Asymetria informacji i pułapki poznawcze na rynku kapitałowym w świetle książki The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions Alexa Edmansa



AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje mechanizmy irracjonalności na rynkach finansowych, wskazując na istotną różnicę między dostępnością a rzeczywistą przyswajalnością informacji. Autor podkreśla, że kluczowe dane często pozostają ukryte w strukturach organizacyjnych lub są ignorowane ze względu na wysoki koszt analityczny. Szczególną uwagę poświęcono pułapkom poznawczym, takim jak rachunkowość mentalna i „iluzja darmowych dywidend", gdzie inwestorzy błędnie postrzegają wypłaty gotówkowe jako dodatkowy zysk, a nie spadek wartości aktywa. Tekst przestrzega przed nadmiernym upraszczaniem korelacji statystycznych i zachęca do rygorystycznej analizy sygnałów rynkowych w celu uniknięcia typowych błędów behawioralnych, które prowadzą do nieefektywnych decyzji inwestycyjnych.

The article analyzes mechanisms of irrationality in financial markets, pointing to a significant difference between the availability and actual assimilability of information. The author emphasizes that key data often remain hidden in organizational structures or are ignored due to high analytical costs. Particular attention is paid to cognitive traps such as mental accounting and the 'illusion of free dividends,' where investors mistakenly perceive cash payouts as additional profit rather than a decrease in asset value. The text warns against oversimplifying statistical correlations and encourages rigorous analysis of market signals to avoid typical behavioral errors that lead to inefficient investment decisions.

Artykuł stawia tezę, że nieefektywność rynków finansowych nie wynika z prostych błędów poznawczych inwestorów, lecz z głębokiej asymetrii między formalną dostępnością danych a zdolnością uczestników rynku do ich poprawnego przetworzenia. Autor argumentuje, że rzeczywista wartość przedsiębiorstwa często pozostaje ukryta w sygnałach niematerialnych – od specyfiki języka raportów finansowych i logistyki spotkań akcjonariuszy, po kapitał ludzki i relacje sieciowe – których analiza wymaga wyjścia poza standardowe wskaźniki księgowe. Tekst analizuje szereg anomalii, takich jak iluzja darmowych dywidend czy wpływ nastrojów (pogoda, sport) na notowania, podkreślając jednak rygorystyczną zasadę metodologiczną: statystyczna korelacja nie jest tożsama z ekonomiczną przyczynowością. Głównym przesłaniem jest stwierdzenie, że przewaga inwestycyjna nie polega na gromadzeniu egzotycznych danych alternatywnych, lecz na dyscyplinie intelektualnej w rozróżnianiu między szumem informacyjnym a realną wartością ekonomiczną, co pozwala uniknąć pułapek nadmiernej pewności siebie w świecie systematycznie zniekształconych sygnałów.

SŁOWA KLUCZOWE

asymetria informacji | pułapki poznawcze | rynek kapitałowy | iluzja darmowych dywidend | rachunkowość mentalna | całkowita stopa zwrotu | efekt dyspozycji | teoria użyteczności realizacji | nominalne punkty odniesienia | transakcje oportunistyczne menedżerów | koszty agencji | krótkowzroczność menedżerska | heurystyka dostępności | teoria sygnalizowania | przewaga poznawcza

Asymetria między dostępnością a przyswajalnością informacji

SZALONY RYNEK MĄDRYCH INWESTORÓW Niewidzialne składniki wartości, ukryte sygnały informacyjne i złudzenia, których nie ujawnia kurs giełdowy

Zrozumienie irracjonalności rynku finansowego wymaga wyjścia poza ramy najbardziej rozpoznawalnych błędów poznawczych, takich jak nadmierna pewność siebie, awersja do strat, zachowania stadne czy ekstrapolowanie trendów. Uczestnicy rynku nie tylko błędnie interpretują

otrzymywane dane, lecz różnią się przede wszystkim zdolnością rozpoznawania tego, co w ogóle stanowi informację. Współczesna teoria finansów zakłada, że cena papieru wartościowego jest rezultatem agregacji rozproszonych przekonań dotyczących przyszłych przepływów pieniężnych, ryzyka, kosztu kapitału i alternatywnych możliwości wykorzystania zasobów.

Nie oznacza to jednak, że wszystkie ekonomicznie istotne cechy przedsiębiorstwa są dostrzegane, poprawnie zidentyfikowane i niezwłocznie uwzględnione w wycenie. Część informacji pozostaje ukryta w strukturze relacji handlowych, jakości kapitału ludzkiego, decyzjach organizacyjnych czy języku komunikatów. Znajdziemy je w sposobie prowadzenia spotkań z akcjonariuszami, transakcjach osób zarządzających, a nawet w pozornie nieistotnych zmianach redakcyjnych sprawozdań finansowych. Inna część danych jest powszechnie dostępna, lecz zostaje zignorowana, gdyż jej interpretacja wymaga większego wysiłku analitycznego niż odczytanie kursu, mnożnika cena/zysk czy ostatniej rekomendacji. Powstaje zatem zasadnicza asymetria między publiczną dostępnością informacji a jej rzeczywistą przyswajalnością przez rynek.

Szczególnie interesujące są przypadki, w których najbardziej wyraziste sygnały okazują się najmniej wartościowe, podczas gdy informacje rozproszone i trudne do przeliczenia na standardowe wskaźniki księgowe mają kluczowe znaczenie dla przyszłej rentowności przedsiębiorstwa. Zestawienie problemów opisanych przez autora książki z literaturą naukową pozwala wyodrębnić zagadnienia, których znaczenie wykracza poza analizę baniek spekulacyjnych, sentymentu czy ograniczeń arbitrażu. Chodzi tu o poznawcze oddzielanie dywidend od zmian cen akcji, psychologiczną wartość samego aktu realizacji zysku, odczytywanie nieregularnych transakcji menedżerskich oraz analizę selektywności komunikacji zarządów. Istotne jest również przetwarzanie zmian języka dokumentów regulacyjnych, niedoskonałości pomiaru kapitału niematerialnego oraz sprzeczności między odpowiedzialnością społeczną przedsiębiorstwa a oczekiwaną stopą zwrotu akcjonariuszy. Osobną grupę tworzą anomalie wynikające z ograniczonej uwagi i bodźców niezwiązanych bezpośrednio z działalnością gospodarczą: harmonogramu raportów, warunków atmosferycznych, wydarzeń sportowych, nastrojów kulturowych czy powierzchownych podobieństw nazw giełdowych. Przy ich interpretacji należy jednak przyjąć rygorystyczną zasadę metodologiczną.

Statystyczna zdolność pewnej zmiennej do przewidywania wyników nie dowodzi, że jest ona ich przyczyną; historyczna anomalia cenowa nie gwarantuje przyszłego zysku, a nietypowe zachowanie zarządu nie musi być dowodem nadużycia. Utrzymanie tych rozróżnień jest warunkiem przekształcenia atrakcyjnych obserwacji behawioralnych w dojrzałą teorię funkcjonowania rynku.

Iluzja darmowych dywidend jako błąd rachunkowości mentalnej

Szczególnie pouczającym przykładem zniekształcenia percepcji ekonomicznej jest iluzja darmowych dywidend (free dividend fallacy), którą Samuel Hartzmark i David Solomon analizowali w pracy The Dividend Disconnect, opublikowanej w 2019 roku w "The Journal of Finance". Jej istotą jest traktowanie dywidendy jako odrębnej korzyści, której otrzymanie rzekomo nie wpływa na wartość pozostałej części inwestycji. Takie rozumowanie oddziela w świadomości inwestora dwa elementy tego samego roszczenia majątkowego: prawo do udziału w wartości przedsiębiorstwa oraz prawo do otrzymania wydzielonej części tej wartości w gotówce.

Tymczasem wypłata dywidendy zmniejsza zasoby pieniężne spółki i – przy niezmiennych pozostałych warunkach – obniża jej wartość o kwotę przekazanego akcjonariuszom kapitału. Na rynku akcji mechanizm ten przejawia się w korekcie ceny odniesienia w dniu odcięcia prawa do dywidendy. Nie należy jednak utożsamiać tego mechanicznego obniżenia z gwarancją, że rzeczywista cena transakcyjna spadnie dokładnie o kwotę wypłaty; na notowania wpływają przecież nowe informacje, popyt i podaż, podatki oraz warunki płynności. Jeśli przed odcięciem akcja kosztuje 100 zł, a należna wypłata wynosi 5 zł, to – pomijając inne czynniki – ekonomicznie uzasadniona wartość papieru po odcięciu wynosi około 95 zł. Akcjonariusz posiada wówczas aktywo o wartości 95 zł oraz roszczenie do wypłaty 5 zł; jego majątek przed uwzględnieniem podatków pozostaje więc na poziomie 100 zł. Nie pojawia się żadne dodatkowe pięć procent bogactwa.

Badania Hartzmarka i Solomona wykazały jednak, że zarówno inwestorzy indywidualni, jak i niektóre podmioty profesjonalne zachowują się tak, jakby strumień dywidendowy oraz kapitałowe zmiany wartości akcji były od siebie poznawczo odłączone. W tym miejscu konieczne jest połączenie finansów behawioralnych z teorią rachunkowości mentalnej Richarda Thalera oraz klasycznym rozróżnieniem dochodu i majątku. W języku potocznym dywidenda trafia do kategorii "dochodu", podczas gdy sprzedaż fragmentu portfela kojarzy się z uszczuplaniem kapitału. Ekonomicznie oba działania prowadzą do niemal identycznego rezultatu: inwestor otrzymuje gotówkę, jednocześnie zmniejszając wartość swojego roszczenia wobec aktywów przedsiębiorstwa. Różnica w ich ocenie psychologicznej wynika z przypisywania środków do odrębnych kont mentalnych.

Dochód dywidendowy można wydać łatwiej, bez poczucia naruszania kapitału podstawowego; sprzedaż części akcji częściej wymaga świadomego zaakceptowania faktu, że liczba posiadanych

papierów spada. W ten sposób pozornie neutralna forma przekazania gotówki realnie wpływa na konsumpcję, wybór spółek i gotowość do podejmowania ryzyka.

Całkowita stopa zwrotu kontra iluzja dywidendy

Należy odróżnić błędne przekonanie, że dywidenda jest darmowym przyrostem majątku, od racjonalnej preferencji regularnych wypłat. Inwestor potrzebujący przewidywalnych środków na bieżące wydatki może cenić spółki dywidendowe z przyczyn organizacyjnych, podatkowych lub ze względu na koszty transakcyjne. Sama preferencja dywidend nie dowodzi nieracjonalności; błędem jest dopiero nieuwzględnienie pełnego bilansu korzyści i kosztów. Rzeczywistym przedmiotem oceny inwestycji pozostaje zatem całkowita stopa zwrotu (total return), obejmująca zmianę wartości rynkowej aktywa oraz przekazane właścicielowi wypłaty. W ujęciu pojedynczego okresu można ją, w uproszczeniu, przedstawić jako stosunek sumy zmiany kursu i dywidendy do ceny początkowej. W horyzoncie wieloletnim niezbędne staje się dodatkowo rozróżnienie wyników uzyskanych przy konsumpcji dywidend od tych osiąganych przy ich reinwestowaniu, gdyż ten drugi wariant uruchamia mechanizm procentu składanego. Portfel, którego wykres obrazuje jedynie zmiany cen akcji, może sprawiać wrażenie mniej rentownego niż w rzeczywistości, jeśli przez lata wypłacał znaczące dywidendy. Odwrotnie – portfel spółek wzrostowych może wykazywać wysoką stopę zwrotu mimo braku bieżących wypłat. Rachunek całkowitej stopy zwrotu musi ponadto uwzględniać inflację, opodatkowanie, koszty obrotu, prowizje oraz różnice między nominalnymi a realnymi możliwościami konsumpcyjnymi.

Brak automatycznej reinwestycji nie zawsze stanowi błąd: jeżeli celem portfela jest finansowanie bieżącej konsumpcji, wypłata dywidendy realizuje jego funkcję. Błąd pojawia się wtedy, gdy inwestor porównuje wyniki różnych aktywów, ignorując część ich przepływów, albo uznaje bieżącą wypłatę za dodatkową premię niezależną od wyceny. Badania nad "odłączeniem dywidendowym" są zatem w istocie badaniami nad granicami ludzkiej zdolności do całościowego ujmowania majątku, a nie argumentem przeciwko konkretnej polityce dywidendowej. Z perspektywy teorii agencji i finansów przedsiębiorstw iluzja ta nabiera jeszcze szerszego znaczenia.

Kierownictwo spółki może dostosowywać sposób dystrybucji środków do preferencji akcjonariuszy, a więc nie tylko wybierać politykę finansową optymalną dla realizowanych projektów inwestycyjnych, lecz również reagować na okresową popularność określonych form wypłat. Wiąże się to z koncepcją catering theory of dividends Malcolma Bakera i Jeffreya Wurglera, według której decyzje o wypłacaniu dywidend mogą być częściowo kształtowane przez popyt inwestorów na akcje posiadające daną cechę. Jeżeli uczestnicy rynku przyznają premię wycenową spółkom

dywidendowym, zarząd otrzymuje bodziec do dostarczania pożądanej formy korzyści, niezależnie od tego, czy odpowiada ona optymalnej alokacji kapitału. Nie oznacza to jednak, że każda wypłata dywidendy jest przejawem oportunizmu. Dojrzałe przedsiębiorstwo, którego dostępne projekty nie zapewniają stopy zwrotu przewyższającej koszt kapitału, może właśnie poprzez dywidendę chronić majątek właścicieli przed marnotrawstwem. Spółka dynamicznie rozwijająca się może natomiast racjonalnie zatrzymywać gotówkę na inwestycje o dodatniej wartości bieżącej netto. Ocena wymaga więc przejścia od powierzchownego pytania o wysokość stopy dywidendy do znacznie trudniejszej analizy krańcowej produktywności kapitału zatrzymanego w spółce.

Psychologiczne mechanizmy realizacji zysku i pułapka nominalnych punktów odniesienia

W tym miejscu spotykają się teoria behawioralna, corporate finance oraz mikroekonomiczna teoria efektywności inwestycji. Innym przejawem tego samego problemu jest psychologiczne uprzywilejowanie zysku zrealizowanego względem zysku będącego jedynie zmianą wyceny portfela. Klasyczna interpretacja efektu dyspozycji odwołuje się do teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego: inwestor niechętnie sprzedaje aktywo poniżej ceny zakupu, gdyż zamknięcie pozycji oznaczałoby bolesne uznanie straty, natomiast chętnie realizuje niewielki zysk, ponieważ jego zaksięgowanie daje poczucie sukcesu. Nicholas Barberis i Wei Xiong zaproponowali jednak odrębne wyjaśnienie w postaci teorii użyteczności realizacji (realization utility).

W ich ujęciu sam akt sprzedaży z zyskiem może wywoływać pozytywne doświadczenie psychiczne, niezależnie od konsumpcji dóbr finansowanej uzyskanymi środkami. Inwestor otrzymuje zatem rodzaj emocjonalnej nagrody za formalne zamknięcie korzystnej transakcji, podczas gdy sprzedaż ze stratą generuje ujemną użyteczność. Taka konstrukcja pozwala wyjaśnić zachowania, których nie obejmuje tradycyjna teoria użyteczności oczekiwanej, gdyż ta ostatnia nie przypisuje szczególnej wartości samej czynności zamiany papieru wartościowego na gotówkę. W ekonomii behawioralnej oznacza to przesunięcie punktu ciężkości z końcowego poziomu majątku na sekwencję przeżyć towarzyszących decyzjom. Tezę tę wzmocniły badania neuroekonomiczne (m.in. C. Frydmana, N. Barberisa, C. Camerera, P. Bossaertsa i A. Rangela), które zestawiły eksperymentalne zachowania inwestycyjne z pomiarem aktywności mózgu. Wyniki wskazały, że proces realizacji zysku może wiązać się z reakcją układów odpowiedzialnych za przetwarzanie nagrody. Nie jest to dowód na istnienie jednego mechanizmu neuronalnego sterującego wszystkimi inwestorami, lecz istotne uzupełnienie opisowych modeli zachowania.

