązywania ważnych z punktu widzenia globalnego systemu finansowego problemów.

Wszystko to razem wygenerowało potrzebę pilnego i opartego na empirycznych fundamentach poznania istoty nowego zjawiska i zrozumienia motywów funkcjonowania poszczególnych funduszy. Mimo wieloletniego wzmożonego wysiłku badawczego oraz licznych publikacji, problematyka państwowych funduszy majątkowych zawiera w niektórych jej obszarach kwestie nierozstrzygnięte lub też niebędące jak dotąd przedmiotem naukowych dociekań. Niniejsza monografia poszerza zatem stan wiedzy na temat państwowych funduszy majątkowych, wypełniając lukę poznawczą i stanowiąc istotny przyczynek do próby opisanie zmieniającej się roli państwa w gospodarce, w szczególności odgrywanej na rynkach finansowych.

Funkcjonowanie państwowych funduszy majątkowych na styku pojedynczych gospodarek oraz globalnych rynków finansowych powoduje konsekwencje dwojakiego rodzaju. Z jednej strony sytuacja ta sprawia, że ten temat badawczy obejmuje takie dziedziny nauki, jak makroekonomia, polityka gospodarcza,

finanse publiczne, finanse międzynarodowe i międzynarodowa ekonomia polityczna. Powoduje to, że problematyka badawcza ma charakter wielowątkowy oraz tworzy podstawy do prowadzenia interdyscyplinarnych z natury badań i studiów. Z drugiej strony jednak, w celu pełniejszego zrozumienia istoty badanego zjawiska, wymusza konieczność holistycznego spojrzenia na państwowe fundusze majątkowe, co może sprawiać relatywną trudność przy próbie jednowymiarowego zaklasyfikowania badań wyłącznie do jednego obszaru, dziedziny czy dyscypliny naukowej.

Ponadto relatywnie niska przejrzystość państwowych funduszy majątkowych w połączeniu z heterogenicznym charakterem tego segmentu rynku inwestorów instytucjonalnych powoduje w wielu sytuacjach trudności w dotarciu do najbardziej podstawowych i aktualnych danych niezbędnych do przeprowadzenia badania. Jednocześnie utrudniają one formułowanie spójnych i odnoszących się do wszystkich podmiotów wniosków i uogólnień.

W niniejszej monografii zaprezentowano kompleksowe spojrzenie na problematykę państwowych funduszy majątkowych w kontekście ekonomicznym i finansowym, łącząc ze sobą dwie perspektywy: pojedynczej gospodarki oraz globalnych rynków finansowych. Jest to uzasadnione przenikaniem się obu wymiarów analizy i ich wzajemnym oddziaływaniem. Państwowe fundusze majątkowe są bowiem nie tylko nierozzerwalnie związane z gospodarką danego kraju i od niej bezpośrednio zależne, ale ich funkcjonowanie jest uwarunkowane dostępem do międzynarodowych rynków finansowych, na których prowadzą one działalność inwestycyjną.

Cele niniejszej monografii miały dwojaki charakter. Pierwszym z nich była analiza, synteza i klasyfikacja światowego dorobku naukowego obejmującego problematykę państwowych funduszy majątkowych, a w konsekwencji identyfikacja zagadnień, które powinny zostać poddane głębszej eksploracji naukowej. Drugim celem była weryfikacja za pomocą metod ilościowych wybranych ekonomicznych i finansowych zależności odnoszących się do kluczowych aspektów funkcjonowania funduszy w pojedynczej gospodarce oraz na wybranym rynku finansowym. Można stwierdzić zatem, że cele niniejszej pracy miały wymiar zarówno teorio-poznawczy, jak i empiryczny oraz aplikacyjny.

Wyniki uzyskane w toku badań własnych dowodzą, że wielkość renty surowcowej osiągananej przez daną gospodarkę stanowi czynnik determinujący utworzenie państwowego funduszu majątkowego. Jednocześnie spośród wszystkich analizowanych determinant jest to zmienna, która wywiera największy wpływ na prawdopodobieństwo powołania do życia funduszu, a wyniki otrzymane przy zastosowaniu testów odporności nie różniły się w tym zakresie od siebie. Kolejnym czynnikiem, decydującym o tworzeniu państwowych funduszy majątkowych, jest w świetle przeprowadzonych badań zdolność absorpcyjna krajowej gospodarki, odnosząca się do możliwości alokowania lub reinwestowania kapitału w kraju.

Badanie wykazało również, że w analizowanej próbie badawczej fundusz jest tworzony przez kraje charakteryzujące się relatywnie niskim wskaźnikiem wydatków i transferów do sektora edukacyjnego w relacji do produktu krajowego brutto.

To nie wielkość krajowej giełdy i rozmiar rynku pieniężnego, lecz posiadanie przez dany kraj rozwiniętego systemu edukacji, który potencjalnie pośrednio determinuje zdolność absorpcji kapitału pochodzącego z eksploatacji surowców naturalnych przez zaawansowane sektory gospodarki, stanowi czynnik zmniejszający prawdopodobieństwo utworzenia przez ten kraj państwowego funduszu majątkowego. Ponadto wyniki badań własnych wskazują, że decyzja o utworzeniu funduszu jest uwarunkowana kilkoma jednocześnie oddziałującymi na siebie czynnikami, wśród których zidentyfikowano wielkość produktu krajowego brutto, poziom renty surowcowej i wielkość rezerw walutowych.

Uzyskane wyniki pozwoliły na pozytywną weryfikację hipotezy (HG1) zakładającej, że tworzenie państwowych funduszy majątkowych jest uwarunkowane czynnikami makroekonomicznymi, związanymi z cechami gospodarki kraju założyciela. Jednocześnie, opierając się na prezentowanych dowodach empirycznych, można wskazać, że motywy ekonomiczne i finansowe nie wykluczają występowania także innych przesłanek, w tym politycznych, skłaniających do tworzenia przez niektóre kraje państwowych funduszy majątkowych.

W odniesieniu do drugiej hipotezy badawczej (HG2), w której przyjęto, że reakcja inwestorów na ujawnienie informacji o nabyciu akcji spółki giełdowej przez państwowy fundusz majątkowy jest determinowana czynnikami związanymi z funduszem dokonującym transakcji, wielkością transakcji i finansowymi charakterystykami spółki będącej obiektem inwestycji, uzyskane w toku badań własnych wyniki empiryczne pozwalają na pozytywną weryfikację tak sformułowanej hipotezy. Reakcja uczestników rynku zależy od transparentności funduszu; wyższy poziom transparentności powoduje niższą ponadnormatywną stopę zwrotu. Inwestorzy reagują na ujawnienie transakcji zawieranych przez fundusze surowcowe w odmienny sposób niż w przypadku transakcji, których stroną jest fundusz niesurowcowy. Może to odzwierciedlać inne postrzeganie dominujących motywów przeprowadzania transakcji i w rezultacie różne oczekiwane oddziaływanie na funkcjonowanie spółek giełdowych w przyszłości. Z kolei wartość zawartej transakcji w sposób negatywny determinuje wielkość premii; ujawnienie informacji o wyższych wartościach transakcji skutkowało obniżeniem ponadnormatywnej stopy zwrotu w wybranych oknach zdarzenia, przy innych czynnikach pozostających bez zmian. Wśród czynników finansowych związanych ze spółką badanie wskazało, że reakcja inwestorów jest uzależniona w sposób pozytywny od rentowności spółki oraz negatywny od wielkości akcji pozostających w wolnym obrocie.

W przypadku obu badań prezentowane wyniki nie dają podstaw do odpowiedzi na wszystkie postawione pytania badawcze oraz zweryfikowania wszystkich cząstkowych hipotez. Z uwagi na fakt, że przeprowadzone badania są pierwszymi lub jednymi z pierwszych w swoich obszarach, do otrzymanych wyników należy podejść ze stosowną dozą ostrożności i naukowego sceptycyzmu. W celu weryfikacji zarówno osiągniętych w niniejszych analizach rezultatów, jak i prawdziwości

sformułowanych na ich podstawie wniosków ze wszech miar konieczne i bezsprzeczne jest kontynuowanie studiów empirycznych. Niniejsza praca, jakkolwiek podjęta z zamiarem kompleksowego podejścia do finansowych i ekonomicznych aspektów funkcjonowania i rozwoju państwowych funduszy majątkowych, nie wyczerpuje wszystkich problemów badawczych.

Kolejne badania nad państwowymi funduszami majątkowymi będą determinowane dalszym rozwojem tej grupy inwestorów instytucjonalnych. Ma to związek z wieloma czynnikami o charakterze wewnętrznym, powiązаныmi ze zmianami sytuacji gospodarczej i politycznej w poszczególnych krajach, a także z czynnikami zewnętrznymi, które odzwierciedlają przemiany w sferze gospodarki globalnej, w tym w światowym systemie walutowym. W związku z tym pojawiają się zasadnicze trudności we wskazaniu najbardziej prawdopodobnego scenariusza rozwoju rynku państwowych funduszy majątkowych. Wśród potencjalnych czynników determinujących zmiany/przemiany w analizowanym obszarze można wymienić międzynarodowe porozumienia dotyczące ograniczenia emisji gazów cieplarnianych i ewentualne przejście do gospodarek niskoemisyjnych, skoordynowane działania między czołowymi gospodarkami świata, zmierzające do zatrzymania dalszego wzrostu nierównowagi globalnej lub istotnego jej zredukowania, a nawet wyeliminowania, ewentualne ujawnienie się silniejszych tendencji protekcyjnych w zakresie wymiany handlowej i przepływu kapitału, tempo wzrostu gospodarki globalnej i gospodarek krajowych oraz stan finansów publicznych w poszczególnych krajach. Wydaje się jednak, że niezależnie od kierunku przyszłych zmian indywidualne organizmy państwowe będą poszukiwać nadal możliwości efektywnego oddziaływania na gospodarkę i rynek z zamiarem realizowania określonych celów gospodarczych, społecznych i politycznych.

Biorąc pod uwagę aktualny stan piśmiennictwa, dotyczący państwowych funduszy majątkowych, możliwe jest wskazanie dwóch nowych kierunków badań. Po pierwsze, analizy mogą objąć kwestie stabilizacyjnego oddziaływania państwowych funduszy majątkowych na sektor finansów publicznych rodzimej gospodarki i na kurs krajowej waluty. Dysponują one bowiem zarówno środkami, jak i mandatem politycznym do wspierania prowadzonej lokalnie polityki finansowej i monetarnej. Z poznawczego punktu widzenia ważna wydaje się zatem próba odpowiedzi na pytanie, czy kraje po utworzeniu funduszy odnotowały w tym zakresie zauważalną poprawę oraz czy skuteczność prowadzonych przez nie różnych rodzajów polityki gospodarczej różni się od skuteczności podobnych narzędzi w krajach, które nie posiadają państwowych funduszy majątkowych. Ponadto, z uwagi na fakt, że pod adresem inwestorów instytucjonalnych są formułowane zarzuty odnośnie do działań stadnych wywierających destabilizujący wpływ na pojedyncze rynki kapitałowe, zasadne jest podjęcie badań zmierzających do ustalenia, czy w obrębie działalności inwestycyjnej funduszy występuje efekt naśladownictwa. Możliwość wyjścia przez fundusz z dotychczasowych inwestycji na wybranych rynkach zagranicznych, wynikająca częstokroć z konieczności

szybkiego transferowania kapitału i alokowania środków finansowych w krajowej gospodarce, skłania do przeprowadzenia empirycznej weryfikacji, w jaki sposób sprzedaż akcji spółek giełdowych wpływa na kurs akcji oraz płynność obrotu tymi walorami.

Niniejsza praca, w zamyśle autora, ma stanowić kompleksowe, a jednocześnie skomprimowane opracowanie na temat państwowych funduszy majątkowych, uwzględniające kontekst finansowych i ekonomicznych aspektów funkcjonowania analizowanych podmiotów. Jest ona jednocześnie zwieńczeniem badań prowadzonych przez autora w ostatnich ośmiu latach. Praca łączy w sobie i poddaje analizie dwa wymiary funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych: potrzeby pojedynczej gospodarki i oczekiwania globalnych rynków finansowych. Biorąc pod uwagę relatywnie krótki okres eksploracji naukowej państwowych funduszy majątkowych, niniejsza monografia odnosi się do aktualnych zagadnień badawczych. Problematyka państwowych funduszy majątkowych została osadzona w szerszym kontekście przeobrażeń współczesnej gospodarki globalnej, w tym zwłaszcza rosnącego zaangażowania państwa, zarówno w krajowej gospodarce, jak i na międzynarodowych rynkach finansowych.

Przeprowadzona w pracy analiza ekonomicznych i finansowych czynników determinujących prawdopodobieństwo utworzenia państwowego funduszu majątkowego nie tylko uzupełnia dotychczasowy dorobek badawczy, ale stanowi jednocześnie wskazówkę dla kreatorów polityki gospodarczej. Z kolei wyniki badań, dotyczących relacji pomiędzy cechami funduszy, charakterystykami spółek a reakcją uczestników rynku na ujawnienie informacji o zawarciu transakcji przez państwowe fundusze majątkowe na pojedynczym rynku kapitałowym kraju rozwiniętego, tworzą przesłanki do podejmowania kolejnych studiów oraz kontynuowania eksploracji naukowej zapoczątkowanej przez autora, które umożliwią zweryfikowanie i rozszerzenie wniosków formułowanych w niniejszej monografii.





