

Jacek Mizerka

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów
Przedsiębiorstw
jacek.mizerka@ue.poznan.pl

FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW – DWA TYPY PODEJŚCIA

Streszczenie: W artykule przedstawiono pokrótce charakterystykę normatywnego i deskryptywnego podejścia do uprawiania finansów przedsiębiorstw. Szczególną uwagę zwrócono na podejście deskryptywne, czyli finanse empiryczne, w związku z upowszechnieniem się technologii informacyjnych i dostępu do masowych danych finansowych. Dzięki finansom empirycznym dokonuje się coraz większy postęp, jeśli chodzi o weryfikację założeń i wniosków wypływających z koncepcji neoklasycznej. Badania empiryczne z zakresu finansów przedsiębiorstw wymagają jednak dobrego przygotowania z zakresu metod ekonometrycznych.

Słowa kluczowe: finanse przedsiębiorstw, podejście normatywne, podejście deskryptywne, paradygmat neoklasyczny, finanse empiryczne.

Klasyfikacja JEL: G30, G02.

Wstęp

Finanse przedsiębiorstw (firm) to subdyscyplina naukowa zajmująca się gromadzeniem i wydatkowaniem środków pieniężnych. Do podstawowych, ogólnych zagadnień, którymi finanse przedsiębiorstw się zajmują, zaliczyć należy [Zingales 2000]:

- wycenę,
- strukturę kapitału,
- nadzór korporacyjny.

Rozważając bardziej szczegółowo przedmiot zainteresowania finansów przedsiębiorstw w ramach grupy zagadnień związanych z wyceną, możemy wymienić:

- metody konstrukcji planów finansowych (z uwzględnieniem modeli planowania odnoszących się do składników kapitału obrotowego netto i zarządzania nimi);
- metody oceny efektywności inwestycji, w tym także metody podejmowania decyzji na rynku kapitałowym;

- modele wyceny instrumentów finansowych;
- metody wyceny całych przedsiębiorstw.

Jeśli chodzi o problematykę struktury kapitału, to finanse przedsiębiorstw skupiają się na analizie takich zagadnień, jak:

- metody szacowania kosztu kapitału,
- sposoby pozyskiwania źródeł finansowania krótko- i długoterminowego,
- przesłanki podejmowania decyzji o strukturze kapitału firmy,
- sposoby wynagradzania dostawcy kapitału.

Z kolei w zakresie nadzoru korporacyjnego finanse przedsiębiorstw przejawiają zainteresowanie zagadnieniami związanymi z relacjami występującymi między interesariuszami przedsiębiorstwa. W szczególności przedmiotem rozważań są:

- relacje między właścicielami a menedżerami,
- stosunki między posiadaczami większościowych i mniejszościowych pakietów akcji,
- relacje między właścicielami a wierzycielami.

Podejście do rozważań nad przedstawionymi zagadnieniami może być dwojakie. Po pierwsze, można wyróżnić podejście normatywne polegające na tym, że poszukuje się odpowiedzi na pytanie: jak być powinno. Innymi słowy stawia się pytanie, jakie decyzje inwestycyjne, o finansowaniu działalności czy też o wysokości wypłacanej dywidendy powinny być podejmowane, aby zoptymalizować wartość kryterium podejmowania decyzji.

Po drugie, w badaniach nad finansami przedsiębiorstwa może być zastosowane podejście opisowe (deskryptywne). Podejście to polega na znajdowaniu odpowiedzi na pytanie: jak jest, bez ambicji odnoszących się do optymalizowania decyzji.

Podejście normatywne i podejście deskryptywne nie są od siebie odseparowane, choćby z tego względu, że odkrywanie zależności między zjawiskami finansowymi na skutek zastosowania podejścia deskryptywnego może prowadzić do lepszego zrozumienia skutków podejmowanych decyzji i w konsekwencji ulepszania metod służących spełnieniu kryterium decyzyjnego.

Celem niniejszego artykułu jest zatem zwięzła charakterystyka obu ujęć zagadnienia oraz podanie przykładów badań prowadzonych w ramach tych dwu rodzajów podejścia, z naciskiem na podejście deskryptywne, które jako finanse empiryczne, w ostatnich latach zyskuje na znaczeniu.

