

JERZY GAJDKA

BEHAWIORALNE FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW

PODSTAWOWE
PODEJŚCIA I KONCEPCJE



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

BEHAWIORALNE FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW

**PODSTAWOWE
PODEJŚCIA I KONCEPCJE**



40 LAT

WYDAWNICTWA
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

JERZY GAJDKA

**BEHAWIORALNE FINANSE
PRZEDSIĘBIORSTW**

**PODSTAWOWE
PODEJŚCIA I KONCEPCJE**



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2013

Jerzy Gajdka – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43
e-mail: jgajdka@uni.lodz.pl

RECENZENT

Waldemar Tarczyński

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

Małgorzata Szymańska

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

OKŁADKĘ PROJEKTOWAŁ

Mateusz Niewiadomski

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2013

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I uzupełnione. W.06336.13.1.M

ISBN (wersja drukowana) 978-83-7525-957-5
ISBN (ebook) 978-83-7969-109-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

Spis treści

Wprowadzenie	9
Rozdział 1. Finanse behawioralne a neoklasyczna teoria finansów	15
1.1. „Behawioralna” zmiana w nauce o finansach	15
1.2. Podstawy neoklasycznej teorii finansów	19
1.2.1. Efektywność rynku	19
1.2.2. Teoria portfelowa	20
1.2.3. Ryzyko a oczekiwana stopa zwrotu	20
1.2.4. Racjonalne zachowanie	21
1.3. Podstawy finansów behawioralnych	25
1.3.1. Teoria perspektywy	25
1.3.2. Skłonności ludzi uwzględniane w ramach finansów behawioralnych	27
1.3.3. Nieefektywność rynku	29
1.3.4. Behawioralne podejście do teorii portfela	30
1.3.5. Oczekiwana stopa zwrotu w finansach behawioralnych	31
Rozdział 2. Behawioralne finanse przedsiębiorstw – podstawowe ramy teoretyczne	35
2.1. Neoklasyczne a behawioralne podejście do finansów przedsiębiorstw	35
2.2. Podstawowe skłonności o charakterze psychologicznym charakterystyczne dla menedżerów	37
2.2.1. Nadmierny optymizm	37
2.2.2. Nadmierna pewność siebie	37
2.2.3. Selektywna percepcja i błąd afirmacji	38
2.2.4. Błąd kontroli	39
2.2.5. Heurystyka	39
2.2.6. Efekt kadrowania	41
2.3. Podstawowe rodzaje podejścia w behawioralnych finansach przedsiębiorstw	42
2.4. Ogólna charakterystyka podejścia „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	45
2.5. Syntetyczny model podejścia „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	48
2.6. Problemy metodyczne przy badaniach empirycznych w podejściu „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	52
2.7. Ogólna charakterystyka podejścia „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	55
2.8. Syntetyczny model podejścia „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	57
2.9. Problemy metodyczne przy badaniach empirycznych w podejściu „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	58
Rozdział 3. Budżetowanie kapitału	63
3.1. Budżetowanie kapitału w neoklasycznym podejściu do zarządzania finansami	63
3.2. Budżetowanie kapitału w warunkach podejścia „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	66