Pokazuje to bowiem, dlaczego racjonalna ekonomicznie decyzja o przetrzymaniu aktywa może konkurować z natychmiastową korzyścią psychiczną wynikającą z jego sprzedaży. Zjawisko to prowadzi do powstawania patologicznej asymetrii portfela: pozycje zyskowne są likwidowane zbyt wcześnie, a stratne pozostają w portfelu zbyt długo. Dzieje się tak nie dlatego, że inwestor błędnie obliczył wartość fundamentalną, lecz dlatego, że zastąpił ocenę przyszłego rozkładu stóp zwrotu emocjonalną oceną skutków własnej decyzji. Wartość poznawcza neuroekonomii nie polega tu na stworzeniu biologicznego detektora błędnych transakcji, ale na wykazaniu, że decyzja finansowa jest jednocześnie zdarzeniem ekonomicznym, poznawczym i afektywnym.

Z efektem dyspozycji i użytecznością realizacji łączy się problem nominalnych punktów odniesienia. Inwestorzy przywiązują nadmierne znaczenie do ceny zakupu, historycznych rekordów czy okrągłych poziomów notowań, mimo że wielkości te nie muszą mieć związku z bieżącą wartością przyszłych przepływów pieniężnych. Thomas George i Chuan-Yang Hwang w badaniu The 52-Week High and Momentum Investing (2004) wykazali, że odległość aktualnego kursu od maksimum z ostatnich 52 tygodni zawierała istotną informację o późniejszych stopach zwrotu. Autorzy interpretowali to m.in. poprzez zakotwiczenie: uznając wcześniejszy rekord za psychologiczną granicę „wysokiej ceny", inwestor może zbyt wolno dostosowywać wycenę do korzystnych informacji fundamentalnych. Z drugiej strony podobny wzorzec może wynikać ze stopniowej dyfuzji informacji, ograniczeń płynności czy struktury ryzyka. Nie należy zatem utożsamiać skuteczności wskaźnika technicznego z jednoznacznym rozpoznaniem mechanizmu psychologicznego, który go wytworzył. Kluczowa konkluzja jest szersza: poziom ceny, pozbawiony treści fundamentalnej, może oddziaływać na decyzje na tyle silnie, że zyskuje wtórne znaczenie ekonomiczne. W przypadku akcji groszowych prowadzi to do szczególnie niebezpiecznego złudzenia skali.

Papier kosztujący 0,10 jednostki waluty bywa intuicyjnie oceniany jako „tańszy" od akcji notowanej po 100 jednostek, choć cena jednostkowa – bez danych o liczbie akcji, zadłużeniu czy przepływach pieniężnych – nie pozwala porównać wartości przedsiębiorstw. Wzrost z 0,10 do 0,20 oznacza bowiem podwojenie wartości waloru, tak samo jak wzrost ze 100 do 200.

Kontekst i wzorce zamiast pojedynczych sygnałów

Samo niskie oznaczenie liczbowe nie czyni zdarzenia bardziej prawdopodobnym. Psychologia nominalizmu sprzyja jednak traktowaniu akcji groszowych jak tanich losów loteryjnych, gdzie niewielka zmiana ceny absolutnej jest mylona z łatwo osiągalną stopą zwrotu. Analogiczne złudzenie pojawia się często po splitach akcji – zwiększenie liczby papierów i proporcjonalne

obniżenie ceny jednostkowej tworzy wrażenie większej dostępności, choć nie zmienia ani udziału inwestora w spółce, ani zdolności przedsiębiorstwa do generowania gotówki. Z punktu widzenia teorii mikroekonomicznej nie jest to sprzeczność z prawem popytu, lecz dowód na to, że inwestorzy nie zawsze postrzegają akcję jako ułamkowe roszczenie wobec całości przedsiębiorstwa. Często traktują ją jak autonomiczny przedmiot, którego nominalna cena ma znaczenie psychologiczne niezależne od realnej wartości ekonomicznej tego roszczenia.

Jeszcze bardziej wymagającym obszarem interpretacji są transakcje osób zarządzających spółkami. W potocznym rozumowaniu giełdowym zakup akcji przez członka zarządu uznaje się za dowód wiary w niedowartościowanie spółki, natomiast sprzedaż bywa automatycznie odczytywana jako zapowiedź problemów. Tymczasem teoria informacji asymetrycznej nie pozwala na tak prostą identyfikację motywacji. Menedżerowie dysponują wprawdzie wiedzą o działalności firmy, ale ich transakcje wynikają również z potrzeb płynnościowych, dywersyfikacji majątku, zobowiązań podatkowych, realizacji opcji, planowania sukcesji czy zmiany osobistej tolerancji ryzyka. Dla członka zarządu, którego wynagrodzenie i reputacja są silnie związane z jedną firmą, sprzedaż części akcji może być racjonalną próbą ograniczenia nadmiernej koncentracji ryzyka. Bez uwzględnienia tych uwarunkowań obserwator popełnia błąd atrybucji: wyjaśnia widoczne zachowanie jedną dominującą przyczyną, zazwyczaj odpowiadającą jego własnym obawom lub wcześniejszym przekonaniom o spółce.

Bardziej wyrafinowane rozwiązanie proponują autorzy badania Decoding Inside Information z 2012 roku – Lauren Cohen, Christopher Malloy i Łukasz Pomorski. Rozróżnili oni transakcje rutynowe, wykonywane przez osoby o stabilnym wzorcu obrotu akcjami własnej spółki, od transakcji oportunistycznych, które od tego wzorca odstają. Okazało się, że znaczna część ruchów menedżerskich ma charakter regularny i przewidywalny, przez co nie wnosi istotnych informacji o przyszłości przedsiębiorstwa. Większa wartość informacyjna koncentruje się w zachowaniach niestandardowych.

W historycznej próbie badawczej strategia skupiona na transakcjach oportunistycznych wykazywała istotne dodatnie stopy zwrotu skorygowane o czynniki ryzyka; autorzy raportowali około 82 punkty bazowe miesięcznej nadwyżkowej stopy zwrotu dla określonej konstrukcji portfela. Jest to jednak wynik empiryczny odnoszący się do konkretnej próby i warunków rynkowych, a nie obietnica zysku po uwzględnieniu kosztów, opóźnień informacyjnych czy zmian w zachowaniu rynku. Doniosłość tego ustalenia polega na przesunięciu analizy z pojedynczego zdarzenia na strukturę zachowań. To samo działanie – sprzedaż pakietu akcji – może mieć odmienną treść informacyjną w zależności od historii transakcyjnej danej osoby, momentu i skali transakcji

względem majątku menedżera oraz sytuacji finansowej spółki. Odejście od wieloletniego schematu może uzasadniać dodatkową analizę, lecz nie zastępuje jej.

Konieczne jest bowiem odróżnienie informacji legalnie ujawnianych w dokumentach regulacyjnych od niedozwolonego wykorzystywania informacji poufnych, a także oddzielenie daty zawarcia transakcji od momentu, w którym staje się ona publiczna. W praktyce inwestycyjnej kluczowe są opóźnienia publikacji, płynność papierów, koszty realizacji zleceń oraz ruchy cen między samą transakcją a jej ujawnieniem. Analiza działań menedżerów stanowi przykład szerszej zasady: informacja nie jest własnością pojedynczej liczby, lecz wynika z relacji między liczbą, kontekstem i oczekiwanym wzorcem zachowania. Obserwacja decyzji menedżerskich prowadzi bezpośrednio do teorii agencji Michaela Jensena i Williama Mecklinga, w której zasadniczy problem ładu korporacyjnego wynika z rozdzielenia własności przedsiębiorstwa od kontroli nad jego zasobami. Akcjonariusze ponoszą ekonomiczne konsekwencje decyzji zarządu, lecz nie dysponują pełną możliwością obserwacji przesłanek tych decyzji ani bezpośredniego nadzorowania każdego działania.

Dwoistość sygnałów korporacyjnych a koszty agencji

Menedżerowie mogą maksymalizować własną użyteczność poprzez korzyści niepieniężne, prestiż czy rozbudowę organizacji ponad ekonomicznie uzasadnioną skalę. Mogą również unikać ryzykownych projektów z obawy o stanowisko lub przeciwnie – nadmiernie ryzykować w obliczu asymetrycznego systemu wynagrodzeń. David Yermack w pracy Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns z 2006 roku analizował wykorzystywanie samolotów korporacyjnych jako jeden z przejawów takich kosztów agencji. Empiryczna zależność między przywilejami kierownictwa a wynikami właścicieli nie pozwala jednak uznać każdego lotu firmowym samolotem za nadużycie; w wielu przedsiębiorstwach jest on uzasadniony bezpieczeństwem, rozproszeniem geograficznym działalności lub ekonomią czasu kadry zarządzającej.

Właściwym przedmiotem oceny staje się zatem proporcja między kosztami a korzyściami oraz zdolność organów nadzorczych do kontrolowania tej relacji. Szczególnie istotne okazuje się zjawisko krótkowzroczności menedżerskiej, polegającej na poświęcaniu wartości długoterminowej dla poprawy wskaźników krótkookresowych. Jeżeli znaczna część akcji lub opcji przyznanych menedżerowi ma wkrótce stać się zbywalna, jego prywatny interes może przejściowo silniej zależeć od bieżącego kursu niż od wieloletniej produktywności inwestycji. Alex Edmans, Vivian Fang i Allen Huang w badaniu The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives (Journal of

Accounting Research, 2022) powiązali strukturę zapadalności wynagrodzenia kapitałowego z decyzjami o wykupie akcji własnych i przejęciach przedsiębiorstw. Ustalili, że silne bodźce krótkoterminowe zwiększały skłonność do transakcji korporacyjnych, które przynosiły korzystne efekty cenowe w krótkim okresie, lecz słabsze wyniki w dalszej perspektywie.

Nie uzasadnia to jednak potępienia wszystkich skupów akcji. Wykup po cenie niższej od wartości ekonomicznej może poprawiać sytuację pozostałych akcjonariuszy, podczas gdy skup prowadzony po zawyżonej cenie, motywowany chęcią podtrzymania notowań, stanowi transfer wartości i przejaw nieefektywnej alokacji gotówki. Konieczne jest zatem jednoczesne badanie wyceny, polityki inwestycyjnej, zadłużenia, harmonogramu wynagrodzeń i perspektywy długookresowej. Wynika z tego, że nawet decyzje przedstawiane akcjonariuszom jako dowód przywiązania kierownictwa do interesów właścicielskich mogą posiadać dwoistą naturę. Skup akcji może być wyrazem racjonalnego przekonania o niedowartościowaniu spółki, ale może również służyć sztucznemu podniesieniu zysku na akcję poprzez zmniejszenie liczby papierów w obrocie.

Podobnie przejęcie konkurenta może tworzyć rzeczywiste synergie technologiczne i organizacyjne, ale może też służyć poszerzeniu imperium menedżerskiego. Zwiększenie wydatków na badania i rozwój może stanowić inwestycję w przyszłą produktywność albo próbę ukrycia bieżącej słabości modelu biznesowego pod atrakcyjną narracją o innowacyjności. W każdym z tych przypadków jeden obserwowalny skutek rynkowy może odpowiadać kilku konkurencyjnym mechanizmom przyczynowym.

Logistyka komunikacji jako sygnał ukrytych problemów

Nauka o finansach nie może zatem poprzestawać na odczytywaniu znaków zachowań. Musi rekonstruować strukturę bodźców, w ramach której działania te stały się dla decydenta racjonalne. Niedocenianym źródłem informacji o tej strukturze są procedury komunikacji przedsiębiorstwa z właścicielami. Interesującym przykładem są coroczne walne zgromadzenia akcjonariuszy – ich lokalizacja, termin i sposób organizacji mogą bowiem ujawniać rzeczywisty stosunek kierownictwa do zewnętrznej kontroli. Yuanzhi Li i David Yermack w pracy Evasive Shareholder Meetings z 2016 roku (opublikowanej w "Journal of Corporate Finance") zbadali niemal dziesięć tysięcy zgromadzeń odbywających się w Stanach Zjednoczonych w latach 2006–2010, poświęcając szczególną uwagę sytuacjom, w których spółki organizowały spotkania w nietypowych, trudno dostępnych lokalizacjach.

Takie decyzje statystycznie korelowały z mniej korzystnymi informacjami i wynikami rynkowymi w przyszłości, choć sama publikacja miejsca zgromadzenia wywoływała niewielką natychmiastową

reakcję kursu. Badanie to pokazuje zatem, że publicznie dostępna informacja może mieć znaczenie, które pozostaje niedostatecznie rozpoznane. Autorzy książki przywołują tu szczególnie wyrazisty wynik dotyczący spółek incydentalnie zmieniających miejsce zgromadzenia: w jednej z analiz odnotowano około 11,7-procentową ujemną stopę zwrotu w następnym półroczu. Takie dane wymagają jednak osadzenia w definicji grupy badawczej, sposobie korekty o czynniki ryzyka i zakresie obserwacji. Nie wolno przekształcać średniej stopy zwrotu z historycznej próby w twierdzenie, że każde przeniesienie zgromadzenia zapowiada porównywalną przecenę. Zmiana lokalizacji może wynikać z przyczyn organizacyjnych, kosztowych, kwestii bezpieczeństwa czy dostępności infrastruktury, a rozwój udziału zdalnego dodatkowo modyfikuje znaczenie geograficznej odległości.

W analizie ładu korporacyjnego właściwsze jest pytanie o to, czy przedsiębiorstwo konsekwentnie ułatwia akcjonariuszom dostęp do informacji, zadawanie pytań oraz egzekwowanie odpowiedzialności zarządu. Szczególnie diagnostyczna może być nie sama odległość od siedziby, lecz jej połączenie z ograniczaniem dyskusji, zmianami zasad uczestnictwa, trudnościami w uzyskaniu dokumentów i powtarzającym się unikaniem tematów kontrowersyjnych. Zależność statystyczna staje się wówczas elementem analizy instytucjonalnej, a nie podstawą automatycznego oskarżenia o świadome ukrywanie problemów. Analogiczny mechanizm występuje podczas konferencji wynikowych, w których kierownictwo odpowiada na pytania analityków i inwestorów. Pozornie sytuacja ta zwiększa transparentność, gdyż wypowiedzi zarządu podlegają obserwacji wielu uczestników rynku. W rzeczywistości przepływ informacji zależy jednak od tego, kto zostaje dopuszczony do głosu, w jakiej kolejności oraz z jaką szczegółowością udzielane są odpowiedzi. Lauren Cohen, Donga Lou i Christopher Malloy w badaniu Casting Conference Calls (opublikowanym w 2020 roku w "Management Science", pierwotnie jako Playing Favorites: How Firms Prevent the Revelation of Bad News) wykazali, że przedsiębiorstwa częściej dopuszczające do głosu optymistycznie nastawionych analityków osiągały przeciętnie słabsze przyszłe wyniki i częściej doświadczały niekorzystnych niespodzianek księgowych.

