Architektura interesów: teoria agencji i mechanizmy tworzenia wartości w świetle analizy Alexa Edmansa

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje korporację jako system sprzecznych interesów, w którym rozdzielenie własności od kontroli generuje tzw. koszty agencji. Opierając się na teorii Jensena i Mecklinga oraz analizach Alexa Edmansa, tekst wyjaśnia, dlaczego menedżerowie (agenci) mogą podejmować decyzje optymalne dla siebie, lecz niekorzystne dla akcjonariuszy (pryncypałów). Zjawisko to wynika z asymetrii informacyjnej oraz specyfiki struktur wynagrodzeń. Autor podkreśla, że problemem nie jest brak kompetencji kadry zarządzającej, lecz instytucjonalne warunki podejmowania decyzji. Kluczowym wnioskiem jest konieczność budowy odpowiedniej architektury interesów i mechanizmów nadzoru, które minimalizują stratę rezydualną i zapobiegają krótkowzroczności inwestycyjnej, kierując działania zarządu na faktyczne tworzenie wartości ekonomicznej dla właścicieli kapitału.

The article analyzes the corporation as a system of conflicting interests, where the separation of ownership from control generates so-called agency costs. Based on the theory of Jensen and Meckling and analyses by Alex Edmans, the text explains why managers (agents) may make decisions that are optimal for themselves but unfavorable for shareholders (principals). This phenomenon results from information asymmetry and the specifics of compensation structures. The author emphasizes that the problem is not a lack of competence among management, but rather the institutional conditions under which decisions are made. The key conclusion is the necessity of building an appropriate architecture of interests and oversight mechanisms that minimize residual loss and prevent investment myopia, directing management's actions toward actual economic value creation for capital owners.

Artykuł analizuje współczesną korporację nie jako jednolity organizm dążący do wzrostu, lecz jako pole walki sprzecznych interesów i asymetrii informacyjnych. Autor stawia tezę, że architektura bodźców oraz mechanizmy wynagradzania kadry zarządzającej często promują cele krótkoterminowe kosztem długofalowej wartości przedsiębiorstwa. Wykorzystując teorię agencji oraz badania m.in. Alexa Edmansa, tekst dowodzi, że specyficzne konstrukcje kontraktów – takie jak terminy nabywania uprawnień do akcji (vesting) czy nadmierna koncentracja na łatwo mierzalnych wskaźnikach finansowych – mogą skłaniać menedżerów do podejmowania destrukcyjnych decyzji: od ograniczania inwestycji w R&D, przez nieefektywne przejęcia (empire building), aż po manipulowanie wynikiem księgowym. Analiza pokazuje, że samo powiązanie wynagrodzenia z kursem akcji nie rozwiązuje problemu agencji, a może wręcz pogłębiać ryzyko oportunizmu, jeśli nie towarzyszy mu rygorystyczny nadzór i holistyczne podejście do wyceny wartości niematerialnych. W konsekwencji, realna wartość spółki zależy nie tylko od jej potencjału operacyjnego, ale przede wszystkim od jakości instytucjonalnej ochrony praw właścicieli przed prywatnymi interesami agentów.

SŁOWA KLUCZOWE

teoria agencji | koszty agencji | architektura interesów | mechanizmy tworzenia wartości | asymetria informacyjna | moral hazard | vesting | wrażliwość majątku menedżera | skup akcji własnych | relacje pryncypał-agent | krótkowzroczność inwestycyjna | nadzór korporacyjny | analiza Alexa Edmansa | struktura wynagrodzeń zarządu | tworzenie wartości ekonomicznej

Korporacja jako system sprzecznych interesów

Architektura interesów. Teoria agencji, wynagrodzenia menedżerskie i korporacyjne mechanizmy tworzenia oraz niszczenia wartości

Jednym z najbardziej uporczywych nieporozumień dotyczących rynku kapitałowego jest przekonanie, że przedsiębiorstwo to jednolity podmiot, w którym wszystkie ogniwa dążą do maksymalizacji tej samej wartości ekonomicznej. W rzeczywistości współczesna korporacja stanowi

skomplikowanym układem relacji kontraktowych, władzy decyzyjnej i asymetrii informacyjnej, gdzie interesy poszczególnych stron nie zawsze są zbieżne. Akcjonariusze oczekują zwrotu z kapitału, menedżerowie zarządzają jego wykorzystaniem, wierzyciele dbają o bezpieczeństwo zobowiązań, a pracownicy inwestują swój czas i kompetencje. Do gry wchodzą także klienci, dostawcy i instytucje publiczne, przy czym żadna z tych grup nie posiada pełnej wiedzy o intencjach pozostałych.

Nawet gdy deklarowanym celem zarządu jest długoterminowy wzrost wartości firmy, konkretne decyzje mogą być w praktyce podporządkowane ochronie stanowiska, wysokości premii, reputacji czy unikaniu osobistego ryzyka. Zasadniczy problem nie sprowadza się zatem do oceny uczciwości lub kompetencji menedżerów. Znacznie istotniejsze jest ustalenie, jakie zachowania organizacja faktycznie wynagradza, jakie koszty pozwala przerzucać na innych i kto realnie weryfikuje decyzje podejmowane w imieniu właścicieli kapitału.

Rozdział własności od kontroli generuje koszty agencji

Historyczne źródła tego problemu sięgają znacznie dalej niż narodziny współczesnych finansów przedsiębiorstw. Już Adam Smith w „Badaniach nad naturą i przyczynami bogactwa narodów" z 1776 roku zwracał uwagę na odmienność motywacji osób zarządzających cudzym majątkiem i wspólników bezpośrednio narażonych na konsekwencje własnych decyzji. Intuicja ta zyskała nowy wymiar wraz z rozwojem wielkich spółek akcyjnych, w których prawa własności stały się podzielne, zbywalne i rozproszone między tysiące inwestorów, podczas gdy rzeczywista kontrola nad zasobami koncentrowała się w niewielkich zespołach kierowniczych. Adolf A. Berle i Gardiner C. Means w książce „The Modern Corporation and Private Property" z 1932 roku opisali rozdzielenie własności od kontroli jako kluczowy proces ewolucji kapitalizmu przemysłowego. Oznaczało ono, że posiadanie ekonomicznego udziału w przedsiębiorstwie nie musi zapewniać proporcjonalnego wpływu na jego działalność. Spółka mogła pozyskiwać ogromne zasoby od rozproszonych właścicieli, a zarazem rozwijać wewnętrzną hierarchię zdolną do podejmowania decyzji częściowo autonomicznych wobec ich preferencji. Dla analizy inwestycyjnej płynie stąd wniosek o podstawowym znaczeniu: historyczny wzrost skali korporacji nie tylko zwiększył możliwości produkcyjne i obniżył koszty finansowania przedsięwzięć, lecz również stworzył nową klasę ryzyka – ryzyko niewłaściwego wykorzystania cudzej własności przez osoby sprawujące nad nią faktyczną kontrolę.

Precyzyjne ramy teoretyczne tego zagadnienia sformułowali Michael C. Jensen i William H. Meckling w opublikowanej w 1976 roku pracy „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency

Costs and Ownership Structure”. Ich teoria agencji opisuje relację, w której jedna strona – pryncypał – powierza drugiej, określanej mianem agenta, wykonywanie określonych zadań oraz część uprawnień decyzyjnych. Ponieważ interesy obu stron nie muszą pozostawać tożsame, a obserwowanie wszystkich działań agenta jest kosztowne lub niemożliwe, pojawiają się koszty agencji. Autorzy wyróżnili wydatki na monitorowanie zachowania agenta, koszty podejmowanych przez niego zobowiązań mających uwiarygodnić jego postępowanie oraz stratę rezydualną, czyli utratę wartości wynikającą z utrzymującej się rozbieżności interesów mimo zastosowanych zabezpieczeń.

Z ekonomicznego punktu widzenia nie jest konieczne, aby agent świadomie działał na szkodę mocodawcy. Wystarczy, że podejmuje decyzje racjonalne z perspektywy własnej funkcji użyteczności, lecz nieoptymalne dla właścicieli kapitału. Rozbudowa centrali spółki, utrzymywanie nierentownego przedsięwzięcia, ograniczanie wydatków na badania lub zakup przedsiębiorstwa po zawyżonej cenie mogą w określonych warunkach przynosić menedżerowi korzyści w postaci prestiżu, bezpieczeństwa zatrudnienia albo wyższego wynagrodzenia, mimo że ich wartość bieżąca netto z perspektywy akcjonariuszy jest ujemna. Teoria agencji przesunęła zatem punkt ciężkości z moralnej oceny jednostek na badanie instytucjonalnych warunków podejmowania decyzji.

Rozwinięcie tego podejścia pozwala zrozumieć, dlaczego formalnie poprawna struktura organizacyjna nie zapewnia jeszcze skutecznego nadzoru. Eugene F. Fama i Michael C. Jensen w artykule „Separation of Ownership and Control” z 1983 roku podkreślili znaczenie rozdzielenia inicjowania i wykonywania decyzji od ich zatwierdzania oraz monitorowania. Współczesna rada dyrektorów lub rada nadzorcza ma w założeniu ograniczać możliwość jednostronnego dysponowania majątkiem przez kierownictwo, lecz jej efektywność zależy od rzeczywistego dostępu do informacji, niezależności członków oraz gotowości do zakwestionowania stanowiska zarządu. Samo istnienie komitetu audytu, niezależnych dyrektorów lub corocznego głosowania akcjonariuszy nie rozstrzyga, czy mechanizm kontroli działa. Można bowiem zachować wszystkie wymagane procedury, a jednocześnie stworzyć kulturę organizacyjną, w której decyzje strategiczne zapadają przed formalnym posiedzeniem organu nadzorczego, krytyczne informacje docierają do niego z opóźnieniem, zaś członkowie rady unikają konfliktu z wpływowym prezesem. Nadzór korporacyjny należy zatem rozpatrywać jako proces społeczny i informacyjny, a nie wyłącznie jako konstrukcję prawną.

Do zagadnienia tego bezpośrednio nawiązuje ekonomia informacji, a zwłaszcza prace Bengta Holmströma nad pokusą nadużycia (moral hazard). Menedżer zwykle dysponuje znacznie dokładniejszą wiedzą o rzeczywistej jakości projektów inwestycyjnych, możliwościach pracowników, zagrożeniach technologicznych oraz prawdopodobnych kosztach decyzji niż inwestor

analizujący raporty okresowe. Akcjonariusz obserwuje wyniki, lecz nie potrafi bezbłędnie odróżnić rezultatu kompetentnego działania od korzystnego zbiegu okoliczności ani niepowodzenia wynikającego z błędu zarządczego od negatywnego szoku gospodarczego. Holmström wykazał, że projektując wynagrodzenie, należy uwzględniać informacyjną wartość sygnałów o zachowaniu agenta, a nie tylko ich pozorną łatwość pomiaru. Kurs akcji, zysk księgowy czy wzrost sprzedaży zawierają informacje o działalności przedsiębiorstwa, lecz każdy z tych wskaźników pozostaje obciążony czynnikami pozostającymi poza kontrolą kierownictwa. Jeśli zatem wysokość premii uzależnia się wyłącznie od jednego rezultatu, menedżer może ponosić nadmierne ryzyko za okoliczności przypadkowe albo uzyskiwać wyjątkowe wynagrodzenie za wzrost koniunktury obejmujący cały sektor. Problem optymalnego kontraktu nie polega na znalezieniu doskonałej liczby, lecz na określeniu, jaka część obserwowanego wyniku rzeczywiście informuje o jakości decyzji podejmowanych przez zarząd.

