

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Dariusz Urban

Uniwersytet Łódzki

PAŃSTWOWE FUNDUSZE MAJĄTKOWE JAKO INWESTOR FINANSOWY

Streszczenie: Artykuł porusza problematykę państwowych funduszy majątkowych, które stanowią nowy typ inwestorów instytucjonalnych. W pierwszej części opracowania przedstawiono zróżnicowanie rynku państwowych funduszy majątkowych. W drugiej części analizie poddane zostały niektóre elementy dotyczące działalności inwestycyjnej prowadzonej przez te podmioty. W podsumowaniu autor wskazuje na konieczność podejmowania dalszych, poszerzonych badań w tym obszarze.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, inwestowanie.

1. Wstęp

Państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds*) to grupa podmiotów inwestycyjnych, których cechą wspólną jest zarządzanie zgromadzonymi przez państwo aktywami finansowymi, denominowanymi w walutach innych krajów. Państwowe fundusze majątkowe stanowią nowy typ inwestorów instytucjonalnych, a zarazem źródło innowacji w światowym systemie finansowym. Rynek tych funduszy należy do najszybciej rozwijającego się segmentu globalnych inwestorów, zarówno pod względem liczby nowo powstających podmiotów, jak i zmian wartości zarządzanych przez nich aktywów. Istnieją podstawy, by przypuszczać, że podmioty te stały się ważnym ogniwem w łańcuchu globalnych inwestorów instytucjonalnych i na trwałe zagościły w strukturach międzynarodowych finansów. Głównym celem artykułu jest przedstawienie rynku państwowych funduszy majątkowych oraz analiza prowadzonej przez te podmioty działalności inwestycyjnej.

2. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych

Pomimo że niektóre państwowe fundusze majątkowe funkcjonują od dziesięcioleci, to jednak dopiero w ostatnich latach te wehikuły inwestycyjne zaznaczyły wyraźnie swoją obecność na rynku międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych. Stało się to za sprawą gwałtownego wzrostu liczby tego typu inwestorów na świecie oraz

równie spektakularnego powiększenia się wielkości majątku, który został im przekazany celem jego pomnażania. Źródłem tego majątku stały się nagromadzone rezerwy walutowe, których wielkość przekraczała w wielu przypadkach poziomy uznawane za optymalne dla danej gospodarki. Akumulacja rezerw była w przeważającej większości przypadków wynikiem eksportu surowców naturalnych, w tym głównie ropy naftowej, lub też nadwyżek osiągniętych z tytułu wymiany handlowej z zagranicą [Urban 2011]. Państwowe fundusze majątkowe powołane zostały do życia, by inwestować zgromadzone rezerwy walutowe w sposób odmienny, niż czyniły to dotychczas banki centralne. Innowacyjność tych kierowanych przez państwo i będących jego wyłączną własnością funduszy polega m.in. na tym, że inwestują one w szerszą gamę aktywów, w tym aktywa o wyższym poziomie ryzyka i wyższej stopie zwrotu. Istnienie tych funduszy dowodzi również rosnącego znaczenia, jakie w światowym systemie finansowym mają gospodarki krajów wschodzących [Urban 2009].

W chwili obecnej wielkość rynku państwowych funduszy majątkowych szacowana jest na 4864 mld dolarów [www.swfinstitute.org, 11.02.2012; TheCityUK 2012, s. 3]. W grupie wehikulów inwestycyjnych określanych mianem państwowych funduszy majątkowych występuje wyraźne zróżnicowanie wielkości funduszy. Dominują fundusze małe, o wartości aktywów poniżej 10 mld USD, oraz te wyceniane w przedziale 10-50 mld USD. Charakterystyka funduszy z punktu widzenia ich wielkości przedstawiona została w tab. 1. Na podkreślenie zasługuje fakt, że wartość aktywów 10 największych funduszy stanowi ponad 75% ogólnej wartości aktywów zarządzanych przez tych inwestorów instytucjonalnych.

