

## Czy wartość to przesłanka do inwestowania? Government Pension Fund Global jako udziałowiec w spółce portfelowej

### Wstęp

Problematyka spółek giełdowych i samej giełdy jako miejsca alokacji kapitału odgrywała przez okres wielu lat i odgrywa nadal istotną rolę w badaniach z zakresu finansów. Dotyczy to zarówno warstwy teoretycznej, w której powstają liczne teorie, jak i warstwy empirycznej, gdzie teorie te podlegają nieustannej weryfikacji.

Na przestrzeni ostatnich dekad w obszarze praktyki gospodarczej związanej z inwestowaniem poprzez giełdę, lecz nie tylko tam, zaobserwować można pojawienie się dwóch powiązanych ze sobą zjawisk. Pierwszym jest powstanie i rozwój państwowych funduszy majątkowych (sovereign wealth funds), innowacyjnych wehikułów inwestycyjnych będących własnością państwa. Drugim jest zjawisko określane mianem *fiduciary capitalism*, które wiąże się z rozwojem szerokiej grupy inwestorów instytucjonalnych o charakterze powierniczym (*fiduciary institutions*). Oba zjawiska wiążą się ze sobą i wzajemnie się przenikają.

Część spośród podmiotów z obu wskazanych grup rozrosła się do takich rozmiarów, że w istocie w swoich portfelach inwestycyjnych posiadają wysoce zróżnicowane aktywa z niemalże każdej regionalnej i krajowej gospodarki na świecie. Zyskały one miano wszechstronnych właścicieli — *universal owners*. Norweski fundusz majątkowy Government Pension Fund Global (GPF) jest przykładem zarówno państwowego funduszu majątkowego, jak i wszechstronnego właściciela. Wedle dostępnej autorowi wiedzy, w polskiej literaturze przedmiotu problematyka wszechstronnych właścicieli w zasadzie nie była przedmiotem badań ani teoretycznych ani też empirycznych.

Tymczasem istnieją przesłanki by sądzić, że wskazana kategoria inwestorów odgrywać może istotną rolę w promowaniu rozwiązań prawnych i systemowych, zmierzających do zapewnienia prawidłowe-

---

\*Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, durban@uni.lodz.pl, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź

go funkcjonowanie rynków finansowych w przyszłości. Celem artykułu jest prezentacja wyników badań własnych na temat relacji pomiędzy wybranymi wskaźnikami i wielkościami finansowymi dla spółek giełdowych, a wielkością zaangażowania kapitałowego w tych spółkach ze strony GPFG. Do zweryfikowania tezy, że wartość spółki może wywierać wpływ na wielkość zaangażowania kapitałowego ze strony wskazanego funduszu, wykorzystana zostanie analiza korelacji.

## 1. Przegląd literatury

Zakres eksploracji naukowej problematyki państwowych funduszy majątkowych, mimo stałego postępu w tej dziedzinie, pozostaje nadal niewystarczający. Obszarem, który w szczególności zaś wymaga pogłębionych badań są finansowe aspekty związane z funkcjonowaniem tej relatywnie nowej kategorii inwestorów instytucjonalnych, w tym zwłaszcza kwestie alokacji aktywów pomiędzy różne grupy aktywów, problem osiągniętych stóp zwrotu, czy też kryteria decydujące o podejmowaniu inwestycji.

Zainteresowanie ze strony badaczy w tym obszarze koncentrowało się przeważnie na analizie relacji pomiędzy inwestycją funduszu w spółkę i zmianami jej wyników finansowych. Analiza zmian wartości przedsiębiorstw, które stają się przedmiotem inwestowania ze strony funduszy majątkowych była przedmiotem badań Kathryn Dewenter, Xi Han oraz Paula Malatesty [Dewenter i inni, 2010]. Badając zachowanie kursów akcji, autorzy ci doszli do wniosków, że informacjom o nabyciu lub sprzedaży akcji danego przedsiębiorstwa przez fundusz majątkowy towarzyszą istotne zmiany jego wartości. Dowodzili oni występowania dodatniej ponadnormalnej (nadzwyczajnej) stopy zwrotu w dniu ogłoszenia informacji o zakupie oraz ujemnej w przypadku informacji o sprzedaży akcji przez fundusz majątkowy.