Dodatkowej złożoności dostarcza teoria wielozadaniowych relacji pryncypał-agent, rozwinięta przez Holmströma i Paula Milgroma w 1991 roku.

Wadliwe bodźce promują wyniki kosztem wartości

Przedsiębiorstwo nie wykonuje jednego zadania, którego jakość można by jednoznacznie zmierzyć. Równocześnie rozwija produkty, dba o relacje z klientami, chroni własność intelektualną, inwestuje w bezpieczeństwo, szkoli kadrę, zarządza ryzykiem i wykorzystuje kapitał. Wskaźniki finansowe oddają obraz części tych działań znacznie dokładniej niż pozostałych. Gdy wynagrodzenie zostaje silnie powiązane z łatwo obserwowalnym wynikiem, wysiłek menedżerski przesuwa się w stronę czynności zwiększających ten konkretny wskaźnik, kosztem zadań mniej widocznych, lecz niezbędnych dla długoterminowego powodzenia firmy. Przykładowo: intensyfikacja sprzedaży może podnieść bieżący przychód, a jednocześnie pogorszyć jakość portfela należności, przeciążyć obsługę posprzedażową i osłabić reputację marki. Podobnie ograniczenie nakładów na konserwację infrastruktury poprawi marżę operacyjną w danym roku rozliczeniowym, choć zwiększy prawdopodobieństwo przyszłej awarii. Nie jest to wyłącznie kwestia psychologicznej krótkowzroczności, lecz przewidywalna konsekwencja kontraktu, który przypisuje wysoką nagrodę jednemu rodzajowi rezultatu, a skutki zaniedbania innych pozostawia poza horyzontem rozliczenia. Szczególnie pouczające w tym kontekście jest zestawienie teorii agencji z psychologią motywacji i socjologią organizacji.

Menedżerowie nie reagują bowiem wyłącznie na pieniężną wartość kontraktu. Znaczenie mają porównania społeczne, rywalizacja o stanowiska, prestiż związany z zarządzaniem dużą organizacją,

potrzeba uznania oraz lęk przed utratą pozycji. System premiowy może więc wywoływać skutki odwrotne do zamierzonych, nawet gdy formalnie wiąże wynagrodzenie z wynikami spółki. Jeżeli organizacja awansuje osoby prezentujące najbardziej optymistyczne prognozy i osiągające agresywne cele ilościowe, pracownicy stopniowo uczą się, że ostrożność jest zachowaniem zawodowo nieopłacalnym. Z czasem selekcja wewnętrzna sprzyja utrzymywaniu się osób skłonnych do podejmowania nadmiernego ryzyka lub minimalizowania znaczenia sygnałów ostrzegawczych. Proces ten nie musi być wynikiem świadomego spisku; wystarczą powtarzalne decyzje kadrowe i finansowe, które uczą uczestników organizacji, jakie informacje należy eksponować, a jakie lepiej przemilczeć. Powstaje wówczas szczególna forma błędu zbiorowego: jednostki dostosowują swoje zachowania do lokalnych bodźców, choć skumulowany efekt tych działań podważa interes całego przedsiębiorstwa.

Właśnie dlatego popularne rozwiązanie problemu agencji, polegające na zwiększeniu udziału akcji i opcji w wynagrodzeniu zarządu, ma charakter warunkowy. Z jednej strony własność menedżerska pozwala połączyć część interesów kierownictwa z interesem akcjonariuszy: spadek wartości spółki uderza wtedy również w osobisty majątek osób podejmujących decyzje. Z drugiej strony sam fakt posiadania akcji nie definiuje preferowanego horyzontu inwestycyjnego ani stosunku do ryzyka. Menedżer dysponujący znacznym pakietem, który wkrótce będzie mógł sprzedać, może reagować szczególnie silnie na krótkoterminowe notowania.

Osoba wynagradzana opcjami może natomiast preferować inny profil ryzyka niż menedżer posiadający zwykłe akcje, ponieważ asymetryczna struktura wypłaty z opcji ogranicza jej wartość przy niekorzystnym wyniku, zachowując jednocześnie udział w potencjalnie dużym wzroście ceny. Ostatecznie znaczenie ma nie etykieta „wynagrodzenie akcyjne”, lecz cała konstrukcja kontraktu: terminy nabywania uprawnień, możliwość sprzedaży instrumentów, warunki realizacji opcji, relacja do zadłużenia przedsiębiorstwa oraz konsekwencje zdarzeń niekorzystnych. Rozwiązanie zwiększające zbieżność interesów w jednym wymiarze może równocześnie pogłębiać konflikt w innym.

Wynagrodzenie menedżerskie jako narzędzie wpływu i ryzyka

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na historyczne zróżnicowanie systemów wynagradzania kierownictwa. Michael Jensen i Kevin Murphy w artykule Performance Pay and Top-Management Incentives z 1990 roku wykazali, że w analizowanej przez nich próbie zmiana majątku przeciętnego dyrektora generalnego o około 3,25 dolara przypadała na każde 1000 dolarów zmiany majątku

akcjonariuszy. Liczba ta bywa przytaczana jako dowód słabego powiązania wynagrodzenia zarządu z rezultatami przedsiębiorstwa, jednak wymaga właściwej interpretacji. Dotyczyła ona konkretnego okresu historycznego, obejmowała szerszą miarę bodźców niż sama pensja i nie stanowi uniwersalnej charakterystyki wszystkich współczesnych spółek. Znaczenie tego badania polegało przede wszystkim na wykazaniu, że wysokość wynagrodzenia i jego wrażliwość na wyniki są dwiema odrębnymi kategoriami analitycznymi.

Menedżer może otrzymywać bardzo wysoką płacę, a jednocześnie ponosić niewielkie osobiste konsekwencje spadku wartości przedsiębiorstwa. Może też posiadać relatywnie skromne wynagrodzenie gotówkowe, ale znaczący pakiet akcji, który w istotny sposób zmienia jego motywację. Z perspektywy właściciela kapitału sam poziom rocznych zarobków prezesa jest więc informacją znacznie mniej użyteczną niż ustalenie, jak zmienia się jego majątek przy wzroście albo spadku wartości spółki oraz czy zmiany te odpowiadają rzeczywistemu tworzeniu wartości ekonomicznej. Krytycznego uzupełnienia tej perspektywy dostarczyli Lucian Bebchuk i Jesse Fried w pracy Pay Without Performance z 2004 roku.

Podważyli oni milczące założenie, że kontrakt menedżerski zawsze stanowi rezultat niezależnych negocjacji między właścicielami a profesjonalnym zarządcą. Ich koncepcja władzy menedżerskiej wskazuje, że kierownictwo może oddziaływać na sposób powoływania osób nadzorujących, kształtowanie porządku obrad, wybór doradców wynagrodzeniowych oraz społeczne normy określające, jaki poziom świadczeń uchodzi za odpowiedni. W konsekwencji kontrakt, który z zewnątrz wygląda na mechanizm dyscyplinowania prezesa, może częściowo odzwierciedlać jego zdolność do wpływania na własne warunki zatrudnienia. Zjawisko to jest szczególnie trudne do identyfikacji, ponieważ świadczenia nie muszą przyjmować postaci jawnej pensji. Mogą obejmować skomplikowane programy emerytalne, korzystne warunki odprawy, gwarantowane premie, szczególne zasady wyceny przyznawanych instrumentów kapitałowych albo wyjątki od reguł, które w okresie niepowodzenia pozwalają zarządowi zachować korzyści. Nie każda wysoka płaca stanowi oczywiście przejaw przechwycenia korzyści przez menedżerów: konkurencyjny rynek talentów, skala odpowiedzialności i trudność zastąpienia kompetentnego kierownictwa również mogą uzasadniać znaczne wynagrodzenia.

Sednem analizy pozostaje zatem nie moralna ocena kwoty, lecz ocena procesu jej ustalania i związku między uzyskiwanymi świadczeniami a rezultatem gospodarczym. Z punktu widzenia teorii finansów szczególnego znaczenia nabiera odróżnienie dwóch rodzajów wrażliwości majątku menedżera. Pierwszy dotyczy zmian wartości posiadanych instrumentów w odpowiedzi na zmianę ceny akcji; drugi – zmian wartości tych instrumentów wskutek wzrostu zmienności kursu. W literaturze przedmiotu określa się je odpowiednio mianem delta i vega.

Właściciel zwykłych akcji zasadniczo korzysta ze wzrostu ich ceny, lecz ponosi również stratę przy jej spadku. Posiadacz opcji kupna o ograniczonej odpowiedzialności ma odmienną strukturę wypłaty: po przekroczeniu ceny wykonania korzysta z dalszego wzrostu kursu, natomiast przy dostatecznie niekorzystnym rezultacie wartość opcji może spaść do zera.

Taka asymetria może zwiększać atrakcyjność przedsięwzięć ryzykownych. Jeffrey Coles, Naveen Daniel i Lalitha Naveen w badaniu opublikowanym w Journal of Financial Economics w 2006 roku wykazali związek między silniejszą wrażliwością majątku kierownictwa na zmienność akcji a bardziej ryzykownymi politykami inwestycyjnymi i finansowymi, obejmującymi między innymi większą intensywność badań i rozwoju oraz wyższe zadłużenie. Nie oznacza to, że opcje menedżerskie są z definicji szkodliwe.

Terminy nabywania uprawnień generują krótkowzroczność

W przedsiębiorstwach innowacyjnych mogą one przeciwdziałać nadmiernej ostrożności kierownictwa, którego reputacja i kariera są silnie związane z jedną organizacją. Problem pojawia się jednak wtedy, gdy kontrakt skłania do podejmowania ryzyka, którego potencjalne koszty obciążają przede wszystkim akcjonariuszy, wierzycieli lub inne grupy interesu. Jeszcze subtelniejszy jest konflikt dotyczący horyzontu czasowego; nawet silne powiązanie wynagrodzenia z kursem akcji nie gwarantuje bowiem, że zarząd będzie działał w imię wartości długoterminowej.

Kluczową rolę odgrywa tu termin vesting, czyli moment nabycia przez menedżera bezwarunkowego prawa do wcześniej przyznanych akcji lub opcji po spełnieniu określonych warunków programu. Nie należy go utożsamiać z wygaśnięciem okresu lock-up, który zazwyczaj oznacza koniec odrębnego ograniczenia zbywalności papierów wartościowych, często spotykanego przy debiutach giełdowych. Rozróżnienie to nie jest jedynie terminologiczne.