# Bibliografia

- Abdih Y., Chami R., Dagher J., Montiel P. (2012), *Remittances and institutions: are remittances a curse?*, „World Development”, 40(4), s. 657–666.
- Acharya V., Anginer D., Warburton A. (2014), *The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit State Guarantees*, unpublished working paper, New York University, Virginia Tech, Syracuse University, s. 1–58.
- Aglietta M. (2014), *Sovereign wealth funds in the mutation of global finance*, „Law and Financial Markets Review”, 8(3), s. 282–296.
- Aglietta M. (2009), *Sovereign wealth funds: long-term investors in need of effective strategies*, „Revue d'Économie Financière”, Special Issue, 9(1), s. 329–337.
- Aguiliera R., Capapé J., Santiso J. (2016), *Sovereign wealth funds: a strategic governance view*, „Academy of Management Perspective”, 30(1), s. 5–23.
- Ahmed A. (2013), *Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: an empirical assessment*, „Economic Modelling”, 30, s. 261–273.
- Ainina F., Mohan N. (2010), *Sovereign wealth funds: investment and governance practices*, „Journal of Asia-Pacific Business”, 11(4), s. 278–295.
- Aizenman J., Glick R. (2009), *Sovereign wealth funds: stylized facts about their determinants and governance*, „International Finance”, 12(3), s. 351–386.
- Aizenman J., Lee J. (2008), *Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserves hoarding*, „The World Economy”, 31(5), s. 593–611.
- Aizenman J., Marion N. (2004), *International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection*, „The Economic Journal”, 13(497), s. 569–591.
- Aizenman J., Cheung Y.-W., Ito H. (2015), *International reserves before and after the global crisis: is there no end to hoarding?*, „Journal of International Money and Finance”, 52, s. 102–126.
- Ajjina A., Lakhal F., Sougné D. (2015), *Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France*, „International Journal of Managerial Finance”, 11(1), s. 44–59.
- Akdoğan K. (2012), *Foreign exchange reserves in a credit constrained economy*, „International Economics”, 130, s. 59–79.
- Alawode A., Al Sadek M. (2008), *What is financial stability?*, Central Bank of Bahrain, „Financial Stability Paper Series”, 1, s. 1–26.

- Alberola E., Serena J. (2008), *Reserves, sovereign wealth funds and the resilience of global imbalances*, „Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena”, 37(3), s. 315–343.
- Alberola E., Serena J. (2007), *Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation. Assessing the Limits in Emerging Economies*, Banco de España, Documentos de Trabajo, WP-0706, s. 1–39.
- Alexeev M., Conrad R. (2009), *The elusive curse of oil*, „The Review of Economics and Statistics”, 91(3), s. 586–598.
- Alfaro L., Kanczuk F. (2009), *Optimal reserve management and sovereign debt*, „Journal of International Economics”, 77, s. 23–36.
- Alhashel B. (2015), *Sovereign wealth funds: a literature review*, „Journal of Economics and Business”, 78, s. 1–13.
- Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung Ch.-Ch. (2013), *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structure and Investment Management*, „IMF Working Paper”, 231, Washington, D.C., s. 1–34.
- Alińska A. (red.) (2012), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Alińska A. (2012–2011), *Sieć bezpieczeństwa finansowego jako element stabilności funkcjonowania sektora bankowego*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace”, 4, SGH, s. 87–99.
- Alińska A., Pietrzak B. (2012), *Stabilność system finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, CeDeWu, Warszawa.
- Allegret J.-P., Courbis B., Dulbecco P. (2003), *Financial liberalization and stability of the financial system in emerging markets: the institutional dimensions of financial crises*, „Review of International Political Economy”, 10(1), s. 73–92.
- Ander J., Teplý P. (2014), *Sovereign Wealth Funds in Theory and Practise*, Charles University in Prague – Karolinum Press, Prague.
- Anderloni L., Vandone D. (2012), *Sovereign Wealth Fund Investments in the Banking Industry*, Università Degli studi di Milano, „Working Paper”, 24, s. 1–23.
- Andritzky J. (2012), *Government Bonds and Their Investors: What Are the Facts and Do They Matter?*, „Working Paper”, 158, International Monetary Fund, s. 1–28.
- Angeloni I., Faia E., Winkler R. (2014), *Exit strategies*, „European Economic Review”, 70, s. 231–257.
- Angeloni I., Bènessy-Quééré A., Carton B., Darvas Z., Destais Ch., Pisani-Ferry J., Sapir A., Vallée H. (2011), *Global currencies for tomorrow. A European perspective*, „Economic Paper”, 444, s. 1–75.
- Aras G., Müslümov A. (2005), *Institutional investors and stock market development: a causality study*, „ISE Review”, 29, s. 1–14.
- Areaza C., Castilla L., Fernandes C. (2009), *The coming of age of sovereign wealth funds: perspective and policy issues within and beyond borders*, „Global Journal of Emerging Market Economies”, 1, s. 25–41.
- Arezki R., Hadri K., Loungani P., Rao Y. (2013), *Testing the Prebisch-Singer hypothesis since 1650: evidence from panel techniques that allow for multiple breaks*, „International Monetary Fund Working Paper”, 180, s. 1–37.

- Arezki R., Ploeg van der F. (2007), *Can the natural resource curse be turned into a blessing? The role of trade policies and institutions*, „CEPR Discussion Paper”, 6225, s. 1–36.
- Aspadarec W. (2013), *Kryzys finansowy a finansyzacja rynków towarowych*, „Management and Business Administration. Central Europe”, 2(121), s. 23–37.
- Aspadarec W. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*, [w:] J. Harasim, J. Cichy (red.), *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Rynki finansowe*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 106, s. 34–43.
- Auty R. (1998), *Resource Abundance and Economic Development: Improving the Performance of Resource Rich Countries*, The United Nations University World Institute for Development Economics, Helsinki.
- Auty R. (1993), *Sustaining Development in Mineral Economies: the Resource Curse Thesis*, Routledge, London.
- Backer K. (2009), *Sovereign wealth funds as regulatory chameleons: the Norwegian sovereign wealth funds and public global governance through private global investment*, „Georgetown Journal of International Law”, 41(2), s. 101–192.
- Bahgat G. (2008), *Sovereign wealth funds: danger and opportunities*, „International Affairs”, 84(6), s. 1189–1204.
- Balding C. (2012), *Sovereign Wealth Funds. The New Intersection of Money & Politics*, Oxford University Press, Oxford.
- Balin B. (2010), *The impact of global economic crisis on sovereign wealth funds*, „Asian-Pacific Economic Literature”, 24(1), s. 1–8.
- Bancarewicz G. (2005), *Kryteria klasyfikacji i uprzywilejowana pozycja banków ważnych systemowo oraz wyrównywanie szans banków w systemie finansowym*, „Bank i Kredyt”, 11–12, s. 25–35.
- Baran B. (2012), *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa”, 9(253), s. 39–59.
- Barnett S., Ossowski R. (2002), *Operational aspects of fiscal policy in oil-producing countries*, [in:] J. Davis, R. Ossowski, A. Fedelino (eds), *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Barwiński M., Bratkowski A., Rzeszutek E., Szpunar P., Szwaja R., Wyżnikiewicz D. (2003), *Prześlanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, „Materiały i Studia”, 170, NBP, Warszawa, s. 1–40.
- Bassan F. (2011), *The Law of Sovereign Wealth Funds*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK.
- Bazoobandi S. (2013), *The Political Economy of the Gulf Sovereign Wealth Funds*, Routledge Studies in Middle Eastern Economies, New York.
- Beck R., Fidora M. (2009), *Sovereign wealth funds – before and since the crisis*, „European Business Organization Law Review”, 10, s. 353–367.
- Beck R., Fidora M. (2008), *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, European Central Bank, „Occasional Paper”, 91, July, s. 349–358.
- Bekaert G., Harvey C., Lundblad Ch. (2011), *Financial openness and productivity*, „World Development”, 39(1), s. 1–19.
- Belka M. (2012), *System finansowy a bezpieczeństwo świata*, „Sprawy Międzynarodowe”, 4, s. 19–28.

- Ben-Nasr H., Boubakri N., Cosset J.-C. (2012), *The political determinants of the cost of equity: evidence from newly privatized firms*, „Journal of Accounting Research”, 50(3), s. 605–646.
- Bernanke B., Reinhart V. (2004), *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*, „American Economic Review”, 94(2), s. 85–90.
- Bernstein S., Lerner J., Schoar A. (2013), *The investment strategies of sovereign wealth funds*, „Journal of Economic Perspective”, 27(2), s. 219–238.
- Bertoni F., Lugo S. (2014), *The effect of sovereign wealth funds on the credit risk of their portfolio companies*, „Journal of Corporate Finance”, 27, s. 21–35.
- Betbéze J.-P. (2009), *Sovereign wealth funds: a solution to the crisis?*, „Revue d'Économie Financière”, Special Issue, 9(1), s. 157–162.
- Betum-Ennin I. (2014), *Testing the validity of Mrs. Machlup wardrobe versus the Joneses hypothesis in the West African Monetary Zone*, „Global Business and Economics Research Journal”, 3(12), s. 23–41.
- Beuselinx Ch., Lihong C., Deloof M., Xia X. (2015), *The value of government during the global financial crisis*, „Journal of Corporate Finance”, 42, s. 481–493.
- Bird G., Mandilaras A. (2010), *Revisiting Mrs. Machlup's wardrobe: the accumulation of international reserves, 1992–2001*, „Applied Economics Letters”, s. 467–471.
- Blanchard J.-M. (2014), *The China Investment Corporation: power, wealth or something else?*, „China: An International Journal”, 12(3), s. 155–175.
- Blanchard O., Milesi-Feretti G. (2011), *Why Should Current Account Balances Be Reduced?*, „IMF Staff Discussion Note”, 11/03, s. 1–15.
- Bogołębska J. (2014), *Wykorzystanie rezerw walutowych zakumulowanych na ponadoptymalnym poziomie – doświadczenia współczesnych banków centralnych*, „Studia Ekonomiczne”, 186, s. 23–36.
- Bogołębska J. (2013), *Nierównowagi globalne a stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Analiza na przykładzie akumulacji rezerw walutowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Bogołębska J. (2012), *Państwowe fundusze majątkowe (sovereign wealth funds – swf) jako publiczni inwestorzy instytucjonalni na globalnym rynku finansowym*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, 266, s. 221–232.
- Bohl M.T., Brzeszczyński J. (2006), *Do institutional investor destabilize stock prices? Evidence from an emerging market*, Centre for Economic Reform and Transformation, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money”, 16(4), s. 370–383.
- Bolton P., Samama F., Stiglitz J. (eds) (2012), *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, Columbia University Press, New York.
- Bonatti L., Fracasso A. (2013), *Hoarding of international reserves in China: mercantilism, domestic consumption and US monetary policy*, „Journal International of Money and Finance”, 32, s. 1044–1078.
- Borcuch A. (2009), *Globalny system pieniężny*, CeDeWu, Warszawa.
- Borisova G., Fotak V., Holland K., Megginson W. (2015), *Government ownership and the cost of debt: evidence from government investments in publicly traded firms*, „Journal of Financial Economics”, 118(1), s. 168–191.

- Borisova G., Brockam P., Sales J., Zagorchev A. (2012), *Government ownership and corporate governance: evidence from the EU*, „Journal of Banking and Finance”, 36(11), s. 2917–2934.
- Bortolotti B., Fotak, V., Megginson W. (2014). *The Rise of Sovereign Wealth Funds: Definition, Organization and Governance*, „Paolo Baffi Center Research Paper Series”, 163, s. 1–26.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W. (2013), *The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence from Public Equity Investments*, „Paolo Baffi Centre Research Paper Series”, 140, s. 1–57.
- Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W. (2009), *Sovereign Wealth Fund Investments and Performance*, Fondazione Eni Enrico Mattei, „Working Papers”, 22, s. 1–62.
- Boubakri N., Cosset J.-C., Saffar W. (2012), *The impact of political connections on firm's operating performance and financing decisions*, „Journal of Financial Research”, 35(3), s. 397–423.
- Boubakri N., Cosset J.-C., Samir N. (2011), *Sovereign wealth fund acquisitions: a comparative analysis with mutual funds*, [in:] N. Boubakri, J.-C. Cosset (eds) *Institutional Investors in Global Capital Markets*, „International Finance Review”, 12, s. 355–389.
- Braunstein J. (2014), *The novelty of sovereign wealth funds: the emperor's new clothes?*, „Global Policy”, 5(2), s. 169–180.
- Brenner I. (2009), *State capitalism comes of age: the end of free Market?*, „Foreign Affairs”, 88(3), s. 40–55.
- Brózda D. (2015), *Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej w warunkach zerowej granicy nominalnych stóp procentowych*, „Institute of Economic Research Working Papers”, 36, s. 1–19.
- Brugger F. (2015), *Asia's Reserve Accumulation: Part of a New Paradigm*, „Karl-Franzens University Graz Working Paper”, 2015-03, s. 1–31.
- Brunnschweiler C. (2008), *Cursing the blessings? Natural resource abundance, institutions and economic growth*, „World Development”, 36(3), s. 399–419.
- Brunnschweiler C., Bulte E. (2008), *The resource curse revisited and revised: a tale of paradoxes and red herrings*, „Journal of Environmental Economics and Management”, 55(3), s. 248–264.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Szetela M. (2016), *Is Poland at risk of the zero lower bound?*, „Bank i Kredyt”, 47(3), s. 190–226.
- Bunkanwanicha P., Wiwattanakatang Y. (2009), *Big business owners in politics*, „Review of Financial Studies”, 22(6), s. 2133–2168.
- Buząła P. (2012), *Reakcja inwestorów na rekomendacje giełdowe*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Upowszechnianie i transfer wyników badań*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 11–20.
- Caballero R. (2010), *The „other” imbalance and the financial crisis*, „NBER Working Paper”, 15636, s. 1–43.
- Cai Ch., Clacher I. (2009), *Chinese investments goes global: the China Investment Corporation*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, 17(1), s. 9–15.
- Canales-Kriljenko J. (2003), *Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey*, „IMF Working Paper”, 3(95), Washington, D.C., s. 1–59.
- Caner M., Caner T., Grennes T. (2011), *Determinants of investment by the Norwegian sovereign wealth fund: GDP vs. institutions*, „Global Economy Journal”, 11(1), s. 1–34.



