

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

307

Polityka ekonomiczna



Redaktorzy naukowi

Jerzy Sokołowski

Grażyna Węgrzyn



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Dorota Pitulec

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

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 jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-390-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	13
Franciszek Adamczuk , Produkty tradycyjne i regionalne i ich wykorzystanie w promocji regionu.....	15
Ewa Badzińska , Perspektywy i bariery rozwoju firm <i>spin-off</i> w Polsce.....	25
Agnieszka Baer-Nawrocka, Arkadiusz Sadowski , Polityczne i strukturalne czynniki wpływające na przemiany w rozmieszczeniu produkcji trzody chlewnej w krajach Unii Europejskiej.....	35
Agnieszka Barczak , Wykorzystanie metody programowania liniowego do oceny procesu produkcyjnego grup gospodarstw wybranych typów rolniczych.....	45
Wioletta Bińkowska-Golasa , Odległość gmin wiejskich województwa mazowieckiego od głównych ośrodków gospodarczych a ich poziom przedsiębiorczości	56
Alicja Bonarska-Treit , Turystyka szansą rozwoju lokalnego.....	65
Agnieszka Borowska , Wykorzystanie środków w ramach krajowych programów wsparcia pszczelarstwa w Polsce.....	77
Anna Czech , Bezpieczeństwo energetyczne Polski a odnawialne źródła energii	92
Małgorzata Dolata , Pozycja konkurencyjna obszarów wiejskich Polski Wschodniej z punktu widzenia ich wyposażenia w infrastrukturę gospodarczą.....	100
Monika Fabińska , Wybrane czynniki kapitału regionalnego determinujące rozwój firm z sektora włókienniczo-odzieżowego z województwa łódzkiego	109
Mateusz Folwarski , Wynagrodzenia dyrektorów wykonawczych rady dyrektorów największych amerykańskich banków przed i po kryzysie finansowym	121
Małgorzata Fronczek , Charakter wymiany handlowej Polski z zagranicą po 1990 roku	132
Hanna Godlewska-Majkowska, Agnieszka Komor , Uwarunkowania konkurencyjności przedsiębiorstw sektora motoryzacyjnego w Polsce i w Europie	142
Marcin Gospodarowicz , Sektor mikroprzedsiębiorstw w Polsce i jego wsparcie ze środków UE w latach 2007-2011	152
Marianna Greta, Ewa Tomczak-Woźniak , Polski sektor rolny a cyfryzacja – przykład i bariery realizacji projektu wdrażającego technologie informatyczne.....	165

Sylwia Guzdek , Znaczenie instytucji otoczenia biznesu dla małych i średnich przedsiębiorstw w latach 2007-2012	176
Barbara Hadryjańska , Umacnianie przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw na przykładzie sektora rolno-spożywczego	190
Sławomira Hajduk , Instrumenty ekonomiczne zarządzania przestrzenią na poziomie lokalnym	201
Mariusz Hamulczuk , Asymetria w transmisji cen w łańcuchu żywnościowym. Przykład cen drobiu w Polsce.....	212
Tomasz Holecki, Joanna Woźniak-Holecka, Agata Bocionek , Finansowanie świadczeń opieki zdrowotnej osobom nieubezpieczonym na podstawie decyzji organu wykonawczego samorządu terytorialnego	224
Grażyna Karmowska , Zróżnicowanie rozwoju powiatów województwa zachodniopomorskiego.....	233
Wojciech Kisiał, Bartosz Stępiński , Analiza zróżnicowania przestrzennego absorpcji funduszy Unii Europejskiej przez samorządy terytorialne w Polsce.....	247
Joanna Kizielewicz , Polityka gospodarcza rządu i Unii Europejskiej wobec regionów nadmorskich i jej wpływ na rozwój turystyki morskiej w Polsce	257
Ewa Kołoszycz , Dochody typowych gospodarstw mlecznych w UE w 2011 roku	270
Sylwester Kozak , Efektywność zakładów ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2002-2011. Czy wielkość i własność zagraniczna zakładów mają znaczenie?.....	280
Mariusz Kudelko , Ocena zasadności budowy elektrowni systemowych wykorzystujących nowe złoża węgla brunatnego	292
Anetta Kuna-Marszałek , Strategie ekologiczne przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych.....	305
Piotr Laskowski , Specjalne strefy ekonomiczne jako czynnik rozwoju regionalnego na przykładzie Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej „INVEST- PARK”	317
Wojciech Leoński , Zewnętrzne bariery rozwoju przedsiębiorczości w Polsce..	330
Edyta Łyżwa, Olga Braziewicz-Kumor , Współpraca przedsiębiorstw przemysłowych z innymi uczestnikami rynku w zakresie działalności innowacyjnej.....	341
Agnieszka Malkowska , Strategia rozwoju Euroregionu Pomerania a budowa konkurencyjnego regionu przygranicznego.....	353
Arkadiusz Malkowski , Wschodnia granica Polski. Od peryferii i izolacji do współdziałania	363
Grażyna Mańczak , Ocena polityki proeksportowej w Polsce	373
Antoni Mickiewicz, Bartosz Mickiewicz , Analiza nakładów pracy w gospodarstwach rolnych w 2010 roku w porównaniu do 2002 roku	384

