

DOI: 10.18559/SOEP.2018.7.6

Tomasz Jewartowski, Michał Kałdoński, Jacek Mizerka

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów Przedsiębiorstw,

Autor do korespondencji: Tomasz Jewartowski, tomasz.jewartowski@ue.poznan.pl

**KONFERENCJA INFINITI 2018 –
NOWE TRENDY, METODY I NARZĘDZIA
BADAWCZE W FINANSACH**

W dniach 10-12 czerwca 2018 roku w Poznaniu odbyła się 16. edycja międzynarodowej konferencji INFINITI Conference on International Finance. Jej organizatorami są Trinity College Dublin (Irlandia) oraz Monash University (Australia). W tym roku uczelnią goszczącą konferencję był Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

Konferencja INFINITI jest uznawana za jedną z ważniejszych odbywających się w Europie konferencji dotyczących finansów, w tym szczególnie finansów międzynarodowych, w trakcie której prezentowane są referaty dotyczące przede wszystkim funkcjonowania rynków i instytucji finansowych w ujęciu globalnym. Tegoroczna konferencja składała się z 64 sesji tematycznych oraz kilku towarzyszących warsztatów poświęconych metodom i narzędziom badawczym oraz metodom kształcenia w obszarze finansów. Podczas konferencji zaprezentowano 188 referatów przygotowanych samodzielnie lub wspólnie przez 436 autorów. Autorzy (współautorzy) reprezentowali łącznie 213 instytucje, głównie naukowe, z 46 krajów. Najliczniej reprezentowanymi krajami były Wielka Brytania (106 autorów/współautorów z 42 instytucji), Polska (57 autorów/współautorów z 13 instytucji) i Niemcy (45 autorów/współautorów z 22 instytucji).

W konferencji brała udział nie tylko społeczność akademicka, ale również przedstawiciele instytucji finansowych, w tym przede wszystkim banków centralnych, m.in.: European Central Bank, Bank of England, Banco de España, Banco de Mexico, Banque de France, National Bank of Belgium, Narodowy Bank Polski, Sveriges Riksbank. Jak co roku, także i tym razem

podczas konferencji dyskutowano na tematy związane z polityką monetarną, polityką makroostrożnościową oraz z regulacjami w sektorze bankowym na poziomie międzynarodowym.

Prezentowane podczas konferencji referaty zawierały przede wszystkim wyniki oryginalnych badań empirycznych. Relatywnie niewielki odsetek referatów przedstawiał wyniki prac o charakterze teoretycznym (modelowym). Część referatów miała charakter przeglądu (*systematic review*) bądź stanowiła syntezę wyników wcześniejszych prac empirycznych, bazując na zyskującej nie tylko w finansach metodzie metaanalizy. Referaty pogrupowane zostały w bloki tematyczne, z których wyodrębnić można m.in. (zachowane oryginalne nazewnictwo):

- Alternative Investments & International Financial Integration,
- Banking & Financial Services in Integrated Markets,
- Behavioral Aspects of International Finance,
- Corporate Governance & International Firms,
- Emerging Markets,
- Financial Engineering & Derivatives,
- Financial Geography of International Financial Integration,
- Financial Management in an International Finance Regime,
- Global Risk Markets,
- Historical Aspects of International Financial Integration,
- Interest & Exchange Rates,
- International Asset Pricing,
- International Market Co-movements, Contagion & Crisis,
- International Portfolio Diversification,
- Markets & Exchanges in a Globalized Environment,
- Mathematical & Computational Aspects of International Finance,
- Regionalisation and Globalisation in International Finance,
- Volatility Determination & Transmission.

Większość prezentowanych referatów można przyporządkować do jednego z wymienionych tradycyjnych obszarów dyscypliny finansów, jednak podczas konferencji nie zabrakło sesji poświęconych relatywnie nowszym, aktualnym zagadnieniom, w tym m.in.:

- kryptowalutom,
- finansowaniu społecznościowemu (*crowdfunding*),
- inwestowaniu społecznie odpowiedzialnemu.