Tabela 1. Charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych z punktu widzenia wartości aktywów poszczególnych funduszy

Szacowana wartość aktywów	Liczba funduszy	Procentowy udział w ogólnej liczbie funduszy
>500 mld USD	3	5,08%
100-500 mld USD	8	13,56%
51-99 mld USD	6	10,17%
10-50 mld USD	16	27,12%
<10 mld USD	21	35,59%
brak danych	5	8,47%
Suma	59	100,00%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.swfinstitute.org, 11.02.2012.

W tabeli 2 zaprezentowane zostały największe państwowe fundusze majątkowe na świecie pod względem wartości aktywów. Biorąc pod uwagę kraje, z jakich wywodzą się analizowane podmioty inwestycyjne, wskazać należy, że najczęściej państwowych funduszy inwestycyjnych pochodzi z krajów azjatyckich oraz z krajów Bliskiego Wschodu. Tam też zlokalizowane są największe pod względem aktywów fundusze, z jednym wyjątkiem – trzeci pod względem wielkości państwowy fundusz inwestycyjny Government Pension Fund-Global pochodzi z Norwegii.

Tabela 2. Największe pod względem wartości aktywów państwowe fundusze majątkowe

Nazwa funduszu	Wielkość aktywów w mld USD
Abu Dhabi Investment Authority	627
SAFE Investment Company	567,9
Government Pension Fund-Global	560
SAMA Foreign Holdings	472,5
China Investment Corporation	459,6
Kuwait Investment Authority	296
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,3
Government of Singapore Investment Corporation	247,5
Temasek Holdings	157,2
National Welfare Fund	149,7

Źródło: www.swfinstitute.org, 11.02.2012.

Natomiast jeśli chodzi o charakterystykę rynku państwowych funduszy majątkowych w kontekście daty utworzenia poszczególnych funduszy, to wskazać należy, że najczęściej, bo 29 funduszy, powstało w latach 2001-2012. W okresie pomiędzy 1991 a 2000 rokiem powołano do życia 13 tego typu funduszy, natomiast przed rokiem 1991 powstało 16 podmiotów określanych mianem państwowych funduszy majątkowych. W gronie funduszy utworzonych w roku 2011 znajdują się: Italian Strategic Fund, Nigerian Sovereign Investment Authority, Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund oraz Fiscal Stability Fund pochodzący z Mongolii [www.swfinstitute.org, 11.02.2012].

W literaturze przedmiotu odnaleźć można kilka rodzajów klasyfikacji państwowych funduszy majątkowych. Zasadniczy podział dotyczy źródła pochodzenia środków, które wykorzystane zostały do utworzenia funduszu. Według tego kryterium wyróżnia się fundusze oparte na surowcach (*commodity funds*), w przypadku których środki finansowe są wynikiem eksploatacji surowców naturalnych, głównie ropy naftowej i gazu ziemnego, oraz fundusze nieoparte na surowcach (*non-commodity funds*), dla których źródłem środków finansowych są nadwyżki z wymiany handlowej, przychody z procesów prywatyzacyjnych albo nadwyżki budżetowe. Drugi rodzaj klasyfikacji, zaproponowany przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, bazuje na kryterium celu działalności tych podmiotów [IMF 2008, s. 5]. Na podstawie wskazanego kryterium wyróżnia się:

- *Stabilization funds*, których celem jest ochrona budżetu państwa i gospodarki przed wahaniami cen surowców naturalnych;
- *Savings funds*, których zadaniem jest oszczędzanie na rzecz przyszłych pokoleń, jak również łagodzenie skutków tzw. choroby holenderskiej. Odbywa się to poprzez zamianę zasobów nieodnawialnych w bardziej zróżnicowany portfel aktywów;
- *reserve investment corporation*, których działalność ma na celu osiągnięcie wyższych stóp zwrotu z rezerw walutowych;

- *development funds*, które mają za zadanie finansowanie projektów społeczno-ekonomicznych oraz wspieranie polityki przemysłowej jako czynników mogących zwiększać potencjalne możliwości produkcyjne kraju;
- *contingent pension reserve funds*, które dostarczyć mają środków na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa.

