

B. Espen Eckbo (red.), Handbook of corporate finance. Empirical corporate finance

Elsevier (North-Holland), Amsterdam 2007–2008

Marek Gruszczyński*

Nadesłany: 26 sierpnia 2009 r. Zaakceptowany: 1 września 2009 r.

Wydawnictwo Elsevier (North-Holland) od dziesięcioleci specjalizuje się w wydawaniu wielotomowych Handbooks. To są w istocie encyklopedyczne przeglądy dokonań naukowych z różnych dziedzin, opracowane wysoce kompetentnie, bardzo aktualne, służące w kolejnych latach jako swego rodzaju książki referencyjne dla badaczy. Mamy tu np. słynne serie pod tytułem *Handbook of Econometrics*, *Handbook of Game Theory*, *Handbook of Law Economics* bądź *Handbook of Financial Markets* i wiele innych.

Wydane w podobnej konwencji ukazały się ostatnio dwa tomy prac z dziedziny, którą określa się jako empiryczne finanse korporacyjne (przedsiębiorstwa). Są to duże, bogate pod względem treści woluminy opatrzone tytułem *Handbook of corporate finance. Empirical corporate finance*. Redaktorem naukowym jest profesor B. Espen Eckbo z Tuck School of Business w Dartmouth (Hanover, USA). Jak w innych przypadkach nazwa jest dobra marketingowo, jednak już po przejrzeniu treści widać, że rzecz jest przeznaczona raczej dla naukowców i analityków niż dla praktyków z zakresu finansów przedsiębiorstwa. A jednak jest to wydarzenie wydawnicze. Obecnie, gdy wyniki badań są w miarę szybko dostępne w Internecie, bardzo potrzebne jest sprawdzone źródło informacji, np. dla doktorantów przygotowujących prace z zakresu finansów przedsiębiorstwa. Omawiane dzieło zawiera właśnie dobrze przygotowane artykuły przeglądowe na tematy zaliczane do empirycznych finansów korporacyjnych. Zagadnienia zostały tu nieco usystematyzowane, jakkolwiek redaktor naukowy przyznaje, że literatura przedmiotu jest ogromna i ciągle się powiększa. Przykładem przeglądu sprzed kilku lat jest praca *Empirical corporate finance* (2001), wydana w czterech tomach pod redakcją M.J. Brennana, gdzie zamieszczono przedruki artykułów pochodzących z lat 1969-1999.

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Ekonometrii; e-mail: marek.gruszczyński@sgh.waw.pl.

Empiryczne finanse przedsiębiorstwa można definiować na wiele sposobów. B.E. Eckbo pisze we wstępie, że jest to „empiryczna analiza decyzji przedsiębiorstw dotyczących finansowania i inwestycji”; uznaje ją za dominującą w ekonomii finansowej. Zestaw szczegółowych tematów zaliczanych do empirycznych finansów przedsiębiorstwa jest obecnie tak obfity, że obejmuje w istocie wszystkie możliwe decyzje i wydarzenia wewnętrzne i zewnętrzne dotyczące finansów firm. Omawiane tomy zawierają obszerny spis tych tematów, chociaż z pewnością ich nie wyczerpują.

O tematyce zaliczanej dzisiaj do empirycznych finansów przedsiębiorstwa świadczy np. lista referatów zakwalifikowanych na konferencję European Finance Association w 2009 r., zatytułowanych Empirical Corporate Finance. Tematy tych sesji były następujące: rady nadzorcze, prezesi rządów (CEO), nadzór właścicielski, przejęcia, warunki spłaty kredytów, oferty sprzedaży kapitałowych papierów wartościowych, bankructwo i niewydolność finansowa, inwestowanie w zadłużone firmy, inwestycje przedsiębiorstw, akcjonariusze aktywni, dywidendy, akcjonariusze „cateringowi”, firmy rodzinne. Jak widać – lista zakrojona szeroko. Jeśliby teraz próbować umieścić te tematy wśród rozdziałów recenzowanych tomów, to okaże się, że stanowią zaledwie małą część wszystkich poruszanych tam kwestii. Tak to już jest z przeglądami. Dają dobry obraz całości oraz bezwzględnie pokazują, jakie mamy zaległości w lekturach.