1. Podejście normatywne

Używając określenia „podejście normatywne” mam na uwadze metody i modele wypracowane w okresie, którego początek przypada na lata pięćdziesiąte dwudziestego stulecia. Wtedy to zaczęto dostrzegać znaczenie rynku kapitałowego dla

zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Teoretycznego uzasadnienia roli rynku kapitałowego dostarczył Irving Fisher, przedstawiając teoremat separacji [por. Copeland, Weston i Shastri 2004]. Znaczenie teorematu separacji polega na tym, że wskazuje, iż:

- kryterium podejmowania decyzji jest wzrost bogactwa właścicieli, który przekłada się na postulat wzrostu wartości przedsiębiorstwa;
- optymalne decyzje inwestycyjne są podejmowane przez menedżerów działających w imieniu właścicieli, lecz nie zależą od indywidualnych preferencji tych ostatnich;
- decyzje inwestycyjne są odseparowane od decyzji finansowych (o źródłach finansowania).

Teoremat separacji Fishera stworzył podwaliny pod rozwój neoklasycznego paradygmatu finansów przedsiębiorstw. Paradygmat zakłada, że uczestnicy rynku, na którym obowiązuje prawo jednej oceny na dany element aktywów finansowych, podejmują racjonalne decyzje, kierując się kryterium maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Jakkolwiek podejście normatywne w finansach nie ogranicza się do stosowania paradygmatu neoklasycznego, to jednak przez fakt, że w ramach tego teorematu przedsiębiorstwo jako całość postrzegane jest jako racjonalny podmiot, w dużej mierze jest z tym teorematem utożsamiane. Zastosowanie podejścia normatywnego w ramach paradygmatu neoklasycznego jest ułatwione, ponieważ interes firmy jako całości jest utożsamiany z interesem jej udziałowców.

Przykładem zastosowania paradygmatu neoklasycznego jest koncepcja F. Modiglianiego i M. Millera (MM), według której wartość firmy operującej na doskonałym rynku nie zależy od struktury jej kapitału [Modigliani i Miller 1958]. Modigliani i Miller rozumieli, że cena odzwierciedla atrakcyjność produktu dla potencjalnych klientów. Wartość firmy jest zatem ceną, którą potencjalni akcjonariusze muszą zapłacić, aby zostać współwłaścicielami firmy. Mając na uwadze fakt, że cena objawia się na rynku, potencjalni nabywcy akcji firmy szacują jej wartość, biorąc za podstawę spodziewane korzyści z racji posiadania akcji. Korzyści te trafiają do właścicieli w postaci przepływów pieniężnych wypłacanych w formie dywidend. Zatem owe przepływy pieniężne, a nie prognozy zysków księgowych, stanowią podstawę do szacowania wartości firmy. Paradygmat neoklasyczny leży także u podstaw takich koncepcji, jak: teoria portfelowa H. Markowitza, modele rynku kapitałowego (model wyceny aktywów kapitałowych – *capital asset pricing model* – CAPM, jednowskaźnikowy model Sharpe’a), hipoteza efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, a także model wyceny opcji Blacka-Scholesa. Załamanie się paradygmatu neoklasycznego w finansach przedsiębiorstw nastąpiło między innymi na skutek zastosowania teorii agencji do wyjaśnienia struktury kapitału [Jensen i Meckling 1976], rozważań na temat dostępu uczestników rynku finansowego do informacji [Leland i Pyle 1977], wykorzystania teorii sygnalizacji do analizy struktury kapitału w przedsiębiorstwie [Ross 1977]. Nie oznaczało to jednak, że badacze zjawisk finansowych zrezygnowali ze stosowa-