Dominika Mierzwa , Zastosowanie modelu multiplikacyjnej analizy dyskryminacji w ocenie spółdzielczych przedsiębiorstw mleczarskich.....	396
Andrzej Miszczuk , Nowe podejście do regionalnego planowania strategicznego (na przykładzie województwa podkarpackiego).....	408
Zbigniew Mongiało, Michał Świtlyk , Analiza współczynników efektywności uczelni publicznych.....	420
Anna Oleńczuk-Paszal, Monika Śpiewak-Szyjka , Gospodarowanie wojewódzkim zasobem nieruchomości a dochody województwa	431
Piotr Podsiadło , Zagadnienie pomocy publicznej dla przedsiębiorstw w sektorze rybołówstwa.....	442
Halina Powęska , Cel przekraczania granicy uczestników handlu przygranicznego a struktura towarowa transgranicznych zakupów na pograniczu polsko-ukraińskim	454
Zdzisław W. Puślecki , Nowe zjawiska we Wspólnej Polityce Rolnej Unii Europejskiej w warunkach perspektywy budżetowej na lata 2014-2020 ...	465
Bogusława Puzio-Waślawik , Samozatrudnienie w okresie spowolnienia gospodarczego w Polsce	477
Małgorzata Raczkowska , Spółdzielczość socjalna w Polsce	489
Joanna Rogalska , Świętokrzyskie jednostki samorządu terytorialnego jako beneficjenci polityki regionalnej.....	502
Iga Rudawska , Sieć jako pośrednia forma koordynacji gospodarczej na przykładzie zintegrowanej opieki zdrowotnej	513
Robert Rusielik , Determinanty efektywności technicznej produkcji żywca wołowego w Europie i na świecie w roku 2011	522
Karolina Sienkiewicz , Karta Praw Studenta a sytuacja absolwentów szkół wyższych na rynku pracy.....	534
Agnieszka Skoczyła-Tworek , Audyt jako narzędzie optymalizacji zarządzania przedsiębiorstwem w dobie kryzysu ekonomicznego	546
Katarzyna Skorupińska , Niezwiązkowe formy reprezentacji pracowników w polskim systemie stosunków przemysłowych	557
Agnieszka Słomka-Gołębiowska , Determinanty niezależności komitetu wynagrodzeń w bankach w Polsce	569
Jerzy Sokołowski , Optymalizacja wyboru oferty turystycznej przez klienta przy wykorzystaniu portalu internetowego holidaycheck	581
Małgorzata Sosińska-Wit, Karolina Gałazka , Ocena stopnia wykorzystania pomocy publicznej przez przedsiębiorstwa województwa lubelskiego na podstawie wyników badań ankietowych	590
Marcin Stępień , Elementy zasad podatkowych w aspekcie polskiego systemu podatkowego.....	602
Maciej Szczepankiewicz , Potencjał innowacyjny polskich parlamentarzystów.....	612

Magdalena Ślebocka, Aneta Tylman , Rola funduszy unijnych w finansowaniu zrównoważonego rozwoju na przykładzie gmin województwa łódzkiego	623
Arkadiusz Świadek, Katarzyna Szopik-Depczyńska , Aktywność innowacyjna a wielkość przedsiębiorstw w systemie przemysłowym małopolski	633
Dariusz Urban , Gospodarka polska jako miejsce inwestycji z perspektywy wybranych państwowych funduszy majątkowych – przyczynek do badań empirycznych.....	644
Piotr Urbanek , Polityka wynagradzania kadry kierowniczej w polskich bankach publicznych na przykładzie spółek indeksu WIG20	654
Adam Wasilewski , Użytki rolne a rozwój pozarolniczej działalności gospodarczej w Polsce	667
Anetta Waśniewska , Aktywność społeczna i ekonomiczna stowarzyszeń i fundacji – wybrane zagadnienia na podstawie przeprowadzonych badań	678
Marek Wigier , Sytuacja ekonomiczna przetwórstwa spożywczego w Polsce w okresie członkostwa w UE – stan i perspektywy.....	688
Edward Wiśniewski , Efekty skali w funkcjonowaniu jednostek samorządu terytorialnego na przykładzie gmin województwa zachodniopomorskiego	700
Urszula Zagóra-Jonszta , Ruch spółdzielczy i działalność Franciszka Stefczyka	710
Katarzyna Żak , Diagnoza poziomu innowacyjności polskiej gospodarki.....	721

Summaries

Franciszek Adamczuk , Usage of traditional and regional products in the region's promotion.....	24
Ewa Badzińska , Prospects and barriers to the development of <i>spin-off</i> companies in Poland	34
Agnieszka Baer-Nawrocka, Arkadiusz Sadowski , Political and structural factors affecting the changes in the distribution of pig production in the European Union countries	44
Agnieszka Barczak , The use of the linear programming method to assess the production process of groups of farms of some chosen agricultural types.	55
Wioletta Bieńkowska-Gołas , Distance of rural communities in Mazovian Voivodeship from the main economic centres and their level of entrepreneurship	64
Alicja Bonarska-Treit , Tourism as a chance for local development.....	76
Agnieszka Borowska , The use of funds under National Programmes for the Support of Apiculture in Poland	91
Anna Czech , Polish energy security and renewable energy sources	99

Malgorzata Dolata , Competitive position of East Poland rural areas from the point of view of economic infrastructure equipment.....	108
Monika Fabiańska , Selected factors of the regional capital determining investment decisions of the companies from the textile and clothing sector from Łódź Voivodeship.....	120
Mateusz Folwarski , Remuneration of executive directors of board of directors of the biggest American banks before and after the financial crisis	131
Malgorzata Fronczek , Character of the Polish foreign trade after 1990	141
Hanna Godlewska-Majkowska, Agnieszka Komor , Conditioning of automotive sector enterprises competitiveness in Poland and in Europe.....	151
Marcin Gospodarowicz , Microenterprises in Poland and their support from EU funds in the years 2007-2011.....	164
Marianna Greta, Ewa Tomczak-Woźniak , Polish agriculture sector vs. digitization – example and barriers of the computer technologies implementing project realization	175
Sylwia Guzdek , The importance of business environment for small and medium-sized enterprises in 2007-2012.....	189
Barbara Hadryjańska , Strengthening the competitive advantage of companies on the example of the agri-food sector.....	200
Sławomira Hajduk , Economic instruments of space management on the local level.....	211
Mariusz Hamulczuk , Asymmetric price transmission along the food chain. Example of poultry prices in Poland	223
Tomasz Holecki, Joanna Woźniak-Holecka, Agata Bocionek , Financing health care services for uninsured individuals under a decision of the executive body of the local government.....	232
Grażyna Karmowska , Differences in the development of poviats of West Pomeranian Voivodeship	246
Wojciech Kisiał, Bartosz Stępiński , Spatial differences in the absorption of EU funds by the regional and local governments in Poland.....	256
Joanna Kizielewicz , Economic policy of the government and the European Union towards coastal regions and its influence upon the development of maritime tourism in Poland	269
Ewa Kołoszycz , Income of typical dairy farms in the European Union in 2011.....	279
Sylwester Kozak , Efficiency of life insurance companies in Poland in the years 2002-2011. Do size and foreign ownership matter?.....	291
Mariusz Kudelko , Assessment of building of power plants using new lignite deposits – a systems approach.....	304
Anetta Kuna-Marszałek , Environmental strategies of enterprises on the international markets	316