Omawiana encyklopedia empirycznych finansów przedsiębiorstwa została podzielona na cztery główne części:

- 1) zagadnienia ekonometryczne i tendencje metodyczne,
- 2) bankowość, oferty publiczne i prywatne źródła kapitału,
- 3) dywidendy, struktura kapitałowa i niewydolność finansowa,
- 4) przejęcia, restrukturyzacje i bodźce dla menedżerów.

W każdej z tych części mamy 4–5 obszernych rozdziałów – w sumie 18 rozdziałów, ponad 1100 stron. Nawet pobieżny przegląd całości może nieco znużyć, bo tematów jest bez liku. W swoim omówieniu skoncentruję się na rzeczach, które najbardziej mnie interesują, tj. na sprawach metodycznych (por. Gruszczyński 2008). Pozostałe kwestie sygnalizuję w sposób – mam nadzieję – wystarczający, by uświadomić ich ważność i rozległość.

1. Część 1. Metody

Początkowe rozdziały ustawiają poprzeczkę dość wysoko, jeśli idzie o metody. Nietrudno odgadnąć, że podstawowe z nich to metody ekonometryczne, głównie z zakresu mikroekonometrii. Badania z dziedziny empirycznych finansów firm najczęściej są przeprowadzane na dużych próbach, na ogół przekrojowych; na ich podstawie wnioskuje się o zasadności rozmaitych teorii i hipotez. Rozdziały w tej części koncentrują się na pokazaniu wybranych metod. Rygorystyczne wersje tych metod znajdziemy u Wooldridge’a (2002) czy Camerona i Trivediego (2005). Tutaj jednak mamy ich konkretne aplikacyjne postaci – w rozdziałach na temat metodycznych problemów analizy zdarzeń, ekonometrycznych kwestii modeli samoselekcji, o metodyce zastosowań teorii aukcji oraz na temat kwestii metodycznych z zakresu finansów behawioralnych.

W rozdziale 1. Khotari i Warner zajmują się ekonometrią analizy zdarzeń. Analiza zdarzeń (*event study*) jako sposób dowodzenia rozmaitych hipotez dotyczących rynku kapitałowego jest uznana od wielu lat. W odniesieniu do polskiego rynku mamy na ten temat książkę H. Gurgula (2006). W finansach empirycznych analizę zdarzeń uznaje się za jedną z najlepszych technik

wyodrębniania wpływu danej informacji o firmie bądź o działaniu podjętym przez firmę na cenę akcji firmy (*behavior of firms' stock prices around corporate events*). Technika ta pochodzi sprzed kilkudziesięciu lat i polega na ustaleniu, czy w okresie zdarzenia (w tak zwanym oknie zdarzenia) stopy zwrotu zachowywały się w sposób odbiegający od oczekiwanego. Ewentualny ponadprzeciętny zwrot (zwykły zwrot, *abnormal return*) jest nieoczekiwanym skutkiem zdarzenia. Uogólnienie wyniku uzyskuje się przez odpowiednio dobraną próbę zdarzeń (firm). Analiza zdarzeń, koncentrując się na bezpośrednim skutku danej informacji, pozwala lepiej rozumieć decyzje przedsiębiorstwa i ich wpływ na wartość firmy. W postaci klasycznej jest do dzisiaj szeroko stosowana w finansach. Według Khotariego i Warnera w latach 1974–2000 w dwóch czołowych czasopismach naukowych poświęconych finansom, *Journal of Finance* oraz *Journal of Financial Economics*, opublikowano aż 419 analiz zdarzeń. Oprócz publikacji z wynikami analizy zdarzeń istnieje drugi równie bogaty nurt literatury dotyczący metodyki, czyli kwestii statystycznych i ekonometrycznych. W swoim przeglądowym tekście Khotari i Warner wyróżniają krótko- i długookresowe analizy zdarzeń. Te ostatnie mają znaczenie dla badania efektywności rynku, są jednak mniej rozwinięte oraz powodują znacznie więcej wątpliwości metodycznych niż analizy krótkookresowe. Oszacowania długookresowych ponadprzeciętnych stóp zwrotu mogą nie być miarodajne ze względu na różne trudności i ograniczenia, takie jak: konieczność korekty zwrotów ze względu na ryzyko, wybór długookresowego modelu oczekiwanych zwrotów, wybór metody pomiaru ponadprzeciętnych zwrotów, skośność rozkładów zwrotów, korelacja krzyżowa stóp zwrotu, moc stosowanych testów. Zwraca się też uwagę na błędy w specyfikacji, wynikające z faktu, że wystąpienie zdarzenia często wiąże się ze zwiększeniem wariancji zwrotów, co powinno się uwzględnić w statystyce podstawowego testu weryfikującego wpływ zdarzenia na stopę zwrotu. Inny błąd specyfikacji wynika z korzystania z nielosowych prób zdarzeń.