3.3. Związek pomiędzy inwestycjami rzeczowymi a niewłaściwą wyceną akcji w warunkach polskich	68
3.4. Budżetowanie kapitału w warunkach podejścia „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	74
3.5. Model budżetowania kapitału z uwzględnieniem zbytnej pewności siebie menedżerów	76
3.6. Nadmierna pewność siebie menedżerów a nadmierny optymizm w kontekście decyzji inwestycyjnych	79
3.7. Wybrane praktyczne kwestie dotyczące procesu budżetowania kapitału w podejściu „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	81
3.7.1. Zbytня pewność siebie i nadmierny optymizm przy szacowaniu przepływów pieniężnych generowanych przez projekt	81
3.7.2. Szacowanie kosztów (nakładów) projektu	82
3.7.3. Wyznaczanie stopy dyskontowej	83
3.8. Podejmowanie nowych projektów przez małe spółki	84
3.9. Wpływ doświadczenia na skłonności menedżerskie ujawniane w procesie budżetowania kapitału	86
Rozdział 4. Finansowanie i struktura kapitału	91
4.1. Finansowanie i struktura kapitału w neoklasycznej teorii finansów	91
4.1.1. Podejście Millera-Modiglianiego w warunkach rynku doskonałego	92
4.1.2. Podejście Millera-Modiglianiego w warunkach gospodarki z podatkami	93
4.1.3. Teoria kompromisu	93
4.1.4. Teoria hierarchii źródeł finansowania	95
4.2. Finansowanie i struktura kapitału w podejściu „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	97
4.2.1. Teoria struktury kapitału wyjaśniająca jej kształtowanie działaniami typu <i>market timing</i>	98
4.2.2. Polityka finansowania w kontekście działań typu <i>market timing</i>	100
4.2.3. Struktura kapitału a <i>market timing</i> w warunkach polskich	106
4.3. Finansowanie i struktura kapitału w podejściu „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	112
4.3.1. Teoretyczne aspekty związane z kształtowaniem struktury kapitału	112
4.3.2. Polityka finansowania w kontekście podejścia „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	116
Rozdział 5. Polityka dywidendy	119
5.1. Polityka dywidendy w neoklasycznym podejściu do finansów przedsiębiorstw	119
5.2. Polityka dywidendy w podejściu „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”	125
5.2.1. Dywidenda a behawioralny cykl życia i ryzyko	126
5.2.2. Dywidenda a samokontrola	132
5.2.3. Dywidenda a teoria perspektywy	135
5.2.4. Kateringowa teoria dywidendy	141
5.2.5. Polityka dywidendy a katering w warunkach polskich	150
5.3. Polityka dywidendy w warunkach podejścia „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”	156
5.4. Polityka dywidendy w warunkach behawioralnego sygnalizowania	158

Rozdział 6. Inne decyzje podejmowane w ramach zarządzania finansami przedsiębiorstwa	163
6.1. Behawioralna rachunkowość	163
6.2. Kształtowanie zysków	164
6.3. Kształtowanie zysków w warunkach polskich	167
6.4. Dywersyfikacja a koncentracja profilu działania	172
6.5. Fuzje i przejęcia	174
6.6. Zmiana nazwy spółki	179
6.7. Wynagrodzenia menedżerów	181
6.8. Zarządzanie kapitałem obrotowym	182
Rozdział 7. Krytyczne spojrzenie na finanse behawioralne	185
7.1. Istota krytyki behawioralnego podejścia do finansów	185
7.2. Kompleksowe zastrzeżenia sformułowane przez E. Famę	187
7.2.1. Syntetyczna charakterystyka krytyki	188
7.2.2. Problemy i mankamenty metodyki badań w zakresie finansów behawioralnych	194
7.2.3. Wiarygodność poszczególnych badań dotyczących anomalii	197
7.3. Inne zastrzeżenia do koncepcji stworzonych w ramach finansów behawioralnych i reakcja na nie ze strony badaczy tej dyscypliny	200
Zakończenie	203
Bibliografia	207
Spis tabel i rysunków	225

Wprowadzenie

Jedną z największych zmian, jaka zaszła w ramach rozwoju nauki o finansach na przełomie XX i XXI wieku, polega na wzroście zainteresowania finansami behawioralnymi. Ten obszar badawczy, wiążący ze sobą wiedzę przede wszystkim z zakresu finansów i psychologii, zyskał na znaczeniu w całym świecie, stanowiąc wyzwanie dla dominującej dotychczas neoklasycznej teorii finansów. Dzieje się tak, chociaż zazwyczaj jego reprezentanci chcą go widzieć bardziej jako obszar komplementarny aniżeli konkurencyjny w stosunku do teorii neoklasycznej.

