

# Płynność, rentowność, dywidenda czy wielkość? Dominujące kryterium inwestycyjne inwestora instytucjonalnego na przykładzie państwowego funduszu majątkowego

Dariusz Urban\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest próba wskazania głównego kryterium determinującego decyzje inwestycyjne wybranych państwowych funduszy majątkowych.

*Metodologia badania* – W artykule do zbadania preferencji inwestycyjnych państwowych funduszy majątkowych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Londynie zastosowano modele regresji logistycznej.

*Wynik* – Uzyskane w toku badań własnych wyniki wskazują na płynność obrotu akcjami spółki jako główne kryterium wyboru spółek do portfela inwestycyjnego funduszy.

*Oryginalność/wartość* – Wartością dodaną, jaką niniejsze opracowanie wnosi do literatury przedmiotu, jest wskazanie różnic w preferencjach inwestycyjnych pomiędzy analizowanymi państwowymi funduszami majątkowymi.

**Słowa kluczowe:** państwowe fundusze majątkowe, inwestowanie, rynek giełdowy, model logitowy

## Wprowadzenie

Długi horyzont inwestycyjny i związany z tym brak presji na osiąganie wyników w krótkim okresie, niskie ryzyko wycofania środków, lecz nade wszystko pełna własność i kontrola spoczywające w rękach państwa to cechy charakterystyczne państwowych funduszy majątkowych. Podmioty te realizują strategię alternatywnego zarządzania rezerwami walutowymi krajów poprzez inwestowanie powierzonych im środków m.in. w akcje spółek notowanych na giełdzie. W odróżnieniu od pasywnej strategii zarządzania rezerwami stosowanej przez banki centralne, której głównym zadaniem jest zapewnianie płynności, państwowe fundusze majątkowe posiadają mandat do podejmowania wyższego ryzyka inwestycyjnego celem osiągnięcia wyższej stopy zwrotu. Ich działalność inwestycyjna, nakierowana na efektywne pomnażanie majątku państwa, służy zapewnieniu środków dla przyszłych pokoleń emerytów, umożliwia dywersyfikację aktywów spoczywających w rękach państwa, pozwala podejmować działania stabilizujące wobec cyklicznych wahań aktywności gospodarczej, a także umożliwia kreowanie pożądanych kierunków rozwoju gospodarczego

---

\* dr Dariusz Urban, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, e-mail: durban@uni.lodz.pl.

i społecznego w krajach założycielach. Wielkość środków, jakimi dysponowały do tej pory państwowe fundusze majątkowe, czyniła z nich istotny element w segmencie inwestorów instytucjonalnych na świecie. Globalna działalność inwestycyjna wielu z nich skłania do postawienia pytania o czynniki determinujące wybór spółki do portfela inwestycyjnego i temu właśnie zagadnieniu poświęcone jest niniejsze opracowanie.

Celem artykułu jest identyfikacja głównego kryterium selekcji spółek notowanych na giełdzie jakim kierują się państwowe fundusze majątkowe. Pytanie badawcze, jakie stawiane jest w niniejszym opracowaniu brzmi: Czy płynność obrotu akcjami w lepszym stopniu wyjaśnia zachowania inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych niż rentowność spółek oraz wielkość wypłacanej przez nie dywidendy? Do rozwiązania tak postawionego problemu badawczego wykorzystane zostanie narzędzie ekonometryczne w postaci regresji logistycznej. Wybór narzędzia podyktowany jest z jednej strony dotychczasowymi badaniami zaś z drugiej jest pochodną binarnej charakterystyki zmiennej endogenicznej. W badaniu wykorzystano dane z giełdy londyńskiej, po pierwsze z uwagi na relatywnie większą aktywność inwestycyjną funduszy, po drugie przez fakt lepszej dostępności informacji na temat działalności inwestycyjnej funduszy na tym rynku. Ponadto identyfikacja kilku funduszy dokonujących wejść kapitałowych do spółek notowanych na wskazanym parkiecie, stwarza w tym przypadku możliwość wskazania ewentualnych podobieństw lub różnic pomiędzy nimi. Artykuł składa się z trzech części. W części pierwszej służącej zbudowaniu teoretycznego fundamentu dla badań empirycznych zaprezentowany został przegląd badań w analizowanym obszarze. Część druga poświęcona jest opisowi procedury badawczej. Część trzecia zawiera omówienie wyników uzyskanych w toku badań własnych. Artykuł kończy podsumowanie, w którym ma miejsce wskazanie potencjalnych kierunków do dalszych badań.

