



Jarosław Kubiak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**RECENZJA KSIĄŻKI TOMASZA JEWARTOWSKIEGO
FINANSOWE MOTYWY I KONSEKWENCJE DYWERSYFIKACJI
DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW FUNKCJONUJĄCYCH
NA RYNKACH WSCHODZĄCYCH,
WYD. UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W POZNANIU,
POZNAŃ 2015 (SS. 240)**

Dywersyfikacja (versus koncentracja) działalności przedsiębiorstw jest jednym z ważniejszych problemów badawczych stanowiących przedmiot dociekań naukowych w ramach trzech dyscyplin: ekonomii, finansów i zarządzania. Zagadnienie to nawiązuje do pytania o granice funkcjonowania firmy. Akcjonariusze bowiem mogą korzyści wynikające z ograniczania ryzyka osiągać indywidualnie – poprzez dywersyfikację swojego portfela inwestycji. Czy zatem dywersyfikacja działalności przedsiębiorstwa może przynieść im korzyści? Badania opisane w książce Tomasza Jewartowskiego pt. *Finansowe motywy i konsekwencje dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw funkcjonujących na rynkach wschodzących* pomagają znaleźć odpowiedź na to pytanie, a przede wszystkim pozwalają poznać czynniki decydujące o podejmowaniu przez przedsiębiorstwa decyzji o dywersyfikacji działalności. Poruszane w książce zagadnienie ma także duże znaczenie praktyczne, czego dowodem są procesy obserwowane w gospodarce związane zarówno z dezinwestycjami prowadzącymi do ograniczania dywersyfikacji, jak i z procesami fuzji i przejęć mających w niektórych przypadkach związek z rozszerzaniem zakresu działalności. W monografii Autor porównał finansowe konsekwencje dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw funkcjonujących na rynkach wschodzących z konsekwencjami

strategii dywersyfikacji realizowanej na rynkach rozwiniętych oraz podjął próbę wyjaśnienia występujących różnic na gruncie istniejących koncepcji teoretycznych.

Za główny cel pracy przyjęto weryfikację hipotezy, że stopień rozwoju rynku kapitałowego wpływa na finansowe konsekwencje dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw. Ponadto weryfikowano trzy hipotezy cząstkowe bezpośrednio odnoszące się do celu głównego:

- H1: wartość nadwyżkowa spółek zdywersyfikowanych zależy od stopnia rozwoju rynku, na którym pozyskują one kapitał, tzn. im jest on niższy, tym większe korzyści przynosi dywersyfikacja działalności,
- H2: stopy zwrotu z akcji spółek dokonujących fuzji konglomeratowych, skutkujących zmniejszeniem stopnia dywersyfikacji, zależą od stopnia rozwoju rynku kapitałowego: im wyższy stopień rozwoju, tym są one niższe,
- H3: stopy zwrotu z akcji spółek dokonujących dezinwestycji skutkujących zmniejszeniem stopnia dywersyfikacji zależą od stopnia rozwoju rynku kapitałowego: im wyższy stopień rozwoju, tym są one wyższe.

Książka składa się ze wstępu, czterech rozdziałów oraz zakończenia. W pierwszym rozdziale Autor przybliży czytelnikowi dyskusję na temat wpływu dywersyfikacji na wartość firmy. Rzetelnie przytaczane są argumenty zarówno zwolenników, jak i przeciwników dywersyfikacji. Ważnym z punktu widzenia dalszych rozważań jest ostatni fragment tego rozdziału poświęcony relacjom pomiędzy efektywnością alokacyjną rynku kapitałowego a jego stopniem rozwoju i ich wpływem na konsekwencje dywersyfikacji działalności.

Drugi rozdział posłużył do zaprezentowania najważniejszych dotychczasowych wyników badań z zakresu wpływu dywersyfikacji na wartość firmy. Wpływ ten był badany na podstawie analizy wartości nadwyżkowej spółek zdywersyfikowanych oraz analizy reakcji rynkowej na planowane transakcje fuzji konglomeratowych i transakcje *spin-off*. W rozdziale przedstawiono także metody pomiaru stopnia dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw oraz metody pomiaru jej finansowych konsekwencji. Autor w uporządkowany i przystępny sposób przybliżył czytelnikowi dotychczasowy dorobek w badanej problematyce.

W rozdziale trzecim różnymi metodami dokonano pomiaru stopnia dywersyfikacji działalności analizowanych spółek. Następnie ustalono wartości nadwyżkowe spółek zdywersyfikowanych. Dokonano analizy zmian zachodzących w czasie, zarówno w zakresie stopnia dywersyfikacji, jak i wartości nadwyżkowych spółek z grupy rynków wschodzących. Otrzymane wyniki zaprezentowano na tle spółek amerykańskich. W ostatniej części rozdziału szczegółowej analizie poddano natych-

miastowe stopy zwrotu z fuzji konglomeratowych oraz transakcji *spin-off* dokonanych na rynkach wschodzących w latach 2001–2012.

Rozdział czwarty został poświęcony badaniu związku stopnia rozwoju rynku kapitałowego z występowaniem korzyści z dywersyfikacji. Stosując różne miary stopnia rozwoju gospodarczego, Autor dokonał jego pomiaru dla 13 krajów z grupy rynków wschodzących w okresie 2001–2011. Wnioskowanie o znaczeniu stopnia rozwoju rynku kapitałowego dla występowania korzyści ze zdywersyfikowania działalności przeprowadzono za pomocą analizy regresji wartości nadwyżkowych, w których stopień rozwoju rynku kapitałowego stanowił jedną ze zmiennych objaśniających. Warto zwrócić uwagę na rzetelność wykonanych badań, w których Autor zmodyfikował procedurę analizy wpływu dywersyfikacji na wartość firmy w zależności od stopnia rozwoju rynku kapitałowego, uwzględniając narzędzia pozwalające na eliminację efektu samoselekcji. Rozdział kończy się prezentacją badań uzupełniających, dotyczących wpływu stopnia rozwoju rynku kapitałowego na nadwyżkowe stopy zwrotu z fuzji konglomeratowych i transakcji *spin-off*.