Zbliżający się termin nabycia praw do instrumentów kapitałowych może zwiększać znaczenie ich bieżącej wartości dla majątku menedżera, zwłaszcza jeśli planuje on sprzedaż części pakietu. W takim scenariuszu zarząd zyskuje bodziec do przyspieszania publikacji informacji korzystnych dla kursu, odsuwania wydatków o odległym terminie zwrotu lub podejmowania działań poprawiających krótkookresowe wskaźniki. Sama wieloletnia konstrukcja programu nie usuwa zatem pokusy działań krótkoterminowych, jeżeli jego harmonogram koncentruje znaczne korzyści majątkowe w ściśle określonych miesiącach.

Mechanizm ten poddali empirycznej analizie Alex Edmans, Vivian W. Fang i Katharina A. Lewellen w artykule „Equity Vesting and Investment" (The Review of Financial Studies, 2017). Badacze wykorzystali zaplanowane terminy nabywania uprawnień jako miarę krótkoterminowych bodźców kierownictwa. Rozwiązanie to ma istotną przewagę metodologiczną nad prostym porównywaniem spółek o różnych systemach wynagrodzeń: harmonogram instrumentów przyznanych kilka lat wcześniej jest mniej zależny od aktualnych możliwości inwestycyjnych niż decyzja o wypłacie premii w danym kwartale. Autorzy stwierdzili, że większej wartości instrumentów nabywanych w konkretnym kwartale towarzyszył spadek tempa wzrostu wydatków na badania i rozwój oraz nakładów kapitałowych, a jednocześnie pojawiały się bardziej optymistyczne prognozy wyników i rewizje analityków. Wynik ten wskazuje na realny wpływ osobistych bodźców menedżerów na działalność przedsiębiorstwa.

Wymaga to jednak zastrzeżenia: ograniczenie inwestycji nie zawsze oznacza zniszczenie wartości, gdyż spółka mogła wcześniej finansować przedsięwzięcia nierentowne. Istota tego wyniku polega na ujawnieniu systematycznego związku między kalendarzem prywatnych korzyści zarządu a decyzjami o wykorzystaniu majątku firmy – związku, którego nie tłumaczy samo formalne deklarowanie orientacji długoterminowej.

Kolejny etap badań przyniósł artykuł Edmansa, Fang i Allena H. Huanga pt. „The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives" (Journal of Accounting Research, 2022). Autorzy skoncentrowali się na dwóch rodzajach decyzji o długofalowych następstwach: skupie akcji własnych oraz fuzjach i przejęciach. Analiza danych z lat 2006–2015 wykazała, że większa wartość instrumentów nabywanych przez dyrektora generalnego w danym miesiącu wiązała się z wyższym prawdopodobieństwem przeprowadzenia skupu akcji oraz ogłoszenia transakcji przejęcia.

Wykazali ponadto związek tych zdarzeń z niższymi późniejszymi stopami zwrotu, a w przypadku przejęć – z przesłankami wskazującymi na przepłacanie za nabywane aktywa. Co szczególnie istotne, menedżerowie częściej sprzedawali własne instrumenty kapitałowe w krótkim odstępie czasu po ogłoszeniu tych operacji korporacyjnych. Łączna interpretacja tych obserwacji jest zgodna z hipotezą, że część decyzji podejmowanych formalnie w imieniu spółki może być motywowana prywatnym harmonogramem uzyskiwania korzyści.

Badanie nie upoważnia jednak do twierdzenia, że każdy skup akcji poprzedzający sprzedaż pakietu prezesa jest manipulacją, ani że każde przejęcie prowadzi do strat. Autorzy identyfikują zależności statystyczne i opisują ich mechanizm, a nie dowodzą indywidualnej intencji w każdej transakcji. Ekonomiczna ocena skupu akcji własnych wymaga bowiem starannego rozdzielenia skutków mechanicznych, informacyjnych i inwestycyjnych.

Skup akcji jako narzędzie walki z nieefektywną alokacją kapitału

Gdy spółka przeznacza nadwyżkę gotówki na odkupienie własnych akcji, zmniejsza liczbę papierów w obrocie, co przy pozostałych warunkach niezmienionych pozwala zwiększyć zysk przypadający na jedną akcję. Ten rachunkowy wzrost wskaźnika EPS nie jest jednak równoważny ze wzrostem łącznego zysku operacyjnego ani nie dowodzi poprawy produktywności przedsiębiorstwa.

Jednocześnie skup nie musi być działaniem niekorzystnym dla właścicieli. Jeśli firma nie posiada projektów inwestycyjnych o dodatniej wartości bieżącej netto, utrzymywanie nadmiernych zasobów gotówkowych może prowadzić do nieefektywnej alokacji kapitału. Odkupienie akcji po cenie niższej od ich wartości wewnętrznej zwiększa wartość przypadającą pozostałym akcjonariuszom, natomiast zakup po cenie znacząco zawyżonej przynosi efekt odwrotny. Kluczowy jest zatem koszt alternatywny wykorzystanych środków.

Gotówka wydana na skup nie może zostać przeznaczona na spłatę długu, inwestycje produkcyjne, rozwój kompetencji pracowników czy przejęcie wartościowych aktywów. W każdym przypadku należy rozstrzygnąć, czy zwrot kapitału był w danych warunkach najlepszym sposobem jego wykorzystania. Logika ta nawiązuje do sformułowanej przez Jensena w 1986 roku teorii kosztów agencji wolnych przepływów pieniężnych (agency costs of free cash flow).

Jensen wskazał, że menedżerowie kontrolujący przedsiębiorstwa generujące znaczne nadwyżki gotówkowe mogą dążyć do zatrzymywania kapitału i finansowania przedsięwzięć o niewystarczającej rentowności, ponieważ rozbudowa organizacji zwiększa zakres ich wpływów, zasoby pozostające w ich dyspozycji oraz bezpieczeństwo pozycji zawodowej. W tym ujęciu wypłata dywidendy, skup akcji lub odpowiednio dobrane finansowanie dłużne mogą ograniczać pole do nieefektywnego inwestowania. Nie jest to jednak argument za maksymalizowaniem wypłat w każdej sytuacji. W firmie na wczesnym etapie rozwoju, dysponującej wartościowymi projektami i utrudnionym dostępem do kapitału zewnętrznego, ten sam mechanizm może uniemożliwić realizację przedsięwzięć o wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu. Pojawia się zatem konflikt: zatrzymanie zbyt dużej ilości gotówki może podtrzymywać nadmierne inwestycje, ale jej przedwczesna dystrybucja prowadzi do niedoinwestowania. Optymalna polityka kapitałowa musi uwzględniać etap rozwoju przedsiębiorstwa, strukturę możliwości inwestycyjnych, koszt finansowania oraz jakość nadzoru nad zarządem.

Presja na wynik zniekształca realne decyzje gospodarcze

Badania Heitora Almeidy, Vyacheslava Fosa i Mathiasa Kronlunda z 2016 roku, zatytułowane The Real Effects of Share Repurchases, pokazują, dlaczego samo ogłoszenie skupu akcji nie pozwala jednoznacznie ocenić jego ekonomicznej racjonalności. Autorzy przyjrzeli się spółkom znajdującym się blisko progu spełnienia prognoz zysku na akcję formułowanych przez analityków. Zaobserwowali, że skupy motywowane chęcią osiągnięcia tego poziomu wiązały się z ograniczaniem inwestycji i zatrudnienia. Wynik ten sugeruje, że presja wynikowa może przenosić się z poziomu sprawozdawczości i notowań bezpośrednio na realne decyzje operacyjne przedsiębiorstwa. Nie dowodzi on jednak, że każde cięcie kosztów pracy było nieracjonalne ani że sam skup w sposób jednoznaczny obniżył wartość dla akcjonariuszy.

Badanie identyfikuje kanał oddziaływania krótkookresowego celu rachunkowego na alokację zasobów, pozostawiając otwartym pytanie o pełny bilans korzyści i kosztów. Rozróżnienie to ma szczególne znaczenie w przypadku spółek, których raportowane wyniki wyglądają stabilnie mimo rosnących nakładów niezbędnych do utrzymania konkurencyjności. Wpisuje się to w szerszą koncepcję zarządzania wynikiem (earnings management), obejmującą zarówno wykorzystanie dopuszczalnej swobody szacunków rachunkowych, jak i odpowiednie kształtowanie rzeczywistych operacji gospodarczych. Daniel Bergstresser i Thomas Philippon w badaniu CEO Incentives and Earnings Management z 2006 roku wykazali, że silniejsze bodźce menedżerskie związane z kursem akcji współwystępowały z częstszym stosowaniem technik zarządzania wynikiem księgowym. Kluczowym problemem poznawczym jest tutaj pozorna obiektywność liczb.

Zysk netto, marża operacyjna czy dynamika EPS sprawiają wrażenie jednoznacznych miar efektywności, choć ich interpretacja zależy od zasad rozpoznawania przychodów, szacowania odpisów, kapitalizacji kosztów oraz rozłożenia wydatków w czasie. Nie każda zmiana szacunku jest nadużyciem – rachunkowość musi posługiwać się ocenami przyszłych zdarzeń, których nie da się przewidzieć z całkowitą pewnością. Niebezpieczeństwo pojawia się jednak wtedy, gdy wynagrodzenie kierownictwa, oczekiwania inwestorów i komunikacja z analitykami tworzą system, w którym prognozowany wynik staje się celem nadrzędnym, niezależnie od rzeczywistej sytuacji ekonomicznej. Wówczas narzędzie pomiaru zaczyna wpływać na mierzone zjawisko, a sprawozdawczość przestaje być jedynie opisem działalności firmy. Dane dotyczące zarządzania wynikami nabierają dodatkowej wymowy w świetle badań ankietowych Johna R. Grahama, Campbella R. Harveya i Shivarama Rajgopala z 2005 roku, opublikowanych w Journal of Accounting and Economics.

Wśród badanych dyrektorów finansowych aż 78% deklarowało gotowość rezygnacji z części wartości ekonomicznej w zamian za uzyskanie „gładszej" ścieżki raportowanych zysków. Nie jest to liczba przedsiębiorstw, które faktycznie dopuściły się manipulacji, ani dowód, że każdy respondent zachowałby się tak samo w konkretnej sytuacji. Wynik ten obrazuje jednak skalę znaczenia, jakie kierownictwo przypisuje stabilności rezultatów prezentowanych rynkowi. Mechanizm ten można analizować przez pryzmat teorii sygnalizacji, awersji do straty i zależności od punktu odniesienia.

Prognoza analityków lub wynik z poprzedniego kwartału staje się punktem odniesienia, względem którego oceniane są nowe informacje. Nawet niewielkie niespełnienie oczekiwań może zostać odebrane jako zdarzenie jakościowo poważniejsze, niż sugerowałaby sama różnica liczbowa. Jeśli zarząd spodziewa się silnej negatywnej reakcji kursu na przekroczenie tej umownej granicy, może uznać ograniczenie bieżących inwestycji za koszt mniejszy niż reputacyjne i majątkowe konsekwencje rozczarowania inwestorów. W ten sposób psychologiczna nieciągłość percepcji wyników zostaje przeniesiona na ciągły proces gospodarczy, a granica między optymalizacją działalności a optymalizacją jej obrazu staje się coraz trudniejsza do wyznaczenia. Dramatycznym historycznym przykładem rozbieżności między realnymi rezultatami ekonomicznymi a prezentowanym obrazem przedsiębiorstwa był upadek Enronu w 2001 roku.