Rozdział 2., autorstwa Li i Prabhali, dotyczy modeli samoselekcji. Według B.E. Eckbo samoselekcja ma charakter endemiczny, jeśli idzie o dobrowolne zdarzenia korporacyjne. Ta przerośnia dobrze ilustruje problem: samoselekcja występuje zawsze „na terenie” podejmowania decyzji przez firmę i jej menedżerów. Modele samoselekcji (lub modele doboru próby: *sample-selection, self-selection*) opisują sytuacje, w których korzysta się z prób nielosowych, przy czym nielosowość jest wbudowana w sam proces powstawania próby. Heckman podaje przykład kobiet podejmujących pracę. Ich decyzje o podjęciu pracy powodują, że próba kobiet pracujących składa się z jednostek, które same się dobrały, tworząc tę próbę. Nastąpiła „samoselekcja”, a zatem próba nie jest losowa. W finansach korporacyjnych tego rodzaju decyzje są na porządku dziennym. Firmy decydują na przykład o emisji akcji – podejmując decyzje o momencie emisji, strukturze emisji, doradcy inwestycyjnym itd. Żadna z tych decyzji nie jest losowa, firmy preferują jakieś konkretne rozwiązania. Z punktu widzenia próby firmy dokonują „samowylboru”, „samoselekcji”. Pierwszym dostrzegalnym skutkiem samoselekcji są obciążenie i niezgodność klasycznych estymatorów parametrów modelu regresji. Jest to szczególnie ważne, gdy np. wykorzystując modele regresji wielorakiej, wnioskujemy na temat ponadprzeciętnych stóp zwrotu wywołanych określonymi zdarzeniami. Taka technika jest powszechnie stosowana w analizach zdarzeń. Z analiz tych oczywiście wykluczone są firmy, w których badane zdarzenia nie wystąpiły. Rozwiązaniem problemu estymacji jest włączenie do modelu regresji dodatkowej zmiennej, którą jest wartość tzw. odwrotnego ilorazu Millsa, tj. wartość oczekiwana prawdziwego, lecz nieobserwowanego składnika losowego. W finansach przedsiębior-

stwa problem samoselekcji może być rozważany jeszcze nieco inaczej. To, że wszelkie próby, które analizujemy w celu weryfikacji rozmaitych hipotez z tego zakresu, są nielosowe z powodu samoselekcji, było i jest akceptowane w badaniach empirycznych. Rozumienie samoselekcji jako defektu próby oznacza bowiem akceptację pewnej (opisanej wyżej) „poprawki”, jaką należy wprowadzić podczas estymacji, aby otrzymać właściwe oceny parametrów. W artykule Li i Prabhali rozważa się także szersze podejście do kwestii samoselekcji, w którym ma ona duże znaczenie ekonomiczne. Modele samoselekcji mogą być bowiem metodą uwzględniania nieobserwowalnej informacji (prywatnej), która wpływa na decyzje przedsiębiorstw.

Przedmiotem przeglądu w kolejnym rozdziale metodycznym są aukcje, a w istocie teoria aukcji. Szeroka definicja aukcji mówi, że jest to mechanizm ekonomiczny pozwalający przekazać kontrolę nad określonym rodzajem aktywów i jednocześnie ustalić cenę tej transakcji. Chodzi raczej o tematykę dotyczącą sprzedaży, a nie zakupu aktywów. Aukcje są wszechobecne na świecie – coraz więcej transakcji opiera się na tym mechanizmie. Dasgupta i Hansen w rozdziale 3. prezentują teorię aukcji także z punktu widzenia finansów przedsiębiorstwa. Wybrane wyniki dotyczą takich tematów, jak rynek kontroli nad firmami (stopy zwrotu dla oferentów i celów przejęcia, aukcje a negocjacje, oferty zaporowe), sposoby płatności, zakup inicjalny (*toehold*), heterogeniczność oferentów i dyskryminacja w aukcjach przejęcia, fale fuzji, aukcje w przypadku bankructw, zakup akcji własnych, wybór mechanizmu sprzedaży przy ofertach pierwotnych (IPO), aukcje sprzedaży zakresu częstotliwości, zaawansowane metody ekonometrii dla danych aukcyjnych. Moim zdaniem ten przegląd może rozczarować praktyków. Autorzy koncentrują się na teorii, stąd sporo zgrabnych matematycznych wywodów. Odniesienia do badań empirycznych mają tu mniejszą wagę.