nia podejścia normatywnego. Dalej przedstawia się propozycje jak być powinno, mimo że kryterium podejmowania decyzji finansowych nie ogranicza się już tylko do postulatów formułowanych na gruncie paradygmatu neoklasycznego. Może się jednak pojawić pytanie, czy modele (np. wyceny) oparte na paradygmacie neoklasycznym, którego wszystkie założenia nie są spełnione, mogą być dalej wykorzystywane? Jediną odpowiedzią, którą możemy uzyskać, jest odpowiedź: Należy się zastanowić, czy zastosowanie modeli opartych na założeniach neoklasycznego paradygmatu finansów przedsiębiorstw, które nie są spełnione, pozwala na zachowanie „dostatecznej dokładności” w odwzorowaniu rzeczywistości [Spremann 2010]. Przykładowo, należy zastanowić, czy w odniesieniu do spółki o dość rozproszonym akcjonariacie, zarządzanej przez profesjonalnych menedżerów dalej można przyjmować założenie, że wszystkie decyzje podejmowane w imieniu akcjonariuszy przez menedżerów są decyzjami prowadzącymi do wzrostu wartości spółki jako całości i w konsekwencji do wzrostu bogactwa akcjonariuszy. Jeśli odwołamy się do teorii firmy, przyjmując, że firma jest zbiorem kontraktów (*nexus of contracts*) i na dodatek założymy, że przeważają kontrakty formalne (*explicite*), to możemy wykorzystać dorobek neoklasycznej teorii finansów. W zakresie struktury kapitału zastosowanie znajduje podejście Modiglianiego i Millera (MM). Kontrakty formalne chronią tylko interesy jednej grupy interesariuszy, a mianowicie udziałowców. W odniesieniu do metod wyceny właściwym podejściem, w sytuacji gdy uwzględnia się wyłącznie kontrakty formalne, wydaje się metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom (*cash-flow-to-equity approach*) lub metoda średniego ważonego kosztu kapitału (WACC – *weighted average cost capital*). Przy rozpatrywaniu problematyki wyceny może się też pojawić pytanie o spełnienie założeń wynikających z paradygmatu neoklasycznego w przypadku zastosowania podejścia opcyjnego do oceny efektywności inwestycji. Według K. Spremanna model wyceny opcji Blacka-Scholesa należy taktować jako „zenit zastosowania paradygmatu neoklasycznego”. Jednak przynajmniej w odniesieniu do opcji rzeczywistych spełnienie założeń w ramach tego paradygmatu wydaje się problematyczne. Na ogół bowiem instrument podstawowy, na który opcja rzeczywista jest wystawiona, nie jest przedmiotem obrotu giełdowego, a więc na podstawie informacji o nim nie udaje się oszacować wartości podstawowego parametru w modelu wyceny, czyli zmienności (*volatility*). Zmienność ta często jest szacowana na podstawie informacji odnoszących się do tzw. instrumentu bliźniaczego, którego wartość powinna być idealnie skorelowana z wartością instrumentu podstawowego, co w rzeczywistości nie ma miejsca. Literatura przedmiotu dostarcza usprawiedliwienia dla postępowania w sytuacji, gdy założenia paradygmatu neoklasycznego nie są spełnione, a badacze mimo to stosują metody wyceny, których stosowanie powinno być uzależnione od spełnienia tych założeń. Przykładem może być podejście MAD (*market asset disclaimer*) zaproponowane przez T.E. Copelanda i V. Antikarova [2001] do wyceny opcji rzeczywistych.

2. Podejście deskryptywne

Modele normatywne próbują oceniać zjawiska zachodzące w świecie finansów z punktu widzenia przyjętego (-ych) kryterium (-ów). Zależności formułowane w ramach tych modeli opierają się czasami na nierealistycznych założeniach. Zachodzi zatem potrzeba konfirmacji albo falsyfikacji owych zależności. Może się to dokonać tylko na podstawie masowych danych statystycznych. Rozwój technologii informacyjnych, a także dostęp do elektronicznych baz danych zawierających masowe dane z przedsiębiorstw umożliwiają przeprowadzenie badań prowadzących do ustalenia istotnych statystycznie zależności między wyróżnionymi zmiennymi. Rosnąca liczba publikacji poświęconych empirycznej analizie decyzji inwestycyjnych i finansowych podejmowanych przez firmy świadczy, według B.E.Eckbo [2007] o tym, że takie podejście określane mianem finansów empirycznych zdobywa dominującą pozycję w finansach przedsiębiorstw. Rozwój finansów empirycznych jest efektem konfrontacji dotychczasowego dorobku teoretycznego finansów przedsiębiorstw z masowymi danymi o sytuacji finansowej firm zawartymi w bazach danych utworzonych dla celów analizy tej sytuacji. Finanse empiryczne można określić mianem podejścia opisowego (deskryptywnego). Zadaniem tego podejścia jest szukanie istotnej zależności między wyróżnionymi zmiennymi, a więc odpowiedź na pytanie: jak jest, a nie, jak być powinno. Warto przyrzeć się wybranym metodom i przykładom podejścia deskryptywnego w finansach przedsiębiorstwa.

