

W poszukiwaniu finansowych motywów funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych i dowodów empirycznych na rynkową orientację tej grupy inwestorów

Dariusz Urban*

Streszczenie: Celem artykułu jest próba oszacowania premii z tytułu alternatywnego inwestowania majątku państwa z wykorzystaniem państwowych funduszy majątkowych oraz dostarczenie empirycznego dowodu na istnienie finansowych motywów funkcjonowania tej kategorii inwestorów instytucjonalnych. Badanie opiera się na analizie porównawczej stóp zwrotu z działalności inwestycyjnej osiągniętych przez wybrane państwowe fundusze majątkowe i realnego tempa wzrostu gospodarek krajów, z których fundusze te pochodzą. Otrzymane wyniki wskazują na możliwość uzyskania przez analizowane fundusze premii z tytułu ryzyka ponoszonego w związku z alternatywnym sposobem inwestowania aktywów finansowych państwa. Zaprezentowane wyniki badań własnych autora stanowią pierwszą w literaturze przedmiotu próbę analizy efektywności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych, która opiera się na teorii portfelowej i koncepcji premii z tytułu ryzyka.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, rezerwy walutowe, inwestowanie, premia za ryzyko

Wprowadzenie

Na przestrzeni ostatnich lat poziom zainteresowania tematyką państwowych funduszy majątkowych, nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych, podlegał nieustannemu wzrostowi. W chwili obecnej osiągnął on pułap, przy którym z dużą dozą prawdopodobieństwa stwierdzić można, że problematyka ta na trwałe zagościła nie tylko w światowej przestrzeni dyskusji akademickiej, lecz również znalazła swoje miejsce w debacie politycznej na poziomie krajowym, jak i międzynarodowym. Wydaje się ponadto, że również światowe rynki finansowe wspólnie z międzynarodowymi instytucjami finansowymi oraz organami nadzorczymi poczęły postrzegać te innowacyjne wehikuły inwestycyjne, będące własnością państw, jako jednego z głównych uczestników procesów toczących się w globalnej gospodarce.

Choć w wielu obszarach badawczych związanych z funkcjonowaniem tego relatywnie nowego obszaru światowych finansów wskazać można liczne opracowania mogące świad-

* dr Dariusz Urban, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, ul. Matejki 22/26 90-237 Łódź, durban@uni.lodz.pl.

czyć o głębokim zakresie naukowej eksploracji tematu, to jednak w odniesieniu do finansowych aspektów działalności tychże funduszy nadal mówić możemy o istnieniu białych plam. Jednocześnie, aspekty finansowe działalności funduszy zajmujących się alternatywnym inwestowaniem rezerw walutowych państwa wydają się być najbardziej aktualnym, a zarazem najszybciej rozwijającym się nurtem badań w obszarze państwowych funduszy majątkowych.

Zaprezentowane argumenty motywują do podjęcia próby odpowiedzi na pytanie, czy działalność inwestycyjna wskazanych funduszy posiada znamiona efektywności ekonomicznej, co stanowiłoby argument w debacie, w której część z autorów wskazuje na czysto polityczne i nieekonomiczne cele funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych. Celem artykułu jest zaadaptowanie i wykorzystanie koncepcji premii za ryzyko do oszacowania domniemanej nadwyżkowej stopy zwrotu z inwestowania majątku państwowego osiąganego przez te fundusze. Wedle dostępnej wiedzy, prezentowane badania własne autora stanowią pierwszą, nie tylko na gruncie polskim, próbę przedstawienia empirycznych dowodów na istnienie finansowych motywów inwestowania w segmencie państwowych funduszy majątkowych.

1. Premia za ryzyko a inwestowanie rezerw walutowych

Państwowe fundusze majątkowe to utworzone przez rządy celowe fundusze inwestycyjne lub porozumienia, których zadaniem jest administrowanie i zarządzanie posiadanymi aktywami finansowymi. Podmioty te tworzone są w oparciu o przesłanki makroekonomiczne, ich funkcjonowanie opiera się na motywach finansowych, zaś całkowita i wyłączna własność tych funduszy spoczywa w rękach państwa. Fundusze stosują różnego rodzaju strategie inwestycyjne, włączając w to inwestowanie w zagraniczne aktywa finansowe (IWG 2008).