- Caner M., Grennes T. (2010), *Sovereign wealth funds: the Norwegian experience*, „The World Economy”, 33(4), s. 597–614.
- Carpantier J.-F., Vermeulen W. (2014), *Emergence of Sovereign Wealth Funds*, „CREA Discussion Paper”, 25, s. 1–44.
- Caselli F., Cunningham T. (2009), *Leader behavior and the natural resource curse*, „Oxford Economic Papers”, 61, s. 628–560.
- Castelli M. (2013), *Long term for real: SWF's growing investments in infrastructure*, [in:] *The Great Reallocation. Sovereign Wealth Fund Annual Report 2013*, BAFFI Center on International Markets Money and Regulation, Sovereign Investment Lab, Università Commerciale Luigi Bocconi, s. 1–35.
- Castelli M., Scacciavillani F. (2012), *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, Wiley Finance, Chichester, UK.
- Cavalcanti T., Mohaddes R., Raissi M. (2012), *Commodity Price Volatility and the Sources of Growth*, „International Monetary Fund Working Paper”, 12, s. 1–45.
- Cavalcanti T., Mohaddes R., Raissi M. (2011), *Growth, development and natural resources: new evidence using a heterogeneous panel analysis*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, 51, s. 305–318.
- Çelik S., Isaksson M. (2014), *Institutional investors and ownership engagement*, „OECD Journal: Financial Market Trends”, 2013/2, s. 93–114.
- Chalamish E. (2012), *Global investment regulation and sovereign funds*, „Theoretical Inquires in Law”, 13(2), s. 644–681.
- Chambers D., Dimson E., Ilmanen A. (2012), *The Norway model*, „Journal of Portfolio Management”, 38(2), s. 67–81.
- Chang L.-L., Hsiao F.D., Tsai Y.-Ch. (2013), *Earnings, institutional investors, tax avoidance and firm value: evidence from Taiwan*, „Journal of International Accounting Auditing and Taxation”, 22(2), s. 98–108.
- Charfeddine L., Elmarzougui A. (2010), *Institutional ownership and firm performance: evidence from France*, „The IUP Journal of Behavioral Finance”, 7(4), s. 35–46.
- Chesterman S. (2008), *The turn to ethics: disinvestment from multinational corporations for human right violations – the case of Norway's sovereign wealth fund*, „American University International Law Review”, 23, s. 577–617.
- Cheung Y.W., Sengupta R. (2011), *Accumulation of reserves and keeping up with the Joneses: the case of LATAM economies*, „International Review of Economics and Finance”, 20(1), s. 19–31.
- Cheung Y.W., Qian X.W. (2009), *Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's wardrobe and the Joneses*, „Review of International Economics”, 17(4), s. 824–843.
- Chhaochharia V., Leaven L. (2008), *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance*, Centre for Economic Policy Research, s. 1–49.
- Chitu L. (2016), *Reserve Accumulation, Inflation and Moral Hazard: Evidence from a Natural Experiment*, „ECB Working Paper”, 1880, s. 1–45.
- Chmielewski T. (2014), *Pomiar i ocena stabilności finansowej*, [w:] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, NBP, Warszawa.
- Choe H., Kho B.-Ch., Stulz R. (1999), *Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997*, „Journal of Financial Economics”, 54(2), s. 227–264.

- Choi J., Kedar-Levy H., Yoo S. (2015), *Are individual or institutional investors the agents of bubbles?*, „Journal of International Money and Finance”, 59, s. 1–22.
- Chojna-Duch E. (2015), Łagodzenie ilościowe polityki pieniężnej, „Kontrola Państwowa”, 3, s. 83–108.
- Ciarlone A., Miceli V. (2014), *Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?*, „Banca D'Italia Working Papers”, 972, s. 1–40.
- Cieślík E. (2014a), *African sovereign wealth funds: facts and figures*, „Gospodarka Narodowa”, 6(274), s. 103–122.
- Cieślík E. (2014b), *Investment strategy of sovereign wealth funds from emerging markets: the case of China*, „Bulletin of Geography. Socio-Economic Series”, 24, s. 27–40.
- Ciżkowicz P., Rzońca A. (2011), *Skutki ekspansji fiskalnej w warunkach stóp procentowych bliskich zera*, „Zarządzanie Publiczne”, 2–3(16–17), s. 23–44.
- Clark G., Dixon A., Monk A. (2013), *Sovereign Wealth Funds. Legitimacy, Governance, and Global Power*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Clark G., Monk A. (2010a), *The Norwegian government pension fund: ethics over efficiency*, „Rotman International Journal of Pension Management”, 3(1), s. 14–20.
- Clark G., Monk A. (2010b), *The legitimacy and governance of Norway's sovereign wealth fund: the ethics of global investment*, „Environment and Planning A”, 42(7), s. 1723–1738.
- Clark G., Monk A. (2010c), *Sovereign Wealth Funds: Form and Function in the 21st Century*, Fondazione Eni Enrico Mattei, „Working Papers, 140, s. 1–33.
- Cleassens S., Feijen E., Laeven L. (2008), *Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions*, „Journal of Financial Economics”, 88(3), s. 554–580.
- Cleassens S., Demirüç-Kunt A., Huizinga H. (2001), *How does foreign entry effect domestic banking markets?*, „Journal of Banking and Finance”, 25(5), s. 891–911.
- Cockx L., Francken N. (2016), *Natural resources: a curse on education spending?*, „Energy Policy”, 92, s. 394–408.
- Corden W. (1984), *Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation*, „Oxford Economic Papers”, 36(3), s. 359–380.
- Corneli F., Tarantino E. (2016), *Sovereign debt and reserves with liquidity and productivity crisis*, „Journal International of Money and Finance”, 65, s. 166–194.
- Cova P., Pagano P., Pisani M. (2016), *Foreign exchange reserve diversification and the „exorbitant privilege”: global macroeconomic effects*, „Journal of International Money and Finance”, 67, s. 82–101.
- Csoma R. (2015), *Appreciation of the role of sovereign wealth funds in the global economy*, „Public Finance Quarterly”, 2, s. 270–287.
- Cummine E. (2014), *Ethical sovereign investors: sovereign wealth funds and human rights*, [in:] J. Bohoslavsky, J. Černič (eds), *Making Sovereign Financing and Human Right Work*, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon.
- Czapiewski L. (2015), *Czy inwestorzy wierzą analitykom? Analiza reakcji inwestorów na rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 862, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 75, s. 111–121.

- Czekaj J., Owsiak S. (2015), *O potrzebie rewizji paradygmatu o autonomii polityki monetarnej i fiskalnej*, [w:] J. Nowakowski (red.), *W kierunku nowego ładu świata finansów*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Dąbrowski M. (2014), *Oddziaływanie akumulacji rezerw dewizowych na wzrost gospodarczy w krajach na średnim poziomie rozwoju*, „Gospodarka Narodowa”, (273), s. 81–111.
- Dąbrowski M. (2015a), *Jakość danych o rezerwach dewizowych a kryzysy finansowe w gospodarkach wschodzących*, „Gospodarka Narodowa”, 3(277), s. 49–78.
- Dąbrowski M. (2015b), *Czy kryzysy finansowe zmieniają optymalny poziom rezerw dewizowych w gospodarkach wschodzących?*, „Studia Ekonomiczne”, 1, s. 7–31.
- Dasgupta A., Prat A., Verardo M. (2011), *Institutional trade persistence and long-term equity returns*, „The Journal of Finance”, 66(2), s. 635–653.
- Davis G. (1995), *Learning to love Dutch disease: evidence from the mineral economies*, „World Development”, 23(10), s. 1765–1779.
- Dawidowicz D. (2012), *Fundusze majątkowe jako nowy sposób na długoterminową stabilizację finansów publicznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczecińskiego”, 727, s. 31–43.
- De Beaufort Wijnholds J., Sondergaard L. (2007), *Reserve Accumulation Objective or By-Product?*, „ECB Occasional Paper Series”, 73, s. 1–47.
- De Bellis M. (2011), *Global standards for sovereign wealth funds: the quest for transparency*, „Asian Journal of International Law”, 1(2), s. 349–382.
- Deaton A. (1999), *Commodity prices and growth in Africa*, „Journal of Economic Perspectives”, 13(3), s. 23–40.
- Della Croce R., Stewart F., Yermo J. (2011), *Promoting longer-term investment by institutional investors: selected issues and policies*, „OECD Journal: Financial Market Trends”, 12(1), s. 145–164.
- Dewenter K., Han X., Malatesta P. (2010), *Firm values and sovereign wealth fund investments*, „Journal of Financial Economics”, 98(2), s. 256–278.
- Dinh B. (2011), *The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on the Performance of Listed Companies*, „Cahier de Recherché du CERAG”, 2011-02 E2, s. 1–16.
- Disyatat P., Galati G. (2005), *The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market economies*, „Bank of International Settlements Working Paper”, 24, s. 97–113.
- Dixon A., Monk A. (2011), *That Role for Sovereign Wealth Funds in Africa's Development?*, Oil-to-Cash Initiative Background Paper, s. 1–18.
- Djankov S., Montalvo J., Reynal-Querol M. (2008), *The curse of aid*, „Journal of Economic Growth”, 13(3), s. 169–194.
- Dooley M., Folkers-Landau D., Garber P. (2009), *Bretton Woods II still defines the international monetary system*, „Pacific Economic Review”, 14(3), s. 297–311.
- Dooley M., Folkers-Landau D., Garber P. (2004), *The revived Bretton Woods system*, „International Journal of Finance and Economics”, 9(4), s. 307–313.
- Doraisami A. (2015), *Has Malaysia really escaped the resource curse? A close look at the political economy of oil revenue management and expenditures*, „Resource Policy”, 45, s. 98–108.
- Døskeland T. (2010), *Investment strategy of sovereign wealth funds*, [in:] E. Bjørndal et al. (eds), *Energy, Natural Resources and Environmental Economics*, Springer Verlag, Berlin, Heidelberg, s. 3–17.

- Duggal R., Millar J. (1999), *Institutional ownership and firm performance: the case of bidder returns*, „Journal of Corporate Finance”, 5(2), s. 103–117.
- Durdu C., Mendoza E., Terrones M. (2009), *Precautionary demand for foreign assets in sudden stop economies: an assessment of the new mercantilism*, „Journal of Development Economics”, 89, s. 194–209.
- The Dutch Disease* (1977), „The Economist”, November 26.
- Ebert L., La Menza T. (2015), *Chile, copper and resource revenue: a holistic approach to assessing commodity dependence*, „Resources Policy”, 43, s. 101–111.
- ECB (2016), *Financial Stability Review*, May, s. 1–146.
- ECB (2006), *The Accumulation of Foreign Reserves*, „Occasional Paper Series”, 43, s. 1–78.
- Eccleston R. (2012), *Australia’s future fund: a future beyond the GFC*, „Journal of the Asia Pacific Economy”, 17(2), s. 284–297.
- El-Erian M. (2010), *Sovereign wealth funds in the new normal*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 222–234.
- Elyasiani E., Jia J. (2010), *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*, „Journal of Banking & Finance”, 34(3), s. 606–620.
- European Parliament (2008), *Transparency of Institutional Investors: European Parliament Resolution of 23 September 2008 with Recommendations to the Commission on Transparency of Institutional Investors*, Brussels.
- Faccio M. (2010), *Differences between politically connected and non-connected firms: a cross country analysis*, „Financial Management”, 39(3), s. 905–928.
- Faccio M. (2006), *Politically connected firms*, „American Economic Review”, 96(1), s. 369–386.
- Faccio M., Lasfer M. (2000), *Do occupational pension funds monitor companies in which the hold large stakes?*, „Journal of Corporate Finance”, 6(1), s. 71–110.
- Fama E. (1970), *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, 25(2), s. 383–417.
- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R. (1969), *The adjustment of stock prices to new information*, „International Economic Review”, 10(1), s. 1–21.
- Fardmanesh M. (1990), *Terms of trade shocks and structural adjustment in a small open economy*, „Journal of Development Economics”, 34(1–2), s. 339–353.
- Fasano U. (2002), *With open economy and sound policies, U.A.E. has turned oil “curse” into a blessing*, „IMF Survey”, 31(19), s. 330–332.
- Fatemi A., Fooladi I., Kayhani N. (2011), *Sovereign wealth funds: an exploratory study of their behavior*, „The Journal of Entrepreneurial Finance”, 15(2), s. 64–90.
- Ferreira M.A., Matos P. (2008), *The colors of investors’ money: the role of institutional investors around the world*, „Journal of Financial Economics”, 88(3), s. 499–533.
- Fernandes N. (2014), *The impact of sovereign wealth funds on corporate value and performance*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 26(1), s. 76–84.
- Fernandes N. (2011), *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World*, IMD, 2009-01, s. 1–49.
- Fernandez D., Eschweiler B. (2008), *Sovereign Wealth Funds: a Bottom-up Primer*, „JPMorgan Research”, 22 May, s. 1–100.