Mimo że na psychologiczne aspekty związane z decyzjami gospodarczymi podejmowanymi przez prowadzących działalność gospodarczą zwracano uwagę już w pracach powstałych przed połową XX wieku (Gervais, 2010; Knight, 1921; Pigou, 1926; Keynes, 1936), świat finansów przez długi okres w zasadzie nie był dostrzegany przez specjalistów z obszaru psychologii. Dopiero w pracach Simona (1955, 1959), Margolisa (1958) oraz Cyerta i Marcha (1963) pojawiły się wstępne propozycje uwzględnienia osiągnięć psychologii w odniesieniu do analizy zagadnień z obszaru finansów korporacji. Sugestie te wynikały z konstatacji, że decyzje w korporacjach podejmowane są przez jednostki, ważne są zatem psychologiczne motywy, które wpływają na dokonywane wybory. W szczególności Simon wskazał na konieczność uwzględnienia roli czynników psychologicznych odnośnie do sposobu, w jaki jednostki zbierają, przetwarzają i interpretują informacje, jak również ogół warunków implikujących wybór dokonywany w organizacjach. March i Simon (1958) zauważyli, że ograniczenia w zakresie racjonalności zarządzających, w szczególności tych na najwyższych szczeblach zarządzania, jak CEO (*Chief Executive Officer*), wpływają na decyzje podejmowane przez spółki. Według Katony (1946) z kolei, fakt, że menedżerowie mają swe własne preferencje i skłonności w sposób bezpośredni wpływa na to, w jaki sposób podejmują oni decyzje inwestycyjne w imieniu spółki i akcjonariuszy.

Pojawienie się pracy Modiglianiego i Millera (1958), w której autorzy zwracają uwagę na siłę rynków finansowych determinujących zarówno finansowe, jak i niefinansowe decyzje w spółkach, jak również popularność hipotezy o rynku efektywnym (np. Fama, 1970) pozostawiały jednak niewiele miejsca na uwzględnianie czynników behawioralnych w analizie zachowań podmiotów gospodarczych na rynkach finansowych (Gervais, 2010).

Początków nowoczesnych finansów behawioralnych, przez długi okres marginalizowanych i spychanych na obrzeża głównych nurtów w nauce o finansach, można szukać we wczesnych latach 80. ubiegłego wieku, kiedy to pojawiły się pierwsze prace takich badaczy jak Dreman, Shiller, Shefrin, Statman, De Bondt czy Thaler. Wkrótce potem ta stosunkowo nieliczna grupa ekonomistów zajmujących się problematyką finansów rozpoczęła regularne spotkania ze specjalistami z psychologii, m.in. Andreassenem, Kahnemanem i Tversky'm w Ruddell Stage Foundation w Nowym Jorku (De Bondt i in., 2008). Kilka lat później National Bureau of Economic Research rozpoczęło organizację regularnych spotkań-seminariów poświęconych problematyce finansów behawioralnych, które początkowo pozostając w cieniu podstawowego nurtu, z czasem zaczęły zyskiwać na znaczeniu, obejmując coraz szerszy zakres problemów. Wzrost znaczenia badań z tego obszaru zyskał najwyższe uznanie w świecie akademickim przez przyznanie Nagrody Nobla Kahnemanowi (razem ze Smithem) w roku 2002. Od tej pory zainteresowanie finansami behawioralnymi na całym świecie przybrało na sile w tak dużym stopniu, że można spotkać się z poglądem, iż mogą one zastąpić neoklasyczne podejście do finansów, jako podstawowy paradygmat w dyscyplinie finansów (De Bondt i in., 2008). Obserwowany w świecie skokowy wręcz wzrost zainteresowania finansami behawioralnymi nie pozostał bez echa i w Polsce, gdzie w ostatnich latach opublikowano wiele wartościowych prac poświęconych tej problematyce, zaś zajęcia dydaktyczne z nią związane prowadzone są na wielu uczelniach. Mimo systematycznego wzrostu liczby prac z tego zakresu, ciągle część zagadnień związanych z finansami behawioralnymi pozostaje relatywnie słabo omówiona w polskiej literaturze przedmiotu. Należy do nich w szczególności problematyka behawioralnych finansów przedsiębiorstw, która w pierwszym etapie prac nad finansami behawioralnymi była pomijana przez polskich badaczy, koncentrujących się przede wszystkim na zagadnieniach związanych z procesami zachodzącymi przy inwestowaniu na rynku kapitałowym. Tymczasem zaś przy omawianiu współczesnego stanu wiedzy na temat finansów przedsiębiorstw trudno pomijać nurty wywodzące się z finansów behawioralnych. Omawianie polityki dywidendy bez wspomnienia o kateringowej teorii dywidendy czy też zagadnień struktury kapitału bez omówienia teorii określanej mianem *market timing* na pewno nie może być pełne.