Od oszustw finansowych do nieefektywnego budowania imperium

Przedsiębiorstwo, wcześniej przedstawiane jako symbol nowoczesności amerykańskiego sektora energetycznego, wykorzystywało skomplikowane struktury transakcyjne, specyficzne metody wyceny aktywów oraz podmioty specjalnego przeznaczenia, których ekonomiczny charakter nie był przejrzyście ujawniany inwestorom. W postępowaniach wszczętych po ujawnieniu nieprawidłowości amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wskazywała m.in. na wykorzystywanie rezerw do kształtowania raportowanych zysków, ukrywanie strat w wybranych segmentach działalności oraz transakcje z podmiotami powiązanymi, które miały sztucznie poprawiać obraz sytuacji finansowej. W przypadku byłego dyrektora finansowego Andrew Fastowa zarzuty obejmowały również osobiste korzyści czerpane ze struktur pozostających w relacjach handlowych z Enronem.

Historia ta pokazuje, że ryzyko agencji może przybrać postać znacznie poważniejszą niż nadmierna premia czy nieudana inwestycja. W określonych warunkach rozbudowany system raportowania i nadzoru może zostać podporządkowany tworzeniu pozorów skuteczności, a nie ujawnianiu rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstwa. Byłoby jednak błędem sprowadzać wszystkie problemy

nadzoru korporacyjnego wyłącznie do oszustw na skalę Enronu. Ich najbardziej charakterystyczną cechą jest bowiem to, że poważne straty wartości mogą powstawać również w granicach formalnie dozwolonej swobody decyzyjnej, bez fałszowania sprawozdań i naruszania prawa karnego.

Szczególnym obszarem ujawniania się tego rodzaju konfliktów są fuzje i przejęcia, gdyż łączą one ogromną skalę alokacji kapitału z wysokim stopniem uznaniowości kierownictwa. Z perspektywy teorii przedsiębiorstwa przejęcie może być racjonalnym sposobem uzyskania korzyści skali, dostępu do technologii, kompetencji, sieci dystrybucyjnej lub eliminacji zbędnych kosztów organizacyjnych. Wartość takiej transakcji zależy jednak od ceny zapłaconej za spółkę oraz prawdopodobieństwa urzeczywistnienia prognozowanych synergii. Menedżer kierujący rozrastającą się korporacją może otrzymywać wyższe wynagrodzenie, zyskiwać szersze wpływy i wzmacniać własny status zawodowy, podczas gdy akcjonariusze ponoszą koszt nabycia aktywów po cenie przekraczającej ich uzasadnioną wartość. Hipoteza budowania imperium (empire building) opisuje właśnie sytuację, w której sam wzrost organizacji zaczyna odgrywać rolę odrębnego celu kierownictwa.

Co więcej, zakup przedsiębiorstwa może wyglądać atrakcyjnie w chwili ogłoszenia, gdy zarząd przedstawia korzyści połączenia, a analitycy aktualizują prognozy przychodów. Dopiero kolejne lata odsłaniają koszty integracji, utratę kluczowych pracowników, niedopasowanie kultur organizacyjnych, trudności techniczne oraz słabość założeń dotyczących wzrostu. Analiza przejęć wymaga zatem oddzielenia trzech wartości: ceny nabywanego przedsiębiorstwa przed transakcją, wartości potencjalnych synergii oraz kwoty, po której nabywca uzyskuje nad nimi kontrolę. Psychologia poznawcza dostarcza przy tym wyjaśnienia, dlaczego przejęcia mogą okazywać się niekorzystne nawet wtedy, gdy menedżer nie dąży do osobistych korzyści kosztem właścicieli. Ulrike Malmendier i Geoffrey Tate w pracy Who Makes Acquisitions?

Psychologia i wycena jako katalizatory błędnych decyzji

W pracy "CEO Overconfidence and the Market's Reaction" z 2008 roku badacze analizowali związek między nadmierną pewnością siebie dyrektorów generalnych a ich aktywnością akwizycyjną. W badanej próbie iloraz szans dokonania przejęcia był o około 65% wyższy wśród prezesów zaklasyfikowanych jako nadmiernie pewni siebie. Nie oznacza to, że każda osoba kierująca przedsiębiorstwem o dużej aktywności akwizycyjnej cierpi na ten błąd poznawczy, jednak pokazuje, że sposób postrzegania własnej sprawczości może istotnie wpływać na wybór przedsięwzięć kapitałowych. Menedżer może uważać, że jego organizacja zdoła przeprowadzić

integrację sprawniej od konkurentów, osiągnąć wyższe synergie i uniknąć problemów, które ujawniły się przy wcześniejszych transakcjach innych firm.

Prognozy przygotowywane na tej podstawie nie muszą być świadomie zawyżane. Ich błędy mogą wynikać z nierealistycznie optymistycznych założeń, selektywnego wykorzystywania informacji i niedoszacowania kosztów zdarzeń niekorzystnych. Wówczas psychologiczna nadmierna pewność siebie współdziała z finansowym bodźcem do rozbudowy przedsiębiorstwa, tworząc szczególnie niebezpieczną kombinację dla właścicieli kapitału. W analizie przejęć konieczne jest również uwzględnienie zjawiska, które Michael Jensen określił mianem kosztów agencji przewartościowanego kapitału własnego (agency costs of overvalued equity). Kiedy cena akcji znacznie przewyższa wartość uzasadnioną oczekiwanymi przepływami pieniężnymi, zarząd może otrzymać potężny bodziec do podtrzymywania wyceny, której trwałość budzi wątpliwości. Sama wysoka kapitalizacja przynosi kierownictwu wymierne korzyści: ułatwia pozyskiwanie finansowania, zwiększa możliwości nabywania innych przedsiębiorstw za akcje, wzmacnia prestiż organizacji i podnosi wartość wynagrodzenia kapitałowego.

Jednocześnie im większa rozbieżność między oczekiwaniami rynku a rzeczywistymi perspektywami działalności, tym trudniej uczciwie zakomunikować, że dotychczasowe prognozy mogą być niemożliwe do utrzymania. Menedżerowie mogą wówczas podejmować kosztowne projekty wzrostowe lub realizować przejęcia służące podtrzymywaniu narracji ekspansji. W tym ujęciu przewartościowanie nie jest wyłącznie przejściowym błędem inwestorów, który zostanie skorygowany przez handel akcjami; może ono przekształcić się w realny czynnik wpływający na alokację zasobów przedsiębiorstwa. Błąd wyceny i błąd zarządczy zaczynają się wzajemnie wzmacniać: zbyt wysoka cena akcji uzasadnia ambitne obietnice, te wymuszają coraz kosztowniejsze działania, a same działania bywają przez pewien czas interpretowane jako potwierdzenie wcześniejszego optymizmu.

Teoria agencji pozwala także zrozumieć mechanizm utrwalania władzy kierownictwa, określany w literaturze jako managerial entrenchment. Andrei Shleifer i Robert Vishny w artykule z 1989 roku zwrócili uwagę na możliwość podejmowania inwestycji, których szczególna przydatność dla aktualnego menedżera zwiększa koszt jego zastąpienia. Jeżeli przedsiębiorstwo rozwija strukturę organizacyjną, relacje kontraktowe lub technologie w sposób silnie zależny od indywidualnej wiedzy prezesa, jego pozycja negocjacyjna może się umacniać niezależnie od rzeczywistej efektywności zarządzania. Zjawisko to ma charakter paradoksalny: wiedza specyficzna dla przedsiębiorstwa jest często cennym zasobem, lecz jej skrajna koncentracja może osłabiać mechanizmy kontroli. Inwestor powinien więc odróżniać uzasadnioną przewagę kompetencyjną kierownictwa od sytuacji, w której brak wiarygodnego planu sukcesji, nieprzejrzysta struktura

odpowiedzialności lub utrudniony dostęp do informacji sprawiają, że organizacja staje się praktycznie niezależna od zewnętrznej oceny. Im silniej wartość przedsiębiorstwa zależy od jednej osoby, tym poważniejszym problemem staje się pytanie, czy jej osobista pozycja jest skutkiem tworzenia trwałych zdolności organizacyjnych, czy też zastępowania ich zależnościami personalnymi.

Konflikty interesów między akcjonariuszami a wierzycielami

Równie istotne jest to, że konflikt interesów nie ogranicza się jedynie do relacji między rozproszonymi akcjonariuszami a zawodowym zarządem; może on występować także pomiędzy akcjonariuszem kontrolującym a udziałowcami mniejszościowymi. W przedsiębiorstwach rodzinnych, strukturach holdingowych, piramidach kapitałowych czy spółkach emitujących kilka klas akcji uprawnienia do głosowania bywają nieproporcjonalne do udziału w ekonomicznych skutkach podejmowanych decyzji. Kontrolujący właściciel może rozstrzygać o wynagrodzeniach, transakcjach z podmiotami powiązanymi, przejęciach lub strukturze finansowania, mimo że nie ponosi proporcjonalnej części związanych z tym kosztów. Problem ten analizowali Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman i George Triantis w badaniu poświęconym piramidom własności, wzajemnym udziałom kapitałowym oraz akcjom o zróżnicowanych prawach głosu.

Wskazują oni, że oddzielenie kontroli od uprawnień do przepływów pieniężnych może generować szczególnie wysokie koszty agencji. Jednocześnie nie należy automatycznie utożsamiać skupienia praw głosu z nieefektywnością: stabilna kontrola bywa w stanie chronić przedsiębiorstwo przed doraźną presją i umożliwiać realizację długofalowej strategii. Kluczowe staje się zatem ustalenie, czy posiadacz władzy korporacyjnej ponosi dostateczną część ekonomicznych konsekwencji własnych decyzji oraz czy akcjonariusze mniejszościowi dysponują realnymi mechanizmami ochrony swoich praw.

Konflikty interesów nie kończą się jednak na granicy kapitału własnego. Struktura finansowania przedsiębiorstwa kreuje odrębne relacje pomiędzy akcjonariuszami, wierzycielami a zarządem. Przy znacznym zadłużeniu właściciele mogą mieć bodźce do preferowania projektów o wysokiej zmienności rezultatów – dzieje się tak, ponieważ koszty najbardziej niekorzystnych scenariuszy w części ponoszą wierzyciele, podczas gdy potencjalne korzyści z sukcesu pozostają po stronie kapitału własnego. W innych sytuacjach pojawia się problem nawisu zadłużenia (debt overhang), opisany przez Stewarta Myersa w 1977 roku.