- Filardo A., Yetman J. (2012), *The expansion of central bank balance sheets in emerging Asia: what are the risks*, „BIS Quarterly Review”, June, s. 1–17.
- Fini M., Rethel L. (2013), *Enacting the rules of global finance: sovereign wealth funds and the promotion of corporate reform*, „Asia Europe Journal”, 11(2), s. 163–178.
- Firth M., Fung P., Rui O. (2009), *Inside the black box: bank credit allocation in China's private sector*, „Journal of Banking and Finance”, 33(6), s. 1144–1155.
- Fiszeder P., Mstowska E. (2011), *Analiza wpływu splitów akcji na stopy zwrotu spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, 4(8), s. 203–210.
- Foerster A. (2015), *Financial crisis, unconventional monetary policy exit strategies, and agents' expectations*, „Journal of Monetary Economics”, 76, s. 197–207.
- Fotak V., Bortolotti B., Megginson W., Miracky W. (2008), *The Financial Impact of Sovereign Wealth Funds Investments in Listed Companies*, Working Paper, University of Oklahoma, s. 1–42.
- Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. (2012), *A Global Monetary Tsunami? On the Spillovers of US Quantitative Easing*, „CEPR Discussion Paper”, 9195, s. 1–60.
- Frenkel M., Menkhoff L. (2004), *Are foreign institutional investors good for emerging markets?*, „World Economy”, 27(8), s. 1275–1293.
- Gasparro V., Pagano M. (2010), *Sovereign wealth funds' impact on debt and equity markets during the 2007–2009 financial crisis*, „Financial Analysts Journal”, 66(3), s. 92–103.
- Gatnar E. (2013), *Analiza miar adekwatności rezerw walutowych, [w:] Taksonomia 20. Klasyfikacja i analiza danych – teoria i zastosowanie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 278, s. 23–32.
- Gehring A. (2013), *Financial liberalization, growth, productivity and capital accumulation: the case of European integration*, „International Review of Economics and Finance”, 25, s. 291–309.
- Gelb A. (1988), *Oil Windfalls: Blessing or Curse?*, Oxford University Press, New York.
- Gelb A., Tordo S., Halland H. (2014), *Sovereign Wealth Funds and Domestic Investment in Resource-Rich Countries: Love me, or Love Me Not?*, „Economic Premise”, 133, Poverty Reduction and Economic Management Network, World Bank, s. 1–15.
- Gelb A., Tordo S., Halland H., Arfaa N., Smith G. (2014), *Sovereign Wealth Funds and Long-term Development Finance. Risk and Opportunities*, „Policy Research Working Paper”, 6776, The World Bank, s. 1–30.
- Gelper A. (2011), *Sovereignty, accountability, and the wealth fund governance conundrum*, „Asian Journal of International Law”, 1(2), s. 289–320.
- Ghahramani S. (2013), *Sovereign wealth funds and shareholder activism: applying the Ryan-Schneider antecedents to determine policy implications*, „Corporate Governance”, 13(1), s. 58–69.
- Ghoshray A., Kerijwal M., Wohar M. (2011), *Breaking Trends and the Prebisch-Singer Hypothesis: a Further Investigation*, European Association of Agricultural Economics, International Congress, 120387, Zurich, Switzerland, s. 1–42.
- Gieve J. (2008), *Sovereign wealth funds and global imbalances*, „Bank of England Quarterly Bulletin Q2”, s. 195–202.

- Gilson R., Milhaupt C. (2008), *Sovereign wealth funds and corporate governance: a minimalist response to the new mercantilism*, „Stanford Law Review”, 60(5), s. 1345–1269.
- Goodal J., Benesed A., Terry G. (2013), *Sovereign Wealth Funds Investing in Infrastructure*, Prequin, s. 8–10.
- Gostomski E. (2014), *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business and Global Economy”, 33, s. 299–311.
- Gostomski E., Michałowski T. (2016), *Kierunki zmian globalnej nierównowagi płatniczej*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 266, s. 35–48.
- Gramlich L. (2011), *An international normative framework for sovereign wealth funds?*, [in:] C. Herrmann, J. Terhechte (eds), *European Yearbook of International Economic Law*, Springer Verlag, Berlin, Heidelberg, s. 43–78.
- Green E., Yeager B. (2008), *Sovereign wealth funds – a measured assessment*, „Capital Markets Law Journal”, 3(3), s. 247–274.
- Green R., Torgerson T. (2007), *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?*, „Department of the Treasury Occasional Paper”, 6, s. 1–12.
- Griffith-Jones S., Ocampo J. (2010), *Sovereign Wealth Funds: a Developing Country Perspective*, Foundation for European Progressive Studies, Brussels, s. 1–34.
- Gropp R., Gruendel C., Geutler A. (2014), *The impact of public guarantees on bank risk-taking: evidence from a natural experiment*, „Review of Finance”, 18, s. 457–488.
- Grünenfelder S. (2013), *Understanding and Managing Political Risks of Sovereign Wealth Funds*, Ph.D. Dissertation no.4150, The University of St. Gallen, s. 1–292.
- Gruszczyński M. (red.) (2012), *Mikroekonometria. Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa.
- Gupta R., Hammoudeh S., Kim W., Simo-Kengne B. (2014), *Forecasting China’s exchange reserves using dynamic model averaging: the role of macroeconomic fundamentals, financial stress and economic uncertainty*, „The North American Journal of Economics and Finance”, 28, s. 170–189.
- Gurgul H. (2006), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Gylfason T. (2001), *Natural resources, education and economic development*, „European Economic Review”, 45(4–6), s. 847–859.
- Hamilton J. (2008), *Understanding Crude Oil Prices*, „National Bureau of Economic Research Working Paper”, 14492, s. 179–206.
- Han L., Zheng Q., Li L., Yin L. (2015), *Do foreign institutional investors stabilize the capital market?*, „Economics Letters”, 136, s. 73–75.
- Hanson J., Honohan P., Majnoni G. (2003), *Globalization and National Financial Systems*, The World Bank and Oxford University Press, New York.
- Harford T., Klein M. (2005), *Aid and the Resource Curse*, The World Bank, Washington, D.C., s. 1–4.
- Harvey D., Kellard N., Madsen J., Wohar M. (2010), *The Prebisch-Singer hypothesis: four centuries of evidence*, „The Review of Economics and Statistics”, 92(2), s. 367–377.
- Howley J., Williams A. (2007), *Universal owners: challenges and opportunities*, „Corporate Governance”, 15(3), s. 415–420.



- Hawley J., Williams A. (1997), *The emergence of fiduciary capitalism*, „Corporate Governance”, 5(4), s. 206–213.
- Hay F., Milelli Ch. (2014), *The Increasing Interest of Middle Eastern sovereign wealth funds for Europe: presenting original data*, Université de Paris Ouest Nanterre La Défense, „Working Paper”, 38, s. 1–23.
- Heaney R., Li L., Valencia V. (2011), *Sovereign wealth fund investment decisions: Temasek Holdings*, „Australian Journal of Management”, 36(1), s. 109–120.
- Holland K. (2016), *Are All Government Owners Viewed the Same? Evidence from Government Acquisitions of Publicly Traded Firms*, Social Science Research Network, Abstract no. 2820341, s. 1–48.
- Honohan P. (2000), *How Interest Rates Changed under Financial Liberalization. A Cross-Country Review*, „World Bank Policy Research Working Paper”, 2313, s. 1–49.
- Hotelling H. (1931), *The economics of exhaustible resources*, „The Journal of Political Economy”, 39(2), s. 137–175.
- Hove S. (2016), *Sovereign Wealth Funds and Infrastructure Development in Africa*, „Quantum Global Research Lab Working Paper”, 2, , s. 1–27.
- Hryckiewicz A., Pawłowska M. (2014), *Zmiany w nadzorze finansowym oraz ich wpływ na system finansowy w krajach UE*, „Ekonomista”, 4, s. 517–544.
- Hsu M.-F., Wang K. (2014), *The level and stability of institutional ownership and firm performance: evidence from Taiwan*, „Emerging Markets Finance & Trade”, 50(2), s. 159–173.
- Hu Y. (2014), *China Investment Corporation, China's Sovereign Wealth Fund*, [in:] D. Chuen, G. Gregoriou (eds), *Handbook of Asian Finance, Financial Markets and Sovereign Wealth Funds*, Academic Press, Sydney.
- Iacono R. (2012), *Is it Really Worse with a Bird in Hand? A Comparison of Fiscal Rules for Resource-rich Economies*, Department of Economics, Norwegian University of Science and Technology, „Working Paper Series”, 3, s. 1–23.
- Ianota G., Nocera G., Sironi A. (2013), *The impact of government ownership on bank risk*, „Journal of Financial Intermediation”, 22(2), s. 152–176.
- IMF (2015), *Assessing Reserve Adequacy-specific Proposal*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–53.
- IMF (2012a), *International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Guidelines for a Data Template*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–94.
- IMF (2012b), *International Reserves, IMF Concerns and Country Perspective*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–45.
- IMF (2011), *Macroprudential Policy – an Organizing Framework*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–59.
- IMF (2010), *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–35.
- IMF (2009), *Navigating the Financial Challenges Ahead. Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, Washington, D.C., October, s. 1–251.
- IMF (2008), *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, International Monetary Fund, Washington, D.C., February 29, s. 1–38.

- Inderst G., Stewart F. (2014), *Institutional Investment in Infrastructure in Emerging Markets and Developing Economies*, Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank, s. 1–68.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2014), *Definicje i determinanty stabilności finansowej*, [w:] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, NBP, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2014), *Stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, NBP, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M., Lepczyński B. (2014), *Regulacje i nadzór nad systemem bankowym oraz ich znaczenie dla stabilności finansowej*, [w:] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa*, „Bank i Kredyt”, NBP, Warszawa.
- International Working Group (2008), *Santiago Principles*, s. 1–59.
- Izquierdo A. (2013), *Sudden stops in capital flows*, [in:] G. Caprio (ed.), *The Evidence and Impact of Financial Globalization*, Elsevier, London.
- Jäger K. (2016), *The role of regime type in the political economy of foreign reserve accumulation*, „European Journal of Political Economy”, 44, s. 79–96.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego*, [w:] J. Czekaj, S. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- James A. (2015), *The resource curse: a statistical mirage?*, „Journal of Development Economics”, 114, s. 55–63.
- Jamróz P., Koronkiewicz G. (2013), *Stock market reactions to the announcements and executions of stock-splits and reverse stock-splits*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, 5(65), s. 34–50.
- Janicka M. (2008), *Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia*, „Bank i Kredyt”, 39 (3), s. 34–49.
- Janus J. (2013), *Niekonwencjonalna polityka pieniężna głównych banków centralnych – diagnoza korzyści i zagrożeń*, IX Kongres Ekonomistów Polskich, Warszawa, s. 1–6.
- Jeanne O., Rancière R. (2011), *The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications?*, „The Economic Journal”, 121(555), s. 905–930.
- Jen S. (2007), *Sovereign wealth funds. What they are and what's happening*, „World Economics”, 8(4), s. 1–8.
- Jiráňková M. (2012), *Nation-states as investors in a globalized world*, „Journal of Economics”, 8, s. 854–870.
- Johan S., Knill A., Mauck N. (2013), *Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity*, „Journal of International Business Studies”, 44(2), s. 155–172.
- Johnson S., Mitton T. (2003), *Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia*, „Journal of Financial Economics”, 67(2), s. 351–382.
- Jurkowska A. (2011), *Instytucje ważne systemowo i ryzyko systemowe. Propozycje nowych rozwiązań regulacyjnych w sektorze finansowym*, „Zeszyty Naukowe”, 11, PTE, Kraków, s. 75–91.
- Kabaciński B. (2013), *Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu*, „Zarządzanie i Finanse”, 2(4), s. 231–242.
- Kabza M. (2012), *Ryzyko systemowe – cecha współczesnych rynków finansowych*, „Studia Ekonomiczne”, 3(74), s. 393–409.
- Kaczmarek K. (2014), *Możliwość przeciwdziałania chorobie holenderskiej za pomocą sovereign wealth funds*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 76(3), s. 239–250.

- Kaczmarek K. (2011), *Państwowe fundusze majątkowe w roli inwestorów transgranicznych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 73(4), s. 147–163.
- Kahan M., Rock E. (2010), *When the government is the controlling shareholder*, „Delaware Journal of Corporate Law”, 35, s. 409–436.
- Kałużńska V. (2009), *Bank centralny wobec kwestii stabilności systemu finansowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, 1, s. 123–146.
- Kamiński T. (eds.) (2017a), *Political Players? Sovereign Wealth Funds' Investments in Central and Eastern Europe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kamiński T. (2017b), *Sovereign wealth funds investments in Europe as an instrument of Chinese energy policy*, „Energy Policy”, 101, s. 733–739.
- Kamiński T. (2015), *Państwowe fundusze majątkowe jako instrument polityki zagranicznej Chińskiej Republiki Ludowej*, „Sprawy Międzynarodowe”, 3, s. 79–92.
- Kamiński T., Obroniecki M., Wiśniewski P. (2016), *How the rise of East Asian sovereign wealth funds affected the European Union?*, [in:] D. Mierzejewski, G. Bywalec (eds), *Building the Diverse Community. Beyond Regionalism in East Asia*, Lodz University Press, Lodz, s. 109–138.
- Kaminsky G., Richard K., Lyons R.K., Schmukler S.L. (2004), *Managers, investors, and crises: mutual fund strategies in emerging markets*, „Journal of International Economics”, 64(1), s. 113–134.
- Kaminsky G., Schmukler S. (2003), *Short-run Pain, Long-run Gain, the Effects of Financial Liberalization*, „Policy Research Working Paper”, 9879, The World Bank, Washington, D.C., s. 1–63.
- Karkowska R. (2012a), *Ryzyko systemowe – teoria i analiza przyczyn*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 246, s. 160–169.
- Karkowska R. (2012b), *Koszty ekonomiczne ryzyka systemowego na rynku finansowym*, „Problemy Zarządzania”, 10(4), s. 33–53.
- Kellard N., Wohar M. (2006), *On the prevalence of trends in primary commodity prices*, „Journal of Development Economics”, 79(1), s. 146–167.
- Kemme D. (2012), *Sovereign Wealth Funds Issues and the National Fund(s) of Kazakhstan*, „William Davidson Institute Working Paper”, 1036, s. 1–66.
- Kern S. (2007), *Sovereign Wealth Funds – State Investments on the Rise*, „Deutsche Bank Research”, September 10, s. 1–20.
- Khanna N. (2003), *On the Economics of Non-renewable Resources*, Oxford University Press, Oxford.
- Kim S.-H., Kim D. (2014), *Investor sentiment from internet message postings and the predictability of stock returns*, „Journal of Economic Behavior & Organization”, 17, s. 708–729.
- Kim W. (2012), *Korea investment corporation: its origin and evolution*, „Journal of the Asia Pacific Economy”, 17(2), s. 208–235.
- Klimek A. (2012), *Sovereign wealth funds in the global economy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 256, s. 208–216.
- Klitzing E., Lin D.-Y., Lund S., Nordin L. (2010), *Demystifying sovereign wealth funds*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 3–14.
- Knill A., Lee B., Mauck N. (2012), *Sovereign wealth fund investment and the return-to-risk performance of target firms*, „Journal Financial Intermediation”, 21(2), s. 315–340.