Do zbliżonych wniosków doszli Jason Kotter i Ugur Lel [Kotter, Lel, 2011], którzy są zdania, że inwestycja ze strony funduszu majątkowego wywiera pozytywny wpływ na kurs akcji przejmowanej spółki w okresie ogłaszania decyzji, jednakże ich zdaniem brak jest podstaw do tego by takowy wpływ uznać za istotny w długim okresie. Ponadto cytowani autorzy wskazują, że fundusze jako miejsce inwestycji preferują spółki duże, o złych wynikach finansowych lub te znajdujące się w trudnej sytuacji finansowej. Dowodzą również, że państwowe fundusze majątko-

we zachowują się podobnie jak pasywni inwestorzy, m.in. w kwestii wyboru docelowych firm, w których inwestują.

W częściowej opozycji do dwóch wcześniej wskazanych badań znajduje się opracowanie przygotowane przez zespół pod kierunkiem Bernardo Bortolottiego [Bortolotti i inni, 2009]. Co prawda autorzy prezentują wyniki wskazujące, że w okresie od dnia przed do dnia po ogłoszeniu informacji na temat inwestycji w spółce, jej akcje odnotowywały dodatnią, nadzwyczajną stopę zwrotu, jednakże w dwuletnim okresie po, stopa ta była ujemna. Autorzy dowodzą ponadto, że wielkość tej długookresowej ujemnej nadzwyczajnej stopy związana była z wielkością udziałów będących w posiadaniu funduszu. Im większe zaangażowanie kapitałowe funduszu w spółce tym, stopa ta była większa.

Z kolei Knill i inni [Knill i inni, 2012] dostarczają dowodów potwierdzających tezę, iż na decyzje inwestycyjne funduszy wpływ wywierają relacje polityczne łączące kraj posiadający fundusz majątkowy i kraj będący miejscem inwestowania. W opinii cytowanych autorów, fundusze preferują inwestycje w krajach o słabszych powiązaniach politycznych z krajem, z którego wywodzi się fundusz dokonujący inwestycji. Wyniki te stoją w sprzeczności z literaturą z zakresu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, sugerując tym samym, że fundusze nie zachowują się w ten sam sposób jak tradycyjni inwestorzy.

Massimiliano Castelli i Fabio Scacciavillani podjęli natomiast próbę analizy profili inwestycyjnych wybranych grup państwowych funduszy majątkowych [Castelli, Scacciavillani, 2012, s. 74–81]. Bazując na udostępnianych przez niektóre fundusze raportach rocznych, wskazali oni, że fundusze o charakterze stabilizacyjnym cechują się niższą skłonnością do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego, krótszym horyzontem inwestycyjnym niż fundusze oszczędnościowe. Te drugie ponadto osiągają przeciętnie wyższą długookresową nominalną stopę zwrotu z aktywów.

Jednak jak przekonuje Paul Rose [Rose, 2013, s. 9] badania empiryczne dotyczące funduszy zmagają się z problemem bardzo małych prób badawczych. W efekcie uzyskane wyniki nie dostarczają podstaw uprawniających do wyciągania wniosków natury ogólnej, w odniesieniu do całej grupy funduszy, czego część autorów wydaje się nie dostrzegać. Do podobnej konkluzji dotyczącej niewielkich prób badawczych można dojść analizując polską literaturę przedmiotu [Urban, 2012].

Pośród najbardziej aktualnych opracowań z zakresu państwowych funduszy majątkowych, lecz poruszających inny obszar badawczy, war-

te odnotowania są artykuły: Salara Ghahramani [Ghahramani, 2013] oraz Daniela Grosa i Thomasa Mayera [Gros, Mayer, 2012].

Pierwszy z nich wskazuje, że państwowe fundusze majątkowe, poza nielicznymi wyjątkami wśród których wskazuje się norweski fundusz majątkowy, to grupa pasywnych inwestorów. Dzieje się tak mimo, iż fundusze te posiadają cechy predestynujące je do pełnienia roli aktywnych inwestorów, wśród których autor wymienia: wielkość funduszy oraz ich horyzont inwestycyjny.

W opinii autora fundusze o większym udziale akcji w portfelu inwestycyjnym oraz te zatrudniające w mniejszym stopniu zewnętrznych menedżerów są bardziej prawdopodobnymi kandydatami do bycia aktywnymi udziałowcami w spółkach.

