

Marek Gruszczyński, Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa

Difin, Warszawa 2012

Wiesław Dębski*

Nadesłany: 5 marca 2012 r. Zaakceptowany: 7 marca 2012 r.

We wszystkich podmiotach gospodarujących nastawionych na zysk bardzo istotną rolę odgrywają finanse. Jeżeli tymi podmiotami są przedsiębiorstwa, to oczywiście bardzo ważną rzeczą są finanse przedsiębiorstwa, a właściwie efektywne zarządzanie nimi. Do tego z kolei potrzebne są określone informacje, na podstawie których można podejmować najważniejsze (optymalne) decyzje. Obecnie w świecie jest ogromna ilość informacji, w tym także dostępnych dla przedsiębiorstw. Problem polega jednak na ich odpowiednim zestawieniu i przetwarzaniu, tak aby mogły zostać wykorzystane do podejmowania optymalnych decyzji. Potrzebne są więc określone narzędzia nie tylko do zestawiania, przetwarzania i analizy informacji źródłowych, ale także do tworzenia na ich podstawie informacji wtórnych, tzn. będących wynikiem zastosowania określonych narzędzi analitycznych. Dzięki nim możemy z kolei uzyskiwać informacje bardziej szczegółowe, konieczne do przeanalizowania określonych sytuacji (scenariuszy) w celu podjęcia najtrafniejszej decyzji, bądź formułować pewne sądy ogólne na temat badanego zjawiska. Tymi narzędziami są szeroko rozumiane metody ilościowe lub, w węższym znaczeniu, metody ekonometryczno-statystyczne. W odniesieniu do ekonometrycznej analizy przedsiębiorstw stosuje się pojęcie mikroekonometria (Cameron, Trivedi 2005), a w odniesieniu do finansów przedsiębiorstwa – pojęcie mikroekonometria finansowa, jako część ekonometrii finansowej (Wang 2009).

Książka prof. Marka Gruszczyńskiego pokazuje właśnie zastosowanie mikroekonometrii we współczesnych finansach przedsiębiorstw. Nie odnosi się zatem do finansów pojedynczego przedsiębiorstwa, ale do ich grup, czyli zajmuje się dziedziną, którą w literaturze anglojęzycznej określa się terminem *empirical corporate finance* (Eckbo 2007; 2008), a w języku polskim terminem empiryczne finanse przedsiębiorstw. Obejmują one obszar, który jest przedmiotem rozważań w teorii finansów przedsiębiorstw (Tirole 2006). Podejście empiryczne oznacza natomiast weryfikację stawianych hipotez na podstawie skonstruowanych zbiorów mikrodanych, przy czym

* Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Uniwersytet Łódzki, e-mail: wdebski@vizja.pl

najczęściej mają one charakter danych przekrojowych lub danych panelowych. Podejście to może np. dotyczyć analizy decyzji o finansowaniu lub inwestowaniu opartych na zbiorze mikrodanych o transakcjach, zdarzeniach, decyzjach lub firmach, który może zawierać dane zarówno obiektywne, jak i subiektywne o charakterze ilościowym lub jakościowym.

Ponieważ głównym przedmiotem zainteresowań autora recenzowanej książki są tak rozumiane finanse przedsiębiorstw, ograniczył się w niej do prezentacji tych metod mikroekonometrii, które służą do analizy danych finansowych, czyli mikroekonometrii finansowej. Książka pokazuje przede wszystkim szerokie możliwości prowadzenia badań z zakresu finansów przedsiębiorstw z wykorzystaniem baz danych (już szeroko dostępnych) pochodzących z pojedynczych przedsiębiorstw. Dziedziną są więc empiryczne finanse przedsiębiorstw, a narzędziem – metody mikroekonometrii finansowej. Z tego punktu widzenia tytuł książki uważam za jak najbardziej właściwy, a jej treść dobrze dopasowaną do tego tytułu. Wynika z niego, że treścią książki jest zastosowanie technik ekonometrycznych w dziedzinie finansów przedsiębiorstw. W tym miejscu można również podkreślić, że w wielu badaniach z zakresu współczesnych finansów w ogóle korzysta się z metod statystyczno-ekonometrycznych. Właśnie ten mariaż finansów z metodami ilościowymi, bardzo wyraźny w ostatnich 20–30 latach, doprowadził do tak intensywnego rozwoju współczesnych finansów, jaki możemy obecnie obserwować. Rozwój ten dotyczy także finansów przedsiębiorstw (Damodaran 2011).