Dynamicznie rozwijający się rynek kryptowalut, z dominującą rolą bitcoina i ethereum, stanowi wyzwanie nie tylko dla regulatorów rynków finansowych, ale również dla zarządzających funduszami inwestycyjnymi

oraz dla indywidualnych inwestorów, którzy coraz częściej traktują kryptowaluty jako alternatywną formę inwestycji kapitału. Podczas konferencji prezentowane były wyniki badań nad charakterystykami stóp zwrotu z inwestycji w kryptowaluty (wariancją warunkową stóp zwrotu oraz ich dynamiczną korelacją warunkową ze stopami zwrotu z innych aktywów, w tym m.in. złota czy akcji) wskazujące, że różnią się one istotnie pod tymi względami od klasycznych aktywów. W innym artykule podejmowana była próba określenia zależności pomiędzy zmiennymi makroekonomicznymi a stopami zwrotu generowanymi przez bitcoina, która również wykazała istotną różnicę między bitcoinem a klasycznymi aktywami w zakresie reakcji na niespodziewane zmiany wskaźników makroekonomicznych. Niepewność związana z przyszłością kryptowalut oraz brak fundamentów determinujących ich wewnętrzną wartość są przyczynami prognozowanej przez prezentujących na konferencji referaty dużej zmienności stóp zwrotu z tych instrumentów w przyszłości.

Finansowanie społecznościowe to dynamicznie rozwijający się segment rynku, którego uczestnicy ze strony popytowej pozyskują kapitał bez udziału pośredników finansowych, poprzez gromadzenie relatywnie niskich kwot od szerokiego grona zainteresowanej finansowaniem danego przedsięwzięcia społeczności. Przedmiotem jednego z kilku prezentowanych na konferencji referatów poświęconych temu zagadnieniu była ocena potencjalnego wpływu rozwoju tego segmentu rynku na całą gospodarkę. Autorzy dochodzą do ciekawych wniosków, sugerując, że rozwój crowdfundingu doprowadzi do obniżenia poziomu stóp procentowych, sprzyjającego dodatkowemu wzrostowi gospodarczemu. Z drugiej strony może jednocześnie ograniczać skuteczność polityki monetarnej.

Inwestowanie społecznie odpowiedzialne (*socially responsible investing* – SRI) polega na świadomym bezpośrednim bądź pośrednim inwestowaniu w walory spółek społecznie odpowiedzialnych, czyli takich, które przestrzegają standardów etycznych oraz w swojej działalności poza kryteriami ekonomicznymi kierują się również kryteriami pozaekonomicznymi, ściśle związanymi z koncepcją zrównoważonego rozwoju. Rosnące znaczenie SRI odzwierciedla z jednej strony rosnąca liczba indeksów giełdowych, obejmujących społecznie odpowiedzialne podmioty, a z drugiej strony rosnąca liczba funduszy inwestycyjnych, które w swoich strategiach zakładają inwestowanie w walory takich podmiotów. Wyniki badań nad efektywnością tych funduszy są niejednoznaczne, zasadniczo jednak można przyjąć, że inwestowanie społecznie odpowiedzialne nie generuje stóp zwrotu istotnie różniących się od pozostałych strategii inwestycyjnych, chociażby pasyw-

nych, odzwierciedlających szerokie indeksy giełdowe. Podczas konferencji prezentowane były wyniki oryginalnych badań dotyczących struktury inwestorów preferujących podejście SRI. Wyniki te wskazują, że największa skłonność do inwestowania społecznie odpowiedzialnego charakteryzuje młode małżeństwa posiadające dzieci, które najczęściej w swoich portfelach inwestycyjnych wykazywały akcje spółek społecznie odpowiedzialnych bądź tytuły uczestnictwa funduszy inwestujących w akcje takich spółek, aczkolwiek odsetek kapitału inwestowanego w takie walory był wśród inwestorów tej grupy relatywnie niski.

Jak co roku, także i tym razem konferencja INFINITI stanowiła forum wymiany idei i wyników badań w obszarach leżących nieco na uboczu głównego nurtu finansów, często na pograniczu różnych dyscyplin nauk społecznych, w tym:

- styku polityki i finansów,
- znaczenia różnic kulturowych w finansach międzynarodowych,
- etyki w finansach.