Podejście behawioralne w finansach korporacyjnych coraz częściej znajduje odzwierciedlenie w literaturze, zastępując tradycyjne podejścia oparte na racjonalności. Ogólnie rzecz ujmując, w finansach firm mamy do czynienia ze skutkami działań menedżerów oraz inwestorów. Wyjaśnienie wzorców finansowania oraz inwestowania wymaga prześledzenia przekonań i preferencji tych dwóch grup. Większość badaczy zakłada w tym względzie racjonalność: obie grupy mają (domyślnie) mieć dostęp do nieobciążonych prognoz przyszłych zdarzeń i mają umieć je wykorzystać. Praktycznie znaczy to, że menedżerowie uznają, iż rynki są efektywne, a ceny odzwierciedlają dostępną publicznie wiedzę o podstawach fundamentalnych tych cen. Inwestorzy z kolei uznają, że menedżerowie kierują się własnym interesem, racjonalnie reagując na bodźce zawarte w kontraktach menedżerskich, na sygnały rynkowe i inne sygnały kontrolne. W finansach behawioralnych przyjmują, że tego rodzaju zachowania nie są normą. W przeglądzie Bakera, Rubacka i Wurglera (rozdział 4.) wskazuje się na dwa główne nurty literatury z tego zakresu. W jednym kładzie się nacisk na zachowanie inwestorów, które nie jest w pełni racjonalne; drugie koncentruje się na zachowaniu menedżerów, które nie jest w pełni racjonalne. Według podejścia „nieracjonalnych inwestorów” arbitraż rynkowy nie jest doskonały, a zatem ceny mogą być za wysokie bądź za niskie. Wówczas racjonalni menedżerowie są w stanie dostrzec te błędne ceny i podjąć decyzje, które mogą ceny podtrzymać bądź skorygować. Z kolei w podejściu „nieracjonalnych menedżerów” wskazuje się na wpływ niestandardowych preferencji oraz obciążonych ocen na decyzje menedżerów.

2. Część 2: Banki i finansowanie firm

Druga część omawianej przeglądowej monografii obejmuje pięć rozdziałów i jest poświęcona kwestiom bankowości inwestycyjnej i pozyskiwania kapitału przez firmy. Jest to sprawa najważniejsza dla istnienia przedsiębiorstwa – efektywność rozmaitych źródeł kapitału jest wyznacznikiem kosztu kapitału dla firmy.

W rozdziale 5. Drucker i Puri prezentują dwoistą rolę banków: po pierwsze kredytodawców oraz – po drugie – instytucji zbierających wewnętrzne informacje o firmach przy okazji monitorowania spłaty kredytów, mogących wykorzystać te informacje na rynkach kapitałowych (np. w sytuacji gwarantowania emisji). W USA do końca lat 90. bankom komercyjnym nie było wolno gwarantować emisji akcji. Po nowelizacji ustawy Glassa-Steagalla banki komercyjne i inwestycyjne zaczęły między sobą konkurować na rynku kapitałowym: banki komercyjne rozbudowywały komórki inwestycyjne, a banki inwestycyjne zaczęły zajmować się udzielaniem kredytów. Konkurencja ta okazała się, według badań empirycznych, pożyteczna z tego względu, że relacja kredytowa firmy z bankiem zmniejsza koszt zdobycia informacji dla uczestników rynku kapitałowego.