Pomimo, iż sama definicja analizowanej grupy inwestorów instytucjonalnych wskazuje na ich rynkową orientację oraz finansowe motywy funkcjonowania, to jednak w literaturze przedmiotu niektórzy z autorów sugerują, że decyzje inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych podyktowane są motywami natury politycznej, a ich działalność ma charakter pozaekonomiczny (Hatton, Pistor 2012; Jiráňková 2012; Gilson, Milhaupt 2008). Dzieje się tak również wbrew wskazywanym w literaturze argumentom, które wydają się nie pozostawiać wątpliwości, że te wehikuły inwestycyjne realizują funkcje ekonomiczne i finansowe. Pośród nich wymienia się: stabilizowanie finansów publicznych i budżetu państwa poprzez gromadzenie i inwestowanie środków finansowych w okresie wysokich cen surowców oraz ich transfer do budżetu w sytuacji deficytu, pełnienie roli inwestora ostatecznej instancji – nie tylko dla krajowego sektora finansowego, zarządzanie kapitałem napływającym do gospodarki m.in. poprzez sterylizację podaży pieniądza z wykorzystaniem rynków zagranicznych, zarządzanie rezerwami walutowymi, dzięki ich inwestowaniu w szeroką gamę aktywów o wyższym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu, zaś w ska-

li międzynarodowej przejmowanie części ryzyka inwestycyjnego, co jest możliwe z uwagi na długookresowe zaangażowanie inwestycyjne, niekorzystanie z dźwigni finansowej oraz brak presji na wyniki finansowe w krótkim okresie (Urban 2012a; Urban 2012b).

Wydaje się, że dodatkowym argumentem przemawiającym za rynkową orientacją tej grupy inwestorów instytucjonalnych może być zaczerpnięta z modelu wyceny aktywów kapitałowych koncepcja premii z tytułu ryzyka. Możliwość osiągnięcia rynkowej premii za ryzyko jest bowiem argumentem uzasadniającym podejmowanie działalności inwestycyjnej w odniesieniu do aktywów o wyższym poziomie ryzyka. Wykazanie, że możliwym jest osiągnięcie takiej premii przez państwowe fundusze majątkowe stanowiłoby przesłankę do wnioskowania, że inwestorzy ci, podobnie jak inne grupy inwestorów na rynkach finansowych, w swojej działalności kierują się motywami finansowymi.

Idea premii w odniesieniu do państwowych funduszy majątkowych pojawia się w opracowaniu Clarka i Monka (2010), którzy wskazują, że podmioty te są skutecznym narzędziem umożliwiającym osiągnięcie premii na finansowych aktywach państwa. Ich zdaniem jest to możliwe dzięki korzyściom płynącym z rynków finansowych, które w połączeniu z odpowiednio zaprojektowaną strukturą instytucjonalną funduszu i prawidłowym nadzorem korporacyjnym dają również tym inwestorom możliwość uzyskania premii z tytułu inwestowania zasobów będących własnością państwa. Premia ta jest osiągana poprzez inwestowanie majątku państwa w szeroki zakres aktywów reprezentujących potencjał gospodarki globalnej, nie zaś jedynie regionalnej czy krajowej. Jako premię wskazują oni nadwyżkę ponad realną stopę wzrostu gospodarki.

Zatem porównanie stóp zwrotu osiągniętych przez państwowe fundusze majątkowe z poziomem wzrostu produktu krajowego brutto krajów, z których fundusze się wywodzą, może pozwolić na udzielenie odpowiedzi o istnieniu omawianej premii. Wydaje się, że premia ta może być uznawana za premię z tytułu ryzyka, bowiem odzwierciedla ona nadwyżkową stopę zwrotu z inwestowania majątku państwa, w aktywa o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu i wyższym ryzyku. Niemniej jednak zauważyć również należy, że wskazana wyżej premia nie może być utożsamiana z premią za ryzyko z modelu wyceny aktywów kapitałowych, omawianą i analizowaną na gruncie polskim m.in. w opracowaniach, których autorami są: Zarzecki (2008), Dobija (2007), Kurek (2009). Co najwyżej uznać ją można za pewną odmianę klasycznej premii za ryzyko. W celu uniknięcia wieloznaczności pojęciowej, proponuje się stosowanie określenia: premia na rezerwach walutowych.