Aż cztery sesje konferencji, obejmujące łącznie kilkanaście referatów, były poświęcone szeroko rozumianym relacjom pomiędzy polityką a finansami. Podczas tych sesji przedstawiane były m.in. wyniki badań nad zależnością między stabilnością polityczną a rentownością papierów skarbowych, pomiędzy ryzykiem geopolitycznym a stopami zwrotu z akcji spółek na rynkach wschodzących, pomiędzy terminami wyborów a okresami ponadprzeciętnych stóp zwrotu na amerykańskim rynku akcji czy wreszcie wyniki badań nad znaczeniem ryzyka geopolitycznego dla tzw. efektów zarażania (*spillover effects*) na rynkach wschodzących. Autorzy jednego z referatów podjęli ciekawą kwestię roli portali społecznościowych w transmisji sygnałów ze świata polityki mających wpływ na decyzje podejmowane przez inwestorów. Na przykładzie rynku amerykańskiego wykazali oni, że pojawiające się nowe informacje o działaniach politycznych, których konsekwencje mogą dotyczyć wymienionych z nazwy spółek (np. importerów), rozpowszechniane za pomocą portali społecznościowych, mają istotny wpływ na poziom oraz zmienność stóp zwrotu z akcji tych spółek oraz wolumeny obrotów.

Wiele referatów konferencyjnych podnosiło wątek różnic kulturowych, nawiązując do dorobku Geerta Hofstedeego z zakresu wymiarów kultur narodowych (*dimensions of national culture*) i znaczenia tych różnic dla kształtu ładu korporacyjnego, efektywności działalności przedsiębiorstw, a także ich wartości. Różnice te były rozpatrywane na poziomie międzynarodowym, ale także na poziomie składu organów zarządczych spółek czy

przez pryzmat różnic kulturowych pomiędzy osobami zarządzającymi spółkami a głównymi akcjonariuszami tych spółek. W tym ostatnim przypadku w jednym z artykułów prezentowano wyniki badań świadczące, że zmniejszenie tych różnic sprzyja maksymalizacji wartości spółek. Autorzy innego referatu wykazywali z kolei na międzynarodowej próbie, że zróżnicowanie w zakresie wymiarów kultur narodowych wyjaśnia częściowo zróżnicowaną skłonność do ryzyka podejmowanego przez zarządzających bankami.

Kolejnym ciekawym i oryginalnym wątkiem łączącym co najmniej kilka prezentowanych referatów była kwestia etyki w finansach, głównie w kontekście postaw etycznych osób zarządzających instytucjami finansowymi oraz zarządzających spółkami publicznymi. Autorzy jednego z referatów przeprowadzili badania przeglądowe, analizując publikacje w najbardziej prestiżowych czasopismach z zakresu finansów. Wykazali wzrost zainteresowania kwestiami etyki w literaturze finansowej w ostatniej dekadzie, głównie w konsekwencji ostatniego kryzysu finansowego. Ten wzrost zainteresowania wynika ze wzrostu znaczenia etyki w sektorze finansowym, przynajmniej z perspektywy regulatorów oraz nadzorców. Nie zawsze jednak deklaracje w zakresie przestrzegania zasad etycznych idą w parze z faktycznymi działaniami. W tym kontekście ciekawe wyniki badań przedstawili autorzy jednego z referatów, wykazując, że im częściej zarządzający spółkami giełdowymi wykorzystują słowa typu „etyka” oraz inne sformułowania nawiązujące do zaufania (*trust-related words*) w raportach z działalności i listach do akcjonariuszy, tym większe jest prawdopodobieństwo słabej rentowności operacyjnej w kolejnych okresach.

Referat ten warto przytoczyć nie tylko w kontekście uzyskanych wyników, ale również ze względu na zastosowane narzędzia badawcze. Nie był to jedyny artykuł prezentowany na konferencji, którego autorzy analizowali szczegółowo teksty raportów czy komunikatów spółek giełdowych (a także transkrypcji wypowiedzi podczas konferencji towarzyszących prezentowanym wynikom okresowym), korzystając m.in. z coraz bardziej popularnego narzędzia uczenia maszynowego. Pozwala ono na analizę tekstu chociażby pod kątem oceny tonu czy retoryki stosowanej przez autorów tekstów, co może mieć znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Poza tradycyjnymi sesjami tematycznymi ważną częścią konferencji było wystąpienie głównego prelegenta (*keynote speaker*), profesora Douglasa Cumminga z York University Schulich School of Business w Kanadzie. Wystąpienie to wpisywało się w nurt coraz bardziej interdyscyplinarnych badań naukowych, co nie powinno dziwić, gdy weźmie się pod uwagę wykształcenie i dorobek naukowy głównego prelegenta. Jego szerokie zainte-

resowania obejmują m.in. związki prawa z finansami, przedsiębiorczość, ład korporacyjny, pośrednictwo finansowe, regulacje i nadzór finansowy. Profesor Cumming jest autorem bądź współautorem ponad 150 artykułów naukowych opublikowanych w prestiżowych czasopismach naukowych w dziedzinie finansów, zarządzania, ekonomii i prawa, w tym m.in.: *Academy of Management Journal*, *Journal of Financial Economics*, *Review of Financial Studies*, *Journal of International Business Studies* oraz *Journal of Empirical Legal Studies*. Profesor Cumming jest także współredaktorem kilku czasopism naukowych, w tym m.in. *Journal of Corporate Finance*, *European Journal of Finance*, *Journal of Banking and Finance*.