Piotr Laskowski , Special economic zones as a factor of regional development based on Wałbrzych Special Economic Zone “INVEST-PARK”.	329
Wojciech Leoński , External barriers to the development of entrepreneurship in Poland	340
Edyta Łyżwa, Olga Braziewicz-Kumor , Cooperation of industrial enterprises with other market participants in terms of innovative activity.....	352
Agnieszka Malkowska , Strategy for the development of Pomerania Euro-region and building of competitive border region	362
Arkadiusz Malkowski , The eastern border of Poland from outskirts and isolation to co-operation	372
Grażyna Mańczak , Pro-export policy assessment in Poland.....	383
Antoni Mickiewicz, Bartosz Mickiewicz , Analysis of labour output in agricultural farms in 2010 in comparison to 2002.....	395
Dominika Mierzwa , Application of multiplication analysis of discrimination to the evaluation of cooperative dairy companies	407
Andrzej Miszczuk , New approach the regional strategic planning (as an example of Podkarpackie Voivodeship)	419
Zbigniew Mongiało, Michał Świtłyk , Analysis of efficiency coefficients of public universities	430
Anna Oleńczuk-Paszal, Monika Śpiewak-Szyjka , Voivodeship real estate management vs. voivodeship revenue	441
Piotr Podsiadło , State aid for fishing industry companies.....	453
Halina Powęska , The purpose of crossing the border by cross-border traders and the commodity structure of cross-border purchasing in the Polish-Ukrainian border region.....	464
Zdzisław W. Puślecki , New phenomena in the Common Agricultural Policy of the European Union in the conditions of a budgetary perspective for the years 2014-2020.....	476
Bogusława Puzio-Waślawik , Self-employment during the economic slowdown in Poland	488
Małgorzata Raczkowska , Social cooperative movement in Poland.....	501
Joanna Rogalska , Świętokrzyskie local government units as beneficiaries of regional policy	512
Iga Rudawska , Network as an intermediate form of economic coordination on the example of integrated healthcare	521
Robert Rusielik , Determinants of technical efficiency of beef production in Europe and in the world in 2011.....	533
Karolina Sienkiewicz , Consequences of signing Student’s Law Card for university graduates	545
Agnieszka Skoczyła-Tworek , Audit as a tool for optimization of company management in the current economic crisis.....	556

Katarzyna Skorupińska , Non-trade union forms of employee representation in the Polish system of industrial relations	568
Agnieszka Słomka-Gołębiowska , Determinants of compensation committee independence in banks in Poland.....	580
Jerzy Sokółowski , Optimization of tourist offer selection by using Internet portal HolidayCheck.....	589
Małgorzata Sosińska-Wit, Karolina Gałazka , Assessment of the use of public assistance by companies in Lublin Voivodeship based on survey results	601
Marcin Stępień , Elements of tax rules in the context of the Polish tax system	611
Maciej Szczepankiewicz , Polish parliamentarians' innovation potential.....	622
Magdalena Ślebocka, Aneta Tylman , The role of EU funds in the financing of sustainable development on the example of Łódź Voivodeship municipalities	632
Arkadiusz Świadek, Katarzyna Szopik-Depczyńska , The impact of enterprises' size on regional innovation systems – Małopolskie case	643
Dariusz Urban , Polish economy as a place of investment from the perspective of selected sovereign wealth funds – a contribution to the empirical analyses.....	653
Piotr Urbanek , Executive remuneration policy in the Polish public banks on the example of WIG20 companies.....	666
Adam Wasilewski , Arable land and the development of non-agricultural economic activity in Poland.....	677
Anetta Waśniewska , Social and economic activity of associations and foundations – selected problems based on research.....	687
Marek Wigier , Food processing in Poland in the times of EU membership – condition and perspective	699
Edward Wiśniewski , Economies of scale in the operation of local government units on the example of communities of Western Pomerania.....	709
Urszula Zagóra-Jonszta , Cooperative movement and activities of Franciszek Stefczyk	720
Katarzyna Żak , Diagnosis of the innovation level of Polish economy	732

Dariusz Urban

Uniwersytet Łódzki

GOSPODARKA POLSKA JAKO MIEJSCE INWESTYCJI Z PERSPEKTYWY WYBRANYCH PAŃSTWOWYCH FUNDUSZY MAJĄTKOWYCH – PRZYCZYNEK DO BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Streszczenie: Artykuł porusza problematykę państwowych funduszy majątkowych. Dokonano została analiza motywów inwestowania, jakimi kierują się te podmioty, oraz przedstawiono zostały kryteria wyboru docelowych krajów inwestycji. Ponadto podjęto próbę empirycznej analizy atrakcyjności inwestycyjnej gospodarki polskiej na tle pozostałych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Wnioski uzyskane na podstawie analizy empirycznej wskaźników podobieństwa gospodarek wskazują, że Polska, biorąc pod uwagę motyw dywersyfikacji, nie jawi się jako szczególnie atrakcyjne miejsce inwestycji ze strony trzech wybranych funduszy inwestycyjnych. Na tle pozostałych krajów regionu relatywnie najlepiej gospodarka polska wypada z punktu widzenia inwestycji chińskich funduszy majątkowych. Skłaniać to może do głębszego zastanowienia nad zasadnością aktywnego zabiegania o inwestycje chińskich funduszy majątkowych w Polsce.