Manipulacja agendą komunikacyjną a pułapki analizy sentymentu

Strategia portfelowa oparta na takim wzorcu selekcji wykazywała w próbie badawczej historyczną nadwyżkę stóp zwrotu sięgającą około 149 punktów bazowych miesięcznie. Jest to wynik modelu empirycznego, którego praktyczna użyteczność zależy od kosztów, szybkości przetwarzania danych oraz trwałości efektu po jego upowszechnieniu. Mechanizm selekcji analityków odsłania istotną

właściwość rynku informacji: przedsiębiorstwo nie musi podawać fałszywych danych, aby kształtować niepełny obraz swojej sytuacji.

Wpływ ten może być realizowany poprzez dobór pytań, hierarchię tematów, proporcje między częścią przygotowaną a spontaniczną, długość odpowiedzi oraz kierowanie uwagi odbiorców ku najkorzystniejszym wskaźnikom. W teorii komunikacji organizacyjnej zjawisko to stanowi odmianę kontroli agendy, natomiast z perspektywy ekonomii informacji jest strategią ograniczania ujawniania danych potencjalnie niekorzystnych dla nadawcy. Sygnałem ostrzegawczym może być wielokrotne pomijanie analityków, którzy wcześniej formułowali pytania o pogarszające się marże, koncentrację przychodów, jakość należności, finansowanie inwestycji lub założenia prognoz. Nie oznacza to jednak, że każda odmowa odpowiedzi jest podejrzana; zarząd może chronić informacje handlowo wrażliwe, a czas konferencji jest ograniczony. Zasadniczą wartość analityczną ma zatem zestawienie długookresowego wzorca komunikacji przedsiębiorstwa z zachowaniami podobnych podmiotów oraz weryfikacja, czy pytania pominięte podczas spotkania znajdują wyjaśnienie w późniejszych sprawozdaniach.

Współczesne narzędzia przetwarzania języka naturalnego (NLP) pozwalają przejść od subiektywnego wrażenia, że zarząd wypowiada się „optymistycznie” lub „wymijająco”, do ilościowego badania struktury komunikatów. Nie jest to jednak zadanie sprowadzające się do prostego zliczania słów o dodatnim i ujemnym wydźwięku. Tim Loughran i Bill McDonald w artykule When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks z 2011 roku wykazali, jak zawodna bywa analiza języka finansowego oparta na ogólnych słownikach psychologicznych. W badanej próbie raportów amerykańskich spółek znaczna część słów klasyfikowanych przez popularne słowniki jako negatywne nie miała w kontekście finansowym jednoznacznie ujemnego znaczenia. Terminy związane z zobowiązaniami, kosztami czy odpowiedzialnością mogą być zwykłymi elementami terminologii sprawozdawczej, a nie sygnałem pogarszających się perspektyw. W konsekwencji słownik właściwy dla analizy emocji w literaturze czy komunikacji społecznej nie musi być adekwatny do opisu kondycji przedsiębiorstwa.

Problem ten ma znaczenie metodologiczne wykraczające poza finanse. W badaniach z pogranicza lingwistyki korpusowej, uczenia maszynowego i nauk społecznych sens wyrażenia zależy od dziedziny, kontekstu, relacji między słowami oraz celu komunikacyjnego wypowiedzi. Proste słowniki sentymentu nie rozpoznają w pełni negacji, ironii, terminologii technicznej, zdań warunkowych ani ewolucji znaczenia wyrażeń w czasie.

Paradoks przejrzystości formalnej a koszty przetwarzania danych

W dokumentach finansowych problem komplikuje ich częściowo szablonowy charakter: spółki powtarzają rozbudowane fragmenty dotyczące ryzyka, odpowiedzialności prawnej i zasad rachunkowości, a sama długość raportu często wynika po prostu ze stopnia złożoności działalności. Dlatego wzrost liczby zdań ostrożnościowych nie musi oznaczać realnego wzrostu ryzyka ekonomicznego. Z drugiej strony nagłe dodanie szczegółowego zastrzeżenia dotyczącego płynności, koncentracji odbiorców, refinansowania zadłużenia albo sporów prawnych może posiadać istotną treść prognostyczną. Analityka języka wymaga więc odróżnienia części standardowej od zmiany rzeczywiście odnoszącej się do sytuacji przedsiębiorstwa.

Feng Li w badaniu Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence z 2008 roku wykazał związki między czytelnością raportów rocznych a wynikami przedsiębiorstw i trwałością ich zysków. Firmy o słabszych wynikach częściej publikowały dokumenty trudniejsze do przyswojenia. Li wyraźnie zastrzegał jednak, że konstrukcja badania nie pozwala jednoznacznie wykazać zależności przyczynowej. Złożony raport może bowiem wynikać z faktu, że przedsiębiorstwo prowadzi skomplikowaną działalność, posiada wielopoziomową strukturę finansowania i rzeczywiście trudne do opisania ryzyka.

Może on także stanowić rezultat świadomego rozmywania niekorzystnych informacji. Te dwie sytuacje bywają obserwacyjnie podobne, dlatego sam wskaźnik czytelności nie jest wiarygodnym detektorem manipulacji. Kluczowe staje się zestawienie języka raportu z rzeczywistymi zmianami modelu biznesowego, zdarzeniami gospodarczymi i jakością późniejszych wyników. Wymóg ten odpowiada szerszej zasadzie rozpoznawania sygnałów: wielkość statystyczna nabiera znaczenia dopiero wówczas, gdy potrafimy określić możliwe mechanizmy jej powstawania.

Rozwinięciem tej perspektywy jest analiza zmian tekstu pomiędzy kolejnymi sprawozdaniami. Lauren Cohen, Christopher Malloy i Quoc Nguyen w pracy Lazy Prices z 2020 roku, opublikowanej w "The Journal of Finance", badali historię regularnych dokumentów okresowych amerykańskich przedsiębiorstw. Ich zasadnicze ustalenie wskazywało, że modyfikacje języka i struktury sprawozdań zawierają informacje istotne dla przyszłych wyników operacyjnych oraz stóp zwrotu. Z perspektywy ekonomii poznawczej jest to wynik szczególnie interesujący, ponieważ większość analizowanych materiałów pozostaje formalnie jawna. Ograniczenie nie polega więc na braku dostępu do danych, lecz na wysokim koszcie ich przetwarzania.

Dla człowieka porównanie setek stron kolejnych raportów wymaga znacznego nakładu czasu, podczas gdy odpowiednio zaprojektowany system komputerowy może sprawnie identyfikować dodane, usunięte i zmienione fragmenty dokumentów. Wartość informacyjna nie wynika jednak z samej liczby zmian. Część z nich dotyczy aktualizacji przepisów, standaryzacji szablonów lub zwykłej redakcji. Zadaniem analityka pozostaje rozpoznanie zmian merytorycznych oraz zbadanie, czy odnoszą się one do rentowności, finansowania, konkurencji, ryzyk prawnych, przyszłych inwestycji czy jakości kontraktów.

Tego rodzaju podejście tworzy istotny pomost między teorią efektywności informacyjnej rynku a teorią ograniczonej racjonalności Herberta Simona. Nawet gdy wszystkie istotne informacje są publiczne, inwestor nie posiada nieograniczonej zdolności ich analizy. Uwaga, pamięć operacyjna, czas i zasoby obliczeniowe pozostają dobrami rzadkimi. Uczestnik rynku musi zatem dokonywać selekcji bodźców, co prowadzi do koncentrowania się na wskaźnikach łatwych do przedstawienia, porównania i zapamiętania. Zysk na akcję, bieżący kurs i roczna dynamika przychodów są znacznie bardziej dostępne poznawczo niż analiza zmiany terminów wymagalności zobowiązań, sposobu uznawania przychodów czy modyfikacji zastrzeżeń dotyczących przyszłych marż.

Powstaje paradoks przejrzystości formalnej: przedsiębiorstwo może spełniać obowiązki informacyjne, a istotne wiadomości nadal nie będą efektywnie przetwarzane przez część rynku. W tej sytuacji dostęp do dokumentu i zdolność wydobycia z niego znaczenia stanowią odrębne zasoby ekonomiczne. Rosnąca rola narzędzi analitycznych może zmniejszać koszty wyszukiwania informacji, ale nie znosi potrzeby prawidłowego formułowania hipotez, kontrolowania błędów pomiaru i krytycznej interpretacji wyników.

Sygnały paralingwistyczne jako wskaźniki obszarów ryzyka

Kolejnym, bardziej kontrowersyjnym obszarem jest analiza głosu, mimiki i mowy ciała menedżerów. W omawianej książce zagadnienia te powiązano z możliwością wykrywania ukrytego napięcia oraz potencjalnej nierzetelności kierownictwa. Należy jednak zdecydowanie oddzielić pomiar konkretnych właściwości zachowania od przypisywania im jednoznacznego znaczenia psychologicznego.

William Mayew i Mohan Venkatachalam w artykule z 2012 roku pt. "The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance" analizowali nagrania konferencji wynikowych za pomocą oprogramowania mierzącego cechy afektywne głosu. Badanie wykazało, że

pewne sygnały akustyczne mogą nieść informacje o przyszłej kondycji przedsiębiorstwa, niezależnie od treści samych słów czy danych księgowych. Jest to istotne ustalenie dla teorii komunikacji ekonomicznej: przekaz menedżera składa się zarówno z warstwy semantycznej, jak i paralingwistycznej. Jednak przejście od korelacji między charakterystyką głosu a przyszłymi wynikami do tezy, że napięcie wokalne ujawnia kłamstwo, stanowi metodologicznie nieuprawnione uproszczenie. Stres może towarzyszyć świadomemu oszustwu, ale równie dobrze wynikać z ciężaru odpowiedzialności za trudną sytuację firmy, niepewności gospodarczej, przeciążenia pracą, lęku przed publiczną oceną czy indywidualnych cech aparatu mowy. Z kolei osoba mówiąca spokojnie również może przekazywać nieprawdę. Narzędzia typu Layered Voice Analysis nie powinny zatem służyć jako niezawodne wykrywacze nieszczerości ani stanowić samodzielnej podstawy decyzji inwestycyjnych.

Podobny problem dotyczy analizy mimiki, spojrzenia, gestykulacji czy postawy ciała. Próby wyprowadzania wiarygodnych ocen uczciwości menedżera z kształtu twarzy lub proporcji jej elementów są dodatkowo narażone na błędy selekcji, konfundowanie zmiennych i nieuprawnioną biologizację zachowań społecznych. Badania metaanalityczne dotyczące wskaźnika szerokości twarzy do jej wysokości wskazują na złożoność tych zależności; nie upoważniają one do stosowania fizjonomiki jako instrumentu rozpoznawania przyszłych nadużyć korporacyjnych.

W praktyce naukowej mowa ciała i sygnały głosowe mogą pełnić rolę pomocniczą, lecz ich znaczenie musi być konfrontowane z treścią wypowiedzi, dokumentami finansowymi, zachowaniem zarządu w czasie oraz zewnętrznie weryfikowalnymi zdarzeniami. Szczególnie istotne są niespójności pojawiające się nie w pojedynczej reakcji emocjonalnej, lecz w powtarzających się sytuacjach komunikacyjnych: systematyczne unikanie wyjaśnień dotyczących konkretnego wskaźnika, zmiana definicji miary rentowności, odejście od dotychczasowego sposobu ujawniania danych czy rozbieżność między oficjalnym optymizmem a decyzjami o redukcji inwestycji. Nie oznacza to, że każdy taki sygnał dowodzi manipulacji. Oznacza natomiast, że obserwacja zachowania może pomóc wskazać obszar wymagający dalszej weryfikacji dokumentacyjnej. Ograniczenie ambicji interpretacyjnych zwiększa tu wartość metody: analiza sygnałów nie musi przesądzać o intencjach menedżera, aby pomagać identyfikować pytania, na które odpowiedź ma kluczowe znaczenie ekonomiczne.

Kapitał niematerialny zniekształca tradycyjne miary wartości

Kluczową konsekwencją opisanych ograniczeń poznawczych pozostaje niedoskonałe ujmowanie kapitału niematerialnego. Tradycyjna analiza finansowa kształtowała się w rzeczywistości gospodarczej, w której znaczną część zdolności produkcyjnej przedsiębiorstwa wiązano z aktywami materialnymi: gruntami, budynkami, maszynami, zapasami i infrastrukturą transportową. W gospodarce opartej na wiedzy rosnącego znaczenia nabierają zasoby trudniejsze do bezpośredniego rozpoznania: technologie, kompetencje pracowników, relacje z klientami, organizacyjne procedury uczenia się, wiarygodność marki, własność intelektualna, jakość baz danych, oprogramowanie oraz efekty sieciowe.

Zasoby te nie mieszczą się w prostym podziale na kapitał fizyczny i bieżące koszty działalności. Ich wytworzenie wymaga nakładów, które mogą obciążać dzisiejszy rachunek zysków i strat, podczas gdy korzyści ekonomiczne materializują się przez wiele lat. Powstaje asymetria między czasem ponoszenia kosztów a czasem uzyskiwania korzyści, co otwiera pole do systematycznych zniekształceń popularnych wskaźników wyceny. W szczególności nie można bez zastrzeżeń utożsamiać księgowej wartości aktywów z ekonomiczną wartością zasobów kontrolowanych przez przedsiębiorstwo. Wiele inwestycji w kapitał organizacyjny, kulturę pracy, rozwój relacji z klientami czy kompetencje personelu nie tworzy odrębnych pozycji aktywów w bilansie, mimo że ma kluczowe znaczenie dla przyszłych przepływów pieniężnych. Reguły księgowe nie wynikają tu z ignorowania ekonomicznego sensu takich wydatków, lecz z ostrożności w kwestii wiarygodnego pomiaru i identyfikacji przyszłych korzyści. W amerykańskich zasadach rachunkowości (US GAAP) koszty badań i rozwoju są co do zasady odnoszone w ciężar wyniku w momencie poniesienia, z określonymi wyjątkami. Z kolei Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej w IAS 38 odróżniają fazę badań, której koszty ujmuje się jako wydatki okresu, od fazy rozwoju, w której nakłady spełniające określone warunki mogą być kapitalizowane.

Nieprawidłowe byłoby zatem twierdzenie, że wszystkie nakłady niematerialne są zawsze usuwane z bilansu. Jednocześnie różnice między standardami rachunkowości, sposobami nabywania technologii i strukturą wydatków utrudniają bezpośrednie porównania. Ekonomiczne skutki tych zasad widać na przykładzie dwóch przedsiębiorstw o podobnym potencjale wzrostu, lecz korzystających z odmiennych zasobów. Pierwsze inwestuje w maszyny i budynki, których nakłady są ujmowane jako aktywa i rozliczane stopniowo przez amortyzację. Drugie rozwija własne oprogramowanie, szkoli pracowników, buduje rozpoznawalność marki i relacje z użytkownikami.

Znacząca część wydatków drugiego przedsiębiorstwa może zostać natychmiast ujęta jako koszt, choć związane z nimi korzyści rozłożą się na kolejne lata. W rezultacie pierwsza firma będzie wykazywać wyższą księgową wartość kapitału, natomiast druga może prezentować słabszy bieżący wynik mimo zbliżonego ekonomicznego przyrostu zdolności produkcyjnej. Wskaźniki oparte na relacji ceny rynkowej do wartości księgowej, rentowności kapitału własnego czy bieżącego zysku mogą więc porównywać podmioty, których sprawozdania finansowe odmiennie ujmują faktycznie podobne procesy akumulacji zasobów. Nie oznacza to jednak, że korekta bilansu o wszystkie nakłady niematerialne jest zawsze właściwym rozwiązaniem.