Motywytem przewodnim prelekcji profesora Cumminga pt. *Surveillance, securities regulation, and the intersection of microstructure and corporate finance* były powiązania pomiędzy mikrostrukturą rynku (*market microstructure*) a finansami przedsiębiorstw. Profesor argumentował, że regulacje dotyczące mikrostruktury rynku, np. w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi, nie tylko pociągają za sobą konsekwencje w obszarze struktury rynku (np. ograniczają lub zwiększają jego płynność), ale mogą wpływać na realne działania podejmowane w spółkach giełdowych, m.in. w obszarze fuzji i przejęć oraz wprowadzanych innowacji. Powyższej tezy profesor Cumming bronił, przedstawiając wyniki badań dotyczących manipulowania cenami zamknięcia akcji spółek ogłaszających transakcje fuzji i przejęć. Okazuje się, że prawdopodobieństwo wycofania transakcji jest istotnie wyższe (o ok. 10-12%), a premie (różnice pomiędzy oferowanymi cenami w wezwaniach a aktualnymi cenami rynkowymi) istotnie niższe (o ok. 25%) w wypadku spółek giełdowych (przedmiotów przejęcia), co do których analiza *ex post* wykazała manipulowanie cenami zamknięcia. Badania na międzynarodowej próbie wykazują z kolei, że to prawdopodobieństwo jest istotnie niższe w wypadku spółek notowanych na tych giełdach, które wprowadziły szczegółowe regulacje ograniczające możliwość sztucznego „chwilowego” zawyżenia bądź zaniżenia cen akcji, szczególnie w końcowej fazie sesji giełdowych.

Poza sesjami tematycznymi uczestnicy konferencji INFINITI 2018 mogli wziąć także udział w warsztatach poświęconych metodom i narzędziom badawczym (*Event Study Workshop; New Developments in Wavelet Modeling: Implications for International Finance*) oraz metodom kształcenia (*Raw Case Study Workshop*). Warsztaty poświęcone analizie zdarzeń stanowią trwały element konferencji INFINITI ze względu na ogromną popularność wykorzystania tej (upowszechnionej przez E. Famę, L. Fishera, C. Jensena i R. Rolla w pracy pt. *The adjustment of stock prices to new information*, s. 98,

1969) metody do weryfikacji hipotez badawczych na podstawie uśrednionej reakcji rynkowej na zdefiniowane w badaniu zdarzenie. Za zdarzenie przyjmuje się na ogół pojawienie się na rynku nowej informacji, a faktyczna reakcja rynkowa (natychmiastowa bądź długoterminowa) konfrontowana jest z przewidywanym efektem wpływu danej informacji na ceny, na podstawie przyjętej teorii. Wielu autorów referatów prezentowanych podczas tegorocznej konferencji wykorzystywało analizę zdarzeń jako podstawową bądź jedną z ważniejszych metod badawczych.

Ostatniej edycji konferencji INFINITI towarzyszyło zorganizowane w jej przeddzień sympozjum poświęcone zyskującym na popularności (również w nauce finansów) podejściom badawczym: metaanalizie (*meta-analysis*) oraz systematycznemu przeglądowi literatury (*systematic review*). Metaanaliza to stosunkowo nowe podejście, które zrodziło się na skutek lawinowo rosnącej liczby publikacji w różnych dziedzinach nauki. Jest już szeroko stosowana, szczególnie w medycynie, jednak w naukach ekonomicznych czy szerzej, społecznych, nie jest jeszcze rozpowszechniona. Publikacje traktujące o wykorzystaniu metaanalizy w naukach ekonomicznych w większej liczbie pojawiły się w latach 90. ubiegłego stulecia. Metaanalizę określić można jako analizę statystyczno-ekonometryczną dużych zbiorów wcześniej opublikowanych wyników badań. Analizy tej dokonuje się w celu integracji wyników tychże badań. Dzięki metaanalizie możliwe staje się wyprowadzenie z badań bardziej ogólnych wniosków; także tych, których wyniki stoją ze sobą w sprzeczności. Innymi słowy, metaanaliza pozwala na bardziej formalny i obiektywny przegląd literatury zawierającej wyniki badań empirycznych. Metaanaliza dopracowała się bowiem własnych metod badawczych. Za podstawową metodę uchodzi metaregresja (*meta-regression analysis* – MRA). Jest ona obiektywnym i statystycznie rygorystycznym podejściem do przeglądów wyników badań. Metaregresja to wielowymiarowe badanie empiryczne z wykorzystaniem analizy regresji, które czerpie dane z innych badań dotyczących danego zjawiska.