Słowa kluczowe: państwowe fundusze majątkowe, inwestowanie, gospodarka polska.

1. Wstęp

Państwowe fundusze majątkowe to coraz istotniejszy element finansów publicznych wielu krajów. Zarządzając częstokroć wielomiliardowymi aktywami, podmioty te stanowią w wielu przypadkach swoistą poduszkę bezpieczeństwa dla budżetu państwa. Korzyści, jakie niosą ze sobą fundusze majątku narodowego, nie ograniczają się jedynie do gospodarki, z której się wywodzą, lecz ujawniają się także w przypadku gospodarek krajów goszczących. Państwowe fundusze majątkowe tworzą nowy typ inwestora instytucjonalnego, pożądanego zarówno przez pojedyncze przedsiębiorstwa, jak i całe państwa. Dlatego też uzasadnione jest podjęcie próby poznania i zrozumienia prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej.

Celem artykułu jest zaprezentowanie metody wyboru gospodarek, do których skierowane mogą być inwestycje ze strony państwowych funduszy majątkowych. Wskazana problematyka jest rzadko przedmiotem badań empirycznych. Wedle do-

stępczej wiedzy, zaprezentowane badania własne autora są pierwszą na gruncie polskim próbą analizy atrakcyjności inwestycyjnej gospodarki polskiej na tle pozostałych krajów Europy Środkowej i Wschodniej z punktu widzenia wybranych państwowych funduszy majątkowych.

2. Aspekty teoretyczne

Debata na temat państwowych funduszy majątkowych zapoczątkowana została w roku 2005 przez artykuł Rozanova¹. W opracowaniu zatytułowanym *Who holds the wealth of nations?* wskazał on na pojawienie się nowego typu podmiotów z sektora państwowego. Ze względu na ich cechy charakterystyczne, uniemożliwiające zaklasyfikowanie ich do dotychczas znanych inwestorów instytucjonalnych, autor zaproponował stworzenie nowej kategorii, którą nazwał państwowymi funduszami majątkowymi. Co prawda w cytowanym opracowaniu nie pojawia się precyzyjna definicja, czym są te fundusze, wskazane jednak zostaje, że są one produktem ubocznym zgromadzenia przez niektóre kraje nadwyżek budżetowych. Głównym źródłem tychże nadwyżek stały się przychody z eksportu surowców naturalnych, w tym ropy naftowej, gazu ziemnego, miedzi oraz diamentów. Wśród celów, do realizacji których powołane zostały te fundusze, autor wymienił m.in.: ochronę budżetu państwa i gospodarki przed nadmiernymi wahaniami przychodów ze sprzedaży surowców, wspieranie krajowych władz monetarnych w ograniczaniu nadmiernej płynności sektora finansowego, gromadzenie oszczędności dla przyszłych pokoleń obywateli oraz wspieranie rozwoju społecznego i gospodarczego w kraju, z którego się wywodzą.

Wraz z upływem czasu tematyka państwowych funduszy majątkowych stawała się coraz bardziej popularna, m.in. za sprawą ostatniego kryzysu finansowego – w łagodzeniu jego skutków ważną rolę odegrały niektóre spośród funduszy. Od samego początku jednym z elementów, na które zwracano szczególną uwagę, był problem domniemywanych pozaekonomicznych motywów działalności tych inwestorów. Wśród artykułów o takim wydźwięku wymienić można m.in. opracowania: Hattona i Pistor czy Gilsona i Milhaupta². Na przeciwległym biegunie znajdują się artykuły dowodzące, że funkcjonowanie funduszy ma podłoże ekonomiczne³ i jest nim m.in. chęć osiągnięcia wyższych stóp zwrotu ze zgromadzonych rezerw walutowych lub też zabezpieczenie gospodarki przed ryzykiem z punktu widzenia kluczowych dla danej gospodarki branż i sektorów. Dowodzone jest bowiem, że w warun-

¹ E. Rozanov, *Who holds the wealth of nations?*, "Central Banking Journal" 2005, vol. XV, no. 4.

² K.J. Hatton, K. Pistor, *Maximizing autonomy in the shadow of great powers: The political economy of sovereign wealth funds*, "Columbia Journal of Transnational Law" 2012, vol. 50, no. 1; R.J. Gilson, C.J. Milhaupt, *Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism*, "Stanford Law Review" 2008, vol. 60.

³ M. Castelli, F. Scacciavillani, *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, Wiley Finance, 2012, s. 179; A. Quadrio Curzio, V. Miceli, *Sovereign Wealth Funds. A Complete Guide to State-owned Investment funds*, Harriman House, 2010, s. 115.

kach obecnego systemu finansowego dla wielu gospodarek zmuszonych utrzymywać wysoki poziom rezerw walutowych, przy jednoczesnej polityce monetarnej prowadzonej przez kraje o kluczowych walutach rezerwowych, ta forma zarządzania rezerwami daje możliwość ograniczenia kosztu alternatywnego oraz zabezpieczenia siły nabywczej zgromadzonych aktywów⁴. Jeśli zatem przyjąć, że inwestorzy ci, lub część z nich, zachowują się podobnie jak pozostałe grupy inwestorów na rynku, kluczowe wydaje się zrozumienie logiki prowadzonej przez nie działalności inwestycyjnej. Wydaje się, że analiza ta mogłaby być prowadzona dwukierunkowo.