Wydatki marketingowe lub szkoleniowe mogą bowiem nie przynieść trwałych korzyści, a część projektów badawczych kończy się niepowodzeniem. Zadaniem analityka staje się oszacowanie, jaka część nakładów tworzy przyszły potencjał dochodowy, jak szybko traci on wartość i czy przedsiębiorstwo potrafi ekonomicznie przechwycić korzyści płynące z tych inwestycji. Baruch Lev i Anup Srivastava w pracy Explaining the Recent Failure of Value Investing zwrócili uwagę, że niedoskonałe ujmowanie aktywów niematerialnych może utrudniać identyfikowanie spółek rzeczywiście niedowartościowanych przy użyciu tradycyjnych miar wartości księgowej. Autorzy wskazywali również na przemiany gospodarcze ograniczające dawną siłę powrotu wycen spółek wzrostowych i wartościowych do historycznych relacji, co ma kluczowe znaczenie dla interpretacji strategii value investing.

Jeżeli wskaźnik niskiej relacji ceny do wartości księgowej staje się częściowo odzwierczeniem niedopasowania zasad rachunkowości do struktury współczesnej produkcji, to sama "taniość księgowa" nie musi odpowiadać ekonomicznemu niedowartościowaniu. Jednocześnie wysoka relacja ceny do wartości księgowej nie dowodzi automatycznie spekulacyjnego przewartościowania spółki, która posiada trudne do odtworzenia technologie, silną bazę klientów albo trwałe przewagi organizacyjne. Lev i Srivastava nie wykazali jednak, że każda tradycyjna strategia wartości utraciła sens ani że wysokie wyceny spółek technologicznych są z definicji uzasadnione. Ich badanie wskazuje raczej na potrzebę rekonstrukcji ekonomicznej treści wykorzystywanych wskaźników.

Kapitał ludzki jako niedoszacowany czynnik wartości przedsiębiorstwa

Wśród składników kapitału niematerialnego szczególnie istotny pozostaje kapitał ludzki. Jego ekonomiczna wartość nie wynika jedynie z indywidualnych kwalifikacji pracowników, lecz przede wszystkim ze zdolności organizacji do koordynowania wiedzy, przekazywania doświadczeń, ograniczania konfliktów i utrzymywania kompetencji trudnych do zastąpienia.

W tradycyjnym modelu przedsiębiorstwa wynagrodzenia traktowane są jako koszty niezbędne do wytwarzania dóbr i usług. Perspektywa ekonomii organizacji pozwala jednak dostrzec w części tych nakładów inwestycję w produktywność, innowacyjność, jakość obsługi klienta oraz stabilność procesów. Firma oferująca wyższe wynagrodzenia może odnotować niższą marżę w krótkim terminie, lecz jednocześnie ogranicza rotację kadr, koszty rekrutacji, błędy operacyjne oraz utratę wiedzy specyficznej dla organizacji. Z drugiej strony sam poziom płac nie gwarantuje tworzenia wartości; jego skuteczność ekonomiczna zależy od struktury rynku pracy, produktywności, konkurencji i jakości zarządzania. Polityki kadrowej nie można zatem oceniać wyłącznie przez pryzmat tego, czy przedsiębiorstwo wydaje na pracowników więcej lub mniej niż konkurencja.

Alex Edmans w pracy Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices (Journal of Financial Economics, 2011) wykazał, że przedsiębiorstwa wysoko oceniane pod względem satysfakcji pracowników osiągały w badanym okresie ponadprzeciętne wyniki giełdowe. Dla portfela spółek z zestawienia najlepszych amerykańskich pracodawców oszacował roczną nadwyżkową stopę zwrotu względem czteroczynnikowego modelu na około 3,5% w latach 1984–2009 oraz około 2,1% względem odpowiednich benchmarków branżowych. Towarzyszyły temu korzystniejsze niespodzianki wynikowe, co autor interpretował jako dowód na to, że rynek nie uwzględniał w pełni informacji o jakości stosunków pracowniczych.

Zależność ta wymaga jednak ostrożnej interpretacji. Wysoka satysfakcja pracowników może być przyczyną lepszej produktywności, ale może również wynikać z już istniejącej przewagi konkurencyjnej, wysokiej rentowności lub korzystnej pozycji rynkowej – oba kierunki oddziaływania mogą występować jednocześnie. Historyczne wyniki portfela nie gwarantują też, że zakup akcji firm uznawanych dziś za dobrych pracodawców zapewni podobną premię, zwłaszcza jeśli cecha ta została już uwzględniona w cenach. Tu ujawnia się interesująca sprzeczność między konkurencyjnymi modelami przedsiębiorstwa: w klasycznej teorii maksymalizacji zysku wydatki na poprawę warunków pracy jawią się jako dodatkowe obciążenie wyniku, szczególnie gdy korzyści nie są natychmiastowe.

Wartość niematerialna jako funkcja efektywności zasobów

W teorii zasobowej przedsiębiorstwa, rozwijanej między innymi przez Jaya Barneya, trwała przewaga konkurencyjna wynika z posiadania zasobów wartościowych, rzadkich, trudnych do imitacji i pozbawionych doskonałych substytutów. Spójna kultura organizacyjna oraz nagromadzona wiedza zespołu są właśnie takimi aktywami – konkurencja nie może ich przejąć,

kupując pojedyncze składniki majątku. W ekonomii kosztów transakcyjnych Olivera Williamsona ich znaczenie wiąże się ze specyficznością aktywów i niepełnością kontraktów: lojalności, zaufania czy efektywnego przepływu informacji nie da się wymusić za pomocą precyzyjnie sformułowanej umowy. Dobrze funkcjonujące relacje wewnętrzne ograniczają koszty koordynacji, choć pozostają niewidoczne w sprawozdaniach finansowych. Zestawienie tych podejść wyjaśnia, dlaczego inwestor skupiony wyłącznie na bieżących kosztach zatrudnienia może błędnie ocenić przyszłą produktywność firmy.

Do kluczowych aktywów niematerialnych należy także zdolność przedsiębiorstwa do przekształcania nakładów badawczo-rozwojowych w konkretne produkty, procesy i chronione rozwiązania technologiczne. Sama wysokość wydatków na B+R nie świadczy o jakości procesu innowacyjnego; dwie firmy mogą przeznaczać podobne środki na badania, osiągając radykalnie odmienne rezultaty komercyjne. David Hirshleifer, Po-Hsuan Hsu i Dongmei Li w pracy Innovative Efficiency and Stock Returns z 2013 roku zaproponowali badanie efektywności innowacji poprzez analizę relacji liczby patentów lub cytowań do poniesionych nakładów na badania i rozwój. Wykazali oni, że miary te posiadają zdolność prognostyczną względem przyszłych wyników i stóp zwrotu. Z perspektywy teorii przedsiębiorstwa oznacza to, że ekonomiczne znaczenie inwestycji nie wyczerpuje się w jej wartości księgowej. Konieczne jest zatem rozpoznanie realnej produktywności zasobu wytworzonego dzięki tym nakładom, co ponownie wymaga zrozumienia granic miary.

Liczba patentów nie jest tożsama z wartością technologii, podobnie jak liczba cytowań nie stanowi bezpośredniej miary przyszłych zysków. Branże różnią się skłonnością do patentowania, cyklami rozwoju produktów czy znaczeniem ochrony prawnej względem tajemnicy technologicznej. Niektóre firmy świadomie rezygnują z patentów, by nie ujawniać konkurencji szczegółów procesów produkcyjnych; inne budują szerokie portfele głównie w celach defensywnych. Czas oczekiwania na ochronę prawną i pojawienie się cytowań dodatkowo utrudnia porównania między podmiotami o różnych horyzontach technologicznych. Właściwy model wyceny musi zatem łączyć wskaźniki aktywności innowacyjnej z analizą pozycji konkurencyjnej, cyklu życia produktów, możliwości komercjalizacji, marż oraz trwałości przewag technologicznych. Sens badań nad efektywnością innowacji nie polega na znalezieniu prostego wskaźnika, który pozwalałby automatycznie wybierać przyszłych zwycięzców giełdowych, lecz na wykazaniu, że istotna część informacji ekonomicznej powstaje poza standardowym systemem pomiaru księgowego. Niedoskonałości wyceny kapitału niematerialnego prowadzą nieuchronnie do pytania o relację między wartością przedsiębiorstwa a jego odpowiedzialnością społeczną i środowiskową.

Rozróżnienie między wartością etyczną a finansową materialnością

Dyskusję tę często sprowadza się do uproszczonego przeciwstawienia spółek „dobrych", którym przypisuje się wysoką jakość inwestycyjną, oraz spółek „złych", które z założenia mają zapewniać gorsze wyniki. Takie rozumowanie łączy w jedną kategorię przynajmniej trzy odmienne zagadnienia: wpływ konkretnych praktyk na produktywność i przepływy pieniężne przedsiębiorstwa, oddziaływanie działalności na dobrobyt otoczenia oraz oczekiwaną stopę zwrotu z zakupu akcji po określonej cenie. Zależności między tymi elementami nie muszą być ani proste, ani jednokierunkowe.

Poprawa warunków pracy może bowiem ograniczać koszty rotacji personelu i zwiększać produktywność. Redukcja emisji zanieczyszczeń bywa kosztowna inwestycyjnie, lecz jednocześnie zmniejsza ryzyko przyszłych kar, obciążeń regulacyjnych czy utraty klientów. Działania przynoszące istotne korzyści społeczne mogą być ekonomicznie opłacalne dla firmy albo prowadzić do ponoszenia kosztów, których zyski przypadają głównie podmiotom zewnętrznym. Bez rozróżnienia tych sytuacji pojęcie odpowiedzialnego inwestowania traci precyzję analityczną. Podstawowym narzędziem pozwalającym uporządkować ten problem jest teoria efektów zewnętrznych.

Jeżeli przedsiębiorstwo przenosi część kosztów produkcji na środowisko lub społeczność, jego prywatna rentowność może być wyższa od rentowności obliczonej z perspektywy społecznej. Z kolei inwestycja ograniczająca negatywne oddziaływanie może zwiększać dobrobyt społeczny, nawet jeśli w krótkim terminie obniża wolne przepływy pieniężne akcjonariuszy.

Wynika stąd, że finansowa materialność danego czynnika i jego znaczenie etyczne nie są pojęciami tożsamymi. Nie oznacza to jednak, że interes społeczny i interes akcjonariuszy muszą pozostawać w konflikcie: regulacje prawne, preferencje klientów, koszty ubezpieczenia, reputacja, dostęp do finansowania czy ryzyko sporów mogą prowadzić do internalizacji kosztów zewnętrznych. Z perspektywy teorii przedsiębiorstwa ważne jest jednak, by nie zakładać automatycznie istnienia takiego mechanizmu. Każde twierdzenie o tworzeniu wartości wymaga wskazania kanału ekonomicznego, za pośrednictwem którego odpowiedzialna praktyka wpływa na przychody, koszty, inwestycje, ryzyko lub koszt kapitału.

Szczególnie istotne rozróżnienie dotyczy wartości przedsiębiorstwa i oczekiwanej stopy zwrotu z jego akcji. Nawet bardzo dobra spółka może okazać się niekorzystną inwestycją, jeśli cena zakupu uwzględnia nadmiernie optymistyczną ocenę jej przyszłości. Analogicznie firma działająca w branży

niepopularnej lub obciążonej wysokim ryzykiem może oferować wysoką oczekiwaną stopę zwrotu, o ile jej akcje są sprzedawane z odpowiednio dużym dyskontem.

Luboš Pástor, Robert Stambaugh i Lucian Taylor w modelu przedstawionym w pracy Sustainable Investing in Equilibrium (2021, "Journal of Financial Economics") wykazali, że aktywa postrzegane jako bardziej przyjazne środowisku mogą charakteryzować się niższymi oczekiwanymi stopami zwrotu. Dzieje się tak, ponieważ inwestorzy czerpią z ich posiadania dodatkową użyteczność lub traktują je jako zabezpieczenie przed ryzykami klimatycznymi. W takim modelu zwiększony popyt na aktywa „zielone" podnosi ich ceny, a wysoka cena przy określonych przyszłych przepływach pieniężnych oznacza niższą oczekiwaną stopę zwrotu. Nie ma w tym paradoksu, o ile odróżnimy stopy zwrotu oczekiwane od zrealizowanych.

Rosnąca popularność inwestycji środowiskowych może prowadzić do okresowo wysokich zrealizowanych zysków posiadaczy akcji „zielonych" przedsiębiorstw, gdyż wzrost preferencji inwestorów powoduje dodatnie przeszacowanie ich wartości. Po takim przesunięciu przyszłe oczekiwane stopy zwrotu mogą jednak spaść. Z kolei akcje przedsiębiorstw wysokoemisyjnych mogą wymagać większej oczekiwanej premii za ryzyko regulacyjne, ograniczoną bazę inwestorów i mniejszą pożądalność pozafinansową. Nie oznacza to, że w każdym okresie będą osiągały wyższe zrealizowane wyniki; negatywne szoki regulacyjne, technologiczne lub popytowe mogą silnie obniżyć ich wartość. W ten sposób teorię tak zwanych „brązowych akcji" należy rozumieć jako problem równowagi cenowej i warunkowej premii za ryzyko, a nie jako zalecenie inwestowania w przedsiębiorstwa najbardziej szkodliwe dla środowiska. Badania nad zielonymi stopami zwrotu pokazują, że istotna część wyników zależy od zmian preferencji inwestorów i niespodzianek informacyjnych, a nie jedynie od statycznych cech przedsiębiorstw.

Osobną trudność stanowi sama konstrukcja ratingów ESG. Florian Berg, Julian Kölbel i Roberto Rigobon w pracy Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (2022, "Review of Finance") wykazali znaczące rozbieżności między ocenami tych samych przedsiębiorstw nadawanymi przez czołowych dostawców ratingów. Wynikały one m.in. z różnic w zakresie ocenianych zagadnień, sposobach ich pomiaru i zasadach agregacji. Z naukowego punktu widzenia konsekwencje są istotne: gdy dwie instytucje przypisują spółce różne oceny, nie można automatycznie uznać, że jedna z nich mierzy tę samą cechę dokładniej. Mogą one w rzeczywistości posługiwać się odmiennymi definicjami przedmiotu pomiaru. Powstaje problem trafności konstruktu, dobrze znany metodologii nauk społecznych: zanim zbadamy wpływ zmiennej na wyniki gospodarcze, musimy ustalić, co ta zmienna faktycznie reprezentuje.

Strukturalne powiązania i ład korporacyjny jako źródła opóźnionej informacji

Interesującym punktem odniesienia pozostają badania Paula Gompersa, Joy Ishii i Andrew Metricka pt. „Corporate Governance and Equity Prices" z 2003 roku. Autorzy wykazali w nich, że przedsiębiorstwa różniące się siłą praw akcjonariuszy osiągały odmienne wyniki giełdowe; strategia kupna akcji spółek z silniejszymi prawami właścicielskimi i jednoczesnej sprzedaży krótkiej tych o prawach słabszych przynosiła w badanej próbie około 8,5% rocznej nadwyżkowej stopy zwrotu. Wynik ten dowodzi znaczenia ładu korporacyjnego dla wyceny, choć nie ustanawia niezmiennego prawa określającego premie inwestycyjne. Wraz z upowszechnianiem się wiedzy, zmianą standardów nadzoru i włączaniem czynników zarządczych do rynkowych wycen, historyczne zależności mogą słabnąć. Co więcej, lepszy ład korporacyjny może być zarówno przyczyną sukcesu przedsiębiorstwa, jak i cechą charakterystyczną dla firm o określonych przewagach, strukturze własności czy poziomie rozwoju. Właściwa interpretacja wymaga zatem rozróżnienia między istotnością ładu korporacyjnego dla funkcjonowania firmy a możliwością uzyskania nadwyżkowej stopy zwrotu dzięki inwestowaniu w oparciu o już znane cechy nadzoru.