W zakończeniu podsumowano badania, odnosząc się do osiągnięć innych autorów. Co ważne, przedstawiono także możliwości wykorzystania uzyskanych rezultatów oraz zaproponowano kierunki dalszych badań.

Z recenzowaną książką warto zapoznać się z kilku powodów. Problem dywersyfikacji działalności przedsiębiorstw i jej skutków dla gospodarki nie był prezentowany w polskiej literaturze ani w ujęciu teoretycznym, ani praktycznym. Autor bardzo dobrze poprzedził badania sprawozdaniem z dyskusji naukowej na temat korzyści i kosztów wynikających z procesów dywersyfikacji działalności. Nie bez znaczenia jest także fakt, że książka jest bardzo dobrze napisana pod względem klarowności i jasności wyводу. Autor dobrze argumentuje i przekonująco konkluduje prowadzone rozważania. O wartości recenzowanej pracy decyduje jednak przede wszystkim bardzo obszerne badanie empiryczne wykonane przy użyciu dobrze dobranych metod statystyczno-ekonometrycznych.

Badania prowadzone były w dwóch kierunkach. Zasadnicza ich część odnosiła się do wartości nadwyżkowej spółek zdywersyfikowanych. Badania przeprowadzone były na podstawie niezbilansowanego panelu 4699 niefinansowych spółek giełdowych z 13 krajów zaliczanych do grupy rynków wschodzących. Obserwacje dotyczyły lat 2001–2011, co dało ich łącznie 38 864. Wyniki analiz zostały w części skonfrontowane z wynikami badań przeprowadzonymi w analogicznym okresie na próbie 2068 niefinansowych spółek amerykańskich ujętych w indeksie *Russell3000* (łącznie 20 255 obserwacji). W drugiej części badań jednostkami obserwacji były

dokonywane przez spółki transakcje. Próba liczyła 441 zapowiedzi transakcji fuzji dokonanych w latach 2001–2012, z czego 189 rozpoznanych jako konglomeratowe, oraz 158 zapowiedzi transakcji *spin-off*, z czego 94 mających skutkować spadkiem stopnia dywersyfikacji działalności spółki macierzystej. Do weryfikacji postawionych hipotez w ramach analizy regresji wykorzystywane zostały przede wszystkim klasyczne modele regresji liniowej oraz modele probitowe. Należy w tym przypadku zwrócić jednak uwagę, że prowadząc badania nad determinantami wysokości dyskonta dywersyfikacyjnego, Autor mógł w miejsce metody *pooled OLS* szacować modele panelowe, co pozwoliłoby na zwiększenie mocy testów weryfikowanych hipotez. W celu wyeliminowania wpływu tzw. problemu samoselekcji, wynikającego z endogeniczności decyzji o dywersyfikacji, wykorzystano dwa alternatywne podejścia: model selekcji próby Heckmana oraz technikę *propensity score matching* (PSM). W badaniach zastosowano także analizę porównań międzygrupowych na podstawie parametrycznych i nieparametrycznych testów istotności obserwowanych różnic w poziomach wartości nadwyżkowych spółek zdywersyfikowanych i jedno-segmentowych oraz w stopach zwrotu z zapowiadanych fuzji konglomeratowych i transakcji *spin-off*. Warto także zaznaczyć, że rzetelność, a także kompleksowość przeprowadzonych badań została wzmocniona przez zastosowanie tzw. *robustness checks* w zakresie wpływu sposobu definiowania stopnia dywersyfikacji działalności oraz stopnia rozwoju rynku kapitałowego na uzyskane wyniki.

Za ważne osiągnięcie Autora należy szczególnie uznać weryfikację hipotezy o negatywnym wpływie stopnia rozwoju rynków kapitałowych na wartość spółek o zdywersyfikowanej strukturze działalności. Tego typu badania, zrealizowane na podstawie danych 4699 niefinansowych spółek giełdowych z 13 krajów zaliczanych do grupy rynków wschodzących zasługują na bardzo pozytywną ocenę, także w kontekście badań prezentowanych w czasopiśmiennictwie światowym. Ponadto w monografii przedstawiono po raz pierwszy wyniki badania na temat czynników kształtujących wartości nadwyżkowe spółek o zdywersyfikowanej strukturze działalności notowanych na GPW w Warszawie. Należy podkreślić, że Autor formułuje wyważone wnioski, ostrożnie interpretując je w kontekście weryfikowanych hipotez.

Przedstawione w monografii wyniki badań mają przede wszystkim charakter poznawczy, jednak mogą mieć także istotne znaczenie dla zarządzających przedsiębiorstwami. Rola dezinwestycji w Polsce oraz w innych krajach z rynków wschodzących prawdopodobnie będzie rosła ze względu na zwiększający się stopień rozwoju rynków kapitałowych.

Wskazane wyżej zalety recenzowanej książki pozwalają na to, by rekomendować jej lekturę nie tylko naukowcom i praktykom zainteresowanym procesami dywersyfikacji lub koncentracji działalności przedsiębiorstw, ale także studentom studiów ekonomicznych drugiego i trzeciego stopnia, którzy mogą na jej podstawie poszerzyć swoją wiedzę w wyżej zaprezentowanym obszarze, jak i zapoznać się z przykładem dobrze sformułowanego, właściwie osadzonego w literaturze i rozwiązanego za pomocą odpowiednio dobranych narzędzi badawczych problemu naukowego.