## **1. Przegląd literatury**

Na tle dominującej grupy inwestorów zainteresowanych bardziej krótkoterminowymi zyskami spółek i ich bieżącą konsumpcją poprzez obrót akcjami niż długookresowym zaangażowaniem kapitałowym w spółkach w oczekiwaniu na czerpanie korzyści z alokacji kapitału w efektywne projekty inwestycyjne, państwowe fundusze majątkowe stanowią wyjątek. Filozofia, jaką kierują się w swojej działalności inwestycyjnej nie opiera się na założeniu maksymalizowania korzyści z krótkookresowej działalności inwestycyjnej lecz na dążeniu do ich osiągnięcia w długim okresie. Podejście to jest pochodną celów, do realizacji których podmioty te są powoływane, pośród których nadrzędnym jest pomnażanie majątku państwa. W efekcie podmioty te wnoszą istotną wartość dodaną zarówno do spółek w których stają się udziałowcami, zapewniając stabilny długookresowy kapitał, niepodlegający presji wycofania w warunkach kryzysowych jak również na poziomie giełdy dzięki przejmowaniu części globalnego ryzyka inwestycyjnego (Kamiński i in. 2015; Baran 2012; Urban 2012a, b). Z uwagi na to pożądanym wydaje się poznanie preferencji inwestycyjnych tych

podmiotów bowiem wiedza ta przydatna może być dla menedżerów i właścicieli spółek notowanych na giełdzie a nade wszystko skutkować ograniczeniem nadal istniejącej w tym obszarze luki w wiedzy. O występowaniu takowej zdają się przekonywać wyniki prowadzonych dotychczas badań, których najbardziej aktualny przegląd zawiera artykuł Alhashela (2015).

Lektura literatury światowej pozwala na wyodrębnienie kilku charakterystyk firm będących obiektem inwestycji ze strony analizowanych funduszy. Po pierwsze liczne opracowania wskazują – w tej kwestii wydaje się panować zgoda – że państwowe fundusze majątkowe preferują spółki duże (Kotter, Lel 2011; Boubakri, Cosset, Samir 2011; Heaney, Li, Valencia 2011). Może to wynikać z faktu, że spółki duże mają większą szansę wykorzystywać efekty skali, zatrudniać lepszych menedżerów oraz mieć bardziej sformalizowane procedury (Kumar 2004). Wielkość spółek może lecz nie musi implikować większej płynności obrotu. I choć na takowy domniemany motyw wyboru celów do inwestycji wskazują Mietzer, Schiereck i Schweizer (2015), to jednak wedle dostępnej autorowi wiedzy zmienna oddająca stopień płynności obrotu akcjami spółki nie była jak dotąd włączana do katalogu zmiennych objaśniających decyzje inwestycyjne funduszy. Wyniki badań uzyskane przez Dahlquista i Robertssona (2001) wskazują, że to właśnie płynność obrotu lepiej niż wielkość spółki charakteryzuje portfele inwestycyjne inwestorów zagranicznych na rynku giełdowym w Szwecji. Dowodów na występowanie preferencji inwestorów dotyczących płynności akcji dostarczają również Covring, Lau i Ng (2006).

Podkreślany w literaturze pasywny charakter w odniesieniu do praw własności będących w posiadaniu państwowych funduszy majątkowych (Ghahramani 2013), stanowi przesłankę do analizy czy i w jakim stopniu na decyzję o wyborze spółki do portfela inwestycyjnego funduszu ma wpływ dywidenda wypłacana przez spółkę. Przypuszczenie o występowaniu takiej zależności może być wyciągnięte w oparciu o wyniki badań przeprowadzonych przez Donga, Robinsona i Velda (2005). Cytowani autorzy wskazują, że pasywni inwestorzy preferują spółki wypłacające wyższe dywidendy, przez wzgląd na wyższe koszty związane z kupnem i sprzedażą akcji. Ponadto dokonując porównania między państwowymi funduszami majątkowymi a funduszami inwestycyjnymi, Avendaño i Santiso (2009) dowodzą, że spółki znajdujące się w portfelu tych pierwszych cechuje wyższa stopa dywidendy. W tym kontekście długoterminowe zaangażowanie kapitałowe funduszy stanowi przesłankę by przypuszczać, że dywidenda wypłacana przez spółkę może być czynnikiem determinującym zachowania inwestycyjne funduszy.