2. Opis badania

Wstępem do badania było zebranie danych dotyczących historycznych stóp zwrotu z działalności inwestycyjnej funduszy majątkowych. W tym celu dokonano ogólnej selekcji funduszy pod kątem ich transparentności. Przyjęto bowiem założenie, że tylko fundusze o najwyższym stopniu transparentności publikować mogą informacje dotyczące osiągniętych wyników finansowych. W efekcie, spośród ogólnej liczby 74 funduszy (www.swfinstitute).

org/fund-rankings, 29.01.2014) wyodrębniono grupę 24 funduszy (wskaźnik Linaburga-Maduella 8 punktów lub więcej), która stała się przedmiotem dalszych analiz. W toku tych analiz dokonano identyfikacji funduszy, dla których na stronach internetowych bądź w raportach rocznych, dostępne były informacje o osiągniętych w przeszłości stopach zwrotu. Uzyskane dane cechowały się dużym stopniem zróżnicowania; dla części funduszy dostępne były dane na temat rocznych stóp zwrotu, dla innych dane za okres 3, 5 lub 10 lat, z kolei dla niektórych – dane obrazujące stopy zwrotu osiągnięte od momentu utworzenia funduszu. Z uwagi na główny cel badania, wybrane zostały dane roczne, które pozwoliły na wyodrębnienie dwóch podgrup, cechujących się największą liczebnością w relacji do rozwiązań alternatywnych. W pierwszej znalazły się fundusze, w ogólnej liczbie 15, dla których dostępne były informacje na temat stóp zwrotu osiągniętych w roku 2012 (w dwóch przypadkach były to dane za rok 2011). W drugiej grupie, liczącej 5 elementów, zidentyfikowano fundusze, dla których informacje na temat rocznych stóp zwrotu tworzyły kilkuletni przedział czasowy. Lista funduszy objętych badaniem, wraz ze skrótami ich nazw, które wykorzystywane są w dalszej części opracowania, jak również kraje, z których analizowane fundusze się wywodzą, zaprezentowana została w tabeli 1.

Tabela 1

Lista państwowych funduszy majątkowych objętych badaniem

Nazwa funduszu	Skrót nazwy	Kraj pochodzenia
Government Pension Fund Global	GPFG	Norwegia
Temasek Holdings	TH	Singapur
Australian Future Fund	AFF	Australia
Mubadala Development Company	MDC	Zjednoczone Emiraty Arabskie
Alaska Permanent Fund	APF	USA
State Oil Fund	SOF	Azerbejdżan
National Reserve Pension Fund	NRPF	Irlandia
New Zealand Superannuation Fund	NZSF	Nowa Zelandia
Social and Economic Stabilization Fund, Pension Reserve Fund	SESF, PRF	Chile
Korea Investment Corporation	KIC	Korea Południowa
New Mexico State Investment Council	NMSIC	USA
Alberta's Heritage Fund	AHF	Kanada
Alabama Trust Fund	ATF	USA
Timor-Leste Petroleum Fund	TLPF	Timor Wschodni
Heritage and Stabilization Fund	HSF	Trynidad i Tobago

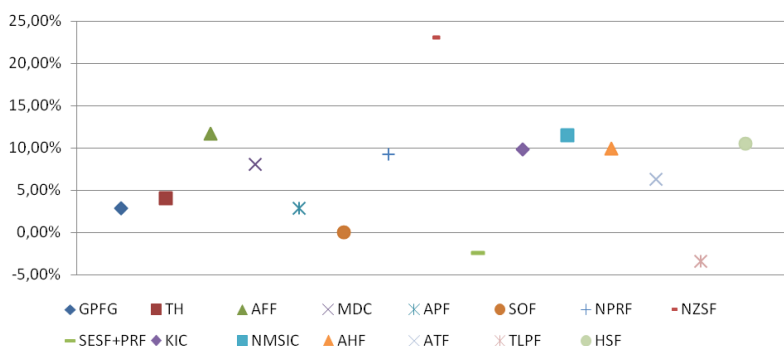
Źródło: opracowanie własne.