Jedną z najczęściej stosowanych metod jest metoda analizy zdarzeń (*event study method*). Metoda ta pozwala wyizolować zdarzenie i zbadać jego wpływ na sytuację finansową lub decyzje podejmowane przez firmy. Przedmiotem badania, ze względu na stosunkowo dobrą dostępność danych, są często spółki notowane na giełdzie. Nie istnieje jeden wzorzec procedury analizy zdarzeń do każdego przypadku. Jednakże w metodzie tej wyróżnia się kilka zasadniczych kroków. Mając na uwadze, że metoda analizy zdarzeń bywa często stosowana do badania wpływu określonego zdarzenia na stopy zwrotu z inwestycji, do kroków tych należy zaliczyć [Gurgul 2006]:

- 1) definicję zdarzenia oraz określenie okna zdarzenia, czyli stosunkowo niedługiego okresu pokrywającego moment zdarzenia;
- 2) określenie kryteriów doboru obiektów do badania (np. spółek notowanych na giełdzie);
- 3) wybór miar określających poziom oczekiwanej (normalnej) i zwykłej (nadzwyczajnej) stopy zwrotu;
- 4) oszacowanie parametrów modelu opisującego oczekiwaną stopę zwrotu na podstawie danych pochodzących z okna estymacji, po uprzednim określeniu jego długości;
- 5) pomiar nadzwyczajnych (zwykłych i skumulowanych) stóp zwrotu w oknie zdarzenia;

- 6) testowanie istotności różnicy między nadzwyczajnymi oczekiwanymi stopami zwrotu;
- 7) prezentację wyników badań i ich interpretację.

Ciekawym przykładem badań z wykorzystaniem metody analizy zdarzeń, prowadzonych w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw UEP, jest praca J. Lizińskiej poświęcona analizie wpływu sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa [Lizińska 2009]. Źródłem informacji dla tych badań była baza Thomson ONE Banker. Dzięki wykorzystaniu tej bazy uzyskano dostęp do danych o transakcjach sekurytyzacji aktywów poza sektorem finansowym przeprowadzanych w skali globalnej. Badaniu poddano 3311 transakcji o łącznej wartości 1,706 miliardów dolarów sfinalizowanych w okresie od 1.01.1985 do 30.09.2008. Dzięki przeprowadzonym badaniom wykazano, że dokonanie sekurytyzacji aktywów prowadziło do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa inicjatora sekurytyzacji. Przeprowadzone badania upoważniają także do sformułowania wniosku, że określone cechy firmy inicjującej sekurytyzację (między innymi wysoki poziom asymetrii informacji oraz niski poziom wolnych środków pieniężnych) sprzyjają wzrostowi jej wartości.

Często wykorzystywaną metodą badawczą w finansach przedsiębiorstw jest regresja. Metoda regresji wielorakiej została wykorzystana w badaniach nad identyfikacją czynników wpływających na poziom natychmiastowych stóp zwrotu z akcji spółek prywatyzowanych poprzez giełdę [Czapiewski i in. 2012]. Na przykładzie pierwszych ofert publicznych na GPW w Warszawie w latach 1991–2011 dokonany został pomiar natychmiastowych stóp zwrotu (*initial public offerings* – IPO), a także została przeprowadzona identyfikacja czynników kształtujących poziom tych stóp, odrębnie dla grupy spółek prywatyzowanych (PIPO) oraz typowych ofert prywatnych (IPO). Badania wykazały istotną różnicę w poziomie natychmiastowych stóp zwrotu w początkowym okresie funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (1991–2000), w porównaniu z okresem późniejszym (2001–2011). Nie zaobserwowano jednakże istotnej różnicy między IPO i PIPO.