Wśród innych potencjalnych czynników mogących mieć wpływ na decyzje inwestycyjne funduszu Heaney, Li i Valencia (2011) wskazują na rentowność mierzoną wskaźnikiem ROE, który odzwierciedla efektywność spółki do generowania zysku z będącego w jej posiadaniu kapitału. Rynkowy miernik P/E pojawia się jako element analizy działalności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych w opracowaniu Bernsteina, Lerner a i Schoara (2013), a ponadto wskazywany jest jako kryterium dyskryminacyjne w budowie portfela inwestycyjnego (Tarczyński 2013). Z kolei badanie obejmujące spółki notowane

na GPW wykazało, że spośród innych czynników również wielkość miernika EPS stanowi czynnik determinujący wybór spółki do portfela inwestycyjnego przez norweski fundusz majątkowy GPF (Urban 2015).

## **2. Metodologia badania oraz dobór zmiennych**

Badanie zmierzające do wskazania głównego kryterium inwestycyjnego przeprowadzone zostało na próbie badawczej obejmującej spółki notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Londynie. Źródłem danych finansowych dla spółek była baza Thomson Reuters. W wyniku zastosowania kryterium selekcyjnego bazującego na dostępności danych finansowych wyłoniona została próba badawcza obejmująca 548 spółek. Dane na temat transakcji zawartych przez państwowe fundusze majątkowe na analizowanej giełdzie uzyskane zostały z bazy Sovereign Wealth Fund Institute. Na jej podstawie zidentyfikowano 384 przypadki kupna akcji przez fundusze w roku 2013. Liczba ta po wykluczeniu powtarzających się wejść kapitałowych tego samego funduszu oraz dublujących się przypadków inwestowania w daną spółkę przez różne fundusze ograniczona została do 215 i ta wartość wykorzystywana był w pierwszej części badania. W drugiej, obejmującej analizy zachowań 4 funduszy, które łącznie odpowiadały za blisko 90% aktywności inwestycyjnej na londyńskiej giełdzie, informacje dotyczące aktywności funduszy potraktowano w sposób rozłączny. W efekcie wyodrębnionych zostało 87 spółek będących obiektem inwestycji ze strony Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), 145 przypadków, w których funduszem dokonującym zakupu był Government Pension Fund Global (GPF), 95 transakcji przeprowadzonych przez Government of Singapore Investment Corporation oraz 57 przypadków, kiedy za transakcją stał Kuwait Investment Authority.

Do badania wykorzystano narzędzie w postaci regresji logistycznej, co znajduje uzasadnienie w celu badawczym, którym jest analiza skłonności do inwestowania. Skłonność do inwestowania jest w tym wypadku rodzajem zmiennej ukrytej (Gruszczyński 2012) wyrażonej poprzez dwa możliwe stany: 1 kiedy spółka jest obiektem inwestycji oraz 0 w sytuacji kiedy fundusz nie dokonuje inwestycji. Jako zmienne objaśniające w badaniu wykorzystano: wielkość kapitalizacji rynkowej spółki ( $kap\_rynk$ ) mierzoną iloczynem ceny zamknięcia na koniec roku i liczby akcji wyemitowanych przez spółkę, wartość akcji z tzw. wolnego obrotu ( $free\_float$ ) mierzoną ich kapitalizacją rynkową, wskaźnik obrazujący wielkość dywidendy przypadającą na jedną akcję ( $dyw\_na\_akcję$ ), wskaźnik rentowności kapitału własnego ( $roe$ ), miernik obrazujący relację ceny rynkowej jednej akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję ( $pe$ ) oraz zysk netto na jedną akcję ( $eps$ ). Uzasadnieniem dla wyboru takiego zestawu zmiennych były studia literaturowe przeprowadzone we wcześniejszej części artykułu. Dodatkowo do katalogu zmiennych włączony został wskaźnik rentowności zainwestowanego kapitału ( $roic$ ), miernik wydajności inwestycji odnoszący się do efektywności wykorzystywania całości kapitału (własnego i obcego) będącego

w dyspozycji spółki. Zmienne endogeniczne odnoszące się do finansowych charakterystyk spółek dotyczyły roku 2012.