Rozdział 6., autorstwa Eckbo, Masulis i Norliego, poświęcono przeglądowi badań na temat ofert papierów wartościowych firm, w tym badań na temat rynku nowych emisji i częstotliwości emisji. Przegląd obejmuje wszelkie rodzaje papierów wartościowych (papiery dłużne, obligacje, akcje zwykłe i uprzywilejowane, ADR-y) oraz najczęstsze metody emisji (publiczne oferty pierwotne, oferty prywatne, emisja z prawem poboru, emisja gwarantowana). Na 130 stronach opisano wyniki licznych badań związanych z regulacjami w sprawie emisji, determinantami opłat za gwarantowanie, reakcjami rynku na informacje o emisjach itd. Na przykładu oceny oparte na dużych próbach nie potwierdzają hipotez, iż emitenci dobrze wyczuwają rynek albo że rynek systematycznie nadmiernie lub za słabo reaguje na informacje o emisji.

W rozdziale 7. Ljungqvist przedstawił przegląd badań na temat niedowartościowania pierwszych ofert publicznych. Teorie wyjaśniające *IPO underpricing* można podzielić na: wywodzące się z asymetrii informacyjnej, instytucjonalne, kontrolne i behawioralne. Uczestnicy transakcji IPO to: emitent (firma), bank inwestycyjny (gwarant emisji oraz organizator sprzedaży) oraz nowi inwestorzy. W modelach asymetrii informacyjnej zakłada się, że jeden z uczestników wie więcej niż inni i wynikające stąd zakłócenia informacyjne powodują niedowartościowanie w stanie równowagi. Teorie instytucjonalne tłumaczą *IPO underpricing* ryzykiem procesów sądowych związanych z błędami w prospekcie emisyjnym, inne z nich koncentrują się na strategii stabilizowania ceny przez banki po rozpoczęciu sprzedaży oraz na kwestiach podatkowych. Według teorii kontroli niedowartościowanie pomaga skonsolidować własność w momencie upublicznienia akcji po to by zniechęcić inwestorów zewnętrznych. Teorie behawioralne zakładają z kolei istnienie inwestorów „nieracjonalnych”, którzy są skłonni proponować ceny za akcje IPO na poziomie niezgodnym z ich wartością. Według przeglądu Ljungqvista, dowody empiryczne potwierdzają zasadność teorii asymetrii informacyjnej. Większość zysków związanych z niedowartościowaniem emisji trafia do inwestorów poinformowanych (a przynajmniej do inwestorów instytucjonalnych). Inwestorzy niedoinformowani (przede wszystkim inwestorzy detaliczni) nie odnotowują ponadprzeciętnych zysków z inwestycji w IPO. Ponadto niedowartościowanie IPO zwiększa się wraz ze wzrostem niepewności *ex ante* co do wartości firmy. Istnieją także dowody na to, że niektórzy inwestorzy są poinformowani, a informacja ta wpływa na wybór ceny oferowanej przez bank inwestycyjny.

W rozdziale 8. Maksimovic i Philips zajmują się badaniami dywersyfikacji działalności i jej wpływu na wartość firmy. Rozdział o koncernach (konglomeratach) prezentuje możliwe wyjaśnienia zagadki obniżonej wyceny firmy o zdywersyfikowanej działalności (konglomeratu) w porównaniu z sumą wycen poszczególnych jej segmentów. Ten *conglomerate discount* znajduje rozmaite wyjaśnienia w badaniach empirycznych. Współczesne wyniki jako wyjaśnienie wskazują m.in. samoselekcję. Firmy, które wybierają dywersyfikację bądź pozostają konglomeratami, bądź też są przejmowane przez firmy zdywersyfikowane, różnią się zasadniczo od firm jednosegmentowych.

Paul Gompers, autor rozdziału na temat *venture capital* (rozdział 9.), omawia ten rodzaj kapitału jako ważny element rynków finansowych. Jest to kapitał przeznaczany na ogół na dość ryzykowne inwestycje, ale mogące dać w przyszłości wysokie zyski. *Venture capital* to często jedyna forma finansowania projektów innowacyjnych, na ogół z zakresu *high-tech*. Badania empiryczne koncentrują się na charakterystykach kontraktów, podziale inwestycji na etapy, monitorowaniu, strategiach wyjścia.