Teoretycznym fundamentem dla pierwszego nurtu rozważań na temat inwestycji podejmowanych przez państwowe fundusze majątkowe jest teoria portfelowa wywodząca się z przełomowej pracy Markowitza⁵. Wedle tego dominującego nurtu obecnych finansów fundusze, podobnie jak inni inwestorzy, dążyć powinny do dywersyfikacji swojego portfela inwestycyjnego. Zatem alokowanie aktywów w konkretnych gospodarkach w przypadku funduszy winno służyć ograniczeniu ryzyka inwestycyjnego. Wedle założeń tej teorii optymalna struktura portfela inwestycyjnego, czyli w tym przypadku udział aktywów z poszczególnych gospodarek w portfelu funduszu, winna być pochodną udziału danej gospodarki w gospodarce światowej. Jako miarę owego udziału wskazuje się takie wielkości, jak produkt krajowy brutto czy też kapitalizacja giełdy. Jednakże podążając tym tokiem rozumowania, napotykamy barierę w postaci najnowszych badań empirycznych na temat inwestowania ze strony funduszy⁶. Wskazują one bowiem na koncentrację prowadzonej przez te podmioty działalności inwestycyjnej i zjawisko silnego przywiązania inwestorów do krajowego rynku finansowego określane mianem „home bias”. Fakt nieracjonalnego z punktu widzenia teorii portfelowej zachowania inwestorów tłumaczony jest m.in. występowaniem kosztów pozyskania informacji i korzyściami wynikającymi z łatwiejszego dostępu do informacji na poziomie lokalnym.

Drugi nurt opiera się na założeniu, że wybór docelowego miejsca inwestycji podyktowany jest koniecznością dywersyfikacji ryzyka związanego z funkcjonowaniem gospodarki kraju założyciela funduszu i specyfiką tejże gospodarki. Zatem optymalna z punktu widzenia danej gospodarki struktura inwestycji ze strony danego funduszu wynika z konieczności zabezpieczenia gospodarki danego kraju przed globalnymi wahaniami w kluczowych dla niego branżach i sektorach⁷. Dywersyfika-

⁴ D. Urban, *The role of sovereign wealth funds in global management of excess foreign exchange reserves*, “Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, vol. 14, no. 2, Łódź University Press, Łódź 2011; D. Urban, *Macroeconomic considerations and motives of sovereign wealth funds activity*, “Contemporary Economics” 2011, vol. 5, issue 2.

⁵ H. Markowitz, *Portfolio selection*, “The Journal of Finance” 1952, vol. 7, no. 1,

⁶ A. Dyck, A. Morse, *Sovereign wealth funds portfolio*, “Rotman School of Management Working Paper” 2011, no. 179850; S. Bernstein, J. Lerner, A. Schoar, *The investment strategies of sovereign wealth funds*, Harvard Business School Finance Working Paper 2009, no. 09-112.

⁷ R. Lam, M. Rossi, *Sovereign wealth funds – investing strategies and financial distress*, “Journal of Derivatives & Hedge Funds” 2010, vol. 15, no. 4.

cja oznacza zatem inwestowanie w gospodarki (i podmioty w tychże gospodarkach) możliwie najbardziej różniące się od gospodarki kraju założyciela⁸, czyli w te cechujące się najbardziej odmienną strukturą sektorową i branżową. Zgodnie z takim podejściem kraj posiadający złoża surowców naturalnych, w którego gospodarce przemysł wydobywczy ma znaczący udział w produkcie krajowym brutto, powinien jako miejsce inwestycji wybierać w pierwszej kolejności te kraje, w których udział wskazanego sektora jest niewielki. Z kolei kraj o dużym udziale sektora produkcji przemysłowej preferować powinien inwestycje w krajach, gdzie udział tego sektora jest relatywnie niski.

Inwestowanie wedle takiego wzorca pozwala osiągnąć cel nadrzędny, którym jest bądź zarządzanie bogactwem danego kraju w sposób umożliwiający uodpornienie krajowej gospodarki na wahania światowe w branżach uznawanych za kluczowe dla danej gospodarki, bądź też przestawienie gospodarki na nowe kierunki rozwoju w sytuacji wyczerpania się dotychczasowych czynników wzrostu (np. zasobów surowców naturalnych). Innymi słowy, patrząc na gospodarkę z perspektywy teorii portfelowej, jest to swoista dywersyfikacja portfela przy założeniu, że początkowym jego elementem jest gospodarka danego kraju jako całość, podejmowana zaś przez fundusz działalność inwestycyjna ma na celu dobranie kolejnych możliwie najmniej skorelowanych aktywów – gospodarek innych krajów i docelowych obiektów inwestycji w tych krajach. Ten tok rozumowania stanowi bazę dla dalszych rozważań w części empirycznej artykułu.

3. Metodologia badania

Punktem wyjścia w badaniu było zebranie danych statystycznych opisujących procentowy udział poszczególnych sektorów gospodarki w produkcie krajowym brutto danego kraju. Dane te zostały pozyskane ze strony internetowej ONZ⁹ i dotyczyły roku 2011. Podział sektorowy opierał się na Międzynarodowej Standardowej Klasyfikacji Rodzajów Działalności (ISIC), która wyodrębnia 7 kategorii: rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo (ISIC A-B), przemysł wydobywczy, produkcję przemysłową i produkcję oraz dostarczanie energii elektrycznej, gazu, wody itp. (ISIC C-E), produkcję przemysłową (ISIC D), sprzedaż hurtową i detaliczną, branżę hotelarską i gastronomiczną (ISIC G-H), transport, gospodarkę magazynową i komunikację (ISIC I) oraz pozostałe rodzaje (ISIC J-P). Z uwagi na fakt dwukrotnego pojawienia się informacji na temat udziału sektora produkcji przemysłowej, raz jako oddzielnej pozycji (ISIC D), a raz jako składnika pozycji (ISIC C-E), z tej ostatniej zostały one odjęte, w efekcie czego uzyskane wielkości dla wszystkich sektorów sumowały się do 100%.