Dopiero od niedawna w kilku polskich ośrodkach akademickich (Szyszka, 2010a; 2013b, Konieczka i Szyszka 2013, Brzeszczyński, Gajdka i Schabek, 2011, Gajdka 2013) podjęto prace nad behawioralnym aspektem finansów przedsiębiorstw i temu zagadnieniu poświęcona jest niniejsza publikacja. Przygotowana została ona przez autora, który – jak większość współczesnych nauczycieli akademickich – swoją karierę naukową rozpoczął w okresie dominacji neoklasycznego podejścia do finansów przedsiębiorstw. Jeszcze

na początku lat 90. obszar finansów behawioralnych był traktowany w sposób marginesowy, a w wydawanych wówczas podręcznikach o problematyce związanej z rynkiem finansowym oraz zarządzaniem finansami przedsiębiorstw trudno było znaleźć wzmiankę o finansach behawioralnych. I chociaż sytuacja ulegała systematycznej zmianie, w rezultacie czego, jak już to wspomniano, obecnie ten obszar należy uznać za jeden z podstawowych nurtów badawczych w dyscyplinie finansów, wątpliwości ciągle budzi użyteczność uzyskanych w jego ramach wyników badawczych, a także zasadność nadziei związanych z rozwojem tego nurtu. Za jedną z przyczyn hamujących jego postęp niekiedy uznaje się fakt, że jest to obszar interdyscyplinarny, zaś grupa naukowców posiadających solidny warsztat jednocześnie w obszarze finansów i psychologii jest jeszcze nieliczna. Z tego punktu widzenia niniejsza publikacja nie stanowi wyjątku, gdyż w głównym obszarze zainteresowań badawczych jej autora pozostaje problematyka finansów przedsiębiorstw oraz rynki finansowe. Podejściu behawioralnemu przy badaniu tej problematyki zaczyna się jednak przypisywać tak duże znaczenie, że w wielu przypadkach nie można już dzisiaj analizować w sposób wyczerpujący związanych z tą problematyką zagadnień bez uwzględniania wyników dociekań uzyskanych w ramach finansów behawioralnych.

W prezentowanej pracy pod pojęciem behawioralnych finansów przedsiębiorstw rozumiany jest obszar w ramach dyscypliny finansów, w angielskojęzycznej literaturze określany mianem *behavioral corporate finance*. Stanowi on część subdyscypliny określanej mianem finansów przedsiębiorstw (*corporate finance*), która była podstawą przy ustalaniu wewnętrznej konstrukcji pracy. Według Damodarana (2001, s. 4) problematyka będąca przedmiotem zainteresowania finansów przedsiębiorstw zbudowana jest wokół trzech podstawowych grup problemów¹, do których należą decyzje dotyczące tego,

- w jakie aktywa inwestować środki,
- w jaki sposób finansować inwestycje,
- w jaki sposób i kiedy dystrybuować nadwyżkę.