Następnie, dla grupy krajów, z których pochodziły badane fundusze, pozyskano informacje na temat realnej rocznej stopy wzrostu produktu krajowego brutto. Dane pochodziły ze stron: www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2003rank.

html (30.01.2014) dla pierwszej podgrupy badawczej oraz www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-factbook-2013/real-gdp-growth_factbook-2013-table31-en (30.01.2014) i www.indexmundi.com/azerbaijan/gdp_real_growth_rate.html (30.01.2014) dla próby przekrojowo-czasowej. Różnica pomiędzy stopą zwrotu z działalności inwestycyjnej funduszu a wzrostem produktu krajowego brutto w tym samym okresie, zgodnie z podejściem zaproponowanym przez Clarka i Monka (2010), stanowi swoistą premię za ryzyko, premię uzyskiwaną w efekcie alternatywnego, względem polityki prowadzonej w tym zakresie przez bank centralny, inwestowania nadmiernych rezerw walutowych kraju.

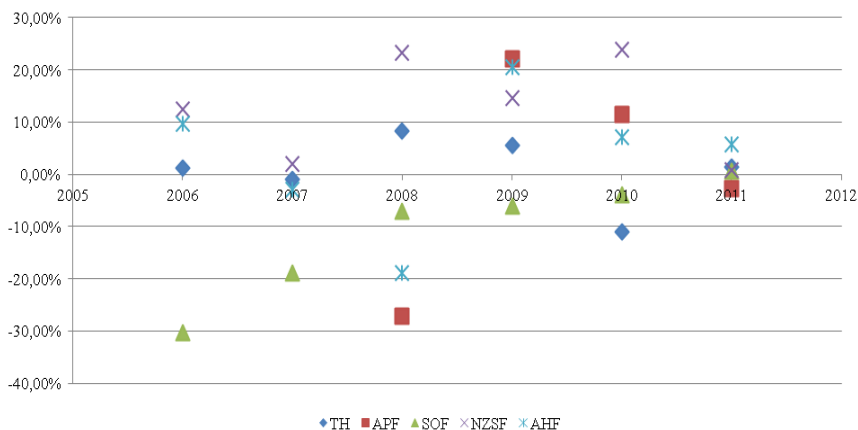
3. Wyniki empiryczne

Uzyskane w toku badania wyniki empiryczne nie pozwalają na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. W odniesieniu do różnicy pomiędzy roczną stopą zwrotu z działalności inwestycyjnej funduszu a roczną stopą realnego wzrostu produktu krajowego brutto wskazać należy, że w przypadku 12 funduszy analizowana różnica była wartością dodatnią. Oznaczać to może, że analizowane fundusze majątkowe w sposób efektywniejszy finansowo inwestowały majątek państwa niż w sytuacji, gdyby środki te reinwestowane były w gospodarce kraju założyciela. Najwyższą premią z tytułu ryzyka ponoszonego w procesie alternatywnego inwestowania cechował się New Zealand Superannuation Fund (23,1%), zaś średnia wielkość premii w grupie funduszy o dodatniej wartości wskazanego miernika wynosiła 9,15%. W dwóch przypadkach premia była wartością ujemną: dla dwóch funduszy chilijskich – Social and Economic Stabilization Fund i Pension Reserve Fund wyniosła ona –2,39%, natomiast dla pochodzącego z Timoru Wschodniego Timor-Leste Petroleum Fund kształtowała się na poziomie –3,46%. Zerową wielkością premii cechował się kazachski State Oil Fund. Średnia wartość rocznej premii w całej grupie analizowanych funduszy wyniosła 6,93%.