W takim przypadku przedsiębiorstwo może rezygnować z przedsięwzięć o dodatniej wartości bieżącej netto, gdyż istotna część wypracowanych dzięki nim korzyści przypadłaby dotychczasowym wierzycielom, a nie akcjonariuszom finansującym nową inwestycję. Ten sam kontrakt dłużny, który w pewnych warunkach ogranicza rozrzutność kierownictwa, w innych może zatem osłabiać skłonność do podejmowania wartościowych projektów. Szczególnej wagi nabiera tutaj analiza terminów wymagalności zobowiązań, możliwości refinansowania, zabezpieczeń oraz zapisów umownych ograniczających swobodę działania przedsiębiorstwa.

Wartość spółki zależy od jakości ochrony prawnej i charakteru akcjonariatu

Nadzór korporacyjny nie sprowadza się wyłącznie do ustanowienia właściwych relacji między prezesem a akcjonariuszami; obejmuje on także takie kształtowanie struktury roszczeń wobec majątku, aby żadna z grup nie uzyskiwała nadmiernego bodźca do przenoszenia ryzyka na pozostałe. Praktyczne funkcjonowanie tych mechanizmów zależy w znacznej mierze od otoczenia prawnego i instytucjonalnego.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer i Robert Vishny w pracy Law and Finance z 1998 roku analizowali powiązania między ochroną inwestorów, systemami prawnymi a strukturami własności przedsiębiorstw. Badanie to wpisywało się w szerszy program ekonomii instytucjonalnej, według którego efektywność rynku kapitałowego zależy nie tylko od jakości informacji i racjonalności uczestników, lecz przede wszystkim od możliwości egzekwowania praw majątkowych. Z perspektywy inwestora kluczowe są zatem zarówno sprawozdania finansowe, jak i przepisy określające odpowiedzialność członków organów spółki, zasady zatwierdzania transakcji z podmiotami powiązanymi, prawa głosu, dostęp mniejszości do informacji oraz skuteczność postępowań sądowych. Kapitał może być formalnie rozproszony, a jednocześnie pozbawiony rzeczywistego wpływu na organizację, jeżeli koszty dochodzenia praw są nadmierne lub system prawny nie zapewnia dostatecznej przejrzystości decyzji kontrolujących właścicieli. Pojawia się tutaj istotny związek między wyceną przedsiębiorstwa a teorią państwa prawa: oczekiwane przepływy pieniężne nie są dla inwestora w pełni użyteczne, jeśli nie ma on pewności, jaka ich część pozostanie dostępna dla posiadaczy jego rodzaju roszczenia.

Badania empiryczne nad ładem korporacyjnym dostarczają przesłanek, że jakość ochrony akcjonariuszy znajduje odzwierciedlenie w wycenach rynkowych. Paul Gompers, Joy Ishii i Andrew Metrick w artykule Corporate Governance and Equity Prices z 2003 roku skonstruowali miarę opartą na rozwiązaniach prawnych i statutowych, które wzmacniają lub ograniczają uprawnienia

akcjonariuszy. W analizowanej próbie zaobserwowano istotne różnice w wynikach giełdowych między przedsiębiorstwami o odmiennych charakterystykach nadzoru. Nie oznacza to jednak, że każda strategia mechanicznego kupowania spółek z korzystnym wynikiem w indeksie governance pozwoli w przyszłości uzyskiwać nadzwyczajne stopy zwrotu.

Zależność historyczna może bowiem odzwierciedlać zmieniające się oczekiwania inwestorów, różnice między przedsiębiorstwami, pominięte czynniki ryzyka lub specyfikę badanego okresu. Ponadto standardy ujawniania informacji i praktyki korporacyjne ewoluują, przez co wskaźnik dobrze opisujący rozbieżności w jednym okresie może tracić swoją moc rozróżniającą w innym. Wniosek jest zatem bardziej złożony: mechanizmy nadzoru stanowią potencjalnie istotny składnik wartości przedsiębiorstwa, lecz ich wpływ wymaga analizy w konkretnym układzie własnościowym, sektorowym i historycznym.

Współczesny kapitalizm instytucjonalny dodatkowo komplikuje klasyczny podział na właścicieli i zarządców. Coraz większą część akcji spółek publicznych posiadają fundusze emerytalne, towarzystwa inwestycyjne czy zarządzający aktywami – instytucje finansowe, które same są agentami działającymi w imieniu ostatecznych oszczędzających. Powstaje wielopoziomowy układ delegowania decyzji: gospodarstwa domowe powierzają kapitał instytucjom, te wybierają przedsiębiorstwa i wykonują prawa głosu, a kierownictwo spółek zarządza ich aktywami operacyjnymi. Na każdym z tych poziomów może dojść do rozbieżności między interesem zlecającego a wykonawcy. Zarządzający funduszem może na przykład preferować rozwiązania sprzyjające wynikom w krótkich okresach, nawet jeśli jego klient inwestuje z myślą o emeryturze za kilkadziesiąt lat.

Z drugiej strony duży inwestor instytucjonalny dysponuje zasobami analitycznymi i pozycją, która pozwala na skuteczniejsze monitorowanie spółki niż w przypadku rozproszonych akcjonariuszy indywidualnych. Brian Bushee w badaniu z 1998 roku nad krótkowzrocznością decyzji o wydatkach na badania i rozwój wskazywał właśnie na znaczenie zróżnicowania charakteru instytucjonalnego akcjonariatu. Nie wystarcza więc wiedza, jaki procent akcji należy do funduszy; konieczne jest ustalenie ich horyzontu czasowego, stosowanych mechanizmów oceny wyników oraz tego, czy ich obecność sprzyja nadzorowi nad zarządem, czy raczej zwiększa nacisk na realizację krótkoterminowych prognoz.

Z tego względu aktywizm akcjonariuszy pozostaje zjawiskiem niejednoznacznym, choć stanowi potencjalnie ważne narzędzie ograniczania kosztów agencji. Inwestor aktywistyczny może domagać się sprzedaży nierentownych aktywów, poprawy efektywności operacyjnej, zmiany składu rady nadzorczej, restrukturyzacji zadłużenia lub bardziej zdyscyplinowanej alokacji kapitału. Takie działania mogą ujawnić niewykorzystany potencjał przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy dotychczasowe

kierownictwo nie odczuwało silnej presji właścicielskiej. Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy i Randall Thomas w pracy z 2008 roku analizowali kampanie aktywistyczne amerykańskich funduszy hedgingowych i stwierdzili, że w wielu przypadkach inwestorzy uzyskiwali pełną lub częściową realizację swoich postulatów. Osiągnięcie celu kampanii nie jest jednak samo w sobie dowodem długoterminowego tworzenia wartości, gdyż cel ten może być równie dobrze korzystny, co niekorzystny ekonomicznie.

Konflikt interesów i destrukcyjny wpływ bodźców

Warto pamiętać, że aktywista – podobnie jak zarząd – posiada własny horyzont inwestycyjny i system bodźców. Konflikt między akcjonariuszem aktywistycznym a dotychczasowym kierownictwem nie musi zatem być starciem racjonalności z nieracjonalnością; może on wynikać ze sporu dwóch stron, które dysponują odmiennymi informacjami, celami i preferencjami dotyczącymi ryzyka. Ocena aktywizmu wymaga więc zbadania ekonomicznej treści proponowanych zmian, a nie jedynie samego faktu zakwestionowania decyzji zarządu. Jedną z najpoważniejszych konsekwencji błędnie zaprojektowanych systemów zachęt jest ich zdolność do oddziaływania na pracowników znajdujących się znacznie poniżej najwyższych szczebli kierownictwa.

Przykładem takiego mechanizmu są nieprawidłowości w banku Wells Fargo, ujawnione w 2016 roku przez amerykańskie Biuro Ochrony Finansowej Konsumentów. Praktyki sprzedażowe polegały m.in. na otwieraniu klientom rachunków i produktów finansowych bez ich zgody. W oficjalnym postępowaniu regulator wskazał, że cele sprzedażowe oraz powiązane z nimi bodźce wynagrodzeniowe skłaniały pracowników do sztucznego zawyżania liczby sprzedanych produktów. Sprawa zakończyła się nałożeniem przez CFPB kary w wysokości 100 milionów dolarów oraz innymi działaniami regulacyjnymi. Ujawniony w tym przypadku mechanizm organizacyjny wykracza jednak poza problem jednostkowych naruszeń.

Wąskie wskaźniki pomiaru niszczą długoterminową wartość

Jeżeli ocena pracownika zależy od łatwo mierzalnej liczby nowych rachunków, podczas gdy jakość zgody klienta, trwałość relacji czy reputacja instytucji są trudniej obserwowalne, system zachęt może sprzyjać osiąganiu celu formalnego kosztem rzeczywistego celu gospodarczego. Przypadek Wells Fargo stanowi empiryczną ilustrację problemu wielozadaniowości opisanego przez Holmströma i Milgroma: maksymalizacja wybranego wskaźnika działalności może prowadzić do

pogorszenia wyników w wymiarach pominiętych przez system pomiaru. Wartość przedsiębiorstwa nie zależy jednak wyłącznie od zapobiegania nadużyciom i ograniczania rozrzutności. Równie istotne jest tworzenie warunków, w których pracownicy i menedżerowie będą gotowi podejmować działania korzystne w długim okresie, choć ich rezultat pozostaje trudny do natychmiastowego zmierzenia. Szczególnego znaczenia nabierają tu inwestycje w kapitał ludzki, kulturę organizacyjną, zdolność współpracy, innowacyjność i wiarygodność relacji z klientami. W tradycyjnej rachunkowości część wydatków budujących te zasoby obciąża bieżący wynik finansowy, podczas gdy korzyści materializują się dopiero w przyszłości. Może to tworzyć pokusę ograniczania nakładów na szkolenia, bezpieczeństwo, jakość zarządzania personelem czy rozwój kompetencji, jeżeli kierownictwo jest oceniane przede wszystkim według krótkoterminowej rentowności. Alex Edmans w artykule Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices z 2011 roku przedstawił dowody na związek satysfakcji pracowników z późniejszymi wynikami giełdowymi w badanym okresie. Interpretacja tej zależności wymaga ostrożności: satysfakcja może współwystępować z dobrą jakością zarządzania, rentownością lub innymi trudnymi do zaobserwowania cechami przedsiębiorstw. Nie wynika z niej także gwarancja przyszłej nadwyżkowej stopy zwrotu. Badanie przypomina jednak, że istotne ekonomicznie aktywa mogą nie znajdować pełnego odzwierciedlenia w standardowych wskaźnikach sprawozdawczych. Z punktu widzenia ekonomii organizacji interesujący jest także problem rozdziału korzyści z długoterminowego inwestowania między różne grupy uczestników przedsiębiorstwa. Pracownik może przez lata rozwijać kompetencje przydatne przede wszystkim w jednej organizacji, dostawca może ponosić koszty dostosowania procesu produkcji do specyficznych wymagań odbiorcy, a przedsiębiorstwo może inwestować w jakość produktu, której pełne efekty ujawnią się dopiero po długim czasie. Tego rodzaju inwestycje mają często charakter relacyjny i są trudne do zabezpieczenia kompletną umową. Jeżeli jedna strona zyskuje możliwość jednostronnego zmieniania warunków współpracy po poniesieniu przez drugą stronę kosztów dostosowania, pojawia się ryzyko oportunizmu i niedoinwestowania. Teoria praw własności oraz ekonomia niekompletnych kontraktów pozwalają dostrzec, że efektywny podział władzy decyzyjnej nie zawsze musi sprowadzać się do maksymalizacji krótkoterminowego udziału akcjonariuszy w przepływach pieniężnych. Czasami tworzenie długoterminowej wartości wymaga utrzymywania wiarygodnych zobowiązań wobec pracowników, dostawców i klientów, ponieważ bez nich racjonalni uczestnicy będą ograniczać własne inwestycje w relację z przedsiębiorstwem. Pozorny konflikt między interesem właścicieli a interesem pozostałych stron może się więc okazać wynikiem nieodpowiedniego horyzontu pomiaru korzyści. Pojawia się tutaj pytanie normatywne: czy przedsiębiorstwo powinno maksymalizować wyłącznie wartość rynkową akcji, czy też szerzej rozumiany dobrobyt swoich właścicieli, uwzględniający ich preferencje dotyczące skutków społecznych działalności gospodarczej? Oliver Hart i Luigi Zingales w pracy Companies Should