Z kolei Daniel Gros i Thomas Mayer dowodzą, że w przypadku gospodarki niemieckiej, utworzenie tego typu wehikułu inwestycyjnego, mogłoby przyczynić się do rozwiązania problemu inwestowania nadwyżek pochodzących z wymiany handlowej z zagranicą.

Reasumując powyższą analizę, powołując się na słowa Luisy Anderloni i Daniela Vandone [Anderloni, Vandone, 2012, s. 12] wskazać należy, że literatura opisująca inwestycyjny obszar działalności państwowych funduszy majątkowych jest nadal znikoma. Pozwala to domniemywać, iż istnieje w tej dziedzinie luka w wiedzy.

W jeszcze większym stopniu kwestia istniejącej luki w wiedzy odniesiona może być do zagadnienia wszechstronnych właścicieli. Owa luka sięga na gruncie polskim już obszarów definicyjnych, gdyż wedle dostępnej autorowi wiedzy, brak jest polskiego odpowiednika dla angielskiego pojęcia *universal owner*.

Artykuł zatytułowany: „Norweski fundusz majątkowy w świetle koncepcji wszechstronnego właściciela” i pojawiające się w nim wyrażenie „wszechstronny właściciel” oraz jego definicja, przytoczone po raz pierwszy przez autora niniejszego opracowania, są próbą wypełnienia tejże luki [Urban, 2013 a]. Wszechstronny właściciel to inwestor, który charakteryzuje się globalnym i długookresowym zaangażowaniem inwestycyjnym a równocześnie posiada w swoim portfelu szeroki zakres aktywów z różnych branż, sektorów.

W światowej literaturze dotyczącej tej kategorii podmiotów, która zamyka się kilkunastoma pozycjami, wskazuje się, że podmioty te posiadają prawa własności, w prawie każdej kategorii aktywów, w każdym kraju i na każdym regionalnym rynku na świecie. Są więc w istocie

właścicielami „kawałka” globalnej gospodarki [Kiernan, 2007]. Bezpośrednią tego konsekwencją jest wrażliwość ich portfela inwestycyjnego na pozytywne i negatywne efekty zewnętrzne, które mogą być generowane przez przedsiębiorstwa z jednego sektora i wywierać wpływ na aktywa z innych sektorów [*Trend in Business...*, 2008, s. 211].

Przypuszczać można zatem, iż dla wszechstronnego właściciela ważniejszym niż wyniki pojedynczych przedsiębiorstw czy gałęzi, będą wyniki gospodarki jako całości, jej zrównoważony rozwój oraz prawidłowe funkcjonowanie rynków finansowych [Urwin, 2011, s.26].

Reasumując powyższe rozważania wskazać należy, że zachowania inwestycyjne państwowych funduszy majątkowych, oraz tej części spośród nich, którą uznać można za wszechstronnych właścicieli, należą nadal do obszaru relatywnie słabo zbadanego. Wobec powyższego, wykorzystując fakt, iż norweski fundusz majątkowy będący jednocześnie wszechstronnym właścicielem, dostarcza danych na temat posiadanych przez siebie na całym świecie aktywów, zasadnym wydaje się być podjęcie próby analizy empirycznej czynników mogących mieć wpływ na jego decyzje inwestycyjne. Istnieją bowiem przesłanki, by sądzić, że badanie takie pozwoli choć częściowo wypełnić istniejącą w tym obszarze lukę.

## **2. Próba badawcza, zmienne oraz metody badawcze**

Punktem wyjścia w badaniu była identyfikacja spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których inwestorem jest norweski fundusz Government Pension Fund Global – GPF. Informacje te pozyskane zostały ze strony internetowej funduszu i dotyczyły stanu na dzień 31.12.2012 [<http://www.nbim.no>]. Na koniec ubiegłego roku GPF był udziałowcem w 50 spółkach notowanych na GPW.

W badaniu pominięte zostały banki (6 spółek), jak również podmioty, dla których dostępne dane finansowe dotyczyły stanu za rok 2011 (4 spółki) oraz spółki, w przypadku których dostępne dane były niepełne (2 spółki). W efekcie wskazanych wykluczeń, grupa badawcza obejmowała 38 spółek. Lista spółek objętych badaniem zaprezentowana została w tablicy 1.