⁸ G. Nie, H. Yang, Y. Wang, W. Chen, J. Yu, *Decision support for target country selection of future generation sovereign wealth funds: Hedging the country industry risk*, *Procedia Computer Science* 1, 2012.

⁹ <http://unstats.un.org/unsd/databases.htm> (11.02.2013).

W badaniu uwzględnione zostały kraje Europy Środkowej i Wschodniej: Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Bułgaria, Rumunia, Litwa, Łotwa, Estonia oraz 3 wybrane kraje posiadające państwowe fundusze majątkowe: Norwegia, Kazachstan oraz Chiny. Norwegia posiada w chwili obecnej fundusz majątkowy, który sklasyfikowany jest na pierwszym miejscu pod względem wartości zarządzanych aktywów, jest to jednocześnie jedyny w analizie fundusz z Europy. Źródłem środków gromadzonych w tym funduszu są przychody z eksploatacji złóż ropy i gazu. Z kolei fundusz majątkowy z Kazachstanu pod względem wielkości zajmuje 17 miejsce w rankingu światowych funduszy; dysponuje on środkami pochodzącymi ze sprzedaży ropy, gazu oraz metali. W przeciwieństwie do dwóch wcześniejszych, chińskie fundusze majątkowe, których jest w sumie 4 wśród 11 największych tego typu podmiotów na świecie, dysponują środkami pochodzącymi z eksportu towarów¹⁰ (są to tzw. *non-commodity funds*). Uzasadnieniem takiego wyboru krajów objętych badaniem był, po pierwsze, główny cel, jakim w artykule była ocena gospodarki polskiej jako miejsca inwestycji ze strony funduszy, po drugi zaś pionierski i przyczynkowy charakter analizy, który skłaniał do przetestowania metody na zawężonej grupie krajów.

W kolejnym kroku dla 12 wskazanych wyżej krajów obliczone zostały wskaźniki struktury sektorowej gospodarek $WSSG_{j,k}$, zgodnie ze wzorem¹¹:

$$WSSG_{j,k} = \frac{u_{j,k}}{u_{j,k+1}}$$

gdzie: $u_{j,k}$ – udział sektora k w produkcie krajowym brutto kraju j ;
 $u_{j,k+1}$ – udział sektora $k+1$ w produkcie krajowym brutto kraju j ; $k = 1, \dots, N$;
 $WSSG_{j,k}$ – wskaźnik struktury gospodarki kraju j obliczony dla sektora k .

Następnie dla gospodarek z krajów Europy Środkowej i Wschodniej obliczony został wskaźnik podobieństwa gospodarek $WPG_{j,m}$, każdorazowo względem innego punktu odniesienia, którym były odpowiednio: Norwegia, Kazachstan i Chiny. Wskaźnik ten wyliczono w oparciu o wzór:

$$WPG_{j,m} = \frac{\sum_{k=1}^{N-1} |WSSG_{j,k} - WSSG_{m,k}|}{N-1}$$

gdzie: $WSSG_{j,k}$ – wskaźnik struktury sektorowej gospodarki j obliczony dla sektora k ;
 $WSSG_{m,k}$ – wskaźnik struktury sektorowej gospodarki m obliczony dla sektora k ;
 $WPG_{j,m}$ – wskaźnik podobieństwa pomiędzy gospodarką kraju j i gospodarką kraju m .

¹⁰ <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (25.02.2013).

¹¹ G. Nie, H. Yang, Y. Wang, W. Chen, J. Yu, wyd. cyt.

Im większa wartość wskaźnika $WPG_{j m}$, tym bardziej dana para gospodarek z kraju j i kraju m różni się od siebie z punktu widzenia struktury sektorowej. Z kolei wartości zbliżające się do zera sugerują, że porównywana para krajów ma zbliżoną lub bardzo podobną sektorową strukturę gospodarek. Zatem z punktu widzenia dywersyfikacji ryzyka państwa posiadające państwowe fundusze majątkowe powinny w pierwszej kolejności inwestować w krajach, których gospodarki różnią się możliwie najbardziej od ich rodzimej gospodarki.

W wariancie drugim do porównania między gospodarkami wykorzystane zostały wskaźniki podobieństwa $WPG2_{j m}$, obliczone zgodnie ze wzorem:

$$WPG2_{j m} = \frac{\sum_{k=1}^N |U_{j k} - U_{m k}|}{N}$$

gdzie: $WPG2_{j m}$ – wskaźnik podobieństwa między gospodarkami krajów j i m ;

$U_{j k}$ – udział sektora k w produkcie krajowym brutto kraju j ;

$U_{m k}$ – udział sektora k w produkcie krajowym brutto kraju m .

Z uwagi na znaczący procentowy udział pozycji pozostałe sektory (ISIC J-P) oraz kumulację kilku sektorów w tej pozycji, w wariancie trzecim badania wielkość ta została pominięta, wskaźniki podobieństwa zaś obliczono zgodnie ze wzorem zastosowanym w wariancie drugim dla 6 sektorów ($N = 6$).