Książka *Empiryczne finanse przedsiębiorstw. Mikroekonometria finansowa* jest pierwszą w Polsce monografią z zakresu *empirical corporate finance*. Empiryczne finanse przedsiębiorstw jako dyscyplina naukowa pozwalają na zdobywanie wiedzy o grupach przedsiębiorstw, przede wszystkim odnoszących się do ich reguł zarządczych i wynikowych. Główne tematy badawcze to: czynniki zagrożenia finansowego przedsiębiorstw, wpływ nadzoru właścicielskiego i ujawnień finansowych na wyniki przedsiębiorstw, a także relacje między stopami zwrotu a wartościami fundamentalnymi. Autor nie omawia szczegółowo wszystkich problemów, które wchodzą w zakres empirycznych finansów przedsiębiorstw, lecz jedynie wybrane zagadnienia, które na podstawie swojego bogatego doświadczenia, wiedzy oraz przeprowadzonych badań naukowych uznał za najważniejsze. W zasadzie książka jest przeglądem tych najważniejszych zagadnień z obszaru empirycznych finansów przedsiębiorstw, dokonanych na podstawie badań z całego świata, w zdecydowanej większości w XXI w. Nie naświetlono w niej na przykład szerzej problematyki modelowania fuzji i przejęć, modeli mikroekonometrycznych w bankowości czy modeli analizy zdarzeń, np. na rynku akcji.

Recenzowana książka składa się z sześciu merytorycznych rozdziałów, które są bardzo dobrze ze sobą zestawione. Uważam, że jako całość tworzy dobrą strukturę treści. Jest w zasadzie rekapiitulacją zastosowań metod mikroekonometrycznych na polu finansów przedsiębiorstw. Przyczyni się z pewnością do szerszego wykorzystania tych metod w badaniach naukowych w Polsce, prowadzonych w zakresie finansów przedsiębiorstw, oraz do ich popularyzacji. Muszę bowiem przyznać, że dotychczasowe wykorzystanie tych metod w badaniach w Polsce jest nikłe (choć przykłady takich badań już są) i zrobić należy wszystko, aby je spopularyzować, gdyż w świecie jest ich bardzo wiele. Treść książki została skoncentrowana na najważniejszych problemach z dziedziny empirycznych finansów przedsiębiorstw i to one najczęściej są przedmiotem badań prowadzonych na świecie w tej dziedzinie.

Na strukturę książki składają się dwa rozdziały metodyczne oraz cztery rozdziały merytoryczne z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. W pierwszym rozdziale metodycznym

autor wyjaśnia pojęcie i obszar badań empirycznych finansów przedsiębiorstw oraz umiejscawia je w teorii finansów przedsiębiorstwa i, szerzej, w dziedzinie nauk ekonomicznych. Pokazuje też ścisły związek z mikroekonometrią finansową oraz wyjaśnia, czym się ona zajmuje. Z kolei drugi rozdział metodyczny poświęcony jest głównie przedstawieniu możliwości gromadzenia (zbierania) danych (mogą być zarówno ilościowe, jak i jakościowe) na potrzeby empirycznych finansów przedsiębiorstw oraz modeli wypracowanych przez mikroekonometrię finansową. Zaprezentowano typologię tych modeli wraz z empirycznymi przykładami ich zastosowania. Szczególną uwagę przyciągają modele z jakościowymi zmiennymi endogenicznymi. Wyjaśniono również dosyć specyficzne problemy w empirycznych finansach przedsiębiorstw, jak na przykład efekty oddziaływania, modelowanie samoselekcji czy problem endogeniczności i nieobserwowanej heterogeniczności. Rozdział ten zakończono przedstawieniem strategii modelowania w mikroekonometrii finansowej. W sumie rozdział ten stanowi kompendium wiedzy z mikroekonometrii praktycznej (Gruszczyński 2010), pokazujące, jakie zastosowanie w finansach mogą mieć jej metody.