- Knill A., Lee B.-S., Mauck N. (2012), *Bilateral political relations and sovereign wealth fund investment*, „Journal of Corporate Finance”, 18(1), s. 108–123.
- Kokoszcyński R. (2012), *O potrzebie dynamicznego podejścia do regulacji finansowych*, [w:] A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, SGH, Warszawa, s. 157–163.
- Koleśnik J. (2013), *Europejska unia bankowa – nowy wymiar ryzyka systemowego*, „Problemy Zarządzania”, 11(2), s. 91–110.
- Kołodko G. (red.) (2010), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Poltext, Warszawa.
- Konopczak M. (2014), *Ocena wpływu zmian poziomu rezerw na premię za ryzyko kredytowe Polski – wykorzystanie metody roszczeń warunkowych*, „Bank i Kredyt”, 45(5), s. 467–489.
- Koop G. (2014), *Wprowadzenie do ekonometrii*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Korinek A., Servén L. (2016), *Undervaluation through foreign reserve accumulation: static losses, dynamic gains*, „Journal of International Money and Finance”, 64, s. 104–136.
- Kose M., Prasad E., Terrones M. (2003), *Financial Integration and Macroeconomic Volatility*, „IMF Working Paper”, 50, s. 1–28.
- Kotter J., Lel U. (2011), *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, „Journal of Financial Economics”, 101(2), s. 360–381.
- Kowalewski O. (2010), *System finansowy a realna sfera gospodarki*, „Master of Business Administration”, 18 (2), s. 36–53.
- Kozak J., Laxton D., Srinivasan K. (2011), *Sovereign wealth funds and global capital flow*, [in:] R. Fry, W. McKibbin, J. O'Brien (eds), *Sovereign Wealth. The Role of State Capital in the New Financial Order*, Imperial College Press, London.
- Krautkraemer J. (1998), *Nonrenewable resource scarcity*, „Journal of Economic Literature”, 36(4), s. 2065–2107.
- Kronenberg J. (2014), *Gaz łupkowy w Polsce a „przekleństwo zasobów naturalnych”*, „Ekonomista”, 6, s. 843–863.
- Kronenberg T. (2008), *Should we worry about the failure of the Hotelling rule?*, „Journal of Economic Survey”, 22(4), s. 774–793.
- Kronenberg T. (2004), *The curse of natural resources in the transition economies*, „Economics in Transition”, 12(3), s. 399–426.
- Krugman P. (2007), *The Conscience of a Liberal*, W.W. Norton & Company, New York.
- Krupa D. (2011), *Przejrzystość funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 167, s. 142–151.
- Krzak M. (2012), *Dilemmas of mineral resources use in selected economic theories*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi”, 28(3), s. 23–41.
- Lai J. (2012), *Khazanah Nasional: Malaysia's treasure trove*, „Journal of the Asia Pacific Economy”, 17(2), Special Issue: *Sovereign Wealth Funds*, s. 236–252.
- Lam R., Rossi M. (2010), *Sovereign wealth funds – investment strategies and financial distress*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds”, 15(4), s. 304–322.
- Larsen R. (2004), *Escaping the Resource Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught up with and Forget ahead Its Neighbors*, Statistics Norway, Research Department, „Discussion Paper”, 377, s. 1–34.

- Lee B., Wang H. (2011), *Reevaluating the Role of Large Public Surpluses and Sovereign Wealth Funds in Asia*, ADBInstitute, „Working Paper”, 287, s. 1–33.
- Lee Y. (2015), *The politics of sovereign wealth funds, benign Investors or smoking guns?*, [in:] T. Boude, M. Busch, A. Porges (eds), *The Politics of International Economic Law*, Cambridge University Press.
- Levchenko A., Rancière R., Thoenig M. (2009), *Growth and risk at the industry level: the real effects of financial liberalization*, „Journal of Development Economics”, 89(2), s. 210–222.
- Levy-Yeyati E. (2008), *The cost of reserves*, „Economic Letters”, 100(1), s. 39–42.
- Li J., Rajan R. (2009), *Can high reserves offset weak fundamentals?*, [in:] R. Rajan (ed.) *Exchange Rates, Currency Crisis and Monetary Cooperation in Asia*, Palgrave Macmillan, New York.
- Liang J., Lin Y., Huang T. (2011), *Does endogenously determined ownership matter on performance? Dynamic evidence from emerging Taiwan market*, „Emerging Markets Finance and Trade”, 47, s. 120–133.
- Liao L.-Ch., Cho R., Chi B. (2013), *Anchoring effect on foreign institutional investors' momentum trading behavior: evidence from the Taiwan stock market*, „North American Journal of Economics and Finance”, 26, s. 72–91.
- Lim J., Mohaptra S., Stocker M. (2014), *Thinker, Taper, QE, Bye? The Effects of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries*, „Policy Research Working Paper”, 6920, s. 1–46.
- Lin S. (2010), *On the international effects of inflation targeting*, „The Review of Economics and Statistics”, 92(1), s. 195–199.
- Lippicott M. (2013), *Depoliticizing sovereign wealth funds through international arbitration*, „Chicago Journal of International Law”, 13(2), s. 648–683.
- Loh L. (2010), *Sovereign Wealth Funds: States Buying the World*, Global Professional Publishing.
- Lu Y., Mulder C., Papaioannou M. (2010), *From reserves accumulation to sovereign wealth fund: policy and macrofinancial considerations*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 15–23.
- Lucas R. (1990), *Why doesn't capital flow from rich to poor countries?*, „American Economic Review”, 80, s. 93–96.
- Lubiński M. (2015), *Efekty ponadgraniczne niekonwencjonalnej polityki monetarnej*, „Gospodarka Narodowa”, 6(280), s. 5–28.
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, 4, s. 425–473.
- Lynch M. (2002), *Forecasting oil supply: theory and practice*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, 42, s. 373–389.
- Maas H.-J.P. (2010), *The Rise of Sovereign Wealth Funds. Demystifying Transparency*, Master-thesis, University of Amsterdam.
- Machlup F. (1966), *The need for monetary international reserves*, „Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review”, 19, s. 175–222.
- Mączyńska E. (2011), *Dysfunkcje gospodarki w kontekście ekonomii kryzysu*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego”, 9, s. 43–70.
- Maddala G.S. (2008), *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Maizels A. (2003), *The Manufactures Terms of Trade of Developing and Developed Countries with Japan, 1981-2000*, mimeo, Queen Elizabeth House, Oxford.
- Matecki W. (2007), *Globalizacja rynków finansowych a polityka kursu walutowego w Polsce*, w: W. Matecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych*, Wydawnictwo VizjaPress@IT, Warszawa.
- Manconi A., Massa M., Yasuda A. (2012), *The role of institutional investors in propagating the crisis of 2007-2008*, „Journal of Financial Economics”, 104(3), s. 491-518.
- Marchewka-Bartkowiak K. (2009), *Rezerwy walutowe*, „Infos. Biuro Analiz Sejmowych”, 15(62), s. 1-4.
- Marchewka-Bartkowiak K. (2008), *Sovereign Portfolio Management Agency jako instytucja zarządzająca państwowymi portfelami finansowymi*, „Bank i Kredyt”, 11, s. 30-45.
- Marszałek P. (2012), *Finansyzacja – problemy i kontrowersje*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 247, s. 220-230.
- Martin G. (2010), *Managing manna from below: sovereign wealth funds and extractive industries in the Pacific*, „Economic Round-up”, 1, s. 63-86.
- Matsen E., Torvik R. (2005), *Optimal Dutch disease*, „Journal of Development Economics”, 78(2), s. 494-515.
- Matysek-Jędrzych A. (2008), *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt”, 39(1), s. 34-60.
- Matysek-Jędrzych A. (2007a), *System finansowy – definicje i funkcje*, „Bank i Kredyt”, 38(10), s. 38-50.
- Matysek-Jędrzych A. (2007b), *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, 38(11-12), s. 87-102.
- McKinnon R. (1976), *International transfer and non-traded commodities: the adjustment problem*, [in:] D. Leipsiger (ed.), *The International Monetary System and the Developing Nations*, Agency for International Development, Washington, D.C.
- Megginson W., Fotak V. (2015), *Rise of the fiduciary state: a survey of sovereign wealth funds research*, „Journal of Economic Surveys”, 29(4), s. 733-788.
- Megginson W., You M., Han L. (2013), *Determinants of sovereign wealth fund cross-border investments*, „The Financial Review”, 48(4), s. 539-572.
- Mele M. (2014), *On asset allocation studies for sovereign wealth funds*, „International Journal of Financial Economics”, 2(4), s. 169-180.
- Merton R., Bodie Z. (1995), *A conceptual framework for analyzing the financial environment*, [in:] D. Crane, K. Froot, S. Mason, A. Perold, R. Merton, Z. Bodie, E. Sirri, P. Tufano, *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press.
- Mezzacapo S. (2009), *The So-called „Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability and Prudential Supervision*, „Economic Papers”, 378, European Commission, Brussels, s. 1-106.
- Miceli V. (2013), *Do sovereign wealth funds herd in equity markets?*, „Quantitative Finance”, 13(10), s. 1503-1518.
- Mideksa T. (2013), *The economic impact of natural resources*, „Journal of Environmental Economics and Management”, 65(2), s. 277-289.
- Mietzner M., Schiereck D., Schweizer D. (2015), *The role of sovereign wealth funds as activist or passive fund manager*, „Journal of Assets Management”, 16(5), s. 303-315.



- Mihai I.-I. (2013), *The evolution of sovereign wealth funds and their influence in the global economy. The case of China*, „Theoretical and Applied Economics”, 5(582), s. 93–106.
- Mikita M. (2013), *Wytyczne w zakresie analizy porównawczej systemów finansowych*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna”, 4(48), s. 89–108.
- Miracky W., Dyer D., Fisher D., Goldner T., Legarde L., Piedrahita V. (2008), *Assessing the Risk. The Behaviors of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy*, Monitor Company Group.
- Mishkin F. (2000), *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, „World Bank Policy Research Working Paper”, 2683, s. 1–52.
- Misztal P. (2014), *Optymalny poziom rezerw walutowych w Polsce. Teoria i praktyka*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, 132, s. 31–53.
- Mitręga-Niestrój K. (2014), *Niestabilność finansowa i jej źródła we współczesnym świecie*, „Studia Ekonomiczne Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 171, s. 9–30.
- Mizuno M. (2010), *Institutional investors, corporate governance and firm performance in Japan*, „Pacific Economic Review”, 5(5), s. 653–665.
- Mohaddes K., Raissi M. (2017), *Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?*, „CAMA Working Paper”, 11, s. 1–24.
- Mohanty M. (2014), *The Transmission of Unconventional Monetary Policy to the Emerging Markets*, „BIS Paper”, 78, s. 1–24.
- Monk A. (2011), *Sovereignty in the era of global capitalism: the rise of sovereign wealth funds and the power of finance*, „Environment and Planning A”, 43, s. 1813–1832.
- Moradbeigi M., Law S. (2016), *Growth volatility and resource curse: does financial development dampen the oil shocks?*, „Resources Policy”, 48, s. 97–103.
- Morgan P. (2011), *Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia*, „ADBI Working Paper”, 321, s. 1–20.
- Motyka M. (2009), *Powołanie polskiego funduszu inwestycyjnego w kontekście zrównoważonego rozwoju Polski w XXI wieku*, „Edukacja Ekonomistów i Menedżerów: Problemy, Innowacje, Projekty”, 1(11), s. 133–153.
- Musacchio A., Lazarrini S. (2014), *Reinventing State Capitalism. Leviathans in Business, Brazil and Beyond*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Najlepszy E. (2006), *Teorie bilansu płatniczego a mechanizmy dostosowawcze*, „Ekonomista”, 5, s. 597–617.
- Nakoneczna-Kisiel H. (2013), *Rezerwy walutowe we współczesnej gospodarce światowej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”, 33(1), s. 93–109.
- Nassirousii A., Aghabozorgi S., Wah T., Ngo D. (2014), *Text mining form market prediction: a systematic review*, „Expert Systems with Applications”, 41, s. 7653–7670.
- Navissi F., Naiker V. (2006), *Institutional ownership and corporate value*, „Managerial Finance”, 32(3), s. 247–256.
- NBP (2016), *Raport o stabilności systemu finansowego*, luty.
- Neave E. (2009), *Modern Financial System. Theory and Applications*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Nędziński K. (2003), *Rola złota w polityce pieniężnej. Teoria monetarna w modelu ekonomii podaży*, „Materiały i Studia”, 168, NBP, Warszawa, s. 1–56.

- Ng W. (2010), *The evolution of sovereign wealth funds: Singapore's Temasek Holdings*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, 18(1), s. 6–14.
- Ngoc D. (2011), *The impact of sovereign wealth fund investments on the performance of listed companies*, „Cahier de Recherche”, 2, s. 1–17.
- Nguyen V., Boateng A. (2015), *Bank excess reserves in emerging economies: a critical review and research agenda*, „International Review of Financial Analysis”, 39, s. 158–166.
- Nie G., Yang H., Wang Y., Chen W., Yu J. (2012), *Decision support for target country selection of future generation sovereign wealth funds: hedging the country industry risk*, „Procedia Computer Science”, 1(1), s. 2499–2507.
- Niedziółka P. (2009), *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, „Monografie i Opracowania”, 563, SGH, Warszawa.
- Nier E., Yang J., Yorulmazer T., Alentorn A. (2008), *Network Models and Financial Stability*, „Bank of England Working Paper”, 346, s. 1–29.
- Nocoń A. (2015), *Luzowanie ilościowe a działalność pomocowa banków centralnych*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 246, s. 35–50.
- Obadan M. (2005), *Globalization of finance and the challenge of national financial sector development*, „Journal of Asian Economics”, 17(2), s. 316–332.
- Obroniecki M. (2012), *Pora na polski Sovereign Wealth Fund*, Centrum Analiz Fundacji Republikańskiej, Warszawa, s. 79–97.
- Okullo S., Reynès F., Hofkes M. (2015), *Modeling peak oil and the geological constraints on oil production*, „Resource and Energy Economics”, 40, s. 36–56.
- Orlov A. (2016), *Effects of higher domestic gas prices in Russia on the European gas market: a game theoretical Hotelling model*, „Applied Energy”, 164, s. 188–199.
- Ostry J., Berg A., Tsangarides C. (2014), *Redistribution, Inequality and Growth*, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 1–30.
- Overbeek H., van Apeldoorn B. (2012), *Neoliberalism in Crisis*, Palgrave Macmillan, Hampshire, United Kingdom.
- Owsiak S. (2002), *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa.
- Oyedele J. (2014), *Infrastructure investment and the emerging role of institutional investors: the case of pension funds and sovereign wealth funds*, „Academic Journal of Interdisciplinary Studies”, 3(1), s. 43–54.
- Pahwa M., Chopra A. (2013), *Sovereign wealth fund decision scorecard (DSC) – macroeconomic evidence from emerging economics*, „International Journal of Research and Development – A Management Review”, 2(1), s. 110–115.
- Parcerro O., Papyrakis E. (2016), *Income inequality and the oil resource curse*, „Resource and Energy Economics”, 45, s. 159–177.
- Park D., Estrada G. (2009), *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*, „Asian Development Bank Working Paper Series”, 170, s. 1–26.
- Pasińska D. (2010), *Reakcja rynku kapitałowego na ogłoszenie zamiaru emisji obligacji zamiennych na akcje publicznych spółek w Polsce*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica”, 236, s. 73–85.