Odmienny sposób klasyfikacji rynku państwowych funduszy majątkowych, alternatywny do najbardziej rozpowszechnionej i popularnych klasyfikacji zaproponowanej przez MFW, odnaleźć można w opracowaniach A. Dixona i A. Monka [2010] lub X. Pinga i Ch. Chao [2009].

Tabela 3. Zróżnicowanie transparentności państwowych funduszy majątkowych

Liczba punktów w rankingu LMTI	Liczba funduszy z daną liczbą punktów	Procentowy udział funduszy o danym poziomie transparentności
10	9	15,25%
9	5	8,47%
8	2	3,39%
7	1	1,69%
6	5	8,47%
5	4	6,78%
4	6	10,17%
3	2	3,39%
2	3	5,08%
1	7	11,86%
brak danych	15	25,42%

Źródło: opracowanie własnych na podstawie: www.swfinstitute.org, 11.02.2012.

Kolejnym aspektem funkcjonowania rynku państwowych funduszy majątkowych, w obszarze którego ma miejsce wyraźne zróżnicowanie między funduszami, jest ich transparentność. Najpopularniejszą miarą przejrzystości funkcjonowania tych funduszy jest opracowany przez C. Linaburga i M. Maduella indeks transparentności (*Linaburg-Maduell Transparency Index – LMTI*). Indeks ten zbudowany jest na podstawie informacji dotyczących głównych kwestii związanych z ich funkcjonowaniem, które podane są do publicznej wiadomości. Zalicza się do nich m.in.: data utworzenia, cel działalności, struktura majątku, stosowane strategie inwestycyjne, wartość rynkowa portfela inwestycyjnego, stopy zwrotu, przeprowadzanie niezależnego audytu sprawozdań finansowych, strona internetowa, siedziba oraz dane kontaktowe. Za spełnienie przez fundusz każdego pojedynczego kryterium transparentności uzyskuje on jeden punkt, przy czym maksymalna liczba punktów to 10. Autorzy rankingu wskazują, że minimalny zadowalający poziom przejrzystości działania funduszu wymaga uzyskania co najmniej ośmiu punktów. W tab. 3 zaprezentowana została charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych z punktu widzenia udziału funduszy o różnych wielkościach indeksu transparentności. Analiza przedstawionych danych pozwala stwierdzić, że w grupie

funduszy występuje znaczące zróżnicowanie pod względem tego kryterium. Mniej niż jedna trzecia spośród wszystkich funduszy (27%) oceniana jest jako przejrzyste. Do grupy funduszy, które uzyskały maksymalną liczbę punktów, zaliczają się m.in.: Government Pension Fund-Global, Temasek Holdings, Australian Future Fund, Alaska Permanent Fund. Po przeciwnej stronie prezentowanego rankingu znajdują się takie fundusze, jak np.: Revenue Regulation Fund, Brunei Investment Agency, Oil Stabilisation Fund czy też State General Reserve Fund, które uzyskały w klasyfikacji jeden punkt.

Przedstawiona powyżej charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych stwarza podstawy do stwierdzenia, że jest to grupa o istotnym stopniu zróżnicowania. Heterogeniczność tych wehikułów inwestycyjnych występuje zarówno na płaszczyźnie celów działalności, jak i przejrzystości samych funduszy, ich wielkości, pochodzenia oraz okresu, w jakim funkcjonują. Wszystko to sprawia, że nie można w grupie tej wskazać jednego podmiotu, który uznawany byłby za typowy.