Odmianą metody regresji jest regresja logistyczna, czyli regresja, w której zmienna objaśniana przyjmuje tylko dwie wartości. Na ogół są to wartości zero albo jeden. Logit jest natomiast logarytmem ilorazu szans przyjęcia i nieprzyjęcia wartości jeden przez zmienną objaśnianą. Model logitowy został wykorzystany przez J. Mizerkę i A. Stróżyńską do zbadania wpływu określonych czynników na wykorzystanie instrumentów pochodnych przez spółki z sektorów niefinansowych notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych. Badanie przeprowadzono z wykorzystaniem danych panelowych z lat 2008–2011. Celem badań, poza badaniem wpływu wyszczególnionych czynników na użycie przez firmy derywatów, było znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy na wykorzystanie instrumentów pochodnych przez spółki notowane na giełdzie w Warszawie wpływ mają te same

czynniki, co w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Badania pokazały, że występuje istotna pozytywna zależność między wykorzystaniem derywatów przez spółki, a ich wielkością, poziomem zadłużenia, wielkością kapitału obrotowego netto oraz efektywnością wykorzystania aktywów. Uzyskane rezultaty wskazują na brak istotnych różnic między czynnikami wpływającymi na wykorzystanie derywatów w krajach rozwiniętych oraz czynnikami, które oddziałują na wykorzystanie instrumentów pochodnych w krajach Centralnej i Wschodniej Europy. Uzyskane rezultaty badań odnoszące się do wpływu relacji agencji na wykorzystywanie przez firmy derywatów prowadziły do odrzucenia hipotezy o występowaniu takiego wpływu [Mizerka i Stróżyńska 2013].

W Katedrze Finansów Przedsiębiorstw UEP powstało jedno z pierwszych, jeśli nie pierwsze w Polsce, opracowanie empiryczne poświęcone strukturze kapitału spółek rodzinnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie [Jewartowski i Kałdoński 2013]. Autorzy, korzystając z różnych odmian metody regresji, przeprowadzili badania panelowe 105 spółek notowanych na Giełdzie w Warszawie, wykazując, że rodzinne spółki publiczne są na ogół bardziej zadłużone w porównaniu z innymi spółkami, a także na to, że te spółki w szerszym zakresie wykorzystują mechanizm sprawowania kontroli, który prowadzi do powstania swoistego klina (*wedge*) między prawem głosu i prawem do dywidendy. Stwierdzono, że spółki wykorzystujące akcje ze zróżnicowanymi prawami głosu, są bardziej zadłużone niż inne spółki. Fakt ten daje podstawę do wyciągnięcia wniosku, że w spółkach rodzinnych podejmowane są próby zachowania kontroli poprzez udzielanie przywilejów co do głosu dotychczasowym właścicielom, a kapitał pozyskiwany jest poprzez zaciąganie długu.

Problematyka asymetrii informacji i jej wpływu na strukturę kapitału należy do zagadnień często podejmowanych przez badaczy zajmujących się finansami przedsiębiorstwa. Problematyka ta stała się również przedmiotem pracy J. Kubiaka poświęconej wpływowi asymetrii informacji na strukturę kapitału przedsiębiorstw w Polsce [Kubiak 2013]. Główna hipoteza tej pracy głosi, że poziom asymetrii informacji pomiędzy inwestorami wewnętrznymi i zewnętrznymi ma wpływ na strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Zweryfikowaniu głównej hipotezy służy weryfikacja hipotez cząstkowych, według których:

- Przedsiębiorstwa o wyższym poziomie asymetrii informacji w relatywnie wyższym stopniu preferują finansowanie ze źródeł wewnętrznych.
- Firmy o wyższym poziomie asymetrii informacji, które pozyskują kapitał ze źródeł zewnętrznych, w relatywnie wyższym stopniu wykorzystują dług niż kapitał własny.
- Przedsiębiorstwa o wyższym poziomie asymetrii informacji charakteryzują się relatywnie wyższym wykorzystaniem długu krótkoterminowego.