Badania miało miejsce na dwóch poziomach agregacji zmiennych – raz przy założeniu traktowania wszystkich funduszy łącznie zaś w drugim przypadku indywidualnie na poziomie pojedynczego funduszu. Każda z przyjętych do badania zmiennych stanowiła każdorazowo jedyną zmienną objaśniającą w równaniu regresji logistycznej. Analiza istotności statystycznej oszacowanych parametrów, w połączeniu z wielkością parametru, poziomem dopasowania mierzonym pseudo  $R^2$  oraz zdolnością predykcyjną każdego z modeli stanowiły przesłankę do wskazania zmiennej, która w badaniu posiada największą zdolność dyskryminacyjną. Zmienna takowa potraktowana została jako dominujące kryterium inwestycyjne. Do obliczeń wykorzystano oprogramowanie STATA.

### 3. Wyniki badań własnych

W tabeli 1 przedstawiono podstawowe statystyki uzyskane w toku estymacji równań regresji logitowych, każdorazowo z wykorzystaniem jednej zmiennej objaśniającej. Zaprezentowane wyniki stanowią podstawę do wyciągnięcia kilku wniosków. Po pierwsze, każdy z przyjętych, jako potencjalna zmienna objaśniająca wskaźników, cechuje się istotnością statystyczną przy  $p = 1\%$ . Jest to przesłanka do wskazania, iż każda z wymienionych charakterystyk odnoszących się do spółki wywiera wpływ decyzję inwestycyjną funduszy. Po drugie, wpływ ten wszakże nie jest jednakowo silny. Biorąc pod uwagę wielkość pseudo  $R^2$  jak również czułość modelu definiowaną jako procent spółek, które będąc w rzeczywistości obiektami inwestycji zostały wskazane przez model jako potencjalne cele inwestycyjne funduszy oraz odsetek ogólnej liczby spółek poprawnie zaklasyfikowanych przez modele, wskazać należy, iż największą zdolnością dyskryminacyjną spośród analizowanych zmiennych cechuje się zmienna *free\_float*. Stanowi to argument do stwierdzenia, że spośród analizowanych czynników to właśnie płynność obrotu akcjami spółki stanowi dominujące kryterium przy tworzeniu portfela inwestycyjnego przez państwowe fundusze majątkowe na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie. Wykorzystując wyłącznie zmienną *free\_float* model posiada zdolność poprawnego zaklasyfikowania niemalże jednej trzeciej spółek będących w portfelu funduszy jako tych, w które fundusze powinny zainwestować. Na kolejny miejscu z punktu widzenia istotności kryterium inwestycyjnego znalazła się relacja rynkowej ceny jednej akcji do zysku netto przypadającego na jedną akcję. W modelu wykorzystującym tę zmienną objaśniającą czułość modelu osiągnęła wartość 26,60%. Spośród analizowanych zmiennych na decyzję o zaangażowaniu kapitałowym funduszu w najmniejszym stopniu wydaje się wpływać wielkość dywidendy wypłaconą przez spółkę na jedną akcję w roku poprzedzającym inwestycję.

**Tabela 1**Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych dla zmiennej *cel\_inw*

Zmienna	Błąd standardowy	p-value	Pseudo R <sup>2</sup> (%)	Czułość modelu (%)	Odsetek poprawnie sklasyfikowanych spółek (%)
kap_rynk	1,22e-08	0,001	3,28	13,02	65,14
free_float	0,000054	0,000	11,47	33,02	71,85
dyw_na_akcję	0,0047057	0,002	1,72	9,72	63,32
roic	0,0061909	0,001	1,98	8,02	61,45
roe	0,0040814	0,000	3,45	13,21	63,41
pe	0,0068207	0,000	7,46	26,60	59,52
eps	0,0022644	0,000	3,76	19,25	64,33

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badań zmierzających do identyfikacji ewentualnych różnic lub podobieństw w preferencjach inwestycyjnych największych funduszy zaprezentowane zostały w tabeli 2. Dowodzą one po pierwsze, że prawidłowość dotycząca wpływu płynności obrotu akcji na wejście kapitałowe funduszu opisana z wykorzystaniem postaci logarytmicznej równania regresji w lepszym stopniu wyjaśnia zachowania inwestycyjne pojedynczych funduszy niż funkcja w postaci liniowej. Po drugie wpływ ten jest zróżnicowany. Najsilniej uwidacznia się on w przypadku Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), a następnie Government of Singapore Investment Corporation (GIC).