- Pástor L., Veronesi P. (2012), Uncertainty about government policy and stock prices, „The Journal of Finance”, 67(4), s. 1219–1264.
- Pauhófová I., Svacáková S. (2016), *Impact of oil prices on sovereign funds (the assets and investments)*, „Ekonomický časopis”, 64(1), s. 37–55.
- Pekkanen S., Tsai K. (2011), *The Politics of Ambiguity in Asia's Sovereign Wealth Funds*, Berkley Electronic Press, s. 1–44.
- Pełka W. (2008), *Państwowe fundusze majątkowe globalnym inwestorem XXI wieku*, „Opere et Studio pro Oeconomia”, 5, s. 49–65.
- Pera J. (2012), *Globalizacja rynków finansowych a problem bezpieczeństwa finansowego w Europie*, „Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego”, 31(1), s. 413–431.
- Perepeczo A. (2013), *Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 323, s. 253–264.
- Pietrucha J. (2013), *System finansowy a wzrost i rozwój gospodarczy*, [w:] *Systemowe uwarunkowania wzrostu i rozwoju gospodarczego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, s. 133–145.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.) (2008), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa.
- Piketty T. (2015), *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa.
- Pina G. (2015), *The recent growth of international reserves in developing economies: a monetary perspective*, „Journal International of Money and Finance”, 58, s. 172–190.
- Pindyck R. (1999), *The Long-run Evolution of Energy Prices*, „Center for Energy and Environmental Policy Research Working Paper”, 1, s. 1–36.
- Plehwe D., Walpen B., Neunhöffer G. (2006), *Neoliberal Hegemony, A Global Critique*, RIPE Studies in Global Political Economy, Routledge, New York.
- Ploeg van der F. (2011), *Natural resources: curse or blessing?*, „Journal of Economic Literature”, 49(2), s. 366–420.
- Pontines V., Yongqiang L. (2011), *Regime dependence, Mrs. Machlup's wardrobe and the accumulation of international reserves in Asia*, „Economic Letters”, 110(3), s. 231–234.
- Portes R. (2009), *Global imbalances, crisis and economic policy*, [in:] M. Dewatripont, X. Freixas, R. Portes (eds), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Potocki T. (2015), *Rozwój systemu finansowego i jego wpływ na redukcję ubóstwa – rola inkluzji finansowej i świadomości finansowej*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy”, 42, s. 117–139.
- Potocki W. (2015), *Ropa naftowa a wzrost gospodarczy. Teoria i praktyka*, Poltext, Warszawa.
- Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M. (2003), *Effect of Financial Globalisation on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–86.
- Prebisch R. (1950), *The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems*, United Nations, Lake Success, New York.
- Pszczółka I. (2015), *Wybrane aspekty funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 403, s. 217–226.

- Pyka I. (2015), *Dylematy banków centralnych wobec polityki luzowania ilościowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, 2(938), s. 71–85.
- Qian X., Steiner A. (2014), *International reserves and the composition of foreign equity investment*, „Review of International Economics”, 22(2), s. 379–409.
- Quadrio Curzio A., Miceli V. (2010), *Sovereign Wealth Funds. A Complete Guide to State-owned Investment Funds*, Harriman Finance Essentials, Hampshire.
- Rasiah R., Shari I. (2001), *Market, government and Malaysia's new economic policy*, „Cambridge Journal of Economics”, 25(1), s. 57–78.
- Ratajczak M. (2012), *Finansyzacja gospodarki*, „Ekonomista”, 3, s. 282–302.
- Raymond H. (2010), *Sovereign wealth funds as domestic investors of last resort during crises*, „International Economics”, 123, s. 121–159.
- Raymond H. (2008), *The Effect of Sovereign Wealth Funds' Involvement on Stock Markets*, „Banque de France Occasional Paper”, 7, s. 1–13.
- Redrado M., Carrera J., Bastourre D., Ilbarulcia J. (2006), *The Economic Policy of Foreign Reserve Accumulation: New International Evidence*, Banco Central de la República Argentina, „Working Paper”, 14, s. 1–105.
- Reinhart C., Reinhart V., Tashiro T. (2016), *Does reserve accumulation crowd out investment?*, „Journal of International Money and Finance”, 63, s. 89–111.
- Rios-Morales R., Ramady M., Brennan L. (2012), *GCC sovereign wealth funds: challenges, opportunities, and issues arising from their growing presence on the global landscape*, [in:] A. Ramady (ed.), *The GCC Economies: Stepping Up to Future Challenges*, Springer Science+Business Media, New York.
- Robinson J., Tovrik R., Verdier T. (2006), *Political foundations of the resource curse*, „Journal of Development Economics”, 79(2), s. 447–468.
- Rodrik D. (2006), *The social cost of foreign exchange reserves*, „International Economic Journal”, 20(3), s. 252–266.
- Rose P. (2015), *Sovereign Funds and Domestic Political Legitimacy*, „Ohio State Public Law Working Paper”, 312, s. 1–24.
- Roubini N., Mihm S. (2011), *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wydawnicza a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Roubini N., Mihm S. (2010), *Crisis Economics: a Crash Course in the Future Finance*, The Penguin Press, New York.
- Rozanov E. (2010), *Long-term implications of the global financial crisis for sovereign wealth funds*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Rozanov E. (2005), *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal”, 15(4), s. 52–57.
- Rubaszek M. (2006), *Nierównowaga globalna: przyczyny oraz możliwe rozwiązania*, „Bank i Kredyt”, 7, s. 14–29.
- Ruiz-Arraz M., Zavadjil M. (2008), *Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?*, „IMF Working Paper”, 8(192), Washington D.C., s. 1–36.
- Rybiński K. (2007), *Globalizacja w trzech odstępach*, Difin, Warszawa.
- Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, 4, s. 475–526.

- Rynarzewski T. (2013), *Refleksje o dylematach wpływu handlu zagranicznego na rozwój gospodarczy krajów słabo zaawansowanych ekonomicznie*, „*Studia Oeconomica Posnaniensia*”, 1(1), s. 69–90.
- Salisu M., Taher N. (2012), *Putting sovereign wealth funds to good use: strategic options for SWFs in the GCC Region*, [in:] M. Ramady (ed.), *The GCC Economies: Stepping Up to Future Challenges*, Springer Science+Business Media, New York.
- Santisto J. (2008), *Sovereign Development Funds: Key Financial Actors of the Shifting Wealth of Nations*, „*OECD Emerging Markets Network Working Paper*”, October, s. 1–32.
- Sapienza P. (2004), *The effects of government ownership on bank lending*, „*Journal of Financial Economics*”, 72(2), s. 357–384.
- Schinasi G. (2006), *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 1–36.
- Schinasi G. (2014), *Defining Financial Stability*, „*IMF Working Paper*”, 187, s. 1–19.
- Schmukler S., Zoido P., Halac M. (2003), *Financial Globalization, Crises, and Contagion*, World Bank, Washington, D.C., s. 1–31.
- Schubert W. (2011), *Sovereign wealth funds and dedicated infrastructure investment*, „*Journal of Applied Business and Economics*”, 12(6), s. 32–39.
- Setser B., Ziemba R. (2009), *GCC Sovereign Funds, Reversal of Fortune*, Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, Working Paper, s. 1–32.
- Sharma C., Singh S. (2014), *Demand for international reserves and monetary disequilibrium: evidence from emerging Asia*, [in:] D. Chuen, G. Gregoriou (eds), *Financial Markets and Sovereign Wealth Funds*, Academic Press, Sydney.
- Shemirani M. (2011), *Sovereign Wealth Funds and International Political Economy*, Ashgate Publishing Limited, Surrey, England.
- Shields J., Villafuerte M. (2010), *Sovereign wealth funds and economic policy at home*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Shih V. (2009), *Tools of survival: sovereign wealth funds in Singapore and China*, „*Geopolitics*”, 14(2), s. 328–344.
- Shirley M., Walsh P. (2001), *Public vs. Private Ownership: the Current State of the Debate*, „*World Bank Policy Research Working Paper*”, 2420, s. 1–72.
- Sialitskaya Y. (2013), *„Kłątwa bogactwa” a polityka gospodarcza państwa*, rozprawa doktorska, promotor prof. dr hab. Tomasz Rynarzewski, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań.
- Singer H. (1950), *The distributions of gains between investing and borrowing countries*, „*American Economic Review*”, 40(2), s. 473–485.
- Siwiński W. (2013), *Kryzys lat 2007–2009 i luka informacyjna w sektorze finansowym*, „*Management and Business Administration. Central Europe*”, 21(2), s. 6–22.
- Siwiński W. (2011), *Globalny kryzys gospodarczy i jego implikacje dla polityki pieniężnej*, „*Management and Business Administration. Central Europe*”, 2(112), s. 10–29.
- Sławiński A. (2007), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków, funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, „*International Journal of Management and Economics*”, 21, s. 42–57.

- Smaga P. (2014), *Istota ryzyka systemowego*, „Studia Ekonomiczne”, 1(80), s. 36–63.
- Smaga P. (2014), *Pomiar stabilności finansowej i rola banku centralnego*, „Bezpieczny Bank”, 4(47), s. 28–53.
- Smith B. (2015), *The resource curse exercised: evidence from a panel of countries*, „Journal of Development Economics”, 116, s. 57–73.
- Smith C. (2015), *The Influence of Direct Investor in Infrastructure Investing*, PwC.
- Sobański K. (2010), *Zjawisko globalnej nierównowagi a stabilność rozwoju gospodarki światowej – ujęcie retrospektywne i prospektywne*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica”, 238, s. 217–229.
- Sojli E., Tham W. (2011), *The impact of foreign government investments: sovereign wealth fund investments in the United States*, [in:] N. Boubakri, J.-C. Cosset (eds), *Institutional Investor in Global Capital Markets*, „International Finance Review”, 12, s. 207–243.
- Sojli E., Tham W. (2010), *The Impact of Foreign Government Investments on Corporate Performance: Evidence from US*, Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI, Paris, s. 1–53.
- Solarz J. (2015), *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego. Perspektywa poznawcza*, „Problemy Zarządzania”, 13(3), s. 30–46.
- Solimano A. (1999), *Globalisation and National Development*, „World Bank Policy Research Paper”, 2137, s. 1–19.
- Sornarajah M. (2011), *Sovereign wealth funds and the existing structure of the regulation of investments*, „Asian Journal of International Law”, 1(2), s. 267–288.
- Steiner A. (2014), *Reserve accumulation and financial crisis: from individual protection to systemic risk*, „European Economic Review”, 70, s. 126–144.
- Stiglitz J. (2012), *Macroeconomics, monetary policy, and the crisis*, [in:] O. Blanchard, D. Romer, M. Spence, J. Stiglitz (eds), *In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, MIT Press, Cambridge.
- Stiglitz J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, The Penguin Books, London.
- Stulz R. (2005), *The limits of financial globalization*, „The Journal of Finance”, 60(40), s. 1595–1638.
- Summers L. (2006), *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Market Reserve Accumulation*, Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, March 24.
- Sun T., Hesse H. (2010), *Sovereign wealth funds and financial stability*, [in:] U. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn (eds), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issue for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington, D.C., s. 173–186.
- Sun X., Li J., Wang Y., Clark W. (2014), *China's sovereign wealth fund investments in overseas energy: the energy security perspective*, „Energy Policy”, 65, s. 654–661.
- Szczepankowski P. (2015), *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 854, s. 497–510.
- Szelągowska A. (2013), *Polityka niskich stóp procentowych a stan polskiej gospodarki*, „Zarządzanie i Finanse”, 2(1), s. 590–600.
- Szpunar P. (2012), *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, „Materiały i Studia”, 278, NBP, Warszawa, s. 1–61.
- Taylor J. (2012), *Monetary policy rules work and discretion doesn't: a tale of two eras*, „Journal of Money, Credit and Banking Lecture”, 44(6), s. 1017–1032.