Inny rodzaj ukrytej informacji kryje się w powiązaniach między przedsiębiorstwami. Kurs akcji jest zazwyczaj traktowany jako autonomiczna informacja o konkretnej spółce, podczas gdy jej sytuacja ekonomiczna zależy często od decyzji klientów, dostawców, konkurentów i pośredników. W łańcuchach produkcyjnych szok popytowy u jednego dużego odbiorcy może z czasem przenosić się na firmy dostarczające komponenty, surowce, oprogramowanie, usługi transportowe czy specjalistyczną infrastrukturę. Informacja o wzroście sprzedaży końcowego producenta posiada zatem wartość prognostyczną dla wyników jego dostawców, nawet jeśli ci ostatni nie opublikowali jeszcze nowych danych finansowych. Lauren Cohen i Andrea Frazzini w pracy „Economic Links and Predictable Returns" z 2008 roku wykazali, że rynek akcji partnerów ekonomicznie powiązanych może przyswajać informacje o zmianach wartości przedsiębiorstw z opóźnieniem. Badanie to stało się istotnym argumentem za tezą, że ograniczenia uwagi inwestorów mogą prowadzić do powolnego rozchodzenia się informacji w sieciach gospodarczych. Mechanizm ten łączy finanse z teorią sieci i ekonomią input-output. W ujęciu sieciowym przedsiębiorstwo jest węzłem struktury zależności, a jego wyniki zależą nie tylko od własnej produktywności, lecz również od pozycji w systemie przepływów gospodarczych.

Wstrząs dotyczący jednego dużego klienta może oddziaływać na kilka kolejnych poziomów dostawców, jednak siła transmisji zależy od koncentracji zamówień, możliwości zastąpienia kontrahenta, terminów dostaw, zapasów oraz zasad podziału ryzyka kontraktowego. Nie każda

pozytywna wiadomość o dużym producencie przekłada się na równie optymistyczne perspektywy jego dostawcy: dominujący odbiorca może wykorzystać skalę zamówień do wymuszenia niższych cen, a wzrost sprzedaży może zmusić dostawcę do kosztownych inwestycji, które obniżą krótkookresowe przepływy pieniężne. Analiza powiązań gospodarczych musi zatem uwzględniać relacje siły negocjacyjnej, strukturę marż i elastyczność zdolności produkcyjnych.

Dostępność informacji nie jest równoważna z jej przetworzeniem

Przewaga tej analizy nad powierzchownym odczytywaniem informacji polega na umiejętności zadania pytania, gdzie w sieci podziału pracy rzeczywiście powstaje i pozostaje wartość ekonomiczna. Podobny charakter mają dane dotyczące satysfakcji klientów, rozpoznawalności marki, reputacji produktów czy jakości obsługi. Zjawiska te wpływają na gotowość konsumentów do zapłaty określonej ceny, skłonność do ponownych zakupów, koszty pozyskiwania odbiorców oraz trwałość relacji handlowych. Z punktu widzenia mikroekonomicznej teorii przedsiębiorstwa wysoka satysfakcja klientów może zwiększać zdolność firmy do uzyskiwania marż przewyższających koszty krańcowe – jednak tylko wtedy, gdy spółka potrafi utrzymać tę przewagę w obliczu konkurencji i nie ponosi nadmiernych kosztów jej podtrzymywania. Podobnie marka staje się zasobem ekonomicznym, jeśli ogranicza niepewność konsumenta, obniża koszty wyszukiwania informacji i umożliwia trwałe różnicowanie produktu. Wzrost rozpoznawalności nazwy bez poprawy jakości produktu lub zdolności do generowania gotówki może być natomiast jedynie przejściowym efektem uwagi. Trwała wartość kapitału niematerialnego i spekulacyjna atrakcyjność narracji o takim kapitale są więc zjawiskami odrębnymi, choć na rynku giełdowym bywają mylone. Najbardziej podstawowym ograniczeniem wykorzystywania rozproszonych informacji pozostaje selektywność ludzkiej uwagi.

Stefano DellaVigna i Joshua Pollet w pracy Investor Inattention and Friday Earnings Announcements z 2009 roku badali reakcje rynku na publikacje wyników kwartalnych ogłaszane w piątki. Ustalili, że w takich przypadkach bezpośrednie reakcje cenowe i obroty były przeciętnie słabsze, a późniejsze dostosowania cen bardziej rozłożone w czasie. Interpretacja ta opierała się na założeniu, że w piątek część uczestników rynku ogranicza uwagę poświęcaną nowym informacjom, co spowalnia proces ich włączania do wycen. Kluczowym odkryciem nie była więc szczególna ekonomiczna właściwość piątku, lecz możliwość ujawnienia ograniczeń poznawczych za pomocą harmonogramu przetwarzania informacji. Dla teorii efektywności rynku wynik ten ma znaczenie zasadnicze: publiczna dostępność wiadomości i jej natychmiastowe odzwierciedlenie w cenie nie są

pojęciami równoważnymi. Z perspektywy teorii racjonalnej nieuwagi takie zachowanie nie musi być w pełni irracjonalne na poziomie jednostkowym.

Inwestor, analityk czy zarządzający funduszem dysponuje ograniczonym czasem i wybiera wiadomości, których przetwarzanie przynosi najwyższą oczekiwaną korzyść. Koszt dokładnej analizy może przewyższać możliwy do osiągnięcia zysk, zwłaszcza przy niewielkiej pozycji lub gdy informacja wydaje się mało znacząca. Jednak po zsumowaniu podobnych decyzji wielu uczestników rynku może powstać opóźnienie w agregowaniu danych. To, co jest racjonalnym ograniczeniem wysiłku jednostki, nie musi prowadzić do natychmiastowej efektywności całego systemu. Równocześnie istnienie takiego opóźnienia nie dowodzi, że można je łatwo wykorzystać. Koszty transakcyjne, spread, ryzyko błędnej interpretacji komunikatu i konieczność działania przed pełnym ustaleniem jego znaczenia mogą pochłaniać część potencjalnej nadwyżki. Problem ograniczonej uwagi stanowi więc łącznik między mikroekonomiczną racjonalnością oszczędzania zasobów poznawczych a makroekonomicznymi konsekwencjami niepełnej koordynacji informacji. Jeszcze bardziej prowokujące intelektualnie są badania zależności między nastrojem uczestników rynku a zdarzeniami, które nie zmieniają bezpośrednio produktywności przedsiębiorstw. Ich znaczenie wynika z możliwości częściowego oddzielenia bodźca afektywnego od informacji fundamentalnej.

Korelacje nastroju nie są dowodami przyczynowości

W pracy Stock Prices and Wall Street Weather z 1993 roku Edward Saunders analizował związki między warunkami pogodowymi w Nowym Jorku a notowaniami giełdowymi. Temat ten rozwinęli David Hirshleifer i Tyler Shumway w artykule Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather z 2003 roku, badając zależności między pogodą a stopami zwrotu na wielu rynkach finansowych. Autorzy ustalili statystyczne powiązania między nasłonecznieniem a dziennymi wynikami giełdowymi, co interpretowano jako dowód na wpływ nastroju na decyzje inwestorów. Badania te na trwałe wpisały się w literaturę finansów behawioralnych, sugerując, że ceny mogą zależeć od czynników wykraczających poza tradycyjny model prognozowania przepływów pieniężnych. Należy jednak zachować szczególną ostrożność przy opisywaniu biologicznego mechanizmu tej zależności.

Sama korelacja pogody i notowań nie pozwala dowodzić, że konkretny poziom serotoniny uczestników rynku wywołał określony ruch indeksu. W procesie tym mogą uczestniczyć liczne czynniki pośrednie: nastrój, poziom pobudzenia, ocena ryzyka, koncentracja uwagi, skład grupy aktywnie handlujących inwestorów oraz zmienne sezonowe. Badania pogodowe identyfikują regularność statystyczną, lecz nie mierzą bezpośrednio neurochemicznego stanu wszystkich

uczestników rynku. Co więcej, zależności dziennych stóp zwrotu bywają wrażliwe na wybór próby, miary pogodowej, okresu czy sposobu uwzględniania zmian sezonowych i konkurencyjnych hipotez. Współczesna metodologia wymaga również kontroli problemu wielokrotnego testowania: jeśli badacz sprawdzi zbyt wiele zmiennych atmosferycznych i wariantów modeli, część pozornie istotnych wyników może pojawić się przypadkowo. Nauka o finansach nie powinna zatem przekształcać ciekawych korelacji w twierdzenia o bezpośrednim sterowaniu giełdą przez biochemię nastroju.

Ważnego uzupełnienia dostarcza analiza wydarzeń sportowych. Alex Edmans, Diego García i Øyvind Norli w pracy Sports Sentiment and Stock Returns z 2007 roku badali zależności między wynikami reprezentacji narodowych w międzynarodowych rozgrywkach a zmianami indeksów giełdowych. W historycznej próbie autorzy odnotowali interesującą asymetrię: przegrane mecze istotnych turniejów wiązały się z ujemnymi nadwyżkowymi stopami zwrotu, podczas gdy zwycięstwa nie wywoływały w porównywalnym stopniu lustrzanego efektu dodatniego. Przykładowo, dla przegranej w fazie eliminacyjnej mistrzostw świata w piłce nożnej raportowano przeciętną ujemną stopę zwrotu na poziomie około 49 punktów bazowych w następnym dniu. Interpretacja ta odwołuje się do psychologii identyfikacji grupowej i asymetrii reakcji emocjonalnych na porażki i sukcesy, co można powiązać z teorią tożsamości społecznej Henriego Tajfela i Johna Turnera. Przynależność do wspólnoty narodowej, klubowej lub kulturowej sprawia bowiem, że sukcesy i porażki zbiorowości są odczuwane jako częściowo własne.

Jeżeli negatywne wydarzenie obniża nastrój szerokiej populacji, może to wpływać na postrzeganie ryzyka, skłonność do podejmowania decyzji oraz ocenę atrakcyjności niepewnych wyników finansowych. Zdolność takiego mechanizmu do oddziaływania na rynek zależy jednak od tego, czy odpowiednio duża grupa inwestorów rzeczywiście przeżywa dane wydarzenie i ma realny wpływ na ceny poprzez obrót instrumentami. Nie można zatem mechanicznie przeliczać jednego spadku indeksu po przegranym meczu na "stratę gospodarki", ponieważ chwilowe zmniejszenie kapitalizacji giełdowej nie oznacza automatycznie zniszczenia takiej samej ilości realnych zasobów. Wyceny mogą ulec przejściowej zmianie bez odpowiadającej im zmiany zdolności produkcyjnej, zatrudnienia czy infrastruktury. Pozorna precyzja takich obliczeń nie powinna przesłaniać problemu identyfikacji przyczynowej: wiadomości sportowe i gospodarcze często się nakładają, a wyniki poszczególnych rynków podlegają jednocześnie wpływom globalnym.

Korelacja danych alternatywnych a rzeczywista wartość ekonomiczna

Jeszcze nowszy kierunek badań łączy nastroje finansowe ze strukturą konsumpcji muzycznej. Alex Edmans, Adrián Fernández-Pérez, Alexandre Garel i Ivan Indriawan w pracy Music Sentiment and Stock Returns Around the World z 2022 roku (opublikowanej w "Journal of Financial Economics") analizowali związek między ładunkiem emocjonalnym słuchanych utworów a stopami zwrotu na rynkach akcji. Autorzy zidentyfikowali dodatnią współzależność między nastrojem muzycznym a bieżącymi wynikami giełdowymi, dostrzegając jednocześnie wzorce późniejszego, częściowego odwracania cen. Wykorzystanie danych o słuchanej muzyce jest istotne metodologicznie, gdyż pozwala mierzyć nastroje w sposób odmienny od tradycyjnych ankiet czy analiz komentarzy inwestorskich. Badania te nie dowodzą jednak, że konkretny gatunek muzyczny lub dominujący na platformach streamingowych nastrój mechanicznie determinuje indeks giełdowy. Preferencje muzyczne i stopy zwrotu mogą po prostu reagować na te same wydarzenia społeczne, gospodarcze i polityczne; ponadto użytkownicy platform nie muszą być reprezentatywni dla inwestorów kształtujących ceny. Problemem pozostaje także oddzielenie nastroju od informacji: zdarzenie wywołujące niepokój społeczny może jednocześnie wpływać na wybór muzyki i racjonalnie zmieniać oczekiwania wobec gospodarki.

Zwiększenie liczby pomiarów dzięki danym alternatywnym nie zwalnia badacza z obowiązku wyjaśnienia mechanizmu ekonomicznego. Znacznie ważniejsza od samej możliwości znalezienia korelacji staje się zdolność wykazania, że jest ona stabilna, odporna na alternatywne specyfikacje i niesie treść informacyjną wykraczającą poza znane czynniki ryzyka oraz wspólne bodźce makroekonomiczne. Granice racjonalnej interpretacji informacji ujawniają się także w zjawisku, które można określić jako ekonomię nazw i symboli.

Podczas gwałtownych przełomów technologicznych inwestorzy poszukują przedsiębiorstw kojarzących się z nowym źródłem wzrostu. Nazwa spółki, symbol giełdowy, atrakcyjne określenie branży czy modny termin w komunikacie mogą wówczas zastąpić analizę rzeczywistych kompetencji i przyszłych przepływów pieniężnych. Michael Cooper, Orlin Dimitrov i P. Raghavendra Rau w pracy A Rose.com by Any Other Name z 2001 roku opisali dodatnie reakcje kursów akcji spółek, które podczas bańki technologicznej zmieniały nazwy na takie, które kojarzyły się z internetem. Istotą problemu było to, że sygnał nazewniczy wywoływał zainteresowanie inwestorów mimo braku proporcjonalnej zmiany zdolności przedsiębiorstwa do tworzenia wartości. Badanie dostarczyło tym samym empirycznego przykładu przewagi skojarzenia narracyjnego nad weryfikacją ekonomicznej treści komunikatu. Mechanizm ten powraca w

kolejnych falach technologicznego entuzjazmu, zmieniając jedynie zestaw słów przyciągających uwagę: od e-commerce, przez blockchain i aktywa cyfrowe, aż po sztuczną inteligencję.

Samo użycie nowego terminu nie oznacza jednak, że spółka nie posiada rzeczywistych kompetencji w danym obszarze. Przedsiębiorstwo może przechodzić autentyczną transformację technologiczną, której znaczenie nie jest jeszcze widoczne w bieżącym rachunku wyników. Dlatego analityk powinien odróżnić zmianę języka komunikacji od zmiany ekonomicznej struktury działalności. Kluczowe stają się wydatki na rozwój, kwalifikacje zespołu, własność intelektualna, kontrakty handlowe, wprowadzone produkty, rentowność wdrożeń i zdolność do utrzymania przewagi konkurencyjnej. Wzrost kursu po zmianie nazwy jest dowodem zainteresowania rynku, lecz nie stanowi dowodu na wzrost wartości fundamentalnej.