4. Analiza wyników

Uzyskane w trakcie obliczeń wyniki dla wariantów 1, 2 oraz 3 okazały się w większości przypadków bardzo zbliżone. Zostały one zaprezentowane w tab. 1. W świetle poczynionych wcześniej założeń uzyskane dane wskazują, iż z punktu widzenia norweskiego funduszu majątkowego za preferowane miejsce inwestycji uznać należy Węgry, Litwę, Słowację i Rumunię. Wynika to przede wszystkim z relatywnie niskiego udziału sektora wydobywczego w produkcie krajowym brutto tych krajów oraz relatywnie wysokiego udziału sektora produkcji przemysłowej, które to czynniki miały decydujący wpływ na wielkość wskaźnika podobieństwa obu gospodarek, dla gospodarki norweskiej bowiem udział wskazanych sektorów był istotnie odmienny (wysoki w odniesieniu do pierwszego oraz niski w przypadku drugiego). W każdym z trzech wariantów jako gospodarki najbardziej zbliżone do gospodarki norweskiej wskazane zostały gospodarka bułgarska i estońska.

Z punktu widzenia gospodarki Kazachstanu i wywodzącego się z tego kraju funduszu majątkowego za najbardziej odmienne gospodarki, a tym samym potencjalne miejsce inwestycji, uznane zostały gospodarki: węgierska, rumuńska oraz słowacka. Uzasadnieniem, podobnie jak to miało miejsce wcześniej, jest udział sektora wydobywczego oraz udział sektora produkcji przemysłowej. Natomiast najmniej pożądane z punktu widzenia dywersyfikacji ryzyka wydaje się być inwestowanie w gospodarkę bułgarską.

Tabela 1. Wskaźniki obrazujące podobieństwo między wybranymi gospodarkami

Wariant 1					
Norwegia		Kazachstan		Chiny	
Węgry	1,6230	Węgry	1,1231	Rumunia	0,7939
Litwa	1,1554	Rumunia	0,7446	Estonia	0,7805
Słowacja	1,1047	Litwa	0,6780	Łotwa	0,7506
Rumunia	1,1020	Słowacja	0,6526	Bułgaria	0,7452
Polska	1,0915	Łotwa	0,6217	Polska	0,6827
Czechy	1,0700	Czechy	0,6044	Litwa	0,6256
Łotwa	1,0546	Polska	0,5850	Czechy	0,5804
Estonia	0,9730	Estonia	0,5625	Słowacja	0,4825
Bułgaria	0,9311	Bułgaria	0,5230	Węgry	0,3979
Wariant 2					
Norwegia		Kazachstan		Chiny	
Rumunia	10,8475	Węgry	6,7661	Łotwa	7,7374
Litwa	9,8102	Rumunia	6,1954	Estonia	6,6650
Słowacja	8,7374	Słowacja	5,8059	Litwa	6,3133
Łotwa	8,0278	Estonia	5,8016	Węgry	6,0944
Polska	7,9725	Czechy	5,6025	Polska	6,0101
Węgry	7,5255	Litwa	5,5886	Bułgaria	5,7561
Czechy	7,5098	Łotwa	5,1501	Czechy	5,0734
Bułgaria	6,6389	Polska	5,0158	Słowacja	4,1100
Estonia	6,4723	Bułgaria	4,6024	Rumunia	3,9795
Wariant 3					
Norwegia		Kazachstan		Chiny	
Rumunia	10,3064	Rumunia	6,8191	Łotwa	7,5563
Litwa	9,8095	Litwa	6,2156	Litwa	6,8363
Słowacja	8,8557	Słowacja	6,1713	Polska	5,9661
Łotwa	8,6714	Węgry	5,7591	Estonia	5,6655
Węgry	8,5853	Czechy	5,2713	Bułgaria	4,9435
Polska	8,1819	Polska	5,0309	Węgry	4,7506
Czechy	8,0861	Estonia	4,8829	Rumunia	4,4588
Estonia	7,4963	Łotwa	4,7626	Czechy	4,4292
Bułgaria	7,3523	Bułgaria	3,8223	Słowacja	3,9680

Źródło: obliczenia własne.

Jeśli chodzi o atrakcyjność analizowanych gospodarek krajów Europy Środkowej i Wschodniej dla chińskich funduszy majątkowych, wskazać należy, że występują tutaj istotne (największe w badaniu) różnice pomiędzy wynikami w poszcze-

gólnych wariantach. W wariacie pierwszym w czołówce krajów znalazły się Rumunia, Estonia i Łotwa, w wariacie drugim Łotwa, Estonia i Litwa, w trzecim zaś Łotwa, Litwa i Polska. Największe przesunięcia na liście atrakcyjności inwestycyjnej były udziałem Rumunii i Węgier, natomiast Czechy i Słowacja w każdym zestawieniu zajmowały odpowiednio pozycje 7 i 8. Różnice w poziomie atrakcyjności danego kraju w odniesieniu do funduszy opartych na surowcach i funduszu nieopartego na surowcach wskazują ponadto na prawdziwość wcześniejszych rozważań teoretycznych. Kraj o zbliżonej strukturze gospodarki względem kraju z funduszem surowcowym uznawany będzie za stosunkowo mało atrakcyjne miejsce do lokowania inwestycji, biorąc pod uwagę motyw dywersyfikacji, a jednocześnie może być wysoce atrakcyjny dla funduszy opartych na przychodach z eksportu towarów i usług.

Z punktu widzenia Polski uzyskane w toku analizy wyniki wydają się częściowo potwierdzać wcześniejsze badania w tym zakresie, w których gospodarka polska, z pozycji funduszy majątkowych z Chin, oceniona została jako atrakcyjniejsza niż gospodarka Rumunii, Czech, Węgier¹² i znalazła się na 11 miejscu wśród wszystkich analizowanych krajów świata. Skłaniać to może do głębszego zastanowienia się nad zasadnością aktywnego zabiegania o inwestycje chińskich funduszy majątkowych w Polsce.

