Marek Gruszczyński

Empiryczne finanse korporacyjne i inwestowanie

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 248-258

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA NR 9

MAREK GRUSZCZYŃSKI

EMPIRYCZNE FINANSE KORPORACYJNE I INWESTOWANIE

Wstęp

Zagadnienia określane jako „empiryczne finanse korporacyjne" są tematami, które ze względu na metodę można nazwać statystyczno-ekonometrycznymi. Obejmują całość finansów przedsiębiorstw, oglądaną jednak z perspektywy próby firm, a nie pojedynczej firmy. Tematyka empirycznych finansów korporacyjnych jest rozwijana na świecie w ostatnich latach, przede wszystkim ze względu na rozwój baz danych oraz technik analizy danych.

W tym artykule przedstawione są główne wątki empirycznych finansów korporacyjnych, z odniesieniami do literatury, a także do podejmowanych dotychczas w Polsce prac, które można zaliczyć do tego zakresu badań. Wyniki badań w dziedzinie empirycznych finansów korporacyjnych – właściwie wykorzystane – mogą stanowić podstawę podejmowania skutecznych decyzji inwestycyjnych.

Przedmiot empirycznych finansów korporacyjnych

Finanse przedsiębiorstwa czy finanse korporacyjne to ta część finansów, która zajmuje się analizą decyzji (o finansowych skutkach) podejmowanych na poziomie lub wobec pojedynczej firmy: decyzji menedżerów, właścicieli oraz stron finansujących. Empiryczne finanse korporacyjne obejmują empiryczną analizę tych decyzji, na przykład decyzji o finansowaniu czy inwestowaniu, na podstawie danych z dużych prób transakcji, zdarzeń, decyzji czy po prostu firm.

Według Damodarana, autora książki „*Finanse korporacyjne: teoria i praktyka*" termin finanse korporacyjne czy inaczej finanse przedsiębiorstw „to dzie-

dzina, która obejmuje wszystkie decyzje firmy mające implikacje finansowe" (Damodaran [2], str. 23).

Bezpośrednim powodem przedstawienia tego artykułu było ukazanie się ważnej książki „*Handbook of corporate finance. Empirical corporate finance*" pod redakcją B. Espena Eckbo ([4]). W roku 2007 ukazał się pierwszy tom tej pracy, drugi ukazuje się w roku 2008 ([5]). To 2-tomowe dzieło zawiera Artykuły przeglądowe tematów zaliczanych do empirycznych finansów korporacyjnych. Zostały tu nieco usystematyzowane, jakkolwiek redaktor wydawniczy przyznaje, że literatura, jaka mogłaby być podstawą do uogólnień w tej kwestii, jest niezmierzona – i ciągle rośnie jej liczba. Innym zbiorowym dziełem jest praca „*Empirical corporate finance*" wydana w czterech tomach w roku 2001 pod redakcją M. J. Brennana ([3]), gdzie zamieszczono reprinty artykułów pochodzących z lat 1969-1999.

W oczywisty sposób zagadnienia zaliczane do empirycznych finansów korporacyjnych nie są całkiem nowymi tematami z dziedziny finansów przedsiębiorstw. Są tutaj jednak dodatkowo opatrzone spojrzeniem ekonometryczno-statystycznym, poprzedzonym odpowiednią teorią dotyczącą zarówno meritum jak i metody badania. Co do meritum, to mówimy o nowoczesnej nauce o finansach (por. Jajuga [9]). W sprawie metod korzystamy na ogół z metod mikroekonometrii, które rozwijają się wraz z dostępnością odpowiednich mikrodanych zgromadzonych w mniej lub bardziej dostępnych dużych bazach informacji.

Empiryczne finanse korporacyjne są przedmiotem zaawansowanych kursów z finansów na poziomie magisterskim i doktorskim na wielu wyższych uczelniach. Przykładów jest wiele. Niżej podane są dwa:

– Harvard Business School (kurs: Empirical methods in corporate finance: http://www.people.hbs.edu/jlerner/PhD%20Syllabus.Spring05.pdf),

– Munich School of Management (kurs: Empirical corporate finance: http://www.bank.bwl.uni-muenchen.de/lehre/lehrveranst_links/empcorfina/index.html).