Celem badania było wskazanie zależności pomiędzy wybranymi wskaźnikami finansowymi a wielkością udziałów GPF w danej spółce giełdowej. Do badań wykorzystano dane finansowe spółek giełdowych, dostępne z bazy Emerging Markets Information Service a dotyczącePo-

lski [<http://site.securities.com>] oraz dane dotyczące wielkości inwestycji norweskiego funduszu majątkowego w każdej ze spółek na dzień 31.12.2012 [<http://www.nbim.no>]. Te ostatnie, wyrażone w koronach norweskich, przeliczone zostały na złotówki według kursu NBP z dnia 31.12.2012 roku.

**Tablica 1. Spółki objęte badaniem**

Lp.	Nazwa spółki	Lp.	Nazwa spółki
1	PKN Orlen SA	20	NG2 SA
2	Grupa Lotos SA	21	Orbis SA
3	PGE SA	22	Apator SA
4	KGHM Polska Miedź SA	23	Mirbud SA
5	Telekomunikacja Polska SA	24	Wawel SA
6	Enea SA	25	Polnord SA
7	Jastrzębska Spółka Węglowa SA	26	Open Finance SA
8	Synthos SA	27	ZPUE SA
9	Budimex SA	28	Izostal SA
10	Asseco Poland SA	29	Ambra SA
11	Ciech SA	30	Energoinstal SA
12	Cyfrowy Polsat SA	31	Benefit Systems SA
13	Mennica Polska SA	32	JW. Construction Holdings SA
14	Netia SA	33	Atrem SA
15	Lubelski Węgiel Bogdanka SA	34	PZ Cormay SA
16	Stalprodukt SA	35	Tesgas SA
17	Rovese SA	36	Rank Progress SA
18	Famur SA	37	City Interactive SA
19	Cognor SA	38	Pharmena SA

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [<http://www.nbim.no>].

Lista zmiennych wykorzystanych w badaniu zaprezentowana została w tablicy 2. Uzasadnieniem wyboru części zmiennych były dotychczasowe badanie światowe w tym obszarze [Kotter, Lel, 2011]. W badaniu wykorzystano analizę korelacji pomiędzy wielkością udziałów w kapitale akcyjnym spółki (zmienna WI) a wskazanymi w tablicy 2 danymi finansowymi spółek. Analiza przeprowadzona została z wykorzystaniem programów MS Excel oraz SPSS.

**Tablica 2. Zmienne wykorzystane w badaniu**

Akronim	Opis zmiennej
AO	Aktywa ogółem
WP	Wartość przedsiębiorstwa
WK	Wartość księgową
KR	Kapitalizacja rynkowa
ROA	Stopa zwrotu z aktywów
ROE	Stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROS	Wskaźnik rentowności sprzedaży
ROC	Wskaźnik rentowności kapitału
EBIT	Zysk przed odsetkami i opodatkowaniem
EBITDA	Zysk przed odsetkami, opodatkowaniem i amortyzacją
ZN	Zysk netto
P/E	Cena rynkowa akcji do zysku netto na 1 akcję
EPS	Zysk netto na jedną akcję
C/WK	Wskaźnika cena do wartości księgowej
D/KW	Wskaźnik dług do kapitału własnego
WI	Wartość inwestycji w spółce

Źródło: Opracowanie własne.

### 3. Wyniki empiryczne

Uzyskane w toku analizy wyniki korelacji zaprezentowane zostały w tablicy 3. Część z nich spełnia wymóg istotności statystycznej. Wydaje się, że wśród najważniejszych wniosków płynących z badania wskazać należy:

- występowanie istotnej statystycznie korelacji pomiędzy zmienną WI a grupą zmiennych AO, WP, WK, KR. Sugerować to może, iż GPFG, jako wszechstronny właściciel, dokonuje inwestycji o większej wartości w tych spółkach, które charakteryzują się wyższymi wielkościami badanych wskaźników. Najsilniejsza dodatnia korelacja, czyli 0,885 przy poziomie istotności 0,01, występuje tutaj pomiędzy kapitalizacją rynkową (zmienna KR) a zmienną WI. Wyniki te uznać można za częściowo zbieżne z badaniami przeprowadzonymi przez Kottera i Lela [Kotter, Lel, 2011];
- istnienie silnej dodatniej korelacji pomiędzy zmienną WI a wskaźnikami EBIT, EBITDA oraz ZN, na poziomie istotności 0,01. Świadczyć to może o tym, że norweski fundusz majątkowy zainteresowany jest posiadaniem większych udziałów w spółkach, które posiadają większą zdolność do generowania zysku. Potwierdzeniem tego wydaje się być występowanie dodatniej, lecz zdecydowanie słabszej i na