W rozdziałach merytorycznych przedstawiono przede wszystkim przykłady zastosowań modeli mikroekonometrii finansowej do zbadania określonych problemów z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. W tym celu zaprezentowano bardzo liczne badania naukowe prowadzone na świecie i w Polsce, w tym badania autora recenzowanej publikacji. W rozdziale trzecim dokonano przeglądu zastosowań takich modeli w odniesieniu do zagadnień związanych z nadzorem korporacyjnym (*corporate governance*), a także przedstawiono wyniki badań własnych dotyczących spółek giełdowych w Polsce. Badania w tej dziedzinie są prowadzone na zbiorach danych przekrojowych odnoszących się do pojedynczych przedsiębiorstw i ich autorzy zajmują się głównie analizą wpływu nadzoru korporacyjnego na wyniki tych przedsiębiorstw. Należy przyznać, że na świecie istnieje bardzo liczna literatura oraz badania w zakresie powyższej problematyki. Podstawowym problemem, który jest tutaj rozważany z punktu widzenia teoretycznego, jest sposób pomiaru poziomu nadzoru korporacyjnego dla pojedynczej firmy. W innych badaniach poszukuje się natomiast ilościowych związków pomiędzy odpowiednio zdefiniowanym nadzorem korporacyjnym a charakterystykami przedsiębiorstwa i jego otoczenia. Próbuje się na przykład wykazać statystycznie istotne relacje między trudno mierzalnym poziomem nadzoru korporacyjnego a takimi kategoriami, jak: wyniki finansowo-ekonomiczne przedsiębiorstwa, wysokość wynagrodzeń członków zarządu, czy fakt istnienia i wielkość sprzeczności interesów (konfliktów) członków zarządu i większościowych akcjonariuszy. Z naukowego punktu widzenia interesujące jest, że w większości badacze tych problemów potwierdzają statystycznie tezę, że im lepszy nadzór, tym lepsze wyniki firmy. Należy jednak być świadomym trudności tych badań ze względu chociażby na takie problemy, jak: niedoskonałość danych, endogeniczność zmiennych, błędy doboru próby czy obserwacji lub brakujące zmienne.

W dziedzinie empirycznych finansów przedsiębiorstw najpopularniejszym tematem badań ilościowych, także w Polsce, jest modelowanie i prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstw oraz ich upadłości. W tym obszarze trudno stosować metody mikroekonometrii finansowej ze względu na fakt, że w samej metodyce badań należy uwzględnić dosyć sformalizowane regulacje ostrożnościowe obowiązujące w zakresie zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa. Zagadnienia, którymi należy się tutaj zająć, należą bowiem do wielu dziedzin, np. ekonomii, finansów, rachunkowości czy prawa. Literatura odnosząca się do zagrożenia finansowego przedsiębiorstw, będąca w dodatku kategorią płynną i dynamiczną, jak również upadłości przedsiębiorstw jest zatem ogromna i wielowątkowa. Jej przegląd wraz z wynikami wielu badań, w tym także polskich autorów,

przedstawiono w rozdziale czwartym recenzowanej publikacji. Przede wszystkim zaprezentowano mikroekonometryczne modele zagrożenia finansowego i modele upadłości przedsiębiorstw. Uwagę zwracają modele dwumianowe, wielomianowe i opcyjnie, jak również problemy metodyczne związane np. z definiowaniem zmiennej objaśnianej oraz z doborem zmiennych objaśniających, czyli odpowiednich wskaźników finansowych – podstawowy specyfikacji modelu. Na uwagę zasługuje także prezentacja wyników badań zagrożenia finansowego firm w Polsce, w tym również prowadzonych od wielu lat przez M. Gruszczyńskiego.