3. Część 3: Problemy wyboru struktury kapitału

Część trzecia monografii to pięć rozdziałów na tematy związane z klasycznymi zagadnieniami wyboru struktury kapitałowej, takimi jak skutki opodatkowania, oczekiwane koszty bankructwa, koszty agencji, koszty selekcji negatywnej na rynkach emisji związane z wyborem przez firmę dźwigni finansowej oraz polityki zadłużenia. Nowsze badania dotyczą także związków między polityką zadłużenia a konkurencją na rynkach produktów bądź związków przedsiębiorstwa z dostawcami i klientami. Warto dodać, że akurat na ten temat piśmiennictwo w Polsce jest obszerne i szybko się rozwija.

Autorzy rozdziału 10., Kalay i Lemmon, zajmują się polityką wypłat, tzn. tym, w jaki sposób firmy zwracają inwestorom ich kapitał zainwestowany w nabycie akcji. Chodzi tu o wypłatę dywidendy oraz odkupienie akcji. Polityka wypłat nie mogłaby być prowadzona, gdyby rynki były doskonałe, nie istniała asymetria informacji, a strategia inwestycyjna firmy była ustalona. Osłabienie tych założeń powoduje, że polityka wypłat może stać się narzędziem kształtowania relacji agencji (np. między właścicielami akcji a zarządzającym firmą) oraz przekazywania informacji dla inwestorów. Badania scharakteryzowane w tym rozdziale wskazują na istnienie wyraźnego efektu nieoczekiwanych podwyżek dywidend. Chodzi o to, że zmiany w polityce dywidend wiążą się ze zmianami wartości firm. Z drugiej strony nie da się pokazać, że w przypadku danych przekrojowych poziom dywidend pomaga wyjaśnić stopy zwrotu, co oznacza brak dowodu efektu podatkowego polityki dywidend. Ponadto dane empiryczne wskazują, że istnieje związek między polityką wypłat a konfliktami interesów pomiędzy różnymi interesariuszami w firmie.

W rozdziale 11., na temat podatków w finansach przedsiębiorstwa, J. Graham zajmuje się przeglądem badań poświęconych związkom podatków korporacyjnych i osobistych z wyborami firm dotyczącymi polityki wypłat, struktury kapitału, polityki rekompensat, planów emerytalnych, form prawnych przedsiębiorstwa oraz rozmaitych kwestii związanych z finansowaniem. Te badania na ogół wskazują, że podatki mogą mieć wpływ na decyzje przedsiębiorstw, jednak poziom ekonomicznych skutków tych decyzji jest niepewny. Dla danych przekrojowych można wykazać, że firmy płacące wysokie podatki chętniej się zadłużają niż firmy płacące niskie podatki. Z kolei wiele firm

nie korzysta z większej dźwigni, mimo że mogłyby to uczynić z korzyścią podatkową. Wiele kwestii pozostaje do wyjaśnienia, np. czy efekty podatkowe są dla firm najważniejsze, dlaczego firmy nie korzystają bardziej aktywnie z ulg podatkowych oraz czy podatki płacone przez inwestorów wpływają na decyzje przedsiębiorstwa.

Rozdział 12., autorstwa Franka i Goral, traktuje o strukturze kapitału i zadłużeniu. Omówiono w nim empiryczne dowody dwóch teorii: teorii wyboru (*tradeoff theory*) oraz teorii kolejności źródeł finansowania (*pecking order theory*). Według klasycznej teorii *tradeoff* optymalny poziom zadłużenia przedsiębiorstwo osiąga wówczas, gdy podatkowa korzyść krańcowa przyrostu długu równa się krańcowemu przyrostowi oczekiwanego kosztu bankructwa. Z kolei według teorii kolejności źródeł finansowania jako źródło finansowania firmy preferują zadłużenie wobec kapitału własnego. Wyniki badań przytoczone w rozdziale 12 wskazują, że stylizowane fakty nie do końca potwierdzają te teorie. Występują różnice między firmami prywatnymi oraz małymi i dużymi firmami publicznymi. W celu finansowania firmy prywatne w dużej mierze wykorzystują zatrzymane zyski oraz kredyty bankowe, małe firmy publiczne korzystają z własnego kapitału, natomiast duże firmy publiczne przede wszystkim korzystają z zatrzymanych zysków oraz emisji własnych obligacji. Z badań wynika, że bezpośrednie koszty transakcji oraz pośrednie spodziewane koszty bankructwa odgrywają ważną rolę w wyborze zadłużenia przez firmę.