Wymienione problemy uznawane są za najważniejsze, chociaż oczywiście sama subdyscyplina zajmuje się wieloma innymi zagadnieniami. Początek jej rozwoju w formie teorii neoklasycznej, jak się powszechnie uznaje, przypada na rok 1958, kiedy to ukazała się fundamentalna praca na temat struktury kapitału autorstwa Modiglianiego i Millera. Od tej pory neoklasyczna teoria finansów wypracowała własne podejście do wielu kwestii dotyczących finansów przedsiębiorstw, chociaż ciągle jeszcze wykształcone w jej ramach koncepcje nie w pełni satysfakcjonują praktyków. W obrębie podejścia

¹ W tym miejscu nie przedstawiamy szczegółowo różnych koncepcji odnośnie do obszarów tematycznych finansów przedsiębiorstw, prezentując jedynie stanowisko wykorzystane w niniejszym opracowaniu. Różne sposoby specyfikacji tych obszarów przedstawiono m.in. w monografii (Gajdka, 2002, s. 7–10).

neoklasycznego sformułowano kilka podstawowych postulatów, których winni przestrzegać zarządzający finansami, m.in. (Damodaran, 2001, s. 4):

- przedsiębiorstwo powinno inwestować środki w aktywa tylko wówczas, kiedy oczekiwany dochód (stopa dochodu) z inwestycji jest większy niż minimalny akceptowalny dochód (minimalna akceptowalna stopa dochodu);

- „mieszanka” środków finansowych wykorzystanych do finansowania projektu powinna zostać wybrana w taki sposób, aby zmaksymalizować jego rynkową wartość, co jest w praktyce równoznaczne z postulatem minimalizowania ogólnego kosztu kapitału;

- jeśli przedsiębiorstwo nie jest w stanie zainwestować posiadanych środków w projekt, którego oczekiwany dochód jest większy od akceptowanego minimum, wolne środki pieniężne winny zostać wypłacone właścicielom (w przypadku spółki akcyjnej – akcjonariuszom).

Generalnym celem zarządzania finansami powinna być w myśl tego podejścia maksymalizacja rynkowej wartości podmiotu.

Wymienione postulaty zazwyczaj były formułowane przy przyjęciu kilku podstawowych założeń, na których skonstruowano podejście neoklasyczne; należy do nich m.in. założenie o efektywności rynku kapitałowego. Uwzględnienie tego czynnika pozwala przyjąć założenie, że mimo różnych psychologicznych skłonności, charakterów, stopnia i rodzaju wykształcenia oraz zachowań ludzi możliwe jest określenie stanu równowagi rynkowej. Doprowadzić do niej można m.in. poprzez zastosowanie arbitrażu polegającego, o ile istnieją takie możliwości, na jednoczesnym zakupie i sprzedaży tego samego lub niemal identycznego waloru na różnych rynkach po różnych cenach i uzyskaniu w ten sposób zysku bez ryzyka i niemal bez angażowania kapitału. Uruchomi to korygujący mechanizm rynkowy, który „poprzez zmieniającą się podaż i popyt sprowadzi ceny walorów w pobliże ich rzeczywistej wartości, czyniąc rynek efektywnym” (Szyszka 2009, s. 129–131).

W ramach behawioralnego podejścia do finansów przedsiębiorstw, przy odrzuceniu założenia o efektywności rynku kapitałowego, podano w wątpliwość tezę, że skłonności i implikacje psychologiczne nie wywierają ważnego wpływu na procesy przebiegające na rynkach finansowych oraz decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach. Sytuacja bowiem ma się wręcz przeciwnie, arbitraż jest koncepcją teoretyczną, często trudną do praktycznej aplikacji, w rezultacie czego psychologiczne uwarunkowania i skłonności uczestników rynku wywierają istotny wpływ na przebiegające na nim procesy. W konsekwencji w ramach behawioralnych finansów przedsiębiorstw powstało wiele nowych koncepcji dotyczących wyjaśnienia szeregu problemów z zakresu zarządzania finansami. Ogólnie zazwyczaj koncepcje te dzieli się na dwie grupy, a mianowicie: „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie” oraz „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”. Podstawowym celem autora

jest scharakteryzowanie głównego dorobku w tym obszarze na tle neoklasycznej teorii finansów oraz zaprezentowanie przykładów badań empirycznych weryfikujących wybrane hipotezy na danych pochodzących z rynku polskiego.