Rysunek 1. Wielkość rocznej premii z tytułu alternatywnego inwestowania rezerw walutowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zaczerpniętych ze stron internetowych oraz raportów finansowych wybranych funduszy – źródła wskazane w bibliografii.



Rysunek 2. Wielkość premii z tytułu alternatywnego inwestowania rezerw walutowych dla wybranych funduszy w latach 2006–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zaczerpniętych ze stron internetowych oraz raportów finansowych wybranych funduszy – źródła wskazane w bibliografii.

W przypadku badania obejmującego dłuższy horyzont czasowy oraz mniejszą liczbę funduszy uzyskane wyniki są w większym stopniu zróżnicowane. Jedynie nowozelandzki fundusz majątkowy w całym badanym okresie osiągał dodatnie roczne premie, które dały w efekcie średnią wartość na poziomie 12,84%. Z kolei wywodzący się z Azerbejdżanu State Oil Fund odnotował w badanym okresie tylko jedną dodatnią wartość premii i w efekcie jej średnia wielkość wyniosła $-10,92\%$. Dla całej badanej grupy średnia wielkość premii kształtowała się na poziomie 1,45%. Wskazać należy również, iż największe zróżnicowanie omawianego wskaźnika, mierzone odchyleniem standardowym, miało miejsce w roku 2008, zaś najmniejsze w ostatnim roku analizowanego okresu.

4. Analiza i dyskusja

Biorąc pod uwagę fakt, że wedle wiedzy autora zaprezentowana powyżej analiza jest pierwszym tego typu badaniem w obszarze państwowych funduszy majątkowych, do uzyskanych wyników podejść należy z pewną ostrożnością. Wyniki pierwszej części analizy mogą stanowić argument potwierdzający, że państwowe fundusze majątkowe są w stanie w perspektywie rocznej w sposób efektywny inwestować majątek państwa, bowiem w większości analizowanych przypadków roczna premia była wielkością dodatnią. Oznacza to, że reinwestowanie środków finansowych w oparciu o gospodarki innych krajów może być, pod względem finansowym, lepszym rozwiązaniem niż reinwestowanie ich jedynie poprzez gospodarkę krajową. Uzyskanie dodatniej premii w perspektywie kilku lat reinwestowania zdaje się być zadaniem znacznie trudniejszym do osiągnięcia, o czym świadczyć mogą

dane uzyskane w drugiej części analizy. Zwrócić jednak należy uwagę na fakt, że kilkuletni okres analizy przypada na czas ostatniego kryzysu finansowego, co bez wątpienia nie pozostało obojętne na wyniki z działalności finansowej funduszy. Argument przytoczony na wstępie implikuje również fakt braku możliwości porównania uzyskanych wyników. Wyniki te jednakże odniesione mogą być do wartości rynkowej premii za ryzyko, szacowanej przez licznych autorów, których wyniki prezentowane są w cytowanych wcześniej opracowaniach polskojęzycznych. W tym kontekście wskazać i podkreślić należy, że uzyskana w toku badania na przestrzeni kilku lat wartość premii na rezerwach walutowych dla funduszy majątkowych plasuje się w większości przypadków poniżej przedziału wskazanego w literaturze przedmiotu.