3. Działalność inwestycyjna funduszy

W porównaniu z innymi inwestorami instytucjonalnymi państwowe fundusze majątkowe jako inwestor znajdują się w uprzywilejowanej sytuacji. Wynika to z dwóch zasadniczych powodów. Po pierwsze, ich działalność nie podlega presji konkurencyjnej, tak jak ma to miejsce w przypadku innych inwestorów (takich jak np. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne). Tym samym fundusze te, dokonując alokacji będących w ich posiadaniu środków finansowych, w większym stopniu oprzeć się mogą pokusie inwestowania, szczególnie w okresach powstawania i rozwoju baniek spekulacyjnych, występujących w różnych klasach aktywów. Dzięki temu zyskują one pewien margines bezpieczeństwa dla swojej działalności inwestycyjnej. Po drugie, będąc inwestorami długookresowymi, państwowe fundusze majątkowe czerpać mogą korzyści z relacji ryzyko/stopa zwrotu i osiągać wyższe stopy zwrotu z inwestycji niż inwestorzy krótkookresowi przy tym samym poziomie ryzyka [Das, Mazarej, van der Hoorn (red.) 2010, s. 171]. Kolejną zaletą, którą wykorzystują państwowe fundusze majątkowe, jest brak konieczności spełniania przez te podmioty wymogów kapitałowych oraz innych przepisów ustanawianych przez organy regulujące i nadzorujące rynki finansowe. Podmioty te podlegają w mniejszym stopniu ograniczeniom związanym z dopuszczalnym zakresem aktywów, w które mogą inwestować [Bjørndal i in. (red.) 2010, s. 3; TheCityUK 2012, s. 6].

Ponadto państwowe fundusze majątkowe z tytułu długiego horyzontu inwestycyjnego, w jakim operują, korzystać mogą z niskiego poziomu ryzyka wycofania środków (*low redemption risk*), rozumianego jako ryzyko związane z koniecznością nagłej wypłaty środków z funduszu. Nie oznacza to jednak, że w inwestowaniu kierują się one wyłącznie kryterium stopy zwrotu, zarządzanie ryzykiem ma bowiem swoje krótko- i długoterminowe konsekwencje dla tworzenia wartości (bogactwa). Fundusze te zaś stworzone zostały w celu ochrony, przechowywania i pomnażania

wartości aktywów zgromadzonych przez państwa. Jednym ze sposobów wykorzystania sytuacji wynikającej z niskiego poziomu wskazywanego ryzyka jest zwiększenie udziału w portfelu inwestycyjnym aktywów o niskim poziomie płynności (*illiquid assets*) i osiąganie w konsekwencji tego wyższej stopy zwrotu z tytułu premii za brak płynności (*the illiquidity premium*). Drugim sposobem jest inwestowanie w aktywa płynne, lecz przy założeniu, że czerpać się będzie korzyści z długookresowej relacji stopa zwrotu/ryzyko kosztem konieczności akceptowania krótkookresowych wahań. Oznacza to tym samym inwestowanie z myślą o maksymalizacji wartości w długim okresie. Choć w przypadku państwowych funduszy majątkowych poziom ryzyka wycofania środków jest niższy od średniej rynkowej, to nie jest on jednak zerowy. Wynika to z dwojakiego celu funkcjonowania tych podmiotów, którym z jednej strony jest generowanie korzyści finansowych, z drugiej jednak – dostarczanie korzyści społecznych (finansowanie projektów społeczno-ekonomicznych, oszczędzanie na rzecz przyszłych pokoleń, stabilizacja krajowego rynku finansowego). Sprawia to, że w praktyce fundusze te wykorzystywać muszą drugą metodę, czyli utrzymywanie płynności i długi horyzont inwestycyjny [Das, Mazarei, van der Hoorn (red.) 2010, s. 152].

Dodatkowym czynnikiem, który przemawia za stosowaniem drugiej z wymienionych strategii inwestycyjnych, są doświadczenia związane z ostatnim światowym kryzysem finansowym. Jego skala oraz zasięg sprawiły, że niektóre kraje posiadające analizowane wehikuly inwestycyjne stanęły w obliczu konieczności wypłacenia środków z tychże funduszy celem wsparcia krajowego systemu finansowego – sektora bankowego, giełdy i samego budżetu państwa. Odbyło się to kosztem krótkookresowych strat wynikających ze sprzedaży aktywów finansowych w okresie złej koniunktury [Das, Mazarei, van der Hoorn (red.) 2010, s. 52; Raymond 2010].