Maximize Shareholder Welfare Not Market Value z 2017 roku argumentowali, że maksymalizacja wartości rynkowej nie musi być tożsama z maksymalizacją dobrobytu akcjonariuszy. Właściciele kapitału mogą bowiem przypisywać znaczenie również takim rezultatom działalności przedsiębiorstwa, które nie znajdują bezpośredniego odzwierciedlenia w jego zyskach, zwłaszcza jeżeli określone działania powodują koszty społeczne, których rynek nie wycenia w pełni. Nie przesądza to, jak należy rozstrzygać wszystkie konflikty między rentownością a celami społecznymi, lecz pokazuje ograniczenia prostego utożsamienia interesu akcjonariusza z maksymalizacją bieżącej kapitalizacji giełdowej.

Holistyczna analiza bodźców zamiast prostych korelacji

Nadzór korporacyjny obejmuje nie tylko dobór narzędzi motywacyjnych, lecz także problem legitymizacji celów, które te narzędzia mają realizować. Właściwa ocena architektury bodźców powinna zatem łączyć analizę ekonomiczną, psychologiczną, prawną i organizacyjną. Raport o wynagrodzeniach kierownictwa należy rozpatrywać w powiązaniu ze strukturą własności, zasadami funkcjonowania organów nadzorczych, polityką alokacji kapitału oraz jakością sprawozdawczości. Szczególnej uwagi wymagają sytuacje, w których znaczna część świadczeń menedżerskich staje się dostępna w krótkim przedziale czasu, a równocześnie przedsiębiorstwo przeprowadza istotny skup akcji, ogłasza duże przejęcie, ogranicza inwestycje lub przedstawia wyjątkowo optymistyczne prognozy.

Samo współwystępowanie tych zdarzeń nie uzasadnia oskarżenia o nadużycie, stanowi natomiast przesłankę do szczegółowego zbadania motywacji ekonomicznych i możliwych kosztów alternatywnych. Podobnie wysoki udział akcji w wynagrodzeniu nie może być bezwarunkowo uznawany za dowód skutecznego powiązania interesów, jeśli towarzyszą mu słabe mechanizmy nadzoru, skomplikowane wyjątki od warunków przyznawania świadczeń lub brak ograniczeń sprzedaży instrumentów po nabyciu uprawnień. Ocena jakości zarządzania wymaga przejścia od deklaracji do struktury faktycznie dostępnych wyborów: co menedżer może zrobić, na jakiej decyzji osobiście zyskuje, kto ponosi jej niekorzystne następstwa i po jakim czasie będą one widoczne.

Nie można przy tym pomijać trudności w identyfikacji przyczynowości w badaniach nad ładem korporacyjnym. Przedsiębiorstwa rzadko przydzielają programy wynagrodzeń, modele własności czy zasady funkcjonowania rad nadzorczych w sposób losowy. Spółki o wysokim potencjale wzrostu mogą częściej wykorzystywać opcje menedżerskie, przedsiębiorstwa dojrzałe wypłacać większą część gotówki akcjonariuszom, a organizacje w trudnej sytuacji wprowadzać zmiany zarządcze właśnie dlatego, że wcześniejsze wyniki były niezadowalające. Prosta korelacja między określonym

rozwiązaniem a stopą zwrotu z akcji nie rozstrzyga zatem, czy to rozwiązanie wywołało wynik, czy też obie wielkości ukształtował trzeci czynnik. W tym kontekście kluczowe są badania wykorzystujące wcześniej ustalone terminy nabywania uprawnień, zmiany regulacyjne, naturalne eksperymenty lub inne źródła zmienności ograniczające problem odwrotnej przyczynowości. Jednocześnie nawet poprawnie oszacowany średni efekt w danej próbie nie musi odnosić się w jednakowym stopniu do wszystkich sektorów i okresów historycznych.

Architektura bodźców jako fundament realnej wyceny

Nauka o finansach przedsiębiorstw dostarcza coraz lepszych narzędzi do identyfikacji mechanizmów, lecz nie zwalnia inwestora z obowiązku rozumienia granic ich zastosowania. Z perspektywy wyceny fundamentalnej istota problemu agencji ujawnia się w różnicy między zdolnością firmy do generowania gotówki a częścią tej wartości, która w długim okresie może zostać przekształcona w realne korzyści ekonomiczne dla właściciela danego instrumentu finansowego. Dwa przedsiębiorstwa o zbliżonych przychodach, marżach i prognozach wzrostu mogą zasługiwać na zupełnie odmienne oceny, jeśli jedno z nich prowadzi zdyscyplinowaną politykę inwestycyjną i zapewnia skuteczną kontrolę nad zasobami, podczas gdy drugie pozostaje podatne na kosztowne przejęcia, oportunistyczne transakcje z podmiotami powiązanymi lub krótkoterminowe kształtowanie wyników. W modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych konsekwencje te objawiają się jako niższe oczekiwane przepływy, wyższe prawdopodobieństwo niekorzystnych scenariuszy, ograniczona trwałość przewag konkurencyjnych bądź dodatkowe koszty finansowania.

Nie istnieje jedna uniwersalna korekta procentowa, którą można by stosować do wszystkich spółek z niedoskonałym nadzorem. Kluczowe są konkretne kanały utraty wartości, ich prawdopodobieństwo oraz możliwość przeciwdziałania im przez właścicieli kapitału. Ostatecznie teoria agencji prowadzi do wniosku pozornie paradoksalnego: nawet rynek złożony z inwestorów sprawnie analizujących informacje nie gwarantuje, że przedsiębiorstwa będą podejmować optymalne decyzje gospodarcze.

Trafna wycena jest bowiem czymś innym niż skuteczne sprawowanie kontroli nad zasobami. Inwestor może poprawnie rozpoznać nieefektywne przejęcie, nadmierną premię menedżerską lub destrukcyjną politykę inwestycyjną, a mimo to nie dysponować wystarczającym wpływem, by zapobiec realizacji tych działań. Jednocześnie błędna wycena rynkowa może oddziaływać zwrotnie na zachowanie zarządu, przekształcając krótkotrwały optymizm inwestorów w trwałe zobowiązania finansowe i decyzje operacyjne. Granice racjonalności rynku wyznaczają więc nie tylko ograniczenia uwagi, heurystyki poznawcze i emocje uczestników obrotu, lecz również

instytucjonalna architektura przedsiębiorstw, rozkład praw decyzyjnych oraz konstrukcja bodźców określających zachowania osób zarządzających kapitałem.

Zrozumienie tych zależności stanowi niezbędny pomost między teorią wyceny a praktyką inwestowania. Skoro cena akcji może odzwierciedlać jednocześnie oczekiwania dotyczące przyszłych przepływów, błędy poznawcze uczestników rynku oraz konsekwencje konfliktów interesów wewnątrz firmy, wybór strategii inwestycyjnej wymaga czegoś więcej niż wskazania pozornie tanich papierów wartościowych. W kolejnej części należy zatem przejść od badania źródeł nieefektywności do analizy sposobów, w jakie inwestorzy próbują je wykorzystać: strategii wartości, jakości, momentum, podejść kontrariańskich i czynnikowych, a także ograniczeń arbitrażu, które sprawiają, że rozpoznanie błędnej wyceny nie jest równoznaczne z możliwością osiągnięcia zysku.

> Paradoks współczesnego rynku polega na tym, że nawet najdoskonalsza analiza finansowa nie gwarantuje sukcesu, jeśli inwestor ignoruje architekturę bodźców wewnątrz firmy. Można bowiem bezbłędnie wycenić przepływy pieniężne, a jednocześnie pozostać bezsilnym wobec systemu, który premiuje obraz sukcesu ponad jego rzeczywistą treścią. Czy zatem cena akcji jest miarą wartości przedsiębiorstwa, czy jedynie odzwierciedleniem skuteczności menedżerów w zarządzaniu oczekiwaniami rynku?

Inspiracje

[1] 

"The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions" alex edmans

Random House | ISBN: 97814059877783

Alex Edmans jest brytyjskim ekonomistą i profesorem finansów w London Business School. Uzyskał tytuł licencjata w Merton College w Oksfordzie, a doktorat z finansów uzyskał w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Zanim dołączył do London Business School, pracował w bankowości inwestycyjnej w Morgan Stanley i był profesorem zwyczajnym w Wharton School of the University of Pennsylvania. Badania Edmansa obejmują finanse korporacyjne, finanse behawioralne, ład korporacyjny i zrównoważony biznes, a w szczególności pionierskie badania empiryczne łączące satysfakcję pracowników z długoterminowymi zyskami z akcji. Jest członkiem British Academy i Academy of Social Sciences, pełnił funkcję redaktora naczelnego Review of Finance oraz zasiadał w zarządzie American Finance Association. W 2021 roku został uhonorowany tytułem Profesora Roku przez Poets & Quants.

***Alex Edmans** is a British economist and Professor of Finance at London Business School. He earned his bachelor's degree from Merton College, Oxford, and completed a PhD in finance at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. Before joining London Business School, he worked in investment banking at Morgan Stanley and served as a tenured professor at the Wharton School of the University of Pennsylvania. Edmans's research spans corporate finance, behavioural finance, corporate governance, and sustainable business, notably pioneering empirical research connecting employee satisfaction with long-term stock returns. A Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences, he has served as Managing Editor of the Review of Finance and on the board of the American Finance Association. In 2021, he was named Professor of the Year by Poets & Quants.*

London Business School

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autora i dzieła przywołane w tekście:



[1] "Grow the Pie"

Alex Edmans

2021 | Cambridge University Press | ISBN: 9781009054676



[2] "May Contain Lies"

Alex Edmans

2024 | Univ of California Press | ISBN: 9780520403956



[3] "Principles of Corporate Finance"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | ISBN: 9781266586156



[4] "Loose-Leaf for Principles of Corporate Finance: 2025 Release"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | McGraw-Hill Companies | ISBN: 9781266215643



[5] "A Calibrative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"

Alex Edmans

2007

[6] "Feedback Effects, Asymmetric Trading, and the Limits to Arbitrage"

Alex Edmans

2018

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[7] "The Wealth of Nations"

Adam Smith

2000 | Modern Library | ISBN: 9780679783367



[8] "The Theory of Moral Sentiments"

Adam Smith

BoD – Books on Demand | ISBN: 9783368934194

[9] "The Modern Corporation and Private Property"

Adolf A. Berle

1950

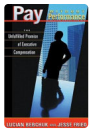
[10] **"The modern corporation and private property, by A.A.Berle and G.C.Means"**

Adolf A. Berle (Jr.)