Studia nad empirycznymi finansami korporacyjnymi są utrudnione ze względu na rozległość tematyczną, na częstą niekonkluzywność wyników oraz zdarzające się rozbieżności, zależnie od rynku, próby, okresu obserwacji itd. Wyniki publikowane są w czasopismach o różnym zasięgu. Wybór podstawowych tytułów to: "Accounting Review", "Abacus", "Journal of Accounting

and Economics", "Journal of Accounting Research", "Journal of Applied Corporate Finance", "Journal of Banking and Finance", "Journal of Business, Finance and Accounting", "Journal of Empirical Finance", "Journal of Finance", "Journal of Financial Economics", "Journal of Financial and Quantitative Analysis", "Journal of Law and Economics", "Review of Economic Studies", "Review of Financial Studies".

W kolejnych częściach przedstawione są uwagi na temat metod empirycznych finansów korporacyjnych, treści badań oraz ich związku z inwestowaniem.

Metody: ekonometria finansów korporacyjnych

Podejście do finansów przedsiębiorstw jako do zagadnień badawczych, poszukujących uogólnień na podstawie odpowiednich prób, a nie koncentrujących się na studiach przypadków, to w istocie koncentracja na odpowiednich metodach „wykrywania wzorców w danych". Przy tym, dotychczasowe doświadczenia wskazują na większą obecność w tych badaniach metodyki statystycznej i ekonometrycznej niż innych technik analizy danych.

W przywoływanym wyżej przeglądzie empirycznych finansów korporacyjnych [4] techniki ekonometryczne oraz trendy metodyczne zostały przedstawione w kilku obszarach tematycznych. Poniżej przedstawiono kilka z tych obszarów.

Metody analizy zdarzeń

Analiza zdarzeń (*event study*) jako sposób na dowodzenie rozmaitych hipotez dotyczących rynku kapitałowego jest uznana od wielu lat. W odniesieniu do rynku polskiego mamy na ten temat książkę H. Gurgula [7] oraz coraz więcej artykułów (por. np. [13]). 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*"). Sama idea tej techniki 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 (zwyżkowy zwrot, *abnormal return*) jest nieoczekiwanym efektem zdarzenia.

Uogólnienie wyniku uzyskuje się poprzez odpowiednio dobraną próbę zdarzeń (firm). Analiza zdarzeń, koncentrując się na bezpośrednim efekcie danej

informacji pozwala lepiej rozumieć decyzje przedsiębiorstwa i ich wpływ na wartość firmy. W postaci klasycznej jest do dzisiaj szeroko stosowana w finansach. Warto przytoczyć dane Khotariego i Warnera [10], według których w latach 1974-2000 w dwóch tylko czołowych czasopismach naukowych z finansów, „Journal of Finance" oraz „Journal of Financial Economics", opublikowano aż 419 analiz zdarzeń.

Obok publikacji z wynikami analizy zdarzeń istnieje drugi równie dojrzały nurt literatury dotyczący metodyki czyli kwestii statystycznych i ekonometrycznych. W swoim przeglądowym tekście Khotari i Warner [10] wyróżniają krótko- i długookresowe analizy zdarzeń. Te ostatnie mają znaczenie dla badania efektywności rynku, są jednak gorzej rozpoznane 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, iż 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.

Modele samoselekcji w empirycznych finansach przedsiębiorstw

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. Typowy przykład pochodzący od Heckmana mówi o kobietach podejmujących pracę. Ich decyzje o podjęciu pracy powodują, iż 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 wybory. Z punktu widzenia próby, dokonują „samo-wyboru", „samo-selekcji".

Pierwszym dostrzegalnym efektem samoselekcji jest obciążenie i niezgodność klasycznych estymatorów parametrów modelu regresji. Jest to szczególnie ważne gdy na przykład wnioskujemy w oparciu o modele regresji wielorakiej na temat ponadprzeciętnych stóp zwrotu wywołanych określonymi zdarzeniami. Taka technika jest w powszechnym użyciu w analizach zdarzeń, z których oczywiście wykluczone są firmy gdzie badanie zdarzenia nie wystąpiły. Rozwiązaniem problemu estymacji jest włączenie do modelu regresji dodatkowej zmiennej, jaką jest wartość tzw. odwrotnego ilorazu Milesa, to jest wartość oczekiwana prawdziwego lecz nieobserwowanego składnika losowego. Inne rozwiązanie to zastosowanie podejścia Heckmana z tak zwanym estymatorem heckitowym.