Rozdział 13., na temat struktury kapitałowej i strategii przedsiębiorstwa, autorstwa Parsonsa i Titmana, przedstawia przegląd empirycznych studiów na temat tego, w jaki sposób wybór finansowania przez firmę wpływa na jej decyzje strategiczne oraz na relacje z jej interesariuszami niefinansowymi (klientami, pracownikami i dostawcami, którym zależy na przetrwaniu firmy), a także z jej konkurentami. Problem endogeniczności, który zwykle występuje w tych studiach, jest badany przez reakcje firm na szok typu gwałtowna zmiana dźwigni, nieoczekiwana realizacja zmiennej makroekonomicznej czy nieoczekiwana zmiana regulacji rynku. Dowody empiryczne wskazują, że zadłużenie powiększa wrażliwość załóg firm na szoki popytowe, a jednocześnie może zabezpieczyć akcjonariuszy przed stratami przez zmniejszenie żądań płacowych. Zbyt duża dźwignia może przy tym zmniejszyć potencjał firmy w konkurowaniu na rynku produktu.

Rozdział 14., o upadłości i metodach wyjścia z zagrożenia finansowego, pokazuje badania empiryczne na temat wykorzystania prywatnych oraz sądowych mechanizmów rozwiązywania kwestii bankructwa i wychodzenia z zapaści finansowej. Hotchkiss, John, Mooradian i Thorburn przedstawiają podstawy teoretyczne oraz wyniki badań empirycznych bankructwa w USA i na świecie. W różnych krajach wypracowano różne systemy upadłości, przy czym przeważają procesy naprawcze typu Chapter 11 w prawie upadłościowym USA, tj. rozwiązania polegające na podjęciu (zamiast upadłości) reorganizacji i restrukturyzacji firmy w celu przywrócenia rentowności. Autorzy starannie przeglądają systemy upadłościowe w różnych krajach, nie rozstrzygając, który z nich jest optymalny.

4. Część 4: Przejęcia, restrukturyzacje i kontrakty menedżerskie

Część czwarta monografii obejmuje cztery rozdziały i omawia skutki najważniejszych korporacyjnych decyzji inwestycyjnych i restrukturyzacyjnych (poza upadłością), a także rolę kontraktów menedżerskich opartych na wynikach firm. Współczesna teoria finansów utrzymuje, że w świecie

niekompletnych kontraktów (według teorii kontraktów) struktura finansowa wpływa na decyzje inwestycyjne firm, a w konsekwencji na wartość firm.

Beton, Eckbo i Thorburn w rozdziale 15., na temat przejęć przedsiębiorstw, przedstawiają przegląd badań empirycznych dotyczących fuzji i ofert przejęcia dla firm z USA w latach 1980–2005. Dostępność techniczna baz danych na temat transakcji przejęć umożliwiła testy empiryczne na niespotykaną dotąd skalę. Przedstawiono np. nowe wyniki empiryczne wielkości kolejnych stopni ofertowych, na temat szybkości wejścia firmy rywalizującej oraz na temat czasu, jaki upływa pomiędzy pierwszą a ostatnią ofertą w sytuacji istnienia wielu oferentów. Potwierdza się, że średnia nadzwyczajna (*abnormal*) stopa zwrotu dla oferentów niewiele różni się od zera oraz że suma nadzwyczajnych stóp zwrotu dla firm – celów przejęcia – i dla firm oferentów jest dodatnia, co może świadczyć, iż przejęcia polepszają ogólną efektywność alokacji zasobów. Przy okazji, ekonometryczne kwestie endogeniczności i samoselekcji pozostają w tych badaniach nierozstrzygnięte.

Eckbo i Thorburn – autorzy rozdziału 16., na temat restrukturyzacji firm – zajmują się zagadnieniami restrukturyzacji finansowej i restrukturyzacji aktywów przedsiębiorstw (poza przypadkami przejęć i upadłości). Rozmaite modele restrukturyzacji opisane w tym rozdziale obejmują na przykład *spinoff*, czyli przekazanie akcji do nowej firmy córki (rodzaj sprzedaży, *divestiture*), *splitoff*, czyli zamianę akcji filii na akcje firmy macierzystej, *equity carveout* – częściowy *spinoff*, np. sprzedaż mniejszościowego udziału w filii. Dowody empiryczne wskazują, że *spinoffs* oraz LBO (wykupy lewarowane) zwiększają wyniki operacyjne firm oraz że większość firm LBO w ciągu pięciu lat decyduje się na zostanie spółkami publicznymi.