- Thomas N. (2014), *Regulating sovereign wealth funds through contract*, „Duke Journal of Comparative & International Law”, 24(3), s. 459–476.
- Tomaszewski J. (2015), *Finansjalizacja a zmiany strukturalne na rynku towarów rolnych w pierwszych latach XXI w.*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Sectio H, 49(4), s. 601–610.
- Truman E. (2010), *Sovereign Wealth Funds. Threat or Salvation?*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Tsvirko S. (2014), *Innovation Management and Company Sustainability*, Proceedings of the 2nd International Conference, University of Prague, s. 527–561.
- Tuzimek R. (2012), *Wpływ wydatków dywidendy na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 254, s. 333–346.
- Twardosz A. (2013), *The influence of global imbalances on the build-up of the current financial crisis*, „Argumenta Oeconomica Cracoviensia”, 9, s. 43–66.
- Tymoczko D. (2002), *Ewolucja systemu finansowego a skuteczność narzędzi polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt”, 33(3), s. 4–19.
- U.S. Department of the Treasury (2007), *Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*, Press Release. June 21.
- Urban D. (2017a), *The color of government money. Do investors differently value the investment of sovereign wealth funds?*, „eFinanse. Financial Internet Quarterly”, 13(1), s. 25–34.
- Urban D. (2017b), *The impact of sovereign wealth fund ownership on the financial performance of firms: the evidence from emerging markets*, „E+M Economics and Management”, 3, s. 176–188.
- Urban D. (2016a), *Gromadzenie aktywów rezerwowych a motyw naśladownictwa – doświadczenia wybranych krajów z państwowymi funduszami majątkowymi*, „Gospodarka Narodowa”, 3, s. 127–143.
- Urban D. (2016b), *Reakcja rynku na ujawnienie informacji o portfelu inwestycyjnym*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, 7(798), s. 43–54.
- Urban D. (2016c), *The investment attractiveness of companies listed on the Warsaw Stock Exchange to sovereign wealth funds*, „Acta Oeconomica”, 66(2), s. 333–350.
- Urban D. (2014), *W poszukiwaniu finansowych motywów funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych i dowodów empirycznych na rynkową orientację tej grupy inwestorów*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 65, s. 317–325.
- Urban D. (2013a), *Czy wartość to przesłanka do inwestowania? Government Pension Fund Global jako udziałowiec w spółce portfelowej*, „Zarządzanie i Finanse”, 11(4), s. 199–209.
- Urban D. (2013b), *Gospodarka polska jako miejsce inwestycji z perspektywy wybranych państwowych funduszy majątkowych – przyczynek do badań empirycznych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 207, s. 644–653.
- Urban D. (2012a), *Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 271, s. 434–442.
- Urban D. (2012b), *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse”, 4(2), s. 339–352.

- Urban D. (2012c), *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne na przykładzie norweskiego funduszu majątkowego*, „Przegląd Organizacji”, 8, s. 20–24.
- Urban D. (2012d), *Norweski fundusz majątkowy w świetle koncepcji wszechstronnego właściciela*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, 11, s. 74–81.
- Urban D. (2011), *The role of sovereign wealth funds in global management of excess foreign exchange reserves*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, 2, s. 143–158.
- Urban D. (2009), *Sovereign wealth funds – new players on global financial markets*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, 1(2), s. 115–128.
- Urwin R. (2011), *Pension funds as universal owners: opportunity beckons and leadership call*, „Rotman International Journal of Pension Management”, 4(1), s. 26–33.
- Visco I. (2010), *Global imbalances, financial crisis and the international monetary system*, „World Economics”, 11(1), s. 69–82.
- Wiśniewski P. (2011), *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część II. Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, 112, s. 64–82.
- Wiśniewski, P. (2009), *Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe*, „Biuro Analiz Sejmowych”, 19, s. 1–4.
- Wiśniewski P., Kamiński T., Obroniecki M. (2015), *Sovereign wealth funds in Central and Eastern Europe: scope and methods of financial penetration*, „eFinanse. Financial Internet Quarterly”, 11(1), s. 11–21.
- Wyplosz Ch. (2007), *The Foreign Exchange Reserve Buildup: Business as Usual?*, paper prepared for the Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration to be held on 6–7 March 2007 at the Commonwealth Secretariat in London, London, s. 1–18.
- Xu Y.-Ch., Bahgat G. (eds) (2010), *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, Palgrave Macmillan.
- Yuxuan Z., Fancass H. (2008), *China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges*, Research Center for International Finance, „Working Paper”, 0823, s. 1–19.
- Ząbkowicz A. (2015), *Odejście od konwencjonalnej polityki pieniężnej*, [w:] J. Stacewicz (red.), *Podejście krótkookresowe i strategiczne w polityce gospodarczej*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH”, 95, s. 29–39.
- Zadora H. (2012), *Diagnoza niestabilności systemu finansowego*, [w:] T. Famulska (red.), *Szkice o finansach*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, s. 261–277.
- Zaleska M. (2012), *SIFs – nierozwiązywalny problem?*, [w:] A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa, s. 399–402.
- Zhang M., He F. (2009), *China's sovereign wealth fund: weakness and challenges*, „China & World Economy”, 17(1), s. 101–116.
- Zhang Z., Ho K.-Y. (2014), *Sovereign wealth funds in East Asia: an update to their recent development*, [in:] D. Chuen, G. Gregoriou (eds), *Handbook of Asian Finance, Financial Markets and Sovereign Wealth Funds*, Academic Press, Sydney.
- Zheng D., Li H., Zhu X. (2015), *Herding behavior in institutional investors: evidence from China's stock market*, „Journal of Multinational Financial Management”, 32–33, s. 59–76.

- Żukowska H. (2012), *Identyfikacja czynników destabilizujących systemy finansowe*, [w:] A. Alińska (red.), *Eseje o stabilności finansowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Zwolankowski M. (2015), *Złożoność globalnego systemu finansowego – nowe wyzwania dla banków centralnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, 2(938), s. 143–154.
- Zygierewicz M. (2013), *Stabilność finansowa*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Sectio H, XLVI I(3), s. 685–695.
- Żywiecka H. (2013), *Niestandardowe działania banków centralnych w warunkach globalnego kryzysu finansowego*, CeDeWu Platinum, Warszawa.
- Żywiecka H. (2012), *Stabilność finansowa jako cel współczesnego banku centralnego*, „Bezpieczny Bank”, 3(48), s. 51–73.
- Żyżyński J. (2009), *Neoliberalizm jako strukturalna przyczyna kryzysu a poszukiwanie dróg naprawy*, „Ekonomista”, 2, s. 163–188.

## Źródła internetowe

- Bank Światowy (2016), <http://datacatalog.worldbank.org/> (dostęp 25.11.2016).
- Barrel R., Davis E., Karim D., Liadze I. (2010), *Dose the Current Account Balance Help to Predict Banking Crises in OECD Countries?*, [https://www.researchgate.net/publication/46477108\\_Does\\_the\\_Current\\_Account\\_Balance\\_Help\\_to\\_Predict\\_Banking\\_Crises\\_in\\_OECD\\_Countries](https://www.researchgate.net/publication/46477108_Does_the_Current_Account_Balance_Help_to_Predict_Banking_Crises_in_OECD_Countries) (dostęp 13.10.2016).
- Bernanke B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S Current Account Deficit*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm> (dostęp 28.09.2017).
- Bertoni F., Lugo S. (2011), *Testing the Strategic Asset Allocation for Stabilization Sovereign Wealth Funds*, <http://ssrn.com/abstract=1944508> (dostęp 24.07.2016).
- Capapé J. (2009), *Sovereign Wealth Funds: Why Were They Born*, IE – Sovereign Wealth Lab, Social Science Research Network, s. 1–66, <https://ssrn.com/abstract=1522908> (dostęp 16.12.2016).
- Dorrucci E. (2006), *The Accumulation of Foreign Exchange Reserves*, Meeting of the Foreign Exchange Contact Group, ECB, Frankfurt am Main, 31 May, s. 1–24, [https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/FXCG\\_Accumulation\\_FX\\_reserves\\_20060531.pdf?c866b64f3c8054270548281c-15c5df34](https://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/FXCG_Accumulation_FX_reserves_20060531.pdf?c866b64f3c8054270548281c-15c5df34) (dostęp 29.10.2016).
- Etemand A. (2014a), *Effectiveness of Sovereign Oil Funds as Instrument of Macroeconomic Stability*, s. 1–28, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2435836](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2435836) (dostęp 15.12.2016).
- Etemand A. (2014b), *Effectiveness of Sovereign Oil Funds as Instruments of Fiscal Stability: a Time-series and Panel Data Analysis of the Relationship between Real Government Spending and Real Oil Export Earnings*, s. 1–38, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract\\_id=2435846](https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2435846) (dostęp 15.12.2016).
- Groß-Klußmann A., Ebner M., König S. (2015), *Structure in the Tweet Haystack: Uncovering the Link between Text-Based Sentiment Signals and Financial Markets*, s. 1–45, <https://ssrn.com/abstract=2656204> (dostęp 27.02.2017).

- Hausler G. (2002), *The globalization of finance*, „Finance and Development”, 39(1), IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/03/hausler.htm> (dostęp 12.01.2017).
- Ishii A., Habermeier K. (2002), *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, „IMF Occasional Paper”, 211, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/211/> (dostęp 19.012.2016).
- Kronenberg J., Hubacek K. (2013), *Could payments for ecosystem services create an „Ecosystem Service Course”?*, „Ecology and Society”, 18(1), <http://www.ecologyandsociety.org/vol18/iss1/art10/> (dostęp 17.02.2017).
- Meggison W. (2016), *Privatization, State Capitalism, and State Ownership of Business in the 21st Century*, s. 1–82, <http://ssrn.com/abstract=2846784> (dostęp 26.02.2017).
- Ping X., Chao C. (2009), *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, s. 1–31, <http://ssrn.com/abstract=1420618> (dostęp 24.07.2016).
- Rogers J. (2014), *A new era of fiduciary capitalism? Let's hope so*, „Financial Analyst Journal”, 70(3), May–June, CFA Institute, <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2014/04/28/a-new-era-of-fiduciary-capitalism-lets-hope-so/> (dostęp 16.10.2016).
- Smaghi L. (2010), *Reserve Accumulation: the Other Side of the Coin*, Speech by Member of the Executive Board of the ECB, 5th High-level EMEAP-Eurosystem Seminar, Sydney, 10 February 2010, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100210.en.html> (dostęp 29.10.2016).
- Sovereign Wealth Fund Institute (2016), <http://www.swfinstitute.org/> (dostęp 25.11.2016).
- Stata (2017), <https://www.stat.ubc.ca/~rollin/teach/643w04/lec/node42.html> (dostęp 1.10.2017).
- SWFI (2017), <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (dostęp 13.10.2017).
- SWFI (2016), <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (dostęp 24.06.2016).
- Wagner D. (2013), *Sovereign Wealth Funds: Investment Objectives and Asset Allocation Strategies*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2357906](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2357906) (dostęp 26.07.2016).
- Wiśniewski P. (2016), *Sovereign Wealth Funds (SWFs) in Central and Eastern Europe (CEE)*, s. 1–52, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2757868&download=yes](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2757868&download=yes) (dostęp 31.07.2016).



# **Sovereign Wealth Funds. Between Domestic Economy and Global Financial Markets**

## **(Summary)**

In recent years, the way in which sovereign wealth funds operate has become one of those issues which, in the context of economic sciences, has attracted special attention from researchers. As a result, the world's academic output in this area is now in the phase of rapid development. Despite the many years of intensive research and numerous publications, the issue of sovereign wealth funds in some areas contains issues that are unresolved or have not yet undergone analysis. The following monograph broadens the state of the current knowledge about sovereign wealth funds. It fills in the cognitive gap and is an important contributor in trying to describe the changing role of the state in the economy, particularly in financial markets.

This monograph presents a comprehensive look at the issues of sovereign wealth funds in economic and financial terms, combining two perspectives: a single economy and global financial markets. Sovereign wealth funds are not only inextricably linked to, and are dependent on, the economy of a given country, but their functioning is conditioned by their access to the international financial markets in which they invest in.

The operation of sovereign wealth funds at the interface between individual economies and global financial markets results in two types of consequences. On the one hand, this makes research on the matter subject to areas of science such as macroeconomics, economic policy, public finance, international finance, and international political economy. This causes the research problem to be multi-threaded and creates the basis for interdisciplinary research and study. On the other hand, however, in order to better understand the essence of the phenomenon under investigation, it forces the need for a holistic view of sovereign wealth funds, which can make it relatively difficult to try to classify the research only in one area, discipline, or field of science.

The objectives of this monograph are twofold. The first is the analysis, synthesis, and classification of the world's accumulated academic research covering the issues of sovereign wealth funds, and, consequently, the identification of issues that should be subjected to deeper scientific exploration. The second objective is



to verify by quantitative methods selected economic and financial dependencies relating to the key aspects of the functioning of funds in a single economy and in the chosen financial market. Thus, the objectives of this paper are theoretical, empirical, and applied.

In the empirical part, the main hypothesis underwent verification, that is, that the establishment of a sovereign wealth fund by a given country is determined by economic and financial factors. The results obtained in the course of the research show that among these factors are raw resource rent, absorption capacity of the economy, and at the same time: gross domestic product, raw resource rent, and foreign exchange reserves. The results have been confirmed by the use of several robustness tests. In addition, the second hypothesis was also verified, according to which the investor's reaction to the disclosure of information about the acquisition of shares of a listed company by a sovereign wealth fund is determined by factors related to the fund's characteristics, transaction size, and financial characteristics of the company that is the subject of the investment. The results of our research indicate that the strength of the reaction is determined by the transparency of the fund, the origin of the capital invested by the fund, the value of the transaction, the profitability of the company, and the volume of shares remaining in free circulation.

The added value of the work lies in embedding the problems of sovereign wealth funds in the broader context of global economic transformations, literature, comprehensive analysis of macroeconomic factors that influence the propensity to create these funds, and exploring the relationship between fund and company characteristics versus market reaction to the disclosure of information about transactions, on the basis of the largest research sample at the time of writing.