W finansach przedsiębiorstwa problem samoselekcji może być rozważany szerzej. To, że wszelkie próby jakie rozważamy do wnioskowania w sprawie 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 zastosować przy estymacji, aby otrzymać właściwe oceny parametrów. W przeglądowym artykule Li i Prabhali [11] rozważa się także szersze podejście do kwestii samoselekcji., w którym to podejściu ma ona ważne znaczenie ekonomiczne. Modele samoselekcji mogą być bowiem metodą uwzględniania nieobserwowalnej informacji (prywatnej), która wpływa na decyzje przedsiębiorstw.

Behawioralne finanse korporacyjne

Podejście behawioralne w finansach korporacyjnych znajduje coraz większe odbicie w literaturze, zastępując tradycyjne podejścia oparte na racjonalności. Ogólnie rzecz ujmując, w finansach firm mamy do czynienia z efektami 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 publiczną wiedzę o fundamentach. Inwestorzy z kolei uznają, że menedżerowie działają w imię własnego interesu,

racjonalnie reagując na bodźce zawarte w kontraktach menedżerskich, na sygnały rynkowe i na inne mechanizmy nadzoru.

Finanse behawioralne przyjmują, że tego rodzaju zachowania nie są normą. W przeglądzie Bakera, Rubacka i Wurglera [1] wskazuje się na dwa główne nurty literatury w tym względzie. Jedna kładzie nacisk na zachowanie inwestorów, które nie jest w pełni racjonalne, druga kładzie nacisk na zachowanie menedżerów, które nie jest w pełni racjonalne. Podejście „nieracjonalnych inwestorów" przyjmuje, że 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, podejście „nieracjonalnych menedżerów" wskazuje na wpływ niestandardowych preferencji oraz obciążonych ocen na decyzje menedżerskie.

Główne zagadnienia empirycznych finansów korporacyjnych

Empiryczne finanse korporacyjne powstają z połączenia rozwijających się podstaw teoretycznych z dostępem do dużych baz danych o firmach oraz o zdarzeniach z nimi związanych. Wyniki badań odnoszą się do dosłownie wszystkich tematów, jakie można wyróżnić w finansach (i rachunkowości) przedsiębiorstw. Stąd, ich uszeregowanie w takim artykule nie jest łatwe. Jeśli posłużyć się przywołanymi już przeglądami empirycznych finansów korporacyjnych, to wybór kilku głównych tematów mógłby być następujący (por. [4] [5]):

- oferty papierów wartościowych firm, w tym także kwestia błędów wyceny pierwszych ofert publicznych,
- dywersyfikacja przedsiębiorstw i jej wpływ na wartość firm (zagadnienie konglomeratów),
- dualna rola banków jako kredytodawców oraz instytucji zbierających wewnętrzne informacje o firmach, z możliwością wykorzystania tych informacji na rynkach kapitałowych (np. jako gwaranci emisji),
- instytucje finansowe a finanse przedsiębiorstwa (banki komercyjne, banki inwestycyjne, *venture capital* itd.)
- polityka dywidend w korporacji,
- polityka podatkowa firm w związku z wyborem struktury kapitałowej, strategii wypłat dywidend, zarządzania ryzykiem, zarządzania przychodami, cenami transferowymi itd.,

- struktura kapitałowa a strategia przedsiębiorstwa,
- zagadnienia nadzoru właścicielskiego i jego związku z wynikami firm, składem rad nadzorczych, wynagrodzeniami menedżerów, strukturą własności (własność menedżerska, właściciele instytucjonalni, pakiety własnościowe),
- upadłość oraz metody wyjścia z zagrożenia finansowego,
- fuzje i przejęcia przedsiębiorstw,
- restrukturyzacja finansowa i restrukturyzacja aktywów przedsiębiorstw (poza przypadkami przejęć i upadłości),
- wynagrodzenia i bodźce dla menedżerów,
- zarządzanie ryzykiem korporacyjnym.

Jak wynika z powyższej listy, mowa jest o podstawowych kwestiach zaliczanych do tematyki finansów przedsiębiorstw. Podkreślmy raz jeszcze, że nie chodzi tu o pojedynczą firmę, której przypadek się analizuje lecz o analizę bardzo wielu przypadków (firm). Ta analiza ma dowieść prawdziwości lub nietrafności określonych hipotez dotyczących związków między kategoriami finansów korporacyjnych.