Rozdział piąty recenzowanej książki został poświęcony mikroekonometrycznym badaniom w rachunkowości z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. W badaniach takich wykorzystuje się mikrodane pochodzące z przedsiębiorstw. Ich istotą jest poszukiwanie statystycznych związków i weryfikacja hipotez odnoszących się np. do jakości audytu zewnętrznego, stawek audytorów, wpływu systemu rachunkowości na wyniki firmy czy ujawnień w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw. Temu ostatniemu zagadnieniu w omawianym rozdziale poświęcono najwięcej miejsca, głównie w kontekście relacji z nadzorem korporacyjnym i ochroną inwestorów. Przedstawiono zarówno metody badań, jak i dobór próby oraz modele. Rozwinięto problematykę pomiaru poziomu ujawnień przez odpowiednio skonstruowane indeksy ujawnień, a także nakreślono obszary badań nad ujawnieniami i zaprezentowano modele mikroekonometryczne ujawnień z licznych badań światowych, w tym odnoszące się do szczególnych rodzajów ujawnień, np. związanych z ogłaszaniem nieobowiązkowych raportów CSR (*corporate social responsibility*) czy ujawnianiem zagadnień etycznych. Ostatni podrozdział poświęcono badaniom z zakresu ujawnień finansowych w Polsce, w tym prowadzonym przez autora recenzowanej publikacji. Wiąże się one z konstrukcją i wykorzystaniem unikatowego indeksu ujawnień (PCDI – Polish Corporate Disclosure Index) w sprawozdaniach spółek giełdowych w Polsce. Zgadzam się całkowicie z konstatacją M. Gruszczyńskiego, że do badania wyżej przedstawionych problemów potrzebne są duże zbiory danych o spółkach, zdarzeniach etc., aby w miarę odpowiedzialnie zweryfikować stawiane hipotezy, jednak w wyniku małej aktualności danych, trudności z budową adekwatnej próby czy pozyskaniem informacji o wielu ważnych zmiennych badania te są jeszcze mało praktyczne, gdyż otrzymuje się wynik o dość ogólnej wartości, tzn. najczęściej zgodny z intuicją.

W ostatnim rozdziale recenzowanej książki zaprezentowano ogólny przegląd badań odnoszących się do innych niż dotąd przedstawione wybranych tematów badawczych, którymi zajmuje się mikroekonometria finansowa. Nadal jednak odnoszą się one do pojedynczego przedsiębiorstwa i jego charakterystyk. Dotyczą czterech głównych nurtów badawczych, którymi są:

- 1) relacje pomiędzy stopami zwrotu z inwestycji a czynnikami fundamentalnymi,
- 2) modelowanie fuzji i przejęć,
- 3) modelowanie scoringu kredytowego,
- 4) modelowanie ratingów firm i kredytów.

W rozdziale tym autor nie przedstawia pełnego przeglądu badań światowych z zakresu wyżej wymienionych obszarów, lecz jedynie pokazuje przykłady takich badań. Chodzi głównie o naszkicowanie dalszych kierunków badań, które wchodzi w skład empirycznych finansów przedsiębiorstw. Ich wspólną cechą są trudności ze znalezieniem dobrych predyktorów używanych zmiennych, ponieważ rynki kapitałowe oceniające spółki z punktu widzenia inwestorów często ignorują czynniki fundamentalne. Powoduje to, że wskaźniki finansowe w wielu wypadkach mają słabą moc objaśniającą w rynkowych decyzjach inwestorów.