W rozdziale 17. przedstawiono badania dotyczące wynagrodzenia i bodźców dla menedżerów. Aggarwal – autor tego rozdziału – eksploruje wyniki empiryczne dotyczące ostatnich dwóch dekad, koncentrując się na opcjach na akcje oraz akcjach o ograniczonej zbywalności (*restricted stock*). Optymalna wielkość bodźców dla menedżerów zależy od takich czynników, jak ryzyko menedżerów oraz awersja do staranności, produktywność menedżerów, asymetria informacyjna. W szczególności praktyka wynagradzania menedżerów może uwidocznic problem nadzoru właścicielskiego, o ile prezes zarządu (CEO – *chief executive officer*) ma nieuzasadniony wpływ na swoje wynagrodzenie. Te i inne tematy związane z gratyfikacjami menedżerów są omówione w rozdziale 17.

Rozdział 18. dotyczy zarządzania ryzykiem korporacyjnym – w kontekście finansów przedsiębiorstwa. Smith, autor tego rozdziału, dokonał przeglądu badań empirycznych dotyczących instrumentów zarządzania ryzykiem. Przyjmuje się, że aktywne zarządzanie ryzykiem *cash flow* prowadzi m.in. do zwiększenia wartości firmy. W rozdziale przedstawiono, w jaki sposób zarządzanie ryzykiem zwiększa wartość firmy, a także podsumowano badania empiryczne nad wykorzystaniem instrumentów zarządzania ryzykiem.

*

Jak można skomentować zawarte w recenzowanych tomach przeglądy tematów z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstwa? Po pierwsze – w dużej mierze oparto je na doświadczeniach i wynikach firm amerykańskich. Mimo wielu starań autorów – mamy mniejsze szanse na zapoznanie się z badaniami dotyczącymi innych rynków kapitałowych niż amerykański. To jest spore ograniczenie, a przy okazji wskazanie możliwości badań innych rynków. Po drugie – są one dość

nierówne pod względem jakości przekazu i stawianych pytań. Zaletą jest to, że poza pewnymi wyjątkami bibliografie nie są zbyt obszerne. Wobec masy coraz nowszych doniesień z badań na temat empirycznych finansów przedsiębiorstwa świadczy to o dojrzałości przemysłów autorów poszczególnych rozdziałów. Ważne jest jedno pominięcie – tematyki nadzoru właścicielskiego (*corporate governance*) jako samodzielnego tekstu. Te kwestie pojawiają się w prawie każdym rozdziale (w szczególności w rozdziałach 8 oraz 15–17), lecz nie znajdujemy podejścia całościowego. Sądzę, że jest to sensowne – wobec rozległości tematyki *corporate governance*, która obecnie samodzielnie zasługuje na podobny Handbook.

Omawiane przeglądy pokazują swego rodzaju mapę drogową dla badaczy finansów przedsiębiorstwa, podejmujących badania w skali statystycznej, tj. nie z perspektywy pojedynczej firmy, lecz z perspektywy całego rynku, na którym firma działa. Nauka finansów oczekuje dzisiaj takiego właśnie podejścia. Dwutomowy *Handbook of empirical corporate finance* polecam jako swego rodzaju encyklopedię współczesnych empirycznych finansów przedsiębiorstwa, jako książkę referencyjną dla tych, którzy zajmują się finansami firm lub rozpoczynają swoją badawczą przygodę z tą tematyką. Szczególnie polecam go doktorantom z finansów przedsiębiorstwa – jako zbiór gotowych tematów, które warto podjąć i analizować w kolejnych okresach, dla kolejnych rynków.

Bibliografia

- Cameron A.C., Trivedi P.K. (2005), *Microeconometrics. Methods and applications*, Cambridge University Press, New York.
- Brennan M.J., red., (2001), *Empirical corporate finance*, Vol. I–IV, Edward Elgar, Cheltenham.
- Gruszczyński M. (2008), Empiryczne finanse korporacyjne i inwestowanie, w: *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, 9, Uniwersytet Szczeciński.
- Gurgul H. (2006), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna (Wolters Kluwer), Kraków.
- Wooldridge J.M. (2002), *Econometric analysis of cross-section and panel data*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.