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku koncepcji premii za ryzyko w odniesieniu do teorii portfelowej, tak również i w przypadku idei premii na rezerwach walutowych, samo pojęcie premii, jak i sposób jej obliczania mogą być źródłem wątpliwości i zastrzeżeń, również o charakterze metodologicznym. Po pierwsze, biorąc pod uwagę charakter analizowanego majątku, którym są rezerwy walutowe, pojawia się pytanie, czy punktem odniesienia w analizie nie powinna być stopa zwrotu z tychże rezerw? W tym wypadku jednakże można mówić, o hipotetycznej (bo wszakże niezrealizowanej) stopie zwrotu z rezerw walutowych, podczas gdy realna stopa wzrostu produktu krajowego brutto wydaje się stanowić bardziej rzeczywisty benchmark. Po drugie, raportowane przez analizowane fundusze stopy zwrotu nie zawierają – w zdecydowanej większości przypadków – informacji o tym, czy są to stopy uwzględniające, czy też nieuwzględniające inflację. Globalny charakter działalności funduszy, aczkolwiek istotnie zróżnicowany pomiędzy funduszami, stwarza wyzwanie w postaci konieczności urealnienia stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego na poszczególnych rynkach, bowiem przyjęcie średniej stopy inflacji w gospodarce światowej wydaje się być zbyt daleko idącym i przez to trudnym do zaakceptowania uproszczeniem. Z kolei możliwość wykorzystania pierwszego ze wskazanych rozwiązań uwarunkowana jest dostępem do informacji, które w chwili obecnej, dla niemal wszystkich funduszy, są absolutnie niemożliwe do pozyskania. Po trzecie, przez wzgląd na długookresowy charakter działalności inwestycyjnej badanych funduszy, jak również samą koncepcję premii zaczerpniętej z teorii portfelowej, większą wagę informacyjną należałoby przywiązywać do długookresowej premii. Jednakże z uwagi na relatywnie krótki okres funkcjonowania większości funduszy, jak również stosunkowo niski średni poziom transparentności, uzyskanie szeregów czasowych chociażby w niewielkim stopniu satysfakcjonujących może być przez najbliższe lata trudne, by nie rzec nierealne. Po czwarte, w niektórych przypadkach okres sprawozdawczy funduszu nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym, będącym podstawą dla obliczania stóp wzrostu produktu krajowego. Implikuje to konieczność przyjęcia założeń upraszczających, które nie pozostają bez wpływu na uzyskiwane wyniki. Po piąte, otrzymane wyniki nie uprawniają do wyciągnięcia wniosków natury ogólnej, które odniesione mogłyby być do całego segmentu inwestorów instytucjonalnych, jakimi są państwowe fundusze majątkowe. Pierwszym powodem jest wielkość próby badawczej, drugim znaczące, wewnętrzne

zróznicowanie rynku państwowych funduszy majątkowych. Niemniej jednak przypuszczać można, że mimo wskazanych powyżej ograniczeń, przeprowadzone analizy stanowić mogą punkt wyjścia do kolejnych i pogłębionych badań w tym zakresie. Zapewne za ich przyczyną zweryfikować będzie można, czy oraz w jakim stopniu wnioski zaprezentowane w niniejszej analizie okazały się prawdziwe.

Uwagi końcowe

Rozwój nowego segmentu inwestorów instytucjonalnych, jakimi są państwowe fundusze majątkowe, był i nadal jest źródłem kontrowersji. Jednym z powodów są przypuszczenia, że podmioty te mogą być przedłużonym, finansowym ramieniem państwa, realizującym jego cele polityczne. Przeprowadzona w artykule analiza wskazuje, że analizowane fundusze, podobnie jak inne podmioty na rynkach finansowych, osiągać mogą premię z tytułu ryzyka związanego z alternatywnym inwestowaniem rezerw walutowych. Choć sam fakt występowania premii na rezerwach walutowych nie stanowi jednoznacznego argumentu przeciwko tezie o politycznym działaniu funduszy, to jednak dostarcza on argumentów dla stwierdzenia, że podmioty te w swoim działaniu kierują się motywami finansowymi.