- niższym poziomie istotności, korelacji pomiędzy WI a wskaźnikiem zysku na jedną akcję;
- brak występowania istotnej statystycznie korelacji pomiędzy wielkością inwestycji w spółce a rentownością aktywów ogółem, rentownością kapitałów własnych, rentownością sprzedaży, rentownością kapitału. Ponadto nie ma przesłanek by wskazać na występowanie liniowej zależności pomiędzy wielkością inwestycji funduszu w spółce a wskaźnikami P/E, C/WK oraz D/WK, jednakże odnotować warto, iż w przypadku tych zmiennych przy współczynniku korelacji występuje znak minus.

**Tablica 3. Macierz korelacji**

Badany wskaźnik		AO	WP	WK	KR	ROA
WI	Korelacja Pearsona	0,688**	0,791**	0,710**	0,885**	0,209
	Istotność	0,000	0,000	0,000	0,000	0,207
Badany wskaźnik		ROE	ROS	ROC	EBIT	EBITDA
WI	Korelacja Pearsona	0,186	0,192	0,169	0,950**	0,871**
	Istotność	0,263	0,248	0,311	0,000	0,000
Badany wskaźnik		ZN	P/E	EPS	C/WK	D/KW
WI	Korelacja Pearsona	0,930**	-0,059	0,354*	-0,115	-0,093
	Istotność	0,000	0,726	0,029	0,490	0,579

\* Korelacja jest istotna na poziomie 0,05 (dwustronnie).

\*\* Korelacja jest istotna na poziomie 0,01 (dwustronnie).

Źródło: Opracowanie własne.

Z uwagi na fakt, że są to pierwsze tego typu badania, które dodatkowo obejmowały ograniczoną liczbę spółek, do zaprezentowanych wyżej wyników podchodzić należy z dużą dozą ostrożności. Pamiętać należy również, że choć sam fakt występowania korelacji dostarcza argumentów na poparcie tezy o występowaniu związku przyczynowo-skutkowego to jednak nie przesądza o jej prawdziwości. Nie mniej jednak zaprezentowana analiza stanowić może punkt wyjścia do dalszych, pogłębionych badań w tym obszarze. Wydaje się, że kolejne badania obejmować powinny również spółki z innych krajów, jak również szerszy zakres zmiennych, uzupełniony m.in. o mierniki opisujące dokonania spółek w obszarze ESG. Ponadto zasadnym wydaje się podjęcie próby wykorzystania jako narzędzia badawczego analizy regresji.



## Zakończenie

Celem niniejszego artykułu była próba analizy czynników wywierających wpływ na wielkość zaangażowania kapitałowego norweskiego funduszu majątkowego GPFG w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W toku analizy uzyskano kilka istotnych statystycznie współczynników korelacji. Istnieją podstawy by wskazać, że wartość inwestycji w spółce skorelowana jest z wielkością aktywów ogółem spółki, wartością przedsiębiorstwa, jego wartością księgową oraz kapitalizacją rynkową. Stanowić to może potwierdzenie tezy postawionej w tytule opracowania, sugerującej, iż szeroko rozumiana wartość stanowi przesłankę inwestycyjną, którą kieruje się norweski fundusz majątkowy, będący jednocześnie przykładem wszechstronnego właściciela. Ponadto uzyskane wyniki wskazują na występowanie silnej dodatniej i istotnej statystycznie korelacji pomiędzy wielkością udziałów w spółce a wskaźnikami EBIT, EBITDA oraz wskaźnikiem zysku netto.

Wydaje się, iż celem głębszego zrozumienia i poznania wpływu czynników finansowych związanych z działalnością spółki giełdowej na decyzje wszechstronnego właściciela o nabyciu akcji w takiej spółce, koniecznym jest rozszerzenie badań empirycznych w tym obszarze. Badanie te mogłyby dotyczyć m.in. analizy prawdopodobieństwa zakupu akcji spółki przez tę kategorię inwestorów, przy określonych miernikach finansowych charakterystycznych dla spółek, z wykorzystaniem modeli logitowych. Zasadnym jest również zwiększenie zakresu badania i objęcie nim również spółek notowanych na innych giełdach. Wskazany kierunek badań stanie się przedmiotem analiz w kolejnych opracowaniach autora.