Reasumując, w świetle przeprowadzonych badań, gospodarka polska na tle innych gospodarek z Europy Środkowej i Wschodniej nie jawi się jako najbardziej atrakcyjne miejsce inwestycyjne dla państwowych funduszy majątkowych z analizowanych krajów. Do zaprezentowanych wyników podchodzić należy jednak z pewną dozą ostrożności, pamiętając, że obok struktury samej gospodarki występują również inne czynniki wywierające najprawdopodobniej wpływ na inwestowanie ze strony funduszy, takie jak np. wielkość danej gospodarki i jej perspektywy wzrostu, trendy demograficzne, stan finansów publicznych itp. Wskazywać na to mogą m.in. dane dotyczące zaangażowania inwestycyjnego norweskiego funduszu Government Pension Fund Global¹³, który nie posiada aktywów w takich krajach, jak: Słowacja (3 miejsce pod względem atrakcyjności inwestycji we wszystkich analizowanych wariantach) czy Rumunia oraz Łotwa. Ponadto analiza atrakcyjności winna być przeprowadzona w większej grupie krajów i uwzględniać również szerszy kontekst międzynarodowy. Wszystko to skłania do rozszerzenia analizy, co będzie przedmiotem badań w kolejnych opracowaniach autora.

5. Podsumowanie

Celem artykułu była próba empirycznej analizy atrakcyjności gospodarki polskiej na tle innych krajów regionu z punktu widzenia funduszy majątkowych wybranych krajów. Biorąc pod uwagę motyw dywersyfikacji ryzyka związanego z funkcjonowa-

¹² Tamże.

¹³ <http://www.nbim.no/en/Investments/holdings-/holdings-and-voting/> (18.02.2013).

niem gospodarki kraju posiadającego fundusz majątkowy, zaprezentowano wyniki, które nie wydają się wskazywać, iż Polska stanowi szczególnie atrakcyjne miejsce inwestycji dla tych podmiotów. Relatywnie najwyższe pozycje w zestawieniu atrakcyjności inwestycyjnej dotyczą porównania Polski i Chin, co znajduje potwierdzenie w dotychczasowych badaniach. Sądzić jednak można, że oprócz struktury samej gospodarki będącej obiektem oceny i jej podobieństw względem gospodarki z funduszem majątkowym, istotną rolę odgrywać mogą także inne czynniki, takie jak np. wielkość gospodarki. Wydaje się ponadto, że uprawnione jest stosowanie określenia relatywna lub też względna atrakcyjność inwestycyjna gospodarki, nie tylko ze względu na fakt odmiennych gospodarek, czyli punktów odniesienia, lecz również z uwagi na dwie kategorie funduszy: surowcowe i te nieoparte na surowcach. Teoretycznie jedna i ta sama gospodarka w jednym przypadku może być postrzegana jako stosunkowo wysoko atrakcyjna, w innym zaś jako stosunkowo mało atrakcyjna, a wszystko uzależnione jest od charakteru funduszu, który będzie chciał dokonać inwestycji. Ponadto wskazać należy, że działalność inwestycyjna funduszy podyktowana może być również innymi motywami niż chęć dywersyfikacji. Z uwagi na pionierski i przyczynkowy charakter dokonanej analizy za konieczne uznać należy prowadzenie dalszych pogłębionych badań w tym obszarze.

Literatura

- Berstein S., Lerner J., Schoar A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, „Harvard Business School Finance Working Paper” no. 09-112, 2009.
- Castelli M., Scacciavillani F., *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, Wiley Finance, 2012.
- Dyck A., Morse A., *Sovereign wealth funds portfolio*, „Rotman School of Management Working Paper” no. 179850, 2011.
- Gilson R.J., Milhaupt C.J., *Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism*, „Stanford Law Review” 2008, vol. 60.
- Hatton K.J., Pistor K., *Maximizing autonomy in the shadow of great powers: The political economy of sovereign wealth funds*, „Columbia Journal of Transnational Law” 2012, vol. 50, no. 1.
- <http://unstats.un.org/unsd/databases.htm> (11.02.2013).
- <http://www.nbim.no/en/Investments/holdings-/holdings-and-voting/> (18.02.2013).
- <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (25.02.2013).
- Lam R., Rossi M., *Sovereign wealth funds – investing strategies and financial distress*, „Journal of Derivatives & Hedge Funds” 2010, vol. 15, no. 4.
- Markowitz H., *Portfolio selection*, „The Journal of Finance” 1952, vol. 7, no. 1.
- Nie G., Yang H., Wang Y., Chen W., Yu J., *Decision support for target country selection of future generation sovereign wealth funds: Hedging the country industry risk*, „Procedia Computer Science” 2012, 1.
- Quadrio Curzio A., Miceli V., *Sovereign Wealth Funds. A Complete Guide to State-owned Investment Funds*, Harriman House, 2010.
- Rozanov E., *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal” 2005, vol. XV, no. 4.
- Urban D., *Macroeconomic considerations and motives of sovereign wealth funds activity*, „Contemporary Economics” 2011, vol. 5, Issue 2.

Urban D., *The role of sovereign wealth funds in global management of excess foreign exchange reserves*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe”, vol. 14, no. 2, Łódź University Press, Łódź 2011.

POLISH ECONOMY AS A PLACE OF INVESTMENT FROM THE PERSPECTIVE OF SELECTED SOVEREIGN WEALTH FUNDS – A CONTRIBUTION TO THE EMPIRICAL ANALYSES

Summary: The article addresses the problem of selecting target countries for asset allocation of sovereign wealth funds. The paper analyzes the attractiveness of Polish economy as a place of investment from selected sovereign wealth funds compared to other countries from the region. Based on similarity ratios between the home and the recipient country of SWF investment, the paper finds that Poland is not a priority place of investment for funds from Kazakhstan, Norway and China. The empirical findings also suggest that Polish economy seems to be more attractive for Chinese sovereign wealth funds than Romania, Czech and Hungary, which is consistent with previous research on the issue. The article points out that there are other than hedging industry risk motives of investment. In conclusions, the author recommends to include a broader range of factors into the further analyses.

Keywords: sovereign wealth funds, investment, Polish economy.