Wyrazistość sygnału nie oznacza jego wartości ekonomicznej

Skrajnym przykładem powierzchownego przetwarzania informacji jest mylenie tożsamości emitentów. W marcu 2020 roku amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd zawiesiła obrót akcjami Zoom Technologies (symbol ZOOM), która nie była tym samym przedsiębiorstwem co popularna wówczas Zoom Video Communications, notowana pod symbolem ZM. W okresie gwałtownego wzrostu zainteresowania usługami komunikacji zdalnej podobieństwo nazw sprzyjało błędnej identyfikacji spółek.

Sam fakt interwencji regulatora dokumentuje oficjalne postanowienie. Przypadek ten należy traktować jako przejaw ograniczonej uwagi i niedokładnej weryfikacji przedmiotu transakcji, a nie jako uniwersalne prawo pozwalające przewidywać zachowanie wszystkich spółek o podobnych nazwach. Jest on jednak szczególnie wymowny, gdyż identyfikacja papieru wartościowego to jedna z najbardziej elementarnych czynności inwestycyjnych. Jeśli błędy występują już na tym poziomie, trudno zakładać, że uczestnicy rynku zawsze poprawnie analizują znacznie bardziej złożone kwestie, takie jak przyszłe przepływy pieniężne, prawa akcjonariuszy czy struktury kapitałowe.

W szerszej perspektywie analiza zachowań wobec nazw i symboli ukazuje relację między heurystyką dostępności a teorią sygnalizowania. Nazwa przedsiębiorstwa jest łatwo dostrzegalna, a jej zapamiętanie wymaga niewielkiego wysiłku. Gdy zawiera słowo zgodne z dominującą narracją technologiczną, może budzić silne skojarzenie z przyszłym wzrostem. Sam komunikat jest jednak sygnałem relatywnie tanim do wytworzenia: zmiana nazwy nie wymaga nakładów zasobów porównywalnych z budową technologii, pozyskaniem klientów czy stworzeniem infrastruktury. W

teorii sygnalizowania informacja staje się wiarygodna przede wszystkim wtedy, gdy jej wytworzenie jest trudne lub kosztowne dla podmiotów nieposiadających deklarowanej cechy. Dlatego sama deklaracja wejścia w modny segment rynku powinna mieć mniejszą wagę niż obserwowalne inwestycje, realizowane kontrakty czy trwałe wyniki operacyjne.

Problem nazewnictwa nie jest więc jedynie historyczną ciekawostką z czasów spekulacyjnych baniek, lecz dowodem na to, że uczestnicy rynku mogą błędnie oceniać wiarygodność sygnałów, myląc ich wyrazistość z ekonomicznym kosztem wytworzenia. Wszystkie te zjawiska wymuszają rewizję potocznego rozumienia przewagi informacyjnej. Nie jest ona tożsama z posiadaniem większej liczby danych, gdyż nadmiar nieustrukturyzowanych informacji może zwiększać koszty poznawcze i sprzyjać odkrywaniu pozornych regularności. Przewaga ta nie wynika również automatycznie z zastosowania zaawansowanych narzędzi komputerowych; algorytm analizujący miliony dokumentów może równie szybko wykrywać wartościowe zależności, jak i dopasowywać się do przypadkowego szumu.

Zasadniczego znaczenia nabierają zatem jakość definicji badanej zmiennej, trafność konstruktu, właściwy dobór próby, kontrola współzależności, ograniczenie wielokrotnego testowania oraz wiarygodność procedury weryfikacyjnej. Wykorzystywanie danych alternatywnych – takich jak wypowiedzi menedżerów, opinie pracowników, struktury powiązań handlowych czy wskaźniki nastroju – wymaga ponadto rozpoznania ich selektywności. Publiczne opinie pracowników mogą nadreprezentować osoby skrajnie zadowolone lub niezadowolone, a dane o zachowaniach konsumentów mogą odzwierciedlać cechy użytkowników konkretnej platformy, a nie całego rynku.

Rozróżnienie między statystyczną korelacją a wykonalną strategią inwestycyjną

Technologiczna zdolność przetwarzania danych nie znosi tych ograniczeń, lecz zwiększa znaczenie prawidłowego projektowania badań. Nie należy przy tym utożsamiać każdej istotnej zależności prognostycznej z możliwością uzyskania trwałej nadwyżkowej stopy zwrotu. Anomalia dostrzeżona w próbie historycznej może wynikać z premii za ryzyko, ograniczeń płynności, specyficznej struktury instytucjonalnej lub niedoskonałości pomiaru; może też stopniowo zanikać w momencie jej upublicznienia.

W przypadku strategii opartych na analizie rozproszonych sygnałów koszty obejmują nie tylko prowizje i spread, ale także pozyskanie danych, ich aktualizację, rozwój modeli, ryzyko błędnej identyfikacji emitenta, koszty krótkiej sprzedaży oraz straty wynikające z opóźnienia między

pojawieniem się informacji a wykonaniem transakcji. Jeśli wskaźnik dostarcza istotnych statystycznie informacji w długim horyzoncie, nie musi on pozwalać na efektywne zajęcie pozycji w krótkim. Z kolei sygnały działające w krótkim okresie mogą być szczególnie wrażliwe na koszty realizacji zleceń. Dojrzała analiza inwestycyjna musi zatem odróżnić wyjaśnienie zjawiska rynkowego od konstrukcji wykonalnej strategii jego wykorzystania. W tym miejscu ujawnia się podstawowy paradoks tytułowego "szalonego rynku mądrych inwestorów".

Wiele opisanych nieefektywności nie musi wynikać z braku wiedzy, niskiej inteligencji czy niekompetencji poszczególnych uczestników. Przeciwnie – mogą one powstawać w systemie złożonym z podmiotów wyspecjalizowanych, racjonalnie oszczędzających ograniczone zasoby uwagi, podporządkowanych określonym bodźcom instytucjonalnym i korzystających z odmiennych modeli oceny rzeczywistości. Menedżer może racjonalnie zabiegać o bieżący kurs, gdyż jego wynagrodzenie zależy od krótkoterminowej wyceny. Inwestor może racjonalnie zrezygnować z analizy obszernego raportu, jeśli spodziewana korzyść nie rekompensuje wysiłku. Zarządzający funduszem może zaniechać pozycji przeciwstawnej do dominującego trendu w obawie przed umorzeniami jednostek uczestnictwa.

Rada nadzorcza może z kolei nie dysponować narzędziami pozwalającymi rozpoznać jakość kapitału niematerialnego. W każdym z tych przypadków decyzja jest zrozumiała z perspektywy ograniczeń i bodźców konkretnego podmiotu, a jednocześnie przyczynia się do zbiorowego rezultatu odbiegającego od ideału pełnej efektywności informacyjnej. Weryfikacja zagadnień podniesionych w książce wymaga zatem wyraźnego rozróżnienia między twierdzeniami dobrze udokumentowanymi a ich nadmiernie rozbudowanymi interpretacjami.

Istnienie błędu polegającego na poznawczym oddzielaniu dywidend od zmian ceny akcji znajduje poparcie w badaniach, lecz nie dowodzi to, że każda polityka dywidendowa jest ekonomicznie nieefektywna. Nieregularne transakcje menedżerów mogą mieć większą wartość informacyjną niż rutynowe, jednak nie każda sprzedaż akcji zapowiada negatywne informacje. Lokalizacja walnego zgromadzenia czy selekcja analityków podczas konferencji mogą korelować z późniejszymi wynikami przedsiębiorstwa, ale nie tworzą niezawodnych reguł krótkiej sprzedaży. Język raportów i właściwości głosu mogą zawierać dane prognostyczne, lecz nie uprawniają one do automatycznego rozpoznawania kłamstwa.

Satysfakcja pracowników i efektywność innowacji mogą wiązać się z przyszłą rentownością, choć nie oznacza to, że każda organizacja inwestująca w kapitał niematerialny uzyska przewagę ekonomiczną. Czynniki ESG mogą wpływać na wartość przedsiębiorstwa i koszt kapitału, lecz nie gwarantują wyższych zrealizowanych stóp zwrotu z akcji.

Przewaga poznawcza jako dyscyplina rozróżniania przyczynowości

Pogoda, sport czy nastroje muzyczne mogą wykazywać statystyczne powiązania z rynkiem, jednak nie wolno utożsamiać tych korelacji z bezpośrednią i jednoznaczną przyczynowością. Analiza tych problemów prowadzi do wniosków istotnych zarówno dla nauki o finansach, jak i dla praktyki inwestycyjnej. Wycena przedsiębiorstwa nie jest bowiem prostym odczytem jego rzeczywistych właściwości; stanowi raczej rezultat selekcji dostępnych informacji, przyjętego języka opisu, zasad pomiaru księgowego, bodźców instytucjonalnych oraz modeli interpretacyjnych stosowanych przez uczestników rynku. To, co łatwo policzalne, nie zawsze jest najważniejsze; to, co wyraziste, nie zawsze jest wiarygodne; a to, co w przeszłości pozwalało przewidywać ceny, nie musi zachowywać tej właściwości po zmianie warunków gospodarczych. Największym wyzwaniem dla inwestora nie jest zatem samo poszukiwanie odstępstw od racjonalności, lecz umiejętność rozpoznawania ich ekonomicznego znaczenia bez popadania w kolejne uproszczenia poznawcze. Dopiero synteza teorii wartości, rachunkowości, psychologii, ekonomii instytucjonalnej, badań nad organizacją, lingwistyki i metod ilościowych pozwala dostrzec, że informacyjna nieefektywność rynku może przyjmować formy znacznie subtelniejsze niż spektakularna bańka spekulacyjna.

Ostateczne znaczenie tej perspektywy polega na przywróceniu właściwych proporcji między obserwacją a interpretacją. Cena akcji pozostaje ważnym komunikatem rynkowym, lecz nie jest pełnym opisem przedsiębiorstwa. Sprawozdanie finansowe stanowi konieczną podstawę analizy, ale nie obejmuje wszystkich ekonomicznie istotnych zasobów. Zachowanie zarządu może wysyłać użyteczne sygnały, jednak nie pozwala na bezpośrednie odczytanie jego intencji. Model statystyczny może wykazywać zdolność prognostyczną, lecz zawsze wymaga konfrontacji z teorią i niezależnej weryfikacji. Z kolei przekonanie inwestora o własnej zdolności do identyfikowania tych ograniczeń samo w sobie może stać się źródłem nadmiernej pewności siebie.

Dlatego naukowo uzasadniona przewaga poznawcza nie polega na gromadzeniu coraz bardziej egzotycznych wskaźników ani na przypisywaniu każdej anomalii wyjaśnienia psychologicznego. Polega ona na zdyscyplinowanym rozróżnianiu między faktem, jego możliwymi przyczynami, wartością prognostyczną a ekonomiczną możliwością wykorzystania. Właśnie to rozróżnienie stanowi niezbędną podstawę końcowej syntezy autora: określenia, w jakich warunkach rynek zasługuje na zaufanie jako mechanizm agregacji wiedzy, kiedy staje się źródłem systematycznie zniekształconych sygnałów oraz jakie granice powinny zostać nałożone na roszczenie inwestora do posiadania wiedzy lepszej niż wiedza zbiorowości.

> Czy w świecie, gdzie algorytmy przetwarzają miliony danych w ułamku sekundy, prawdziwa przewaga poznawcza nie staje się paradoksalnie umiejętnością ignorowania szumu? Ostatecznie największym ryzykiem inwestora nie jest brak dostępu do informacji, lecz złudzenie, że potrafi on odczytać intencje rynku z pojedynczych sygnałów. Prawdziwa mądrość na 'szalonym rynku' zaczyna się tam, gdzie kończy się wiara w niezawodność prostych wzorców, a zaczyna pokora wobec złożoności mechanizmów, które nadają cenę rzeczywistości.

Inspiracje

[1] 

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

Random House | ISBN: 9798217089543

Alex Edmans jest profesorem finansów w London Business School i czołowym badaczem finansów korporacyjnych, zrównoważonego biznesu i finansów behawioralnych. Uzyskał tytuł licencjata na Uniwersytecie Oksfordzkim i obronił doktorat z ekonomii finansowej w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Przed podjęciem pracy w London Business School był profesorem zwyczajnym w Wharton School na Uniwersytecie Pensylwanii i pracował w banku Morgan Stanley. Kluczowe osiągnięcia Edmansa koncentrują się na celowym biznesie, pokazując, jak satysfakcja pracowników i kapitalizm interesariuszy wpływają na długoterminową wartość dla akcjonariuszy, a także na wynagrodzenia kadry kierowniczej, ład korporacyjny i psychologię rynku. Jest członkiem Brytyjskiej Akademii i Akademii Nauk Społecznych, pełnił funkcję redaktora naczelnego „Review of Finance" i prezesa Western Finance Association.

***Alex Edmans** is Professor of Finance at London Business School and a leading scholar in corporate finance, sustainable business, and behavioural finance. He earned his undergraduate degree from the University of Oxford and completed a PhD in Financial Economics at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. Prior to London Business School, he was a tenured professor at the Wharton School, University of Pennsylvania, and worked at Morgan Stanley. Edmans's key contributions focus on purposeful business, demonstrating how employee satisfaction and stakeholder capitalism drive long-term shareholder value, as well as executive compensation, corporate governance, and market psychology. A Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences, he has served as Managing Editor of the Review of Finance and President of the Western Finance Association.*

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

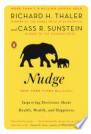
2007

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

Alex Edmans

2018

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[7] "Nudge"

Richard Thaler

Penguin | ISBN: 9781101655092



[8] "Misbehaving"

Richard Thaler

W. W. Norton & Company | ISBN: 9780393246773

[9] "Long-term Return Reversals"

Chuan-yang. Hwang, Thomas John George

2004



[10] "Human Problem Solving"

Herbert Simon

Prentice Hall

[11] "Speech Analysis in Financial Markets"

William J. Mayew, Mohan Venkatachalam

2013 | ISBN: 9781601986535



[12] "Resource-Based Theory"

Jay B. Barney, Delwyn N. Clark

2007 | Oxford University Press



[13] "Gaining and Sustaining Competitive Advantage"

Jay B. Barney

1997 | Prentice Hall

[14] "Impact of Information Technology Capital on Firm Scope and Performance"

Gautamn Ray, Ling Xue, Jay Barney

2014



[15] "Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications,"

Oliver Williamson

1975

[16] "Innovative Originality, Profitability, and Stock Returns"

David Hirshleifer, Po-Hsuan Hsu, Dongmei Li

2017



[17] "The Money of Invention"

Paul Gompers

Harvard Business Press | ISBN: 9781578513260

[18] "Capital Budgetting Vs. Market Timing: an Evaluation Using Demographics"

Stefano DellaVigna, Joshua M. Pollet

2009

[19] **"Correspondence, Biographical Information and Schedule Related to the Performances of Michael Cooper, Sept. 30, Oct. 1-2, 1996"**

Guelph Spring Festival Archives, Michael Cooper, Edward Johnson Music Foundation

1996



[20] **"The Hidden Cost Trap: Uncovering Fees, Spreads, and Slippage—and the Simple Strategies to Keep More of Your Money"**