## Literatura

1. Anderloni L., Vandone D. (2012), *Sovereign Wealth Funds Investments in The Banking Industry*, Università degli Studi di Milano, „Working Paper” No. 24.
2. Bortolotti B., Fotak V., Megginson W., Miracky W. (2009), *Sovereign Wealth Funds Investment Patterns and Performance*, „FEEM Working Paper” No. 22.
3. Castelli M., Scacciavillani F. (2012), *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester.

4. Dewenter K., Han X., Malatesta P. (2010), *Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments*, „Journal of Financial Economics” No. 98.
5. Ghahramani S. (2013), *Sovereign Wealth Funds and Shareholder Activism: Applying V Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications*, „Corporate Governance” Vol. 13, No. 1.
6. Gross D., Mayer T. (2012), *A Sovereign Wealth Fund to Lift Germany's Course of Excess Savings*, „Centre for European Policy Studies” No. 280.
7. <http://www.nbim.no/en/Investments/holdings-/holdings-and-voting>, dostęp dnia 29.04.2013.
8. <http://site.securities.com/php/company/screenersearch?pc=PL>, dostęp dnia 29.04.2013.
9. Kiernan M.J. (2007), *Universal Owners and ESG: Leaving Money on The Table*, „Corporate Governance” Vol. 15, No. 3.
10. Knill A., Lee B-S., Mauck N. (2012), *Bilateral Political Relations and Sovereign Wealth Fund Investment*, „Journal of Corporate Finance” No. 18.
11. Kotter J., Lel U. (2011), *Friends or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and their Consequences*, „Journal of Financial Economics” No. 101.
12. Rose P. (2013), *Sovereign Investing and Corporate Governance: Evidence and Policy*, „Public Law and Legal Theory Working Paper Series” No. 192.
13. *Trend in Business and Economic Ethics* (2008), Cowton Ch., Haase M. (eds.), Springer-Verlag, Berlin-Heidelberg.
14. Urban D. (2012), *Strategiczna alokacja aktywów państwowych funduszy majątkowych w świetle badań empirycznych*, „Folia Oeconomica” nr 276, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
15. Urwin R. (2011), *Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls*, „Rotman International Journal of Pension Management” Vol. 4, Iss. 1.

### Użyte skróty

GPFG – Government Pension Fund Global

GPW – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

### Streszczenie

Artykuł porusza problematykę działalności inwestycyjnej państwowych funduszy majątkowych oraz tematykę wszechstronnych właścicieli. Podstawowym celem niniejszego opracowania była próba analizy czynników wywie-

rających wpływ na wielkość zaangażowania kapitałowego norweskiego funduszu majątkowego GPFG w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badanie opierało się na próbie 38 spółek giełdowych oraz wskaźnikach finansowych za rok 2012. W badaniu wykorzystano analizę korelacji, zaś uzyskane wyniki wskazują, że wartość inwestycji w spółce skorelowana jest z wielkością aktywów ogółem spółki, wartością przedsiębiorstwa, wartością księgową oraz jego kapitalizacją rynkową. Ponadto analiza dowiodła istnienia silnej, dodatniej i istotnej statystycznie korelacji pomiędzy wielkością udziałów w spółce a wskaźnikami EBIT, EBITDA oraz wskaźnikiem zysku netto.

### **Słowa kluczowe**

wszechstronny właściciel, norweski fundusz majątkowy

### **Value As A Premise for Investing? Government Pension Fund Global As Shareholder in A Portfolio Company (Summary)**

This paper examines the issue of sovereign wealth funds and universal owners. The main aim of the article was to analyse financial indicators, determining level of capital invested by GPFG in selected companies. The sample consisted of 38 Polish public companies listed on Warsaw Stock Exchange, the data were collected for year 2012. The empirical analysis was conducted using correlation coefficient. The results of research show statistically significant correlation between level of invested capital and total assets, value of company, book value and market capitalization. The empirical results also suggest that EBIT, EBITDA, net profit are important factors in determining how much to invest.

### **Keywords**

universal owner, Norwegian wealth fund