# Załącznik

**Tabela Z.1.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	0,099836 (0,005)	0,089477 (0,015)	-	0,100977 (0,012)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	0,064898 (0,003)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,057948 (0,068)	0,078564 (0,047)	0,088338 (0,009)	-	0,0630509 (0,035)	0,0722596 (0,020)
<i>edu_1</i>	-	-0,165335 (0,539)	-	-0,170333 (0,497)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	0,0000351 (0,072)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	0,000044 (0,105)
stała	-1,782787 (0,000)	-1,362342 (0,283)	-0,785063 (0,000)	-0,785063 (0,502)	-1,587655 (0,000)	-1,422605 (0,000)
obserwacje	63	56	66	57	63	63
pseudo R <sup>2</sup>	0,2307	0,2332	0,3543	0,1630	0,2129	0,1633

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (24 kraje), utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (46 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*.  
W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.2.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	0,1030734 (0,006)	-	-	0,109057 (0,012)	-
<i>eks_paliw</i>	-	0,063065 (0,005)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,041944 (0,114)	-0,059137 (0,038)	-	-	0,053639 (0,034)
<i>edu_1</i>	-	-	-0,289075 (0,235)	-0,179946 (0,472)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	5,00e-06 (0,096)	-	4,05e-06 (0,123)
stała	-1,802328 (0,000)	-2,053677 (0,000)	0,358775 (0,974)	-0,777421 (0,215)	-1,523325 (0,000)
obserwacje	61	63	54	56	59
pseudo R <sup>2</sup>	0,2298	0,2905	0,1420	0,1989	0,1792

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (24 kraje), utworzonym w okresie 2005–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (46 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.3.** Zdolność predykcyjna wieloczynnikowych modeli logitowych na próbie – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego

Model	Wyszczególnienie	Y = 1	Y = 0	Czułość Y = 1 (%)	Swoistość Y = 0 (%)	Klasyfikacja Y = 1 oraz Y = 0 (%)
A1	Y = 1 Y = 0	12 11	4 36	57,12	90,00	76,19
A2	Y = 1 Y = 0	8 9	2 37	47,06	94,87	80,36
A3	Y = 1 Y = 0	13 9	2 42	59,09	95,45	83,33
A4	Y = 1 Y = 0	5 13	3 36	27,78	92,31	71,93
A5	Y = 1 Y = 0	11 12	2 38	47,83	95,00	77,78
A6	Y = 1 Y = 0	9 14	2 38	39,13	95,00	74,60
1A	Y = 1 Y = 0	10 11	3 37	47,62	92,50	77,05

Model	Wyszczególnienie	Y = 1	Y = 0	Czułość Y = 1 (%)	Swoistość Y = 0 (%)	Klasyfikacja Y = 1 oraz Y = 0 (%)
2A	Y = 1 Y = 0	11 9	2 41	55,00	95,35	82,54
3A	Y = 1 Y = 0	5 12	1 36	29,41	97,30	75,93
4A	Y = 1 Y = 0	7 11	2 36	38,89	94,73	76,79
5A	Y = 1 Y = 0	8 12	1 38	40,00	97,44	77,97

**Uwagi:** Tabela przedstawia zdolność dyskryminacyjną modeli to klasyfikowania krajów do grupy Y = 1 (24 kraje posiadające państwowy funduszu majątkowych) oraz Y = 0 (46 krajów bez funduszu majątkowego). Czułość modeli mierzy odsetek prawidłowo zaklasyfikowanych krajów (Y = 1), natomiast swoistość odsetek poprawnie sklasyfikowanych krajów (Y = 0).

W modelach A1, A2, A3, A4, A5 i A6 wykorzystano zmienne objaśniające oparte na średniej dziesięcioletniej, a w modelach 1A, 2A, 3A, 4A i 5A oparte na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.4.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu przed kryzysem (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	0,126927 (0,001)	0,134634 (0,011)	-	0,144141 (0,021)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	0,061295 (0,000)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,086044 (0,015)	0,090118 (0,037)	0,119342 (0,002)	-	0,086335 (0,017)	0,097227 (0,019)
<i>edu_1</i>	-	-0,790832 (0,121)	-	-0,964195 (0,044)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	0,000042 (0,059)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	9,28e-06 (0,124)
stała	-3,896716 (0,000)	-1,13845 (0,580)	-4,244974 (0,000)	0,287841 (0,886)	-3,745106 (0,000)	-3,991135 (0,00)
obserwacje	97	90	100	93	97	94
pseudo R <sup>2</sup>	0,3396	0,4775	0,4229	0,3483	0,4088	0,4669

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (10 krajów), utworzonym w okresie 2005–2007, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (100 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*.

W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.5.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu po kryzysie (średnia dziesięcioletnia)

Zmienne	Model A1	Model A2	Model A3	Model A4	Model A5	Model A6
<i>rent_sur</i>	0,094439 (0,005)	0,092329 (0,032)	-	0,1039398 (0,005)	-	-
<i>eks_paliw</i>	-	-	0,043671 (0,002)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,070832 (0,049)	0,084779 (0,037)	0,105844 (0,006)	-	0,088598 (0,011)	0,093108 (0,007)
<i>edu_1</i>	-	-0,152574 (0,555)	-	-0,189698 (0,419)	-	-
<i>roz_rent</i>	-	-	-	-	0,000043 (0,034)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	-	-	-	7,77e-06 (0,078)
stała	-3,048576 (0,000)	-2,505384 (0,045)	-3,365723 (0,000)	-1,860652 (0,092)	-2,974508 (0,000)	-2,95851 (0,000)
obserwacje	100	93	102	97	100	97
pseudo R <sup>2</sup>	0,2026	0,1688	0,2527	0,1461	0,1544	0,1561

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (14 krajów), utworzonym w okresie 2008–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (100 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające obliczone jako średnia z okresu 10 lat.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.6.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu przed kryzysem (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	0,118077 (0,004)	-	-	0,157709 (0,025)	-
<i>eks_paliw</i>	-	0,053807 (0,000)	-	-	-
<i>eks_metal</i>	0,074351 (0,013)	0,078997 (0,020)	-	-	0,076026 (0,010)
<i>edu_1</i>	-	-	-1,105588 (0,048)	-0,964928 (0,049)	-
<i>roz_rent_zasob</i>	-	-	0,000016 (0,008)	-	7,81e-06 (0,063)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
stała	-3,973046 (0,000)	-3,89097 (0,000)	1,679622 (0,472)	0,2675741 (0,878)	-3,879301 (0,000)
obserwacje	94	96	88	92	92
pseudo R <sup>2</sup>	0,3349	0,3154	0,5134	0,3769	0,4067

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (10 krajów), utworzonym w okresie 2005–2007, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (100 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające bazujące na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.

**Tabela Z.7.** Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu po kryzysie (średnia pięcioletnia)

Zmienne	Model 1A	Model 2A	Model 3A	Model 4A	Model 5A
<i>rent_sur</i>	0,099562 (0,002)	–	–	0,107974 (0,003)	–
<i>eks_paliw</i>	–	0,041747 (0,002)	–	–	–
<i>eks_metal</i>	0,051184 (0,091)	0,076532 (0,011)	–	–	0,071824 (0,013)
<i>edu_1</i>	–	–	-0,180674 (0,437)	-0,189794 (0,421)	–
<i>roz_rent_zasob</i>	–	–	4,75e-06 (0,101)	–	5,17e-06 (0,073)
stała	-2,974658 (0,000)	-3,105298 (0,000)	-1,49618 (0,180)	-1,895326 (0,093)	-2,74699 (0,000)
obserwacje	99	100	91	96	96
pseudo R <sup>2</sup>	0,2125	0,2138	0,0558	0,1793	0,1353

**Uwagi:** Zmienna zależna przyjmuje wartość 1 dla krajów z państwowym funduszem majątkowym (14 kraje), utworzonym w okresie 2008–2015, oraz 0 dla krajów, które w danym przedziale czasu nie utworzyły funduszu (100 krajów). W nawiasach są prezentowane wartości *p*. W modelach wykorzystano zmienne objaśniające oparte na średniej pięcioletniej.

**Źródło:** opracowanie własne.





# Spis rysunków i tabel

Rysunek 1.1.	Poziom rezerw na świecie w latach 1985–2015	52
Tabela 3.1.	Statystyki opisowe dla zmiennych objaśniających (średnia dziesięcioletnia)	117
Tabela 3.2.	Statystyki opisowe dla zmiennych objaśniających (średnia pięcioletnia)	117
Tabela 3.3.	Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H1)	119
Tabela 3.4.	Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H2)	120
Tabela 3.5.	Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H3)	121
Tabela 3.6.	Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipoteza H4)	122
Tabela 3.7.	Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych (hipotezy H5 i H6)	122
Tabela 3.8.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych (średnia dziesięcioletnia)	123
Tabela 3.9.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych (średnia pięcioletnia)	124
Tabela 3.10.	Ilorazy szans dla zmiennych w modelach wieloczynnikowych (średnia dziesięcioletnia)	125
Tabela 3.11.	Ilorazy szans dla zmiennych w modelach wieloczynnikowych (średnia pięcioletnia)	126
Tabela 3.12.	Zdolność predykcyjna wieloczynnikowych modeli logitowych na próbie	127
Tabela 3.13.	Efekty krańcowe dla średnich wartości zmiennej objaśnianej (średnia dziesięcioletnia)	129
Tabela 3.14.	Efekty krańcowe dla średniej wartości zmiennej objaśnianej (średnia pięcioletnia)	129
Tabela 4.1.	Statystyki opisowe zmiennych	146
Tabela 4.2.	Wyniki estymacji modeli regresji (1)	148
Tabela 4.3.	Wyniki estymacji modeli regresji (2)	149
Tabela 4.4.	Wyniki estymacji modeli z zastosowaniem metody regresji krokowej wstecznej	150
Tabela 4.5.	Wyniki estymacji modeli – charakterystyki finansowe spółek	150
Tabela 4.6.	Wyniki estymacji modeli z zastosowaniem metody regresji krokowej wstecznej – charakterystyki finansowe spółek	151

## 210 Spis rysunków i tabel

Tabela 4.7.	Wyniki estymacji modeli regresji z wykorzystaniem metody krokowej wstecznej .....	152
Tabela 4.8.	Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (1) .....	153
Tabela 4.9.	Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (2) .....	154
Tabela 4.10.	Wyniki estymacji modeli regresji logistycznej (3) .....	155
Tabela Z.1.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego (średnia dziesięcioletnia) .....	203
Tabela Z.2.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego (średnia pięcioletnia) .....	204
Tabela Z.3.	Zdolność predykcyjna wieloczynnikowych modeli logitowych na próbie – losowy dobór do próby krajów nieposiadających państwowego funduszu majątkowego .....	204
Tabela Z.4.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu przed kryzysem (średnia dziesięcioletnia) .....	205
Tabela Z.5.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu po kryzysie (średnia dziesięcioletnia) .....	206
Tabela Z.6.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu przed kryzysem (średnia pięcioletnia) .....	206
Tabela Z.7.	Wyniki estymacji wieloczynnikowych modeli logitowych – determinanty utworzenia funduszu po kryzysie (średnia pięcioletnia) .....	207

## Od Redakcji

Dariusz Urban ukończył w roku 2001 studia magisterskie na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego, na kierunku *Ekonomia*. Od 2004 roku jest zatrudniony w Uniwersytecie Łódzkim, początkowo jako asystent w Instytucie Ekonomii na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym, a od 2009 roku jako adiunkt w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem (obecnie Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa) na Wydziale Zarządzania tej uczelni.

Zainteresowania naukowe Dariusza Urbana koncentrują się wokół finansów międzynarodowych oraz finansów przedsiębiorstw, w szczególności państwowych funduszy majątkowych, analizie których poświęcił ostatnie osiem lat pracy. Efektem prowadzonych badań jest cykl ponad 20 artykułów naukowych, opublikowanych m.in. w takich czasopismach, jak „Acta Oeconomica”, „E&M Economics and Management”, „Contemporary Economics”, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, „e-Finanse”, „Gospodarka Narodowa” i „Przegląd Organizacji”. Wyniki prac badawczych były przez niego prezentowane na wielu konferencjach krajowych i zagranicznych.

Dariusz Urban wykłada finanse, planowanie finansowe i zarządzanie wartością na Uniwersytecie Łódzkim. Pod jego kierunkiem powstało ponad 70 prac dyplomowych, trzy z nich zostały nagrodzone w konkursach Dziekana Wydziału Zarządzania na najlepsze prace licencjackie i magisterskie. Pełnił on również funkcję kierownika studiów podyplomowych *Finanse i Ekonomia dla Sędziów* oraz był członkiem Wydziałowej Komisji ds. Jakości Kształcenia. Obecnie uczestniczy w pracach Wydziałowej Komisji ds. Jakości Badań Naukowych oraz jest przedstawicielem pomocniczych pracowników naukowych w Radzie Wydziału.

Ponadto Dariusz Urban ukończył studia podyplomowe *Ocena Potencjału Rynkowego Prac Badawczych*. Dwukrotnie otrzymał indywidualne nagrody Rektora Uniwersytetu Łódzkiego. Został też odznaczony Medalem Brązowym za Długoletnią Służbę przyznany postanowieniem Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej.

Jedną z największych zmian, jaka zaszła w postrzeganiu roli państwa w gospodarce na początku XXI wieku, była wynikiem akumulacji kapitału w rękach państwa i w konsekwencji pojawienia się nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych, jakimi są państwowe fundusze majątkowe. Ich działalność na przestrzeni ostatnich lat może być uznana za dowód wyraźnego ścierania się ze sobą dwóch przeciwstawnych koncepcji – kapitalizmu państwowego i kapitalizmu rynkowego.

W monografii zaprezentowano państwowe fundusze majątkowe w kontekście ekonomicznym i finansowym, łącząc ze sobą dwie perspektywy – pojedynczej gospodarki oraz globalnych rynków finansowych. Jest to uzasadnione przenikaniem się obu wymiarów i ich wzajemnym oddziaływaniem, państwowe fundusze majątkowe są bowiem nie tylko nierozzerwalnie związane z gospodarką danego kraju i od niej bezpośrednio zależne, lecz także ich funkcjonowanie jest uwarunkowane dostępem do międzynarodowych rynków finansowych, na których prowadzą one działalność inwestycyjną.

Książka dostępna również  
jako e-book

 **WYDAWNICTWO**  
UNIwersYTETU  
ŁÓDZKIEGO

 [wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://wydawnictwo.uni.lodz.pl)

 [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

 (42) 665 58 63

ISBN 978-83-8088-908-8



9 788380 889088