W wewnętrznej strukturze publikacji wyróżniono siedem rozdziałów.

W rozdziale pierwszym w syntetyczny sposób scharakteryzowano problematykę finansów behawioralnych, uwzględniając w szczególności różnice w porównaniu z neoklasyczną teorią finansów.

Rozdział drugi zawiera ogólną charakterystykę behawioralnych finansów przedsiębiorstw z uwzględnieniem dwóch podstawowych ujęć, które jak już to wspomniano, wyróżnia się zazwyczaj przy omawianiu tej subdyscypliny, a więc podejście „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie” oraz podejście „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”. W rozdziale tym przedstawiono też syntetyczne modele całościowo charakteryzujące obydwa rodzaje podejścia, przytaczając je za Bakerem, Rubackiem i Wurglerem, badaczami, którzy uczynili bardzo wiele zarówno dla stworzenia podstaw nowych konstrukcji teoretycznych, jak i dla usystematyzowania i spopularyzowania wiedzy o behawioralnych finansach przedsiębiorstw w literaturze przedmiotu.

Kolejne trzy rozdziały poświęcono omówieniu trzech grup decyzji z obszaru finansów przedsiębiorstw, uznawanych, jak to już poprzednio powiedziano, za fundamentalne, którymi są decyzje dotyczące inwestycji rzeczowych, finansowania oraz polityki dywidendy. Każdy z tych rozdziałów rozpoczęto syntetycznym omówieniem ujęć wypracowanych w ramach neoklasycznej teorii finansów, następnie przedstawiono koncepcje powstałe w obrębie nurtu behawioralnego. Przy prezentacji problemów uwzględniono obydwa wyróżnione rodzaje podejścia, tzn. zarówno „nieracjonalni inwestorzy – racjonalni menedżerowie”, jak i „racjonalni inwestorzy – nieracjonalni menedżerowie”.

W rozdziale szóstym omówiono w sposób syntetyczny wybrane koncepcje sformułowane w ramach behawioralnych finansów przedsiębiorstw, dotyczące decyzji nieanalizowanych w rozdziałach od trzeciego do piątego. W szczególności zaprezentowano problemy związane z rachunkowością behawioralną, kształtowaniem zysków, fuzjami i przejęciami, wynagrodzeniami, zmianą nazw spółek, dywersyfikacją działalności oraz zarządzaniem kapitałem obrotowym.

Wreszcie rozdział ostatni poświęcono omówieniu problemów metodycznych oraz przedstawieniu krytycznego podejścia do rezultatów badań prowadzonych przez przedstawicieli finansów behawioralnych. Należy bowiem pamiętać, że często ich osiągnięcia są negowane, niekiedy w zasadniczy sposób. Można spotkać się więc z poważnymi zarzutami zarówno co do naukowego warsztatu badaczy zajmujących się finansami behawioralnymi, jak i wagi

uzyskanych przez nich osiągnięć. W ostatnim rozdziale przedstawione zostaną podstawowe spośród tych zarzutów i zaprezentowane zarówno merytoryczne argumenty krytyków, jak i odpowiedzi na nie przedstawiciele finansów behawioralnych.

Większość badań omawianych w pracy dotyczy podmiotów zagranicznych, przede wszystkim amerykańskich, gdyż rozwój omawianego obszaru wiedzy następuje w szczególności w Stanach Zjednoczonych, skąd doświadczenia przenoszone są na pozostałe kraje. W pracy w odniesieniu do niektórych omawianych problemów przedstawiono jednak także rezultaty badań empirycznych odnoszących się do warunków polskich. Należy je traktować jednak nie jako kompleksowe studium badań, ale raczej początkowe dociekania o charakterze pilotażowym, mające na celu wstępne rozpoznanie użyteczności wybranych koncepcji behawioralnych finansów przedsiębiorstw w wyjaśnianiu zjawisk zachodzących w warunkach polskich.