[11] **"Organizational Forms and Investment Decisions"**

Eugene F. Fama, Michael C. Jensen

1984



[12] **"Pay Without Performance"**

Lucian Bebchuk

2004

[13] **"Do Short-term Incentives Affect Long-term Productivity?"**

Heitor Almeida, Nuri Ersahin, Vyacheslav Fos, Rustom M. Irani, Mathias Kronlund

2019



[14] **"Who Owns the Media?"**

Andrei Shleifer



[15] **"A Model of Investor Sentiment"**

Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1997



[16] **"The Economic Consequences of Legal Origins"**

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer

2007



[17] **"Corporate Ownership Around the World"**

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer

1998



[18] **"Agency Problems and Divided Policies Around the World"**

Rafael La Porta

1998

[19] **"Government Ownership of Banks"**

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer

2000



[20] "The Money of Invention"

Paul Gompers

Harvard Business Press | ISBN: 9781578513260

[21] "Incentives Vs. Control"

Paul Alan Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick

2004

[22] "Inefficient Provision of Liquidity"

Oliver Hart, Luigi Zingales

2011

[23] "A New Capital Regulation for Large Financial Institutions"

Oliver Hart

2009

[24] "Liquidity and Inefficient Investment"

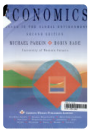
Oliver D. Hart, Luigi Zingales, Centre for Economic Policy Research (Great Britain), National Bureau of Economic Research

2013

[25] "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value"

Oliver D. Hart, Luigi Zingales

2017



[26] "Economics"

Michael Parkin, Robin Bade

1994 | Brantford : W. Ross MacDonald School, 1995. (Peterborough : Ontario Audio Library Service) | ISBN: 9780201443189

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] ""Control" in Corporate Law"

Adolf Augustus Berle

1958 | Columbia Law Review | DOI: 10.2307/1119961

Źródło

[2] **"Modern Functions of the Corporate System"**
Adolf Augustus Berle
1962 | Columbia Law Review | DOI: 10.2307/1120052
Źródło

[3] **"The Modern Corporation and Private Property"**
Henry Winthrop Ballantine, Adolf Augustus Berle, Gardiner Coit Means
1932 | California Law Review | DOI: 10.2307/3475545
Źródło

[4] **"Constitutional Limitations on Corporate Activity. Protection of Personal Rights from Invasion through Economic Power"**
Adolf Augustus Berle
1952 | University of Pennsylvania Law Review | DOI: 10.2307/3310100
Źródło

[5] **"The Diffusion of Stock Ownership in the United States"**
Gardiner Coit Means
1930 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1884024
Źródło

[6] **"The Separation of Ownership and Control in American Industry"**
Gardiner Coit Means
1931 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1883922
Źródło

[7] **"From The Modern Corporation and Private Property"**
Adolf Augustus Berle, Gardiner Coit Means
2009 | Cambridge University Press eBooks | DOI: 10.1017/cbo9780511817410.006
Źródło

[8] **"Moral Markets: The Critical Role of Values in the Economy"**
Paul J. Zak, Michael C. Jensen
2010 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.2307/j.ctt7swzc
Źródło

[9] **"Divisional Performance Measurement"**

Michael C. Jensen (Deceased), William H. Meckling

1998 | DOI: 10.2139/ssrn.94109

Źródło

[10] **"Can the Corporation Survive?"**

Michael C. Jensen (Deceased), William H. Meckling

2001 | DOI: 10.2139/ssrn.244155

Źródło

[11] **"The Nature of Man"**

Michael C. Jensen (Deceased), William H. Meckling

1997 | DOI: 10.2139/ssrn.5471

Źródło

[12] **"Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure"**

Michael C. Jensen, William H. Meckling

1976 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(76)90026-x

Źródło

[13] **"THE NATURE OF MAN*"**

Michael C. Jensen, William H. Meckling

1994 | Journal of applied corporate finance | DOI: 10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x

Źródło

[14] **"Application of Operations Research to Development Decisions"**

Burton H. Klein, William H. Meckling

1958 | Operations Research | DOI: 10.1287/opre.6.3.352

Źródło

[15] **"EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK*"**

Burton Gordon Malkiel, Eugene F. Fama

1970 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x

Źródło

[16] "Common risk factors in the returns on stocks and bonds"

Eugene F. Fama, Kenneth R. French

1993 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(93)90023-5

Źródło

[17] "Separation of Ownership and Control"

Eugene F. Fama, Michael C. Jensen

1983 | The Journal of Law and Economics | DOI: 10.1086/467037

Źródło

[18] "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests"

Eugene F. Fama, James D. MacBeth

1973 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/260061

Źródło

[19] "The short chain fatty acid propionate stimulates GLP-1 and PYY secretion via free fatty acid receptor 2 in rodents"

Arianna Psichas, Michelle Sleeth, Kevin G. Murphy, Lucy J. Brooks, Gavin A. Bewick

2014 | International Journal of Obesity | DOI: 10.1038/ijo.2014.153

Źródło

[20] "Short-chain fatty acids as potential regulators of skeletal muscle metabolism and function"

James E. Frampton, Kevin G. Murphy, Gary Steven Frost, Edward S. Chambers

2020 | Nature Metabolism | DOI: 10.1038/s42255-020-0188-7

Źródło

[21] "Performance Pay and Top Management Incentives"

Kevin J. Murphy, Michael C. Jensen (Deceased)

2001 | DOI: 10.2139/ssrn.94009

Źródło

[22] "Executive Compensation as an Agency Problem"

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried

2003 | Cambridge University Press eBooks | DOI: 10.1017/cbo9780511817410.026

Źródło

[23] **"Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation"**

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried, David I. Walker

2002 | The University of Chicago Law Review | DOI: 10.2307/1600632

Źródło

[24] **"How To Implement Shareholder Democracy"**

Luigi Zingales, Oliver D. Hart, Helene E. Landemore

2024 | DOI: 10.2139/ssrn.5039736

Źródło

[25] **"A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance"**

Lucian A. Bebchuk, Mark J. Roe

1999 | Stanford Law Review | DOI: 10.2307/1229459

Źródło

[26] **"The costs of entrenched boards"**

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen

2005 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.006

Źródło

[27] **"Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation, Part IV: Going Forward"**

Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried

2004

Źródło

[28] **"Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation"**

Bebchuk, Lucian A., Jesse M. Fried

2006 | Personnel Psychology | DOI: 10.1111/j.1744-6570.2006.00060_8.x

Źródło

[29] **"Managerial incentives and risk-taking☆"**

Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel, Lalitha Naveen

2005 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.09.004

Źródło

[30] **"What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives"**

James A. Brickley, James S. Linck, Jeffrey L. Coles

1999 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(99)00012-4

Źródło

[31] **"Stock-based incentive compensation and investment behavior"**

John M. Bizjak, James A. Brickley, Jeffrey L. Coles

1993 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/0165-4101(93)90017-a

Źródło

[32] **"Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance"**

Jeffrey L. Coles, Michael L. Lemmon, Felix Meschke

2011 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.04.002

Źródło

[33] **"Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance"**

Vikas Agarwal, Naveen D. Daniel, Narayan Y. Naik

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01499.x

Źródło

[34] **"Calculation of Compensation Incentives and Firm-Related Wealth Using Execucomp: Data, Program, and Explanation"**

Jeffrey L. Coles, Naveen D. Daniel, Lalitha Naveen

2013 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.2296381

Źródło

[35] **"Flows, Performance, and Managerial Incentives in Hedge Funds"**

Vikas Agarwal, Naveen D. Daniel, Narayan Y. Naik

2003 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.424369

Źródło

[36] **"Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation?☆"**

John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, Lalitha Naveen

2008 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.08.007

Źródło

[37] "Organizational complexity and CEO labor markets: Evidence from diversified firms"

Tammy K. Berry, John M. Bizjak, Michael L. Lemmon, Lalitha Naveen

2005 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2005.04.001

Źródło

[38] "Stock market liquidity and firm value☆"

Vivian W. Fang, Thomas H. Noe, Sheri Tice

2009 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2008.08.007

Źródło

[39] "Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment"

Vivian W. Fang, Allen Huang, Jonathan M. Karpoff

2016 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12369

Źródło

[40] "Equity Vesting and Investment"

Alex Edmans, Vivian W. Fang, Katharina Lewellen

2017 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhx018

Źródło

[41] "Foreign Institutional Ownership and the Global Convergence of Financial Reporting Practices"

Vivian W. Fang, Mark G. Maffett, Bohui Zhang

2015 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12076

Źródło

[42] "Financing decisions when managers are risk averse"

Katharina Lewellen

2006 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.06.009

Źródło

[43] "Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to Be Engaged"

Jonathan W. Lewellen, Katharina Lewellen

2018 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.13085

Źródło

[44] "The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks"

Elizabeth Demers, Katharina Lewellen

2003 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(03)00072-2

Źródło

[45] "The Real Effects of Share Repurchases"

Heitor Almeida, Vyacheslav Fos, Mathias Kronlund

2013 | DOI: 10.2139/ssrn.2276156

Źródło

[46] "Innovation under Pressure"

Heitor Almeida, Vyacheslav Fos, Po-Hsuan Hsu, Mathias Kronlund, Kevin Tseng

2020 | DOI: 10.2139/ssrn.3663903

Źródło

[47] "How Do Short-Term Incentives Affect Long-Term Productivity?"

Heitor Almeida, Nuri Ersahin, Vyacheslav Fos, Rustom Irani, Mathias Kronlund

2020 | DOI: 10.67929/ecgi-fin-662-2020

Źródło

[48] "Do Short-Term Incentives Affect Long-Term Productivity?"

Heitor Almeida, Nuri Ersahin, Vyacheslav Fos, Rustom M. Irani, Mathias Kronlund

2019 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.3412538

Źródło

[49] "Inferring Reporting-Related Biases in Hedge Fund Databases from Hedge Fund Equity Holdings"

Vikas Agarwal, Vyacheslav Fos, Wei Jiang

2013 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.1120.1647

Źródło

[50] "Shareholder democracy in play: Career consequences of proxy contests"

Vyacheslav Fos, Margarita Tsoutsoura

2014 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.07.009

Źródło

[51] "Institutional Investors and Corporate Governance"

Amil Dasgupta, Vyacheslav Fos, Zacharias Sautner

2020 | Foundations and Trends® in Finance | DOI: 10.1561/0500000056

Źródło

[52] "Out of sight no more? The effect of fee disclosures on 401(k) investment allocations"

Mathias Kronlund, Veronika Krepely Pool, Clemens Sialm, Irina Stefanescu

2021 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.04.008

Źródło

[53] "Does Shareholder Scrutiny Affect Executive Compensation?"