Kolejne miejsce pod tym względem zajmuje Kuwait Investmet Authority (KIA), zaś w przypadku Government Pension Fund Global wpływ ten, pomimo iż istotny statystycznie, jest najmniejszy i uprawnia do wyciągnięcia wniosku o relatywnie niewielkim wpływie płynności obrotu akcjami spółki a wejściem kapitałowym tego funduszu. Płynność obrotu akcjami pozostaje wszakże dominującym kryterium inwestycyjnym również w przypadku tego funduszu. Zbliżone wnioski mogą być postawione w odniesieniu do zmiennej odzwierciedlającej kapitalizację rynkową spółek. Z kolei o wpływie dywidendy przypadającej na jedną akcję w okresie  $t - 1$  na wejście kapitałowe funduszu do spółki w roku następnym mówić możemy w przypadku trzech funduszy: ADIA, GIC oraz KIA. Biorąc jednak pod uwagę czułość modeli, siła relacji znacząco odbiega jednak od tych opisanych powyżej. W przypadku norweskiego funduszu majątkowego dywidenda na jedną akcję wydaje się nie stanowić kryterium inwestycyjnego. Natomiast w przypadku zmiennej odzwierciedlającej rentowność zainwestowanego kapitału sytuacja w grupie analizowanych funduszy jest odwrotna – jedynie w przypadku norweskiego funduszu majątkowego oszacowany parametr spełnia wymóg istotności statystycznej, co pozwala domniemywać występowanie zależności pomiędzy wielkością zmiennej *roic* a decyzją inwestycyjną funduszu. Jeśli chodzi zaś o rentowność kapitału własnego to chociaż spełniony jest tutaj wymóg istotności statystycznej to jednak modele wykorzystujące tę zmienną w trzech przypadkach na cztery nie posiadają zdolności do wskazania potencjalnych celów inwestycyjnych, spośród faktycznie wybranych do inwestycji spółek. Wniosek podobnej natury lecz dotyczący wszystkich czterech

analizowanych funduszy wyciągnięty może być w stosunku do zmiennej *pe*. I wreszcie w przypadku ostatniej z analizowanych zmiennych (*eps*), uzyskane w toku badań wyniki empiryczne stanowią przesłankę do wskazania, że w przypadku norweskiego funduszu majątkowego brak jest zależności pomiędzy badaną zmienną a decyzją o wejściu kapitałowym funduszu.

**Tabela 2**

Wyniki estymacji jednoczynnikowych modeli logitowych dla zmiennej *cel\_inw* w podziale na 4 największe fundusze