W trakcie sympozjum poświęconego metaanalizie i systematycznemu przeglądowi literatury zaprezentowano piętnaście referatów. Część z nich sprowadzała się tylko do przeglądu publikacji poruszających dane zagadnienie; w części natomiast zastosowano metaanalizę. Jeśli chodzi o metaanalizę, to w pierwszej kolejności należy wymienić dwa artykuły poświęcone zagadnieniu hedgingu w przedsiębiorstwie. Artykuł *What drives financial hedging? A meta-regression analysis of corporate hedging determinants*, którego autorami są: J. Geyer-Klingeberg, M. Hang i A. W. Rathgeber, zawiera wyniki badań odnoszących się do czynników wpływających

na zastosowanie przez przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych dla zabezpieczenia przed ryzykiem. Godne podkreślenia jest wykorzystanie 175 publikacji zawierających 7024 oszacowania wpływu czternastu najczęściej rozważanych czynników. Zestawienie wyników pierwotnych badań (*primary research*) sugeruje, że wielkość firmy i ekspozycja na ryzyko są najważniejszymi czynnikami dostrzeżonymi przez badaczy zarówno dla decyzji o zabezpieczeniu, jak i dla zakresu zabezpieczenia. W świetle badań z wykorzystaniem metaanalizy dość powszechne przekonanie o tym, że powodem stosowania hedgingu przez firmy jest chęć uniknięcia problemu niedoinwestowania lub uzyskanie korzyści podatkowych, nie wydaje się mocno uzasadnione. Metaanaliza prowadzi raczej do wniosku, że tradycyjne teorie dotyczące zabezpieczenia przed ryzykiem powinny zostać rozszerzone o kolejne elementy, które pozwolą na uwzględnienie specyficznego dla danego kraju otoczenia i bardziej precyzyjnego określenia ekspozycji na ryzyko. Z kolei drugi artykuł: *Does corporate hedging enhance shareholder value? A meta-analysis* autorstwa W. Besslera, T. Conlona oraz X. Huanc, dotyczy ciągle aktualnego pytania o wpływ hedgingu na wartość firmy. Literatura przedmiotu dostarcza sporo argumentów na rzecz tezy o pozytywnym wpływie stosowania zabezpieczeń przed ryzykiem finansowym na wartość firmy. Synteza badań przeprowadzona za pomocą metaanalizy na podstawie wyników 47 pierwotnych badań potwierdza te ustalenia.

Uniwersalność metaanalizy w badaniach z zakresu finansów potwierdzona została w kolejnych referatach o mocno zróżnicowanej tematyce. Jednym z nich był przygotowany przez: L. Pérez-Calero, J. M. Hurtado Gonzáleza, F. J. López-Iturriagę, referat poświęcony problematyce nadzoru korporacyjnego: *The relation between firm ownership structure and board of directors independence: An international meta-analysis*. Poszczególne badania dotyczące relacji między strukturą własnościową spółek a niezależnością rad nadzorczych dają różne, często przeciwstawne wyniki. Wykorzystanie metaanalizy odnośnie do wyników 127 pierwotnych badań pozwoliło na ustalenie, że istnieje słaba, ale raczej ujemna zależność między stopniem koncentracji własności a niezależnością rad nadzorczych. Ta relacja jest silniejsza dla krajów, w których obowiązuje system prawa precedensowego i gdy firmy są zarządzane przez menedżerów będących większościami udziałowcami lub członkami rodzin sprawujących kontrolę nad spółkami. Natomiast zależność ta jest dodatnia dla firm wywodzących się z krajów o systemie prawa cywilnego lub dla firm, w których inwestorzy instytucjonalni mają większościami udziały. Zatem artykuł ujawnia różnice w relacji między strukturą własności a niezależnością rad nadzorczych, zależnie od