Quentin Ashbourne

2025 | BookRix | ISBN: 9783695204250



[21] **"Easy Tips to Earn from the Stock Market"**

Hseham Ttud

2023 | Mahesh Dutt Sharma



[22] **"The 5 Keys to Value Investing"**

J. Dennis Jean-Jacques

2002 | McGraw Hill Professional | ISBN: 9780071416078

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows"**

Samuel M. Hartzmark, Abigail B. Sussman

2017 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12841

Źródło

[2] **"The Dividend Disconnect"**

Samuel M. Hartzmark, David H. Solomon

2016 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12785

Źródło

[3] **"The dividend month premium"**

Samuel M. Hartzmark, David H. Solomon

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.015

Źródło

[4] **"A Tough Act to Follow: Contrast Effects in Financial Markets"**

Samuel M. Hartzmark, Kelly Shue

2018 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12685

Źródło

[5] **"Looking for Someone to Blame: Delegation, Cognitive Dissonance, and the Disposition Effect"**

Tom Chang, David H. Solomon, Mark M. Westerfield

2016 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12311

Źródło

[6] **"Juicing the dividend yield: Mutual funds and the demand for dividends"**

Lawrence E. Harris, Samuel M. Hartzmark, David H. Solomon

2015 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2015.04.001

Źródło

[7] **"Does the Stock Market Overreact?"**

Werner F. M. De Bondt, Richard H. Thaler

1985 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x

Źródło

[8] **"Mental Accounting and Consumer Choice"**

Richard H. Thaler

1985 | Marketing Science | DOI: 10.1287/mksc.4.3.199

Źródło

[9] **"Mental accounting matters"**

Richard H. Thaler

1999 | Journal of Behavioral Decision Making | DOI: 10.1002/(sici)1099-0771(199909)12:3<183::aid-bdm318>3.0.co;2-f

Źródło

[10] **"An Economic Theory of Self-Control"**

Richard H. Thaler, Hersh Shefrin

1981 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/260971

Źródło

[11] **"Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns"**

Malcolm P. Baker, Jeffrey A. Wurgler

2006 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x

Źródło

[12] **"Market Timing and Capital Structure"**

Malcolm P. Baker, Jeffrey A. Wurgler

2002 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/1540-6261.00414

Źródło

[13] **"A Catering Theory of Dividends"**

Malcolm P. Baker, Jeffrey A. Wurgler

2004 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x

Źródło

[14] **"Investor Sentiment in the Stock Market"**

Malcolm P. Baker, Jeffrey A. Wurgler

2007 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.3386/w13189

Źródło

[15] **"Financial markets and the allocation of capital"**

Jeffrey A. Wurgler

2000 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(00)00070-2

Źródło

[16] **"A model of investor sentiment1We are grateful to the NSF for financial support, and to Oliver Blanchard, Alon Brav, John Campbell (a referee), John Cochrane, Edward Glaeser, J.B. Heaton, Danny Kahneman, David Laibson, Owen Lamont, Drazen Prelec, Jay Ritter (a referee), Ken Singleton, Dick Thaler, an anonymous referee, and the editor, Bill Schwert, for comments.1"**

Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1998 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(98)00027-0

Źródło

[17] **"Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment"**

Nicholas Barberis

2013 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.27.1.173

Źródło

[18] **"A model of investor sentiment /"**

Nicholas Barberis, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer, National Bureau of Economic Research.

1997 | University of Michigan Library Repository

Źródło

[19] **"Investing for the Long Run when Returns Are Predictable"**

Nicholas Barberis

2000 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00205

Źródło

[20] **"Investor attention, overconfidence and category learning"**

Lin Peng, Wei A. Xiong

2006 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.05.003

Źródło

[21] **"Index Investment and the Financialization of Commodities"**

Ke Tang, Wei A. Xiong

2012 | Financial Analysts Journal | DOI: 10.2469/faj.v68.n6.5

Źródło

[22] **"Financialization of Commodity Markets"**

Ing-Haw Cheng, Wei A. Xiong

2013 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034432

Źródło

[23] **"What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation"**

Nicholas Barberis, Wei A. Xiong

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01448.x

Źródło

[24] **"The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making"**

Cary Frydman, Colin F. Camerer

2016 | Trends in Cognitive Sciences | DOI: 10.1016/j.tics.2016.07.003

Źródło

[25] "Using Neural Data to Test a Theory of Investor Behavior: An Application to Realization Utility"

Cary Frydman, Nicholas Barberis, Colin F. Camerer, Peter L. Bossaerts, Antonio Rangel

2014 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12126

Źródło

[26] "The Impact of Salience on Investor Behavior: Evidence from a Natural Experiment"

Cary Frydman, Baolian Wang

2019 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12851

Źródło

[27] "Neural Evidence of Regret and Its Implications for Investor Behavior"

Cary Frydman, Colin F. Camerer

2016 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhw010

Źródło

[28] "8. Individual Decision Making"

Colin Camerer

1995 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9780691213255-010

Źródło

[29] "Individual Decision Making"

Colin Camerer

2020 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.2307/j.ctvzsmff5.12

Źródło

[30] "Do Markets Correct Biases in Probability Judgment? Evidence from Market Experiments"

Colin Camerer

1990 | CaltechAUTHORS (California Institute of Technology)

Źródło

[31] "Experience-Weighted Attraction Learning in Games: EstimatesFrom Weak-Link Games"

Colin Camerer, Teck-Hua Ho

1999 | CaltechAUTHORS (California Institute of Technology)

Źródło

[32] "Human Insula Activation Reflects Risk Prediction Errors As Well As Risk"

Kerstin Preuschoff, Steven R. Quartz, Peter L. Bossaerts

2008 | Journal of Neuroscience | DOI: 10.1523/jneurosci.4286-07.2008

Źródło

[33] "Neural Differentiation of Expected Reward and Risk in Human Subcortical Structures"

Kerstin Preuschoff, Peter L. Bossaerts, Steven R. Quartz

2006 | Neuron | DOI: 10.1016/j.neuron.2006.06.024

Źródło

[34] "Implementing Statistical Criteria to Select Return Forecasting Models: What Do We Learn?"

Peter L. Bossaerts, Pierre Hillion

1999 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/12.2.405

Źródło

[35] "Neural correlates of mentalizing-related computations during strategic interactions in humans"

Alan N. Hampton, Peter L. Bossaerts, John Philip O'Doherty

2008 | Proceedings of the National Academy of Sciences | DOI: 10.1073/pnas.0711099105

Źródło

[36] "La influencia de la estrategia empresarial en el capital intelectual y la innovación de la pequeña y mediana empresa"

Jorge Antonio Rangel Magdaleno, Silvia Mata Zamores, Roberto Ezequiel Franco Zesati

2019 | Repositorio de la Red Internacional de Investigadores en Competitividad

Źródło

[37] "Capital humano, relacional y estructural en la actividad innovadora de las pequeñas y medianas empresas"

Jorge Antonio Rangel Magdaleno, Jesús Salvador Vivanco Florido, José Manuel Barrera Castañeda, Martha González Adame

2017 | Mercados y Negocios | DOI: 10.32870/myn.v0i36.7010

Źródło

[38] "La innovación y el capital intelectual: factores de competitividad en la pyme manufacturera"

Jorge Antonio Rangel Magdaleno, Luis Aguilera Enríquez, Martha González Adame

2013 | Mercados y Negocios | DOI: 10.32870/myn.v0i28.5251

Źródło

[39] "The Influence Of Innovation And Financial Information In Competitiveness Of Manufacturing Small And Mediumsized Enterprise, La Influencia De La Innovacion Y La Informacion Financiera En La Competitividad De La Pequena Y Mediana Empresa Manufacturera"

Jorge Antonio Rangel Magdaleno, Luis Aguilera Enríquez, Martha González Adame

2015 | Revista Internacional Administracion & Finanzas

Źródło

[40] "A resolution of the distress risk and leverage puzzles in the cross section of stock returns"

Thomas J. George, Chuan-Yang Hwang

2009 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2009.11.003

Źródło

[41] "Nondisclosure and Adverse Disclosure as Signals of Firm Value"

Siew Hong Teoh, Chuan-Yang Hwang

1991 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/4.2.283

Źródło

[42] "Investor Tastes, Corporate Behavior, and Stock Returns: An Analysis of Corporate Social Responsibility"

Chuan-Yang Hwang, Sheridan D. Titman, Ying Wang

2021 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.2021.4179

Źródło

[43] "Liquidity and stock returns in Japan: New evidence"

Yuk Ying Chang, Robert W. Faff, Chuan-Yang Hwang

2009 | Pacific-Basin Finance Journal | DOI: 10.1016/j.pacfin.2009.09.001

Źródło

[44] "Economic Links and Predictable Returns"

Lauren H. Cohen, Andrea Frazzini

2008 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01379.x

Źródło

[45] "The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns"

Lauren H. Cohen, Andrea Frazzini, Christopher J. Malloy

2008 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/592415

Źródło

[46] "Decoding Inside Information"

Lauren H. Cohen, Christopher J. Malloy, Łukasz Pomorski

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01740.x

Źródło

[47] "Supply and Demand Shifts in the Shorting Market"

Lauren H. Cohen, Karl B. Diether, Christopher J. Malloy

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01269.x

Źródło

[48] "A FINANCIAL FRAMEWORK FOR EVALUATING THE VALUE OF CLINICAL ARTIFICIAL INTELLIGENCE SOLUTIONS"

Christopher Malloy

2026 | Purdue | DOI: 10.25394/pgs.35098054

Źródło

[49] "Does Active Management Pay? New International Evidence"

Alexander Dyck, Karl V. Lins, Łukasz Pomorski

2013 | The Review of Asset Pricing Studies | DOI: 10.1093/rapstu/rat005

Źródło

[50] "Investor Scale and Performance in Private Equity Investments"

A. Dyck, Łukasz Pomorski

2015 | European Finance Review | DOI: 10.1093/rof/rfv030

Źródło

[51] **"Acting on the Most Valuable Information: "Best Idea" Trades of Mutual Fund Managers"**

Łukasz Pomorski

2009 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.1361996

Źródło

[52] **"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

[53] **"Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers"**

Michael C. Jensen

1986 | American Economic Review

Źródło

[54] **"The Adjustment of Stock Prices to New Information"**

Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, Richard W. Roll

1969 | International Economic Review | DOI: 10.2307/2525569

Źródło

[55] **"Agency Problems and Residual Claims"**

Eugene F. Fama, Michael C. Jensen

1983 | The Journal of Law and Economics | DOI: 10.1086/467038

Źródło

[56] **"Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination"**

Michael C. Jensen, William H. Meckling

1979 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/296060

Źródło

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

Burton H. Klein, William H. Meckling

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

Źródło

[58] "Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences"

William H. Meckling

1976 | Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft/Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss journal of economics and statistics

Źródło

[59] "Higher market valuation of companies with a small board of directors"

David Yermack

1996 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(95)00844-5

Źródło

[60] "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions"

Philip G. Berger, Eli Ofek, David Yermack

1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb01115.x

Źródło

[61] "Corporate Governance and Blockchains"

David Yermack

2017 | European Finance Review | DOI: 10.1093/rof/rfw074

Źródło

[62] "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis"

Anil Shivdasani, David Yermack

1999 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00168

Źródło

[63] "Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?"

Vivian W. Fang, Xuan Tian, Sheri Tice

2014 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12187

Źródło

[64] "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

[65] "The Effect of Liquidity on Governance"

Alex Edmans, Vivian W. Fang, Emanuel Zur

2012 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hht012

Źródło

[66] "Equity Vesting and Investment"

Alex Edmans, Vivian W. Fang, Katharina Lewellen

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

Źródło

[67] "FinBERT: A Large Language Model for Extracting Information from Financial Text*"

Allen Huang, Hui Wang, Yi Yang

2020 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1111/1911-3846.12832

Źródło

[68] "FinBERT: A Pretrained Language Model for Financial Communications"

Yang, Yi, Mark Christopher Siy UY, Allen Huang

2020 | arXiv | DOI: 10.48550/arxiv.2006.08097

Źródło

[69] "Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports"

Allen Huang, Amy Y. Zang, Rong Zheng

2014 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-50833

Źródło

[70] "A Thematic Analysis of Analyst Information Discovery and Information Interpretation Roles"

Allen Huang, Reuven Lehavy, Amy Y. Zang, Rong Zheng

2014 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.2017.2751

Źródło

[71] "Nitrogen-doped TiO2 nanoparticles by using EDTA as nitrogen source and soft template: Simple preparation, mesoporous structure, and photocatalytic activity under visible light"

Douga Nassoko, Yanfang Li, Hui Wang, Jialin Li, Yuanzhi Li

2012 | Journal of Alloys and Compounds | DOI: 10.1016/j.jallcom.2012.06.085

Źródło

[72] **"When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks"**

Tim Loughran, Bill McDonald

2011 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x

Źródło

[73] **"Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey"**

Tim Loughran, Bill McDonald

2016 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12123

Źródło

[74] **"Measuring Readability in Financial Disclosures"**

Tim Loughran, Bill McDonald

2011 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12162

Źródło

[75] **"Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?"**

Tim Loughran, Anand M. Vijh

1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02741.x

Źródło

[76] **"IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language"**

Tim Loughran, Bill McDonald

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.017

Źródło

[77] **"Where to Go Next: Modeling Long- and Short-Term User Preferences for Point-of-Interest Recommendation"**

Ke Sun, Tieyun Qian, Tong Chen, Yile Liang, Quoc Viet Hung Nguyen

2020 | Proceedings of the AAAI Conference on Artificial Intelligence | DOI: 10.1609/aaai.v34i01.5353

Źródło

[78] **"PME: Projected Metric Embedding on Heterogeneous Networks for Link Prediction"**

Hongxu Chen, Hongzhi Yin, Weiqing Wang, Hao Wang, Quoc Viet Hung Nguyen

2018 | ACM SIGKDD Conference on Knowledge Discovery and Data Mining (KDD) | DOI: 10.1145/3219819.3219986

Źródło

[79] "Financial Development and Agricultural Gross Production Value in Bangladesh: Evidence from a Markov Regime Switching Model"

Dinh Le Quoc, Huy Nguyen Quoc, Hai Nguyen Van

2025 | Research on World Agricultural Economy | DOI: 10.36956/rwae.v7i1.2692

Źródło

[80] "Protocol Analysis: Verbal Reports as Data"

K. Anders Ericsson, Herbert A. Simon

1993 | The MIT Press eBooks | DOI: 10.7551/mitpress/5657.001.0001

Źródło

[81] "Verbal reports as data."