Jak wskazywałem, w recenzowanej publikacji wszystkie problemy zaprezentowane są przeglądowno, tzn. przedstawiony jest sposób ich ujmowania w przeprowadzanych w świecie badaniach naukowych oraz dyskusja naukowa. Ich główną cechą charakterystyczną są bardzo liczne przykłady empiryczne, w zasadzie z ostatnich 10 lat. Autor szkicuje w nich istotę problemu z naukowego punktu widzenia, model, za pomocą którego dany problem można opisać, oraz wyniki jego oszacowania, zwracając uwagę na interpretację szacowanych parametrów oraz ocenę statystyczno-merytoryczną. Uważam to za bardzo pożyteczne dla czytelnika, gdyż książka nie przytłacza ciężarem samych metod mikroekonometrii finansowej, które są trudne do opanowania, lecz kładzie nacisk na ich walory aplikacyjne i zarazem prezentuje szerokie spektrum ich zastosowania do badania różnorodnych problemów z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. Podstawowym walorem książki jest zatem dokonanie przeglądu światowych, w tym także polskich, badań z dziedziny empirycznych finansów przedsiębiorstw, w których stosowano metody mikroekonometrii finansowej, oraz ich syntetyczne ujęcie. Pozwoliło to wskazać szeroki zakres problemów, które mogą być przedmiotem badań. Na uwagę zasługują także wyniki własnych badań M. Gruszczyńskiego z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw, które w Polsce należały do pionierskich. Ponadto autor wskazuje dostępne bazy danych (zawierające setki tysięcy indywidualnych danych o przedsiębiorstwach, a także ich otoczeniu, zwłaszcza rynkowym) wykorzystywane do konstruowania prób, na podstawie których te badania są prowadzone, a także bogatą światową literaturę przedmiotu, co jest cenne dla potencjalnych badaczy, w szczególności młodych adeptów nauki. Na podkreślenie zasługuje wykorzystanie w książce bardzo rozległej wiedzy z zakresu metod statystyczno-ekonometrycznych oraz finansów przedsiębiorstw i bogatego doświadczenia autora.

Do recenzowanej książki nie mam żadnych uwag merytorycznych. Uważam, że ma poprawną strukturę i prawidłowo przedstawia problemy będące jej przedmiotem. Jest napisana bardzo poprawnym językiem. W zrozumiały sposób wyjaśnia dosyć trudne problemy metodyczne ekonometrii finansowej. Na polskim rynku wydawniczym jest to pionierska pozycja. Stanowi wyśmienite kompendium wiedzy o światowych badaniach z dziedziny empirycznych finansów przedsiębiorstw, a jednocześnie odkrywa możliwości zastosowania metod mikroekonometrycznych w tej dziedzinie. Dla młodych naukowców (głównie doktorantów) będzie stanowił doskonały przewodnik po badaniach naukowych z dziedziny empirycznych finansów przedsiębiorstw, pokazując im możliwe pola badawcze i wskazując, że stosowanie metod mikroekonometrii nie musi być wcale trudne, a może być przyjemne i pozwalać na dogonienie czołówki światowej w tych badaniach. Uważam, że recenzowana książka będzie miała szeroki krąg czytelników. Mogą się rekrutować spośród naukowców (w szczególności doktorantów) i praktyków-ekonomistów zajmujących się finansami przedsiębiorstw oraz rynkiem kapitałowym, a także osób studiujących finanse przedsiębiorstwa, ekonometrię lub kierunki z nimi związane.

Reasumując, książka autorstwa Marka Gruszczyńskiego ma duże walory merytoryczne i praktyczne. Stanowi unikatowe dzieło na rynku wydawniczym i z pewnością spotka się z szerokim zainteresowaniem w Polsce. Prezentuje bowiem te kierunki badań światowych, których nie da się odwrócić i które w Polsce prędzej czy później będą rozwijane na coraz szerszą skalę. Będą też w coraz większym wymiarze wykorzystywane przez praktyków gospodarczych, jak również wykładowane na uczelniach ekonomicznych. Recenzowana praca będzie doskonałym przewodnikiem po metodach współczesnej mikroekonometrii finansowej.

Bibliografia

- Cameron A.C., Trivedi P.K. (2005), *Microeconometrics. Methods and applications*, Cambridge University Press, New York.
- Damodaran A. (2011), *Applied corporate finance*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Eckbo B.E., red. (2007), *Handbook of corporate finance*, Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, Amsterdam.
- Eckbo B.E., red. (2008), *Empirical corporate finance*, Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, Amsterdam.
- Gruszczyński M., red. (2010), *Mikroekonometria*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Tirole J. (2006), *The theory of corporate finance*, Princeton University Press.
- Wang P. (2009), *Financial econometrics*, Routledge, London–New York.