W czasie trwania kryzysu państwowe fundusze majątkowe stały się dla wielu czołowych instytucji finansowych inwestorami ostatniej instancji, a kapitał, jaki do nich wniosły, uchronił je przed bankructwem. Fundusze te dały tym samym dowód, że pełnić one mogą funkcję stabilizującą w światowym systemie finansowym. W tab. 4 przedstawione zostały wybrane transakcje państwowych funduszy majątkowych w latach 2007-2008. Straty, jakie wiązały się z tymi inwestycjami, stały się jednym z powodów ograniczenia działalności inwestycyjnej w tym obszarze [TheCityUK 2012, s. 8].

Najnowsze opracowanie dotyczące działalności inwestycyjnej tych kierowanych przez państwo i będących jego wyłączną własnością funduszy wskazuje, że wśród rodzajów aktywów, w jakie inwestują te podmioty, dominują akcje oraz instrumenty dłużne [TheCityUK 2012, s. 7]. Biorąc pod uwagę miejsce dokonywanych inwestycji, wskazać należy, że w latach 2005-2011 19% ogólnej wartości zainwestowanych środków alokowanych zostało w USA, a 17% w Wielkiej Brytanii. Na kolejnych pozycjach znalazły się Chiny, Francja, Szwajcaria i Niemcy. Panuje przekonanie, że w najbliższych latach jako cel inwestycji ze strony tych funduszy zyskiwać będą na znaczeniu kraje BRIC (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny) [TheCityUK 2012, s. 8].

Tabela 4. Wybrane przykłady inwestycji państwowych funduszy majątkowych w okresie ostatniego kryzysu finansowego (w mln USD)

Nazwa państwowego funduszu majątkowego	Obiekt inwestycji	Data	Wartość inwestycji	Wartość na dzień 27.03.2009	Stopa zwrotu od momentu inwestycji do dnia 27.03.2009.	Zysk/strata
Government of Singapore Investment Corporation	UBS	10.12.2007	9760	2121	-78,27%	-7639
Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup Inc.	27.11.2007	7500	685	-90,87%	-6815
China Investment Corporation	Morgan Stanley	19.12.2007	5000	2545	-49,10%	-2455
Temasek Holdings	Merrill Lynch & Co Inc	27.07.2008	3400	1767	-48,02%	-1633
Qatar Investment Authority	Credit Suisse	28.01.2008	3000	1681	-43,97%	-1319

Źródło: Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, Monitor Group, 2009, s. 57.

Tabela 5. Stopy zwrotu z inwestycji dla wybranych państwowych funduszy majątkowych

Nazwa funduszu	Stopa zwrotu*	
	W roku 2011**	Roczna od momentu powstania
Social and Economic Stabilization Fund	4,0%	4,15%
National Pensions Reserve Fund	x	3,30%
New Zealand Superannuation Fund	25,05%	7,83%
Alaska Permanent Fund	20,6%	9,10% ***
Australian Future Fund	12,8%	5,20%
Temasek Holdings	4,6%	17,0%
Government Pension Fund-Global	9,62%****	x
Korea Investment Corporation	8,46%****	4,20%

* Obliczona na podstawie wartości aktywów wyrażonej w lokalnej walucie; ** Rok rozliczeniowy zakończony w 2011, w wielu wypadkach różny od kalendarzowego; *** Za okres ostatnich 27,5 roku; **** W roku 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze stron internetowych funduszy, 16.02.2012.

Zróźnicowanie celów funkcjonowania w przypadku poszczególnych państwowych funduszy majątkowych powoduje, że nie jest możliwe przedstawienie jednej strategicznej alokacji aktywów, która odpowiadałaby strategiom realizowanym

przez każdy z funduszy [Bertoni, Lugo 2011, s. 2]. Drugi problem związany z badaniem działalności inwestycyjnej wiąże się z niskim poziomem transparentności wielu spośród analizowanych funduszy. Z powodu przedstawionych ograniczeń analiza stóp zwrotu osiąganych z prowadzonej przez te podmioty działalności inwestycyjnej zawężona została jedynie do funduszy zajmujących najwyższe pozycje w rankingu transparentności (LMTI). Wyniki przedstawiono w tab. 5.