Za przykład weźmy temat dotyczący niedowartościowania pierwszych ofert publicznych (*IPO underpricing*). W latach 90-tych w USA średnie niedowartościowanie IPOs wyniosło około 20% (por. [12]). To zjawisko utrzymuje się mocniej lub słabiej na całym świecie, w tym także w Polsce (por. [14]). Teorie wyjaśniające ten fenomen można pogrupować jako: 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. Modele asymetrii informacyjnej przyjmują założenie, że jeden z uczestników wie więcej niż inni i wynikające stąd zakłócenia informacyjne powodują niedowartościowanie w stanie równowagi. Teorie instytucjonalne objaśniają *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. Teorie kontroli twierdzą, że niedowartościowanie pomaga skonsolidować własność w momencie upublicznienia akcji po to by zniechęcić inwestorów zewnętrznych. Wreszcie, teorie behawioralne zakładają istnienie inwestorów „nieracjonalnych", którzy są skłonni proponować ceny za akcje IPO na poziomie niezgodnym z ich wartością.

Według przeglądu Ljungqvista [12], dowody empiryczne potwierdzają zasadność teorii asymetrii informacyjnej. Większość zysków związanych z niedowartościowaniem emisji trafia do inwestorów poinformowanych (a przynajmniej do inwestorów instytucjonalnych). Inwestorzy niedoinformowani (a przynajmniej 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 ta informacja wpływa na wybór ceny oferowanej przez bank inwestycyjny.

Nierozstrzygnięta w literaturze debata dotyczy relacji między emitentem a bankiem inwestycyjnym w sprawie IPO. Jedno z podejść dowodzi, że niedowartościowanie IPO wynika z tego, że gwarant emisji (bank) musi efektywnie wykorzystać informację dotyczącą ceny pochodzącą od lepiej poinformowanych inwestorów – tak, aby zmaksymalizować swoją prowizję.

Jednocześnie, przy okazji „bańki internetowej" w latach 1998-2000 okazało się, że trudno racjonalnie wyjaśnić niektóre decyzje emitentów, którzy mogliby otrzymać dużo wyższe ceny za swoje akcje.

Na koniec tego przykładowego wywodu z empirycznych finansów przedsiębiorstwa warto przypomnieć, że podane wyniki zostały otrzymane na podstawie odpowiednio dużych prób zdarzeń (firm), które wykorzystano dla estymacji modeli regresji przedstawiających teoretyczne hipotezy badawcze, w tym przypadku z zakresu IPO.

Empiryczne finanse korporacyjne i inwestowanie

Co wspólnego mają empiryczne finanse korporacyjne ze skutecznym inwestowaniem? Odpowiedź wydaje się oczywista. Rzetelne badania empiryczne w tematyce wymienionej wyżej mogą dać podstawę do efektywnego inwestowania na rynkach finansowych, które są kształtowane przez decyzje przedsiębiorstw.

Chodzi tu raczej o inwestycje długoterminowe i/lub inwestycje portfelowe. Dobór aktywów do portfela inwestycyjnego może być oparty na jednym lub kilku zagadnieniach/ kryteriach wymienionych w części 3. Można na przykład korzystać z wiedzy o związkach między strukturą własności a poziomem zwrotów, albo z udowodnionych dla danego rynku (i typu firm) zależnościach po-

między stopą dywidendy i zmiennymi charakteryzującymi finanse oraz strategię firm.

Rzadziej sprawdzą się tu inwestycje natychmiastowe, krótkoterminowe. Wspomniane wyżej *IPO underpricing* nie jest regułą, a jedynie statystyczną prawidłowością. Przekonało się o tym wielu inwestorów.

Polskie badania z zakresu empirycznych finansów korporacyjnych

Prace badawcze z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstwa są podejmowane w Polsce coraz częściej. Pewne minimum wiedzy statystyczno-ekonometrycznej wystarcza w zasadzie do wykonania prostych ćwiczeń opartych na modelu regresji liniowej. Nie jest jednak wystarczające dla przekonującego badania empirycznego dobrze rozpoznającego pułapki metodyczne oraz specyfikę naszego rynku kapitałowego.