Autor dziękuje wszystkim osobom, które przyczyniły się do powstania książki, zwłaszcza zaś pracownikom Katedry Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego Uniwersytetu Łódzkiego, w której jest on zatrudniony. Szczególne jednak podziękowania należą się magistrowi Tomaszowi Schabkowi oraz doktorowi Januszowi Brzeszczyńskiemu za okazaną pomoc oraz wieloletnią współpracę w badaniach, która stanowiła wielką inspirację do napisania tej pracy. Słowa wdzięczności należą się również moim doktorantom, doktorowi Tomaszowi Bursie oraz magistrowi Bartoszowi Grosickiemu za okazaną pomoc i pożyteczne sugestie. Duże znaczenie miały też dyskusje prowadzone z uczestnikami konferencji naukowych, w których autor miał zaszczyt uczestniczyć, w szczególności zaś konferencji: „Zarządzanie finansami” oraz „Skuteczne inwestowanie”, organizowanych przez pracowników Uniwersytetu Szczecińskiego, „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia” oraz „Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka”, przygotowanych przez pracowników Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, „FindEcon” oraz „Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym”, organizowanych przez pracowników Uniwersytetu Łódzkiego a także konferencji organizowanych przez International Atlantic Economic Society. Podziękowania składam również Dziekanowi Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego za częściowe sfinansowanie kosztów publikacji.

Za wszystkie jednak mankamenty tej pracy odpowiedzialność ponosi wyłącznie jej autor.

ROZDZIAŁ 1

Finanse behawioralne a neoklasyczna teoria finansów

1.1. „Behawioralna” zmiana w nauce o finansach

Finanse jako dyscyplina naukowa obejmują twierdzenia i teorie odnoszące się do działalności człowieka, w której to działalności występuje przepływ pieniądza, a więc przede wszystkim zjawisk związanych ze sferą finansową gospodarki. „W szczególności, do obszaru badań finansów należą:

- w ujęciu podmiotowym: finanse publiczne, finanse przedsiębiorstw, finanse osobiste i gospodarstw domowych, instytucje finansowe (w tym: banki, zakłady ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), finanse międzynarodowe;

- w ujęciu funkcjonalnym: inwestowanie (zwłaszcza wtedy, gdy celem jest uzyskanie dochodu finansowego), pozyskiwanie kapitału, rynki finansowe, polityka finansowa, analiza i transfer ryzyka finansowego, redystrybucja środków finansowych (np. przez system podatkowy)” (Centralna Komisja do Spraw Stopni i Tytułów, 2010).

Jak wynika z przedstawionej definicji, jednym z najważniejszych obszarów nowoczesnej nauki o finansach są finanse przedsiębiorstw¹. W ramach kategorii „finanse przedsiębiorstw” znajdują się wszelkiego rodzaju decyzje finansowe podejmowane przez te podmioty gospodarcze, w tym w szczególności próbujące znaleźć odpowiedzi na trzy podstawowe kwestie: w jaki

¹ W pracy pojęcie dyscypliny „finanse przedsiębiorstw” utożsamiono z dyscypliną w terminologii angielskojęzycznej określanej mianem *corporate finance*. Jest to podejście dyskusyjne, jako że pod względem formalnoprawnym pojęcie „przedsiębiorstwo” nie pokrywa się znaczeniowo z pojęciem „korporacja” czy też pojęciem „spółka”. Jednak w warunkach polskich prace czy też przedmioty nauczane pod nazwą „finanse przedsiębiorstw” w największym stopniu obejmują zagadnienia prezentowane w podręcznikach poświęconych problematyce *corporate finance*. Należy przy tym zaznaczyć, że w dalszej części rozważań przedmiotem szczególnego zainteresowania będą publiczne spółki akcyjne, ponieważ większość dotychczasowych badań dotyczących dyscypliny określanej w angielskojęzycznej literaturze przedmiotu nazwą *behavioral corporate finance* dotyczy spółek, których akcje notowane są na rynkach giełdowych.