Zmienna	Fundusz majątkowy	Błąd standardowy	p-value	Pseudo R <sup>2</sup> (%)	Czułość Modelu (%)	Odsetek poprawnie sklasyfikowanych spółek (%)
<i>ln_kap_rynk</i>	ADIA	0,1991836	0,000	56,61	60,92	91,38
	GPFG	0,0587051	0,000	5,18	8,28	72,66
	GIC	0,1561435	0,000	48,91	52,63	88,44
	KIA	0,1083926	0,000	32,85	31,58	90,64
<i>ln_free_float</i>	ADIA	0,2169633	0,000	59,41	70,11	93,05
	GPFG	0,0598236	0,000	5,46	7,59	72,39
	GIC	0,1591654	0,000	49,77	58,95	89,58
	KIA	0,1222604	0,000	37,30	38,60	91,59
<i>dyw_na_akcję</i>	ADIA	0,0050540	0,000	5,51	8,05	84,85
	GPFG	0,0029442	0,763	0,01	0,0	73,54
	GIC	0,0048730	0,000	4,47	7,37	83,39
	KIA	0,0050333	0,000	5,60	7,02	89,96
<i>roic</i>	ADIA	0,0042271	0,347	0,18	0,0	83,99
	GPFG	0,0061643	0,009	1,53	2,08	73,18
	GIC	0,0041882	0,266	0,24	0,0	82,50
	KIA	0,0048789	0,558	0,08	0,0	89,39
<i>roe</i>	ADIA	0,0028365	0,045	0,85	0,0	83,68
	GPFG	0,0030914	0,002	1,95	4,17	73,36
	GIC	0,0027999	0,043	0,83	0,0	82,18
	KIA	0,0030851	0,004	2,31	0,0	88,93
<i>pe</i>	ADIA	0,0142701	0,000	7,61	0,0	83,73
	GPFG	0,0064627	0,001	3,64	0,0	73,21
	GIC	0,0129868	0,000	7,10	0,0	82,54
	KIA	0,0214379	0,000	8,94	0,0	89,48
<i>eps</i>	ADIA	0,0022807	0,000	8,15	6,98	84,10
	GPFG	0,0016264	0,247	0,21	0,0	73,57
	GIC	0,0021828	0,000	6,63	6,38	82,62
	KIA	0,0021712	0,000	7,78	7,14	89,83

Źródło: opracowanie własne.

Konkludując, zaprezentowane wyniki badań własnych uprawniają do wskazania, że płynność obrotu akcjami spółki, utożsamiana w niniejszym badaniu z wielkością akcji

w tzw. wolnym obrocie, stanowiła w roku 2013 dominujące kryterium inwestycyjne w przypadku państwowych funduszy majątkowych dokonujących inwestycji w spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie.

### **Uwagi końcowe**

Celem artykułu była próba odpowiedzi na pytanie czy płynność obrotu akcjami w lepszym stopniu wyjaśnia zachowania inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych niż rentowność spółek oraz wielkość wypłacanej przez spółki dywidendy. Uzyskane w toku badań własnych wyniki uprawniają do pozytywnej odpowiedzi na tak postawione pytanie badawcze. Jednakże do uzyskanych wyników podejść należy z pewną dozą ostrożności przez wzgląd na pewne ograniczenia badania, które mogły mieć wpływ na ostateczny wynik. Jednym z nich jest uwzględnienie zachowań inwestycyjnych w jednym roku a przyjęcie założenia o homogeniczności preferencji w czasie wydaje się być wysoce nieuzasadnione. Ponadto w celu weryfikacji uzyskanych wyników pożądanym wydaje się być zastosowanie innych miar płynności obrotu opartych czy to na wolumenie obrotu czy też bazujących na wielkości spreadu lub też efektywności popytu. Dalsze badania mogłyby również rozszerzyć horyzont przed inwestycją i poddać analizie średnie wielkości mierników charakteryzujących spółki z kilku lat. Przechodząc na niższy poziom agregacji, uzyskane wyniki wskazują, że w kwestii preferencji inwestycyjnych opartych na płynności obrotu, lecz nie tylko, pomiędzy czterema największymi funduszami majątkowymi istnieją wyraźne różnice. Najsilniej czynnik ten wydaje się determinować działalność Abu Dhabi Investment Authority najsłabiej zaś Government Pension Fund Global. Pamiętać należy nade wszystko, że wnioski wyciągnięte w oparciu o niniejsze badanie nie mogą stanowić i nie stanowią przesłanki do formułowania tez odnoszących się do globalnej aktywności inwestycyjnej funduszy, bowiem zachowania funduszy mogą być odmienne na różnych rynkach giełdowych świata. W kontekście potencjalnych kierunków dalszych badań za szczególnie zasadne wydaje się poddanie empirycznej weryfikacji hipotezy o różnicach bądź też podobieństwach preferencji inwestycyjnych pomiędzy rynkami dojrzałymi a rynkami wschodzącymi. Jeśli chodzi zaś o aplikacyjny wymiar przeprowadzonych badań, to wydaje się, że stanowić one mogą wskazówkę dla zarządzających spółkami, którzy w gronie akcjonariuszy chcieliby widzieć długookresowego inwestora instytucjonalnego w postaci państwowego funduszu majątkowego, wskazówkę do zrozumienia czynników determinujących zachowania inwestycyjne tej grupy inwestorów.