kontekstu instytucjonalnego, w którym działa firma. Kolejny artykuł, którego autorami są: Ch. Veld, P. Verwijmeren i Y. Zabolotnyuk, pt. *Wealth effects of seasoned equity offerings: A meta-analysis* opisuje wyniki badań nad efektami zapowiedzi przeprowadzenia wtórnych emisji akcji przez spółki publiczne. Próba badawcza obejmuje wyniki badań ogłoszone w 169 artykułach publikowanych w wiodących periodykach naukowych z zakresu finansów lub dostępnych jako wersje robocze w wersji elektronicznej w Social Science Research Network (SSRN). Badania pierwotne obejmują różne kraje, jednakże gros prac (121 badań) odnosi się do Stanów Zjednoczonych. Ustalono, że istotna statystycznie anormalna stopa zwrotu z akcji spółek zamierzających przeprowadzić wtórną emisję akcji wynosi $-1,13\%$, przy czym bardziej negatywna reakcja odnosi się do spółek notowanych na giełdach amerykańskich. Efekty bogactwa (*wealth effects*) są mniej negatywne, gdy dochody wypracowane przez spółki wypłacające dywidendy są wykorzystywane do redukcji zadłużenia. Celem kolejnego artykułu autorstwa H. Ben Mabrouki, pt. *Capital structure and bank performance: A meta-analytical approach*, było zbadanie zależności między strukturą kapitału a efektywnością działalności bankowej. W tym celu wykorzystano wyniki badań zamieszczone w 66 artykułach na przestrzeni 57 lat (1958-2015). Wyniki metaanalizy nie wskazują na istotną zależność między strukturą kapitału banków a efektywnością ich działalności, co niejako potwierdzałoby koncepcję Modiglianego i Millera z 1958 roku dotyczącą zależności między strukturą kapitału a wartością firmy. Kolejny prezentowany artykuł: *What drives dividend smoothing? A meta regression analysis of the Lintner model*, napisany przez E. Fernaua i S. Hirscha, dotyczył hipotezy wygładzania dywidend przez spółki. Jest to temat badawczy szczególnie dobrze spenetrowany i opisany w literaturze przedmiotu. Korzystając ze 117 badań empirycznych wykorzystujących model wypłaty dywidendy zaproponowany przez Lintnera, stwierdzono przeciętny stopień wygładzania dywidend. Zastosowanie metaanalizy dało podstawy, by przypuszczać, że niektóre publikacje mogą być stroniczne. Odnośnie do zagadnienia wygładzania dywidend, stroniczość może się przejawiać w skłonności do publikowania dodatnich i statystycznie istotnych współczynników wygładzania.

Metaanaliza znajduje również zastosowanie w badaniu zjawisk finansowych w skali makro, czego przykładem są dwa kolejne artykuły. Pierwszy z nich, autorstwa S. Papadamou, Í. A. Kyriazisa i P. G. Tzeremes, pt. *Unconventional monetary policy effects on output and inflation: A meta-analysis*, dotyczy wpływu niekonwencjonalnych metod prowadzenia polityki monetarnej na główne wskaźniki makroekonomiczne. Opierając się na wynikach

16 badań, w których zastosowano model autoregresji wektorowej (*vector autoregression* – VAR), podjęto próbę ustalenia wpływu szokowego poluzowania polityki pieniężnej na PKB i inflację w różnych krajach. Istotnym odkryciem uzyskanym dzięki zastosowaniu metaanalizy jest duże znaczenie wykorzystywanej metodologii (*factor-augmented vector autoregressive* – FAVAR) dla uzyskiwanych wyników. Nadto empiryczne ustalenia w tym badaniu wskazują na wpływ cech charakterystycznych dla gospodarki danego kraju na efekty szokowego poluzowania polityki pieniężnej. Z kolei artykuł: *A meta-analytic approach to testing the predictive ability of house price bubbles for macroeconomic performance*, napisany przez D. F. Christian-Albrechts, został poświęcony możliwości przewidywania sytuacji makroekonomicznej na podstawie „baniek cenowych” na rynku nieruchomości. Uzyskane wyniki wskazują na to, że wydatki rządowe i wysokość czynszów to dwie podstawowe przyczyny pojawiania się baniek cenowych na rynku nieruchomości mających wpływ na całą gospodarkę. Nadto pojawienie się tych baniek ma negatywny wpływ na wzrost PKB, konsumpcję prywatną, inwestycje i stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości w dłuższym horyzoncie czasu. Uzyskane rezultaty wskazują również na to, że polityka makroekonomiczna nie jest jedynym beneficjentem w monitorowaniu baniek cenowych na rynku nieruchomości. Bańki cenowe mają bowiem wpływ na zachowania podmiotów gospodarczych reagujących na procykliczną politykę fiskalną. Dlatego też wyniki wskazują na potrzebę uwzględnienia zjawiska baniek cenowych przy ocenie cyklicznych wzorców w polityce fiskalnej.