Mathias Kronlund, Shastri Sandy

2013 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.2358696

Źródło

[54] "CEO incentives and earnings management"

Daniel B. Bergstresser, Thomas Philippon

2005 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.10.011

Źródło

[55] "Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds"

Malcolm P. Baker, Daniel B. Bergstresser, George Serafeim, Jeffrey A. Wurgler

2018 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w25194

Źródło

[56] "Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry"

Daniel B. Bergstresser, John M. R. Chalmers, Peter Tufano

2009 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhp022

Źródło

[57] "The Pricing and Ownership of US Green Bonds"

Malcolm P. Baker, Daniel B. Bergstresser, George Serafeim, Jeffrey A. Wurgler

2022 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-111620-014802

Źródło

[58] "Measuring Systemic Risk"

Viral V. Acharya, Lasse Heje Pedersen, Thomas Philippon, Matthew P. Richardson

2016 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhw088

Źródło

[59] "Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry: 1909–2006*"

Thomas Philippon, Ariell Reshef

2012 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1093/qje/qjs030

Źródło

[60] "Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation"

Thomas Philippon

2015 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.20120578

Źródło

[61] "Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking"

Shivaram Rajgopal, Terry J. Shevlin

2002 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/s0165-4101(02)00042-3

Źródło

[62] "CEO Reputation and Earnings Quality*"

Jennifer Francis, Allen Huang, Shivaram Rajgopal, Amy Y. Zang

2008 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1506/car.25.1.4

Źródło

[63] "Corporate culture: Evidence from the field"

John Robert Graham, Jillian Grennan, Campbell R. Harvey, Shivaram Rajgopal

2022 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2022.07.008

Źródło

[64] "Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013"

Hariom Manchiraju, Shivaram Rajgopal

2015 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12174

Źródło

[65] "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction☆"

Ulrike M. Malmendier, Georey Tate

2008 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.07.002

Źródło

[66] "Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking?*"

Ulrike M. Malmendier, Stefan Nagel

2011 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1093/qje/qjq004

Źródło

[67] "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies"

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate, Jonathan Yan

2011 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x

Źródło

[68] "Learning from Inflation Experiences *"

Ulrike M. Malmendier, Stefan Nagel

2015 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1093/qje/qjv037

Źródło

[69] "Financial expertise of directors"

A. Burak Güner, Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

2008 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.05.009

Źródło

[70] "Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence"

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

2015 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.29.4.37

Źródło

[71] "Female leadership and gender equity: Evidence from plant closure"

Geoffrey A. Tate, Yang Liu

2014 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.01.004

Źródło

[72] **"Corporate Ownership Around the World"**
Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer
1999 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00115
Źródło

[73] **"Legal Determinants of External Finance"**
RAFAEL LA PORTA, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny
1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
Źródło

[74] **"Large Shareholders and Corporate Control"**
Andrei Shleifer, Robert W. Vishny
1986 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261385
Źródło

[75] **"Management ownership and market valuation"**
Randall Mørck, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny
1988 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(88)90048-7
Źródło

[76] **"Investor protection and corporate governance"**
Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny
2000 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(00)00065-9
Źródło

[77] **"Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?"**
Bernard S. Black, Reinier H. Kraakman, Anna Tarassova
2000 | Stanford Law Review | DOI: 10.2307/1229501
Źródło

[78] **"Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts"**
Henry B. Hansmann, Reinier H. Kraakman
1991 | The Yale Law Journal | DOI: 10.2307/796812
Źródło

[79] **"The Mechanisms of Market Efficiency"**
Ronald J. Gilson, Reinier H. Kraakman
1984 | Virginia Law Review | DOI: 10.2307/1073080
Źródło

[80] **"Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights"**

Lucian A. Bebchuk, Reinier H. Kraakman, George G. Triantis

2000 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[81] **"Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Seperating Control from Cash Flow Rights"**

Lucian A. Bebchuk, Reinier H. Kraakman, George G. Triantis

1999 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w6951

Źródło

[82] **"Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law"**

Robert E. Scott, George G. Triantis

2004 | Columbia Law Review | DOI: 10.2307/4099375

Źródło

[83] **"Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights"**

Lucian A. Bebchuk, Reinier H. Kraakman, George G. Triantis

1999 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.147590

Źródło

[84] **"The New Comparative Economics"**

Simeon Djankov, Edward L. Glaeser, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer

2003 | World Bank, Washington, DC eBooks | DOI: 10.1596/1813-9450-3054

Źródło

[85] **"The Law and Economics of Self-Dealing"**

Simeon Djankov, Florencio López de Silanes, Rafael La Porta, Andrei Shleifer

2005 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.864645

Źródło

[86] **"The Quality of Government"**

Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1999 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[87] "The Quality of Goverment"

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny

1998 | DOI: 10.3386/w6727

Źródło

[88] "Investor Protection and Corporate Valuation"

Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

2002 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/1540-6261.00457

Źródło

[89] "The Venture Capital Revolution"

Paul A. Gompers, Josh Lerner

2001 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.15.2.145

Źródło

[90] "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital"

Paul A. Gompers

1995 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x

Źródło

[91] "Institutional Investors and Equity Prices"

Paul A. Gompers, Andrew Metrick

2001 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355301556392

Źródło

[92] "Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies"

Alon Brav, Paul A. Gompers

1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x

Źródło

[93] "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States"

Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick

2009 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhp024

Źródło

[94] **"Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual-Class Companies"**

Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick

2004 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w10240

Źródło

[95] **"Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Companies in the United States"**

Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick

2004 | DOI: 10.2139/ssrn.562511

Źródło

[96] **"Optimal Defaults and Active Decisions*"**

Gabriel D. Carroll, James J. Choi, David Laibson, Brigitte C. Madrian, Andrew Metrick

2009 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/qjec.2009.124.4.1639

Źródło

[97] **"The Economics of Private Equity Funds"**

Andrew Metrick, Ayako Yasuda

2010 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhq020

Źródło

[98] **"The influence of institutional investors in myopic R&D investment behavior."**

Brian J. Bushee

1998 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/tar-902584

Źródło

[99] **"Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?"**

Brian J. Bushee

2001 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1506/j4gu-bhwh-8hme-le0x

Źródło

[100] **"Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility"**

Brian J. Bushee, Christopher F. Noe

2000 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.2307/2672914

Źródło

[101] "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices"

Jeffrey S. Abarbanell, Brian J. Bushee

1997 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.2307/2491464

Źródło

[102] "An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics"

Alon Brav, Reuven Lehavy

2003 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/1540-6261.00593

Źródło

[103] "Competing Theories of Financial Anomalies"

Alon Brav, J.B. Heaton

2000 | Review of Financial Studies | DOI: 10.2139/ssrn.204330

Źródło

[104] "The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes"

Alon Brav, Wei Jiang, Hyunseob Kim

2015 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhv037

Źródło

[105] "NeuMan: Neural Human Radiance Field from a Single Video"

Wei Jiang, Kwang Moo Yi, Golnoosh Samei, Oncel Tuzel, Anurag Ranjan

2022 | Lecture notes in computer science | DOI: 10.1007/978-3-031-19824-3_24

Źródło

[106] "Gradient based fast mode decision algorithm for intra prediction in HEVC"

Wei Jiang, MA Han-jie, Yaowu Chen

2012 | International Conference on Consumer Electronics, Communications and Networks (CECNet) | DOI: 10.1109/cecnet.2012.6201851

Źródło

[107] "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism"

Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang

2015 | DOI: 10.3386/w21227

Źródło

[108] **"The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies"**

Frank Partnoy

1999 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.167412

Źródło

[109] **"Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets"**

Frank Partnoy

2003

Źródło

[110] **"Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective"**

Frank Partnoy

2009 | SSRN Electronic Journal

Źródło

[111] **"Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage"**

Frank Partnoy

1997 | bepress Legal Repository

Źródło

[112] **"Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction"**

Randall S. Thomas, James F. Cotter

2007 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2007.02.002

Źródło

[113] **"Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions"**

Stewart Jon Schwab, Randall S. Thomas

1998 | Michigan Law Review | DOI: 10.2307/1290082

Źródło

[114] **"Shareholder litigation in mergers and acquisitions"**

C. N. V. Krishnan, Ronald W. Masulis, Randall S. Thomas, Robert B. Thompson

2012 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2012.08.004

Źródło

[115] "An Empirical Analysis of CEO Employment Contracts: What Do Top Executives Bargain For?"

Stewart Jon Schwab, Randall S. Thomas

2006 | Scholarship @ Cornell Law (Cornell University)

Źródło

[116] "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration"

Sanford J. Grossman, Oliver Hart

1986 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261404

Źródło

[117] "Property Rights and the Nature of the Firm"

Oliver Hart, John Moore

1990 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261729

Źródło

[118] "Firms, Contracts, and Financial Structure"

Oliver Hart

1995 | DOI: 10.1093/0198288816.001.0001

Źródło

[119] "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation"

Sanford J. Grossman, Oliver Hart

1980 | The Bell Journal of Economics | DOI: 10.2307/3003400

Źródło

[120] "Ethical values in business decisions"

Luigi Zingales, Luigi Zingales, Oliver Hart, Emanuele Licari

2025 | AEA Randomized Controlled Trials | DOI: 10.1257/rct.16953-5.1

Źródło

[121] "Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value"

Oliver D. Hart, Luigi Zingales

2017 | DOI: 10.2139/ssrn.3004794

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[122] "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices"

Alex Edmans

2011 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.03.021

Źródło

[123] "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia"

Alex Edmans

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x

Źródło

[124] "Sports Sentiment and Stock Returns"

Alex Edmans, Diego García, Øyvind Norli

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01262.x

Źródło

[125] "The Real Effects of Financial Markets"

Philip Bond, Alex Edmans, Itay Goldstein

2012 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110311-101826

Źródło

[126] "Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders"

Alex Edmans, Gustavo Manso

2010 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhq145

Źródło

[127] "The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility"

Alex Edmans

2012 | Academy of Management Perspectives | DOI: 10.5465/amp.2012.0046

Źródło

[128] "The end of ESG"

Alex Edmans

2023 | Financial Management | DOI: 10.1111/fima.12413

Źródło

[129] "The Real Effects of Financial Markets: The Impact of Prices on Takeovers"

Alex Edmans, Itay Goldstein, Wei Jiang

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01738.x

Źródło

[130] "Blockholders and Corporate Governance"

Alex Edmans

2014 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034455

Źródło

[131] "A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"

Alex Edmans, Xavier Gabaix, Augustin Landier

2008 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhn117

Źródło

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 30062e2c-1210-4d99-a414-214bd647eded