## Literatura

- Alhashel B. (2015), *Sovereign Wealth Funds: A Literature review*, „Journal of Economics and Business” no. 78, s. 1–13.
- Avendaño R., Santisi J. (2009), *Are Sovereign Wealth Funds' Investments Politically Biased? A comparison with mutual funds*, OECD Development Centre, Working Paper no. 283.
- Bernstein S., Lerner J., Schoar A. (2013), *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, „The Journal of Economic Perspectives” vol. 27, no. 2, s. 219–238.
- Baran B. (2012), *Znaczenie państwowych funduszy majątkowych na globalnym rynku kapitałowym*, „Gospodarka Narodowa” nr 9, s.39–59.
- Boubakri N., Cosset J., Samir N. (2011), *Sovereign wealth fund acquisitions: A comparative analysis with mutual funds*, „International Finance Review” vol. 12, s. 355–389.
- Covrig V., Lau S., Ng L. (2006), *Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-country analysis*, „Journal of International Business Studies” vol. 37, s. 407–429.
- Dahlquist M., Robertsson G. (2001), *Direct foreign ownership, Institutional investors and firm characteristics*, „Journal of Financial Economics” vol. 59, no. 3, s. 413–440.
- Dong M., Robinson C., Veld C. (2005), *Why individual investors want dividends*, „Journal of Corporate Finance” vol.12, no. 1, s. 121–158.
- Ghahramani S. (2013), *Sovereign wealth funds and shareholders activism: applying the Ryan-Schneider antecedents to determine policy implications*, „Corporate Governance” vol. 13, no. 1, s. 58–69.
- Gruszczynski M. (2012), *Mikroekonometria. Modele i metody analizy danych indywidualnych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Heaney R., Li L., Valencia V. (2011), *Sovereign Wealth Fund Investment Decisions: Temasek Holdings*, „Australian Journal of Management” vol. 36, no. 1, s. 109–120.
- Kotter J., Lel U. (2011), *Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences*, „Journal of Financial Economics” vol. 101, s. 360–381.
- Kamiński T., Obroniecki M., Wiśniewski P. (2015), *Sovereign wealth funds in Eastern and Central Europe: scope and methods of financial penetration*, „E-finance” vol. 11, no. 1, s. 11–21.
- Kumar J. (2004), *Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India*, „The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Venture” vol. 9, no. 2, s. 61–93.
- Mietzer M., Schiereck D., Schweizer D. (2015), *The role of sovereign wealth funds as activist or passive fund managers*, „Journal of Assets Management” vol. 16, no. 5, s. 303–315.
- Tarczyński W. (2013), *Ocena efektywności metod analizy portfelowej na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie za lata 2001–2013*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki Finansowe Ubezpieczenia” nr 761, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 537–550.
- Urban D. (2012a), *Czy państwowe fundusze majątkowe to źródło innowacji w systemie finansowym?*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 106, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice, s. 44–51.
- Urban D. (2012b), *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse” nr 4, s. 339–353.
- Urban D. (2016), *Investment attractiveness of companies listed on the Warsaw Stock Exchange for Sovereign Wealth Fund*, „Acta Oeconomica”, artykuł przyjęty do druku.

**LIQUIDITY PROFITABILITY DIVIDEND OR SIZE?  
THE DOMINANT INVESTMENT CRITERIA OF INSTITUTIONAL INVESTOR  
ON THE EXAMPLE OF SOVEREIGN WEALTH FUND**

**Abstract:** *Purpose* – The aim of this paper is to identify the main factor determining the investment decision of sovereign wealth funds.

*Design/methodology/approach* – Using financial indicators of companies listed on the London Stock Exchange this paper employ logistic regression models to analyze investment preferences of sovereign wealth funds.

*Findings* – The study indicates that stock liquidity is the main determinant in targeting companies for investment.

*Originality/value* – The empirical findings point out to differences in investment preferences within the group of four sovereign wealth funds.

**Keywords:** sovereign wealth funds, investment, stock market, logit model

## **Cytowanie**

Urban D. (2016). Płynność, rentowność, dywidenda czy wielkość? Dominujące kryterium inwestycyjne inwestora instytucjonalnego na przykładzie państwowego funduszu majątkowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (79), 573–582; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).