Najbardziej aktualne prace z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw, które są dobrze osadzone we współczesnej metodyce ilościowej, znaleźć można w publikacjach materiałów konferencyjnych z następujących wiodących konferencji naukowych z tego zakresu w Polsce:

- „Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie" organizowana przez profesora Waldemara Tarczyńskiego z zespołem (5 edycji do roku 2008),
- „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski" organizowana przez profesora Krzysztofa Jajugę z zespołem (11 edycji do roku 2008),
- „FindEcon" organizowana przez profesora Władysława Milo z zespołem (7 edycji do roku 2008),
- „Zarządzanie finansami" organizowana przez profesora Dariusza Zarzeckiego z zespołem (9 edycji do roku 2008).

Należy wyrazić nadzieję, że te publikacje mają swoje dalsze ciągi, to znaczy że autorzy przygotowują kolejne wersje swoich badań jako prace na stopień naukowy, ale także proponują wersje angielskojęzyczne do wiodących światowych czasopism naukowych.

Prócz publikacji z wymienionych konferencji mamy oczywiście sporo artykułów w czasopismach uczelnianych oraz ogólnopolskich. Tych ostatnich nie ma zbyt wiele, albowiem w istocie jest mało takich czasopism. Można tu wy-

mienić jedynie „Bank i Kredyt", „Przegląd Statystyczny", a z lżejszych „Nasz Rynek Kapitałowy" oraz „Rynek Terminowy".

Nie mamy w Polsce jeszcze czasopism finansowych o zasięgu międzynarodowym, stąd ważne jest publikowanie w czasopismach zagranicznych o uznanej renomie. Tutaj wymienię przykładowo pracę [8] H. Gurgula i in.. Lista innych polskich autorów z zakresu empirycznych finansów korporacyjnych, którzy zaistnieli w renomowanych czasopismach zagranicznych jest bardzo krótka.

LITERATURA

1. Baker M., Rubach R.S., Wurgler J., *Behavioral corporate finance*, w [4], 2007, s. 145-186.
2. Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka.* Wydanie 2, Helion, Gliwice, 2007.
3. *Empirical corporate finance*. Vol. I, II, III, IV, M.J. Brennan (red.), Edward Elgar, Cheltenham, 2001.
4. *Handbook of corporate finance. Empirical corporate finance*. Volume 1, B. Espen Eckbo (red.), North-Holland, 2007.
5. *Handbook of empirical corporate finance, 2,* B. Espen Eckbo (red.), North-Holland, 2008.
6. Gruszczyński M., *Corporate governance and financial performance of companies in Poland*, "International Advances in Economic Research", vol. 12, May 2006.
7. Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna (Wolters Kluwer), Kraków 2006.
8. Gurgul H., Majdosz P., Mestel R., *Price-volume relations of DAX companies*, "Financial Markets and Portfolio Management", vol. 3, no. 3, Sept. 2007, s. 353-379.
9. Jajuga K., *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa, 2007.
10. Khotari S.P., Warner J.B., *Econometrics of event studies*, w [4]., s. 3-36.
11. Li K., Prabhala N.R., Self-selection models in corporate finance, w [4], s. 37-86.
12. Ljungqvist A., *IPO underpricing*, w [4], s. 375-422.
13. Serwa D., Smolińska-Skarżyńska A., Reakcje kursu walutowego na zmiany poziomu stóp procentowych. Analiza zdarzeń dla danych dziennych, „Bank i Kredyt", nr 1, 2007, s. 80-91.
14. Sukacz D., *Fenomen IPO*, „Nasz Rynek Kapitałowy", 3/2004.

STRESZCZENIE

Artykuł przedstawia główne wątki empirycznych finansów korporacyjnych, z odniesieniami do literatury, a także do podejmowanych dotychczas w Polsce prac, które można zaliczyć do tego zakresu badań. Wyniki badań w dziedzinie empirycznych finansów korporacyjnych – właściwie wykorzystane – mogą stanowić podstawę podejmowania skutecznych decyzji inwestycyjnych.

EMPIRICAL CORPORATE FINANCE AND INVESTING

SUMMARY

Main topics of empirical corporate finance are presented along with the references to exemplary papers, including some research in Poland. Empirical corporate finance research results may be the foundation of effective investment decisions.

Translated by M. Gruszczyński

Dr hab. Prof. SGH Marek Gruszczyński
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
marek.gruszczynski@sgh.waw.pl