Badania empiryczne podjęte w celu weryfikacji hipotez opierały się na danych zaczerpniętych z zestawień finansowych przedsiębiorstw prowadzących działal-

ność w Polsce zebranych w bazie danych InfoCredit. Zakres czasowy badań obejmował lata 2002–2008. W pracy wykorzystano metody wielowymiarowej analizy porównawczej, analizę korelacji i regresji. W wyniku badań przedstawione hipotezy zostały przynajmniej częściowo potwierdzone.

Zakończenie

Podejście normatywne uprawiane w ramach paradygmatu neoklasycznego odgrywa ważną rolę w finansach przedsiębiorstw, gdyż w wielu przypadkach modele zbudowane na gruncie tego paradygmatu dają zadowalające rezultaty także w warunkach odbiegających od założeń rynku doskonałego. Jednakże rozwój technologii informacyjnych, w tym pojawienie się baz danych zawierających szczegółowe informacje o sytuacji przedsiębiorstw, sprawia, że coraz większego znaczenia nabierają finanse empiryczne. Dzięki dostępowi do masowych danych w coraz większym stopniu możliwa staje się weryfikacja zarówno wyników, jak i założeń teorii finansów przedsiębiorstw. Uprawianie finansów przedsiębiorstw w ramach podejścia deskryptywnego wymaga od badacza bardzo dobrej znajomości szeroko pojętych metod ekonometrycznych. Kształcenie na kierunkach finansowych powinno umożliwić uzyskanie stosownej wiedzy i umiejętności.

Bibliografia

- Copeland, T.E., Antikarov, V., 2001, *Real Options. A Practitioner's Guide*, Texere.
- Copeland, T.E., Weston, L.F., Shastri K., 2004, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison Wesley Publishing Company.
- Czapiewski, L., Jewartowski, T., Kałdoński, M., Mizerka, J., 2012, *Determinanty natychmiastowych stóp zwrotu z akcji spółek Skarbu Państwa dokonujących pierwotnych ofert publicznych*, maszynopis.
- Eckbo, B.E., 2007, *Handbook of Corporate Finance. Empirical Corporate Finance*, t. 1, North Holland.
- Gurgul, H., 2006, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, WoltersKluwer, Warszawa.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, vol. 3, no. 4.
- Jewartowski, T., Kałdoński, M., 2013, *Capital Structure and Corporate Control in Family Firms when Dual-class Shares are Restricted*, maszynopis.
- Kubiak, J., 2013, *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977, *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, The Journal of Finance vol. XXXII, no. 2.

- Lizińska, J., 2009, *Wpływ sekurytyzacji aktywów na wartość rynkową przedsiębiorstwa*, praca doktorska na Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu.
- Mizerka, J., Stróżyńska, A., 2013, *Factors Influencing the Use of Derivatives in Poland*, referat na Global Finance Conference, Monterey, Kalifornia, USA, 20–22.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, vol. 48 (June).
- Ross, S., 1977, *The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, no. 4.
- Spremann, K., 2010, *Old and New Financial Paradigms*, w: Eilenberger, G. (ed.), *Current Challenges for Corporate Finance: a Strategic Perspective*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Zingales, L., 2000, *In Search of New Foundations*, Journal of Finance, vol. LV, no. 4.

CORPORATE FINANCE – TWO APPROACHES

Abstract: This paper presents an overview of the normative and descriptive approaches to corporate finance. Particular attention is paid to the descriptive approach, namely empirical finance, which is connected with the widespread use of information technology and access to a large volume of financial data. Through empirical financial analysis constant progress is being made as regards the verification of the assumptions and conclusions which stem from neoclassical concepts. However, empirical studies in the area of corporate finance require proper preparation in respect of such econometric methods.

Keywords: corporate finance, normative approach to corporate finance, descriptive approach to corporate finance.