Na podstawie powyższych danych stwierdzić można, że stopa zwrotu jest czynnikiem istotnie różnicującym analizowane fundusze. W przypadku rocznej stopy zwrotu różnica pomiędzy pochodzącym z Chile Social and Economic Stabilization Fund a wywodzącym się z Nowej Zelandii New Zealand Superannuation Fund przekracza 20 punktów procentowych. Zróżnicowanie między badanymi funduszami występuje również w odniesieniu do rocznej stopy zwrotu obliczonej od momentu powstania funduszu. Najwyższą stopę zwrotu osiągnął Temasek Holdings (17%), natomiast najniższą National Pension Reserve Fund (3,3%). Głębsza analiza różnic w stopach zwrotu wymagałaby dostępu do porównywalnych danych dotyczących portfela inwestycyjnego oraz strategii inwestycyjnych realizowanych przez wszystkie fundusze, co w chwili obecnej nie jest możliwe.

4. Podsumowanie

Proces inwestowania oraz jego aspekty finansowe należą do najslabiej zbadanych obszarów działalności państwowych funduszy majątkowych. Dzieje się tak głównie za sprawą trudności w dostępie do informacji. Tylko nieliczni spośród analizowanych inwestorów instytucjonalnych publikują informacje dotyczące np. posiadanego portfela aktywów oraz osiąganych stóp zwrotu. W artykule podjęta została próba analizy działalności inwestycyjnej prowadzonej przez państwowe fundusze majątkowe. Cel ten został osiągnięty poprzez analizę raportów dotyczących działalności inwestycyjnej funduszy, opublikowanych przez takie instytucje, jak TheCityUK, Monitor Group, oraz informacji dostępnych na stronach internetowych wybranych funduszy. Ponadto w artykule przybliżona została charakterystyka rynku państwowych funduszy majątkowych. Przedstawione przykłady dowodzą zróżnicowania między badanymi inwestorami. Zróżnicowanie to występuje m.in. na płaszczyźnie wielkości funduszy, czasu funkcjonowania na rynku, a także poziomu transparentności. Przypuszczać należy, że wraz ze wzrostem poziomu transparentności możliwe stanie się przeprowadzenie bardziej wnikliwej i rozszerzonej analizy dotyczącej aspektów finansowych działalności inwestycyjnej tej grupy inwestorów. Bliższe poznanie zachowań inwestycyjnych państwowych funduszy majątkowych umożliwić może ocenę atrakcyjności gospodarki polskiej jako miejsca dokonywania inwestycji przez te podmioty.

Literatura

- Bertoni F., Lugo S., *Testing the strategic asset allocation of stabilization Sovereign Wealth Funds*, „Social Science Research Network” 2011, no. 1944508.
- Bjørndal E. i in. (red.), *Energy, Natural Resources and Environmental Economics*, Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg 2010.
- Das U.S., Mazarei A., van der Hoorn H. (red.), *Economics of Sovereign Wealth Funds. Issues for Policymakers*, International Monetary Fund, Washington D.C., 2010.
- Dixon A., Monk A., *Rethinking the sovereign in Sovereign Wealth Funds*, „Social Science Research Network” 2010, no. 1652107.
- IMF, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, 2008.
- Monitor Group, *Weathering the Storm, Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, 2009.
- Ping X., Chao Ch., *The theoretical logic of Sovereign Wealth Funds*, „Social Science Research Network” 2009, no. 1420618.
- Raymond H., *Sovereign Wealth Funds As a Investors of Last Resort During Crisis*, Université de Paris Ouest Nanterre la Défence, „Working Paper”, no. 2010-12.
- TheCityUK, *Sovereign Wealth Funds*, February 2012.
- Urban D., *Sovereign Wealth Funds – new players on global financial markets*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe” 2009, vol. 12, no. 1-2.
- Urban D., *The role of Sovereign Wealth Funds in global management of excess foreign exchange reserves*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe” 2011, vol. 14, no. 2.
www.swfinstitute.org.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS A FINANCIAL INVESTOR

Summary: The article deals with Sovereign Wealth Funds, the new type of institutional investors. The first part of the paper presents diversity of the market of Sovereign Wealth Funds. In the second part the author analyzes selected elements of investment activity of these state-run funds. The article concludes by presenting recommendation for further research.

Keywords: sovereign wealth funds, investment.