Warto również wspomnieć, że w trakcie sympozjum, oprócz wyników badań uzyskanych z wykorzystaniem metaanalizy, prezentowane były również artykuły wykorzystujące systematyczny przegląd literatury (*systematic review*). Tę metodę można postrzegać jako krok dalej w stosunku do przeglądu literatury umieszczanego zwykle na początku każdego artykułu naukowego. Przeglądy systematyczne różnią się od tradycyjnych przeglądów pod kilkoma względami. Przeglądy zwykle mają zazwyczaj charakter opisowy, nie wymagają systematycznego wyszukiwania literatury, a zatem często koncentrują się na podzbiorze badań w wybranym obszarze w zależności od dostępności lub wyboru autora. Zwykle przeglądy mogą być obciążone ze względu na subiektywny ogląd autora dokonującego tego przeglądu. Mogą one czasami być mylące, szczególnie jeśli podobne badania mają rozbieżne wyniki i wnioski. Systematyczne przeglądy, jak nazwa wskazuje, na ogół obejmują szczegółowy i kompleksowy plan i strategię wyszukiwania wszystkich istotnych badań na dany temat. Systematyczny przegląd literatury powinien także zawierać syntezę przedstawionych wyników innych

badania podporządkowaną celowi własnych badań autora. Trudno przecenić znaczenie takich przeglądów w rozwoju nauki finansów. Niektóre artykuły prezentowane w trakcie seminarium mogą stanowić wzorce całościowego i rzetelnego przedstawienia stanu wiedzy w zakresie danego zjawiska w danym momencie czasu. Za bardzo aktualny uznać można przeglądowy artykuł poświęcony kryptowalutom (S. Corbet, B. Lucey, A. Urquhart, L. Yarovaia, *Cryptocurrencies as a financial asset: A systematic analysis*), w którym przedstawiono systematyczny przegląd literatury empirycznej na tematy powiązane z rynkiem kryptowalut od czasu ich rozwoju jako aktywów finansowych w 2009 roku. Inny ciekawy referat – *Sukuk as a financial asset: A review*, którego autorami są: S. H. Kabir, Md. H. Uddin oraz M. Sawkat – dotyczył finansów islamskich (*islamic finance*). Systematyzował literaturę przedmiotu w związku z wręcz fenomenalnym wzrostem rynku obligacji sukuk traktowanego jako swego rodzaju certyfikat finansowy. Nowym pojęciem w obszarze finansów jest pojęcie finansów kulturowych (*cultural finance*). W artykule J. W. Goodella *Comparing normative institutionalism with intended rationality in cultural-finance research* przedstawiono częściowy przegląd literatury rozwijającego się obszaru finansów kulturowych, z uwzględnieniem tego, w jaki sposób odpowiednie badania i wyniki są *explicite* albo *implicite* sformułowane w odniesieniu do normatywnego instytucjonalizmu (*normative institutionalism*) lub zamierzonej (celowej) racjonalności (*intendend rationality*).

Naszym zdaniem konferencja INFINITI Poznań 2018 i poprzedzające ją sympozjum stworzyły znakomitą okazję do zapoznania się z wynikami najbardziej aktualnych prac, innowacjami metodologicznymi oraz kierunkami rozwoju badań z zakresu finansów. Wskazały również trudny, ale możliwy do osiągnięcia przez polskich badaczy, cel w postaci podejmowania ambitnych problemów badawczych istotnych dla rozwoju nauki finansów w skali międzynarodowej. Ponadto zaoferowały możliwość nawiązania kontaktów naukowych, które z pewnością owocować będą w niedalekiej przyszłości.