

Finanse

Państwowe fundusze majątkowe

**Pomiędzy krajową gospodarką
a globalnymi rynkami finansowymi**

Dariusz Urban



Państwowe fundusze majątkowe



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

[Kup książkę](#)

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

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

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

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Państwo wobec wyzwań globalizacji i ewolucji światowego systemu finansowego	17
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	
Państwowe fundusze majątkowe jako narzędzie zarządzania aktywami rezerwowymi	67
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, strategię 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 strumienia 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 osiągania możliwie najwyższych stóp zwrotu. Jednocześnie fundusze nie mają formalnych zobowiązań wobec pojedynych 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 niezadowalająca, 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 osiąganie 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 dwójaki 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 częściowych 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; Dewenter 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 kłótwy 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; Czekaj, 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; Jiránková, 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).