Literatura

- Clark G.L., Monk A.H.B. (2010), *Sovereign Wealth Funds: Form and Function in the 21st Century*, Fondazione Eni Enrico Mattei, Working Papers.
- Dobija M. (2007), *Premia za ryzyko jako naturalna stała w ekonomii wolnorynkowej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki finansowe Ubezpieczenia”, nr 6, cz. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Gilson R.J., Milhaupt C.J. (2008), *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, „Stanford Law Review”, vol. 60.
- Hatton K.J., Pistor K. (2012), *Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, „Columbia Journal of Transnational Law”, vol. 50, no. 1.
- IWG (2008), *Generally accepted principles and practices – the Santiago Principles*.
- Jiráňková M. (2012), *Nation-States as Investors in a Globalized World*, „Ekonomický Časopis”, issue 8.
- Kurek B. (2009), *Premia za ryzyko na rynku kapitałowym – kontrowersje metrologiczne*, „Management and Business Administration. Central Europe”, vol. 17, no. 6, Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa.
- Urban D. (2012a), *Strategiczna alokacja aktywów państwowych funduszy majątkowych w świetle badań empirycznych*, w: *Zarządzanie, finanse i rachunkowość wobec wyzwań współczesnej gospodarki opartej na wiedzy*, red. E. Walińska, „Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica”, nr 276, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urban D. (2012b), *Czy państwowe fundusze majątkowe to źródło innowacji w systemie finansowym?*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Rynki finansowe*, red. J. Harasim, J. Cichy, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne”, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- www.apfc.org/_amiReportsArchive/FY2013AnnualReport.pdf (29.01.2014).
- www.bancocentral.tl/Download/Publications/Quarterly_Report33_en.pdf (30.01.2014).
- www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2003rank.html (30.01.2014).
- www.finance.alberta.ca/business/ahstf/annual-reports/2013/Heritage-Fund-2012-13-Annual-Report.pdf (30.01.2014).
- www.finance.gov.tt/content/HSF_2012.pdf (30.01.2014).

- www.futurefund.gov.au/_data/assets/pdf_file/0009/5778/Annual_Report_2012-13.pdf (28.01.2014).
- www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/annual-report/annual-report-sovereign-wealth-funds-483.html (29.01.2014).
- www.indexmundi.com/azerbaijan/gdp_real_growth_rate.html (30.01.2014).
- www.kic.go.kr/en/co/co020000.jsp (30.01.2014).
- www.mubadala.com/sites/default/files/20131208_annual_report_2013_en.pdf (28.01.2014).
- www.nprf.ie/Publications/2013/AnnualReport2012.pdf (29.01.2014).
- www.nzsuperfund.co.nz/index.asp?pageID=2145855927 (29.01.2014).
- www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-factbook-2013/real-gdp-growth_factbook-2013-table31-en (30.01.2014).
- www.oilfund.az/uploads/annual_2012en.pdf (29.01.2014).
- www.regjeringen.no/en/dep/fin/Documents-and-publications/propositions-and-reports/Reports-to-the-Storting/2012-2013/meld-st-27-20122013-2/9.html?id=729900 (28.01.2014).
- www.sic.state.nm.us/PDF%20files/1a%202013-09-30%20-%20NMSIC%20Flash.pdf (30.01.2014).
- www.swfinstitute.org/fund-rankings (29.01.2014).
- www.temasekreview.com.sg/#performance-groupFinancialHighlights (28.01.2014).
- www.treasury.state.al.us/Content/Documents/ATF%20Documents/Meeting%2011212013/Agenda%20Item%204%20-%20Quarterly%20Performance%20Report%20-%20Callan.pdf (30.01.2014).
- Zarzecki D. (2008), *Premia z tytułu ryzyka – wyzwania dla teorii i praktyki*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 9, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

IN SEARCH OF FINANCIAL MOTIVES OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND EMPIRICAL EVIDENCE OF MARKET ORIENTATION OF THIS GROUP OF INVESTORS

Abstract: This article attempts to estimate the premium derived from alternative investment of national wealth by sovereign wealth funds and also to provide empirical evidence for the existence of financial motives of activity among this group institutional investors. Based on comparative analysis, the author calculate presumed premium as a difference between rate of return on invested assets and real rate of GDP growth. Empirical findings suggest possibility of achieving by funds the premium on alternative investment of national financial assets. To the best of our knowledge, results presented in this article are the first attempt to adopt portfolio theory and concept of risk premium to analyze investment effectiveness of sovereign wealth funds.

Keywords: sovereign wealth funds, foreign exchange reserves, investment, risk premium

Cytowanie

- Urban D. (2014), *W poszukiwaniu finansowych motywów funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych i dowodów empirycznych na rynkową orientację tej grupy inwestorów*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 317–325; www.wneiz.pl/frfu.

**NARZĘDZIA
ZARZĄDZANIA FINANSAMI**