K. Anders Ericsson, Herbert A. Simon

1980 | Psychological Review | DOI: 10.1037/0033-295x.87.3.215

Źródło

[82] "Rational Decision-Making in Business Organizations"

Herbert A. Simon

1979 | American Economic Review

Źródło

[83] "Models of man, social and rational : mathematical essays on rational human behavior in a social setting"

Herbert A. Simon

1957

Źródło

[84] "Religious Social Norms and Corporate Financial Reporting"

Scott Dyreng, William J. Mayew, Christopher D. Williams

2012 | Journal of Business Finance &amp Accounting | DOI: 10.1111/j.1468-5957.2012.02295.x

Źródło

[85] "Evidence of Management Discrimination Among Analysts during Earnings Conference Calls"

William J. Mayew

2008 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/j.1475-679x.2008.00285.x

Źródło

[86] **"Analyzing Speech to Detect Financial Misreporting"**
Jessen L. Hobson, William J. Mayew, Mohan Venkatachalam
2011 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/j.1475-679x.2011.00433.x
Źródło

[87] **"Vocal Fry May Undermine the Success of Young Women in the Labor Market"**
Rindy C. Anderson, Casey Klofstad, William J. Mayew, Mohan Venkatachalam
2014 | PLoS ONE | DOI: 10.1371/journal.pone.0097506
Źródło

[88] **"Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance*"**
Robert M. Bowen, Shivaram Rajgopal, Mohan Venkatachalam
2008 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1506/car.25.2.3
Źródło

[89] **"Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility"**
Shiva Rajgopal, Mohan Venkatachalam
2010 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.06.001
Źródło

[90] **"Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?"**
Hemang Desai, Shivaram Rajgopal, Mohan Venkatachalam
2004 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr.2004.79.2.355
Źródło

[91] **"Value-relevance of banks' derivatives disclosures"**
Mohan Venkatachalam
1996 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/s0165-4101(96)00433-8
Źródło

[92] **"Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers"**
Yakov Amihud, Baruch Itamar Lev
1981 | The Bell Journal of Economics | DOI: 10.2307/3003575
Źródło

[93] **"The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D"**
Baruch Itamar Lev, Theodore Sougiannis
1996 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/0165-4101(95)00410-6
Źródło

[94] **"The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them"**

Baruch Itamar Lev, Paul A. Zarowin

1999 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.2307/2491413

Źródło

[95] **"Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests"**

Peter R. Demerjian, Baruch Itamar Lev, Sarah E. McVay

2011 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.1110.1487

Źródło

[96] **"Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors"**

Jap Efendi, Anup Srivastava, Edward P. Swanson

2007 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.05.009

Źródło

[97] **"Why have measures of earnings quality changed over time?"**

Anup Srivastava

2014 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/j.jacceco.2014.04.001

Źródło

[98] **"Should Intangible Investments Be Reported Separately or Commingled with Operating Expenses? New Evidence"**

Luminița Enache, Anup Srivastava

2017 | Management Science | DOI: 10.2139/ssrn.2715722

Źródło

[99] **"Improving the measures of real earnings management"**

Anup Srivastava

2019 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-019-09505-z

Źródło

[100] **"Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations"**

Oliver E. Williamson

1979 | The Journal of Law and Economics | DOI: 10.1086/466942

Źródło

[101] **"Markets and Hierarchies"**

Oliver E. Williamson

1975 | Free Press eBooks

Źródło

[102] **"The economic institutions of capitalism firms, markets, relational contracting"**

Oliver E. Williamson

1985

Źródło

[103] **"Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives"**

Oliver E. Williamson

1991 | Administrative Science Quarterly | DOI: 10.2307/2393356

Źródło

[104] **"Innovative Efficiency and Stock Returns"**

David Hirshleifer, Po-Hsuan Hsu, Dongmei Li

2011 | DOI: 10.2139/ssrn.1799675

Źródło

[105] **"Innovative Originality, Profitability, and Stock Returns"**

David Hirshleifer, Po-Hsuan Hsu, Dongmei Li

2017 | DOI: 10.3386/w23432

Źródło

[106] **"Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather"**

David Hirshleifer, Tyler Shumway

2001 | DOI: 10.2139/ssrn.265674

Źródło

[107] **"Do Trade Creditors Possess Private Information? Stock Returns Evidence"**

David Hirshleifer, Yifan Li, Ben Lourie, Thomas Ruchti

2019 | DOI: 10.3386/w25553

Źródło

[108] "Financial development and innovation: Cross-country evidence"

Po-Hsuan Hsu, Xuan Tian, Xu Yan

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.12.002

Źródło

[109] "Be nice to your innovators: Employee treatment and corporate innovation performance"

Chen Chen, Yangyang Chen, Po-Hsuan Hsu, Edward J. Podolski

2014 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2016.06.001

Źródło

[110] "Liquidity Risk and Expected Stock Returns"

Ľuboš Pástor, Robert F. Stambaugh

2003 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/374184

Źródło

[111] "Political uncertainty and risk premia"

Ľuboš Pástor, Pietro Veronesi

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.08.007

Źródło

[112] "Dissecting green returns"

Ľuboš Pástor, Robert F. Stambaugh, Lucian A. Taylor

2022 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2022.07.007

Źródło

[113] "The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market"

Bryan Kelly, Ľuboš Pástor, Pietro Veronesi

2016 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12406

Źródło

[114] "Expected stock returns and volatility"

Kenneth R. French, G. William Schwert, Robert F. Stambaugh

1987 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(87)90026-2

Źródło

[115] "The short of it: Investor sentiment and anomalies"

Robert F. Stambaugh, Jianfeng Yu, Yu Yuan

2011 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.12.001

Źródło

[116] "Predicting returns in the stock and bond markets"

Donald B. Keim, Robert F. Stambaugh

1986 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(86)90070-x

Źródło

[117] "Intangible capital and the investment-q relation"

Ryan H. Peters, Lucian A. Taylor

2016 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2016.03.011

Źródło

[118] "Why Are CEOs Rarely Fired? Evidence from Structural Estimation"

Lucian A. Taylor

2010 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2010.01610.x

Źródło

[119] "Do Funds Make More When They Trade More?"

Ľuboš Pástor, Robert F. Stambaugh, Lucian A. Taylor

2014 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12509

Źródło

[120] "Extra-Financial Risk Factors and the Cost of Debt"

Florian Berg

2016 | theses.fr (ABES) | DOI: 10.70675/f9c3643ez05a8z47d4zaf6dz47f341d4be5b

Źródło

[121] "The Value of Corporate Ballot Access"

Florian Berg, Bram van der Kroft, Juan Palacios, Roberto Rigobon B C, 郑思齐

2026 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.7608180

Źródło

[122] "Do Corporate Bond and Credit Default Swap Markets Value Environmental, Social or Corporate Governance Events?"

Florian Berg, Yannick Le Pen

2013 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.2222848

Źródło

[123] "Long-term capital management: Collapse of a Hedge Fund"

Florian Berg

2004 | Data Archiving and Networked Services (DANS)

Źródło

[124] "How Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility Increases Financial Risk"

Julian Koelbel, Timo Busch, Leonhardt M. Jancso

2017 | Strategic Management Journal | DOI: 10.1002/smj.2647

Źródło

[125] "Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact"

Julian Koelbel, Florian Heeb, Falko Paetzold, Timo Busch

2020 | Organization & Environment | DOI: 10.1177/1086026620919202

Źródło

[126] "Do Investors Care about Impact?"

Florian Heeb, Julian Koelbel, Falko Paetzold, Stefan Zeisberger

2022 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhac066

Źródło

[127] "On the Nature of Corporate Sustainability"

Johannes Meuer, Julian Koelbel, Volker H. Hoffmann

2019 | Organization & Environment | DOI: 10.1177/1086026619850180

Źródło

[128] "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements"

Kristin J. Forbes, Roberto Rigobon B C

2002 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00494

Źródło

[129] "Measuring The Reaction of Monetary Policy to the Stock Market"

Roberto Rigobon B C, Brian Sack

2003 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355303321675473

Źródło

[130] "Currency Choice and Exchange Rate Pass-Through"

Gita Gopinath, Oleg Itskhoki, Roberto Rigobon B C

2010 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.100.1.304

Źródło

[131] "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements"

Kristin J. Forbes, Roberto Rigobon B C

1999 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w7267

Źródło

[132] "Corporate Governance and Equity Prices"

Paul A. Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick

2003 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355303360535162

Źródło

[133] "The Venture Capital Revolution"

Paul A. Gompers, Josh Lerner

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

Źródło

[134] "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

[135] "Institutional Investors and Equity Prices"

Paul A. Gompers, Andrew Metrick

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

Źródło

[136] "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

[137] "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

[138] "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

[139] "The Economics of Private Equity Funds"

Andrew Metrick, Ayako Yasuda

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

Źródło

[140] "Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns"

Andrea Frazzini, Owen A Lamont

2008 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.07.001

Źródło

[141] "Leverage Aversion and Risk Parity"

Clifford S. Asness, Andrea Frazzini, Lasse Heje Pedersen

2012 | Financial Analysts Journal | DOI: 10.2469/faj.v68.n1.1

Źródło

[142] "Psychology and Economics: Evidence from the Field"

Stefano DellaVigna

2009 | Journal of Economic Literature | DOI: 10.1257/jel.47.2.315

Źródło

[143] "Investor Inattention and Friday Earnings Announcements"

Stefano DellaVigna, Joshua Matthew Pollet

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01447.x

Źródło

[144] "Contract Design and Self-Control: Theory and Evidence"

Stefano DellaVigna, Ulrike M. Malmendier

2004 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/0033553041382111

Źródło

[145] "Persuasion: Empirical Evidence"

Stefano DellaVigna, Matthew Aaron Gentzkow

2010 | Annual Review of Economics | DOI: 10.1146/annurev.economics.102308.124309

Źródło

[146] "How Does Size Affect Mutual Fund Behavior?"

Joshua Matthew Pollet, Mungo Ivor Wilson

2008 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01417.x

Źródło

[147] "Demographics and Industry Returns"

Stefano DellaVigna, Joshua Matthew Pollet

2007 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.97.5.1667

Źródło

[148] "Average correlation and stock market returns"

Joshua Matthew Pollet, Mungo Ivor Wilson

2010 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.02.011

Źródło

[149] "The Delisting Bias in CRSP Data"

Tyler Shumway

1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03818.x

Źródło

[150] "Expected Option Returns"

Joshua D. Coval, Tyler Shumway

2001 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00352

Źródło

[151] "The Delisting Bias in CRSP's Nasdaq Data and Its Implications for the Size Effect"

Tyler Shumway, Vincent August Warther

1999 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00192

Źródło

[152] "Sentiment During Recessions"

Diego García

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12027

Źródło

[153] "Journalists and the Stock Market"

Casey Dougal, Joseph Engelberg, Diego García, Christopher A. Parsons

2011 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhr133

Źródło

[154] "Geographic dispersion and stock returns"

Diego García, Øyvind Norli

2012 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2012.06.007

Źródło

[155] "Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns"

B. Espen Eckbo, Øyvind Norli

2004 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2004.02.002

Źródło

[156] "The Choice of Seasoned-Equity Selling Mechanism: Theory and Evidence"

B. Espen Eckbo, Øyvind Norli

2004 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.635649

Źródło

[157] "Differentiation between social groups: Studies in the social psychology of intergroup relations."

Henri Tajfel

1978

Źródło

[158] "Cognitive Aspects of Prejudice1"

Henri Tajfel

1969 | Journal of Social Issues | DOI: 10.1111/j.1540-4560.1969.tb00620.x

Źródło

[159] "Self and Collective: Cognition and Social Context"

John C. Turner, Penélope J. Oakes, S. Alexander Haslam, Craig McGarty

1994 | Personality and Social Psychology Bulletin | DOI: 10.1177/0146167294205002

Źródło

[160] "The significance of the social identity concept for social psychology with reference to individualism, interactionism and social influence"

John C. Turner, Penélope J. Oakes

1986 | British Journal of Social Psychology | DOI: 10.1111/j.2044-8309.1986.tb00732.x

Źródło

[161] "Towards a cognitive redefinition of the social group."

John C. Turner

1981 | Cahiers De Psychologie Cognitive-current Psychology of Cognition

Źródło

[162] "COVID-19 Pandemic and Stock Market Response: A Culture Effect"

Adrián Fernández-Pérez, Aaron B. Gilbert, Ivan Indriawan, Nhut H. Nguyen

2020 | Journal of Behavioral and Experimental Finance | DOI: 10.1016/j.jbef.2020.100454

Źródło

[163] "Music Sentiment and Stock Returns Around the World"

Alex Edmans, Adrián Fernández-Pérez, Alexandre Garel, Ivan Indriawan

2021 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.08.014

Źródło

[164] "Commodities as Lotteries: Skewness and the Returns of Commodity Futures"

Adrián Fernández-Pérez, Bart Frijns, Ana-María Fuertes, Joëlle Miffre

2015 | Journal of Banking & Finance | DOI: 10.1016/j.jbankfin.2017.06.015

Źródło

[165] "When no news is good news – The decrease in investor fear after the FOMC announcement"

Adrián Fernández-Pérez, Bart Frijns, Alireza Tourani-Rad

2016 | Journal of Empirical Finance | DOI: 10.1016/j.jempfin.2016.07.013

Źródło

[166] "Do investors care about biodiversity?"

Alexandre Garel, Arthur Romec, Zacharias Sautner, Alexander F. Wagner

2024 | European Finance Review | DOI: 10.1093/rof/rfae010

Źródło

[167] **"Investor Rewards to Environmental Responsibility in the COVID-19 Crisis"**

Alexandre Garel, Arthur Petit-Romec

2020 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.3620109

Źródło

[168] **"Institutional investor distraction and earnings management"**

Alexandre Garel, José M. Martín-Flores, Arthur Petit-Romec, Ayesha Scott

2020 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101801

Źródło

[169] **"Political crises and the stock market integration of emerging markets"**

Bart Frijns, Alireza Tourani-Rad, Ivan Indriawan

2011 | Journal of Banking & Finance | DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.05.007

Źródło

[170] **"Macroeconomic news announcements and price discovery: Evidence from Canadian–U.S. cross-listed firms"**

Bart Frijns, Ivan Indriawan, Alireza Tourani-Rad

2014 | Journal of Empirical Finance | DOI: 10.1016/j.jempfin.2014.05.001

Źródło

[171] **"Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns"**

Michael J. Cooper, Huseyin Gulen, Michael J. Schill

2008 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01370.x

Źródło

[172] **"Market States and Momentum"**

Michael J. Cooper, Roberto C. Gutierrez, Allaudeen Hameed

2004 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2004.00665.x

Źródło

[173] **"Corporate Political Contributions and Stock Returns"**

Michael J. Cooper, Huseyin Gulen, Alexei V. Ovtchinnikov

2008 | The Journal of Finance | DOI: 10.2139/ssrn.940790

Źródło

[174] "Evidence of predictability in the cross-section of bank stock returns"

Michael J. Cooper, William E. Jackson, Gary A. Patterson

2003 | Journal of Banking & Finance | DOI: 10.1016/s0378-4266(01)00263-1

Źródło

[175] "Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis"

Jay Dahya, Orlin Dimitrov, John J. McConnell

2007 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.10.005

Źródło

[176] "Does Board Independence Matter in Companies with a Controlling Shareholder?"

Jay Dahya, Orlin Dimitrov, John J. McConnell

2009 | Journal of applied corporate finance | DOI: 10.1111/j.1745-6622.2009.00217.x

Źródło

[177] "Sarbanes-Oxley, governance, performance, and valuation"

Nilanjan Basu, Orlin Dimitrov

2010 | Journal of Financial Regulation and Compliance | DOI: 10.1108/13581981011019615

Źródło

[178] "Dominant Shareholders and Allied Directors: A Simple Model and Evidence from 22 Countries"

Jay Dahya, Orlin Dimitrov, John J. McConnell

2005 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.805544

Źródło

[179] "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms"

P. Raghavendra Rau

1998 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(98)00023-3

Źródło

[180] "What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior"

Gennaro Bernile, Vineet Bhagwat, P. Raghavendra Rau

2017 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12432

Źródło

[181] "Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong☆"

Yan-Leung Cheung, P. Raghavendra Rau, Aris Stouraitis

2006 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.08.012

Źródło

[182] "A survey on ESG: investors, institutions and firms"

P. Raghavendra Rau, Ting Yu

2023 | China Finance Review International | DOI: 10.1108/cfri-12-2022-0260

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[183] "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

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

Alex Edmans

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

Źródło

[185] "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

[186] "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

[187] "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

[188] **"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

[189] **"The end of ESG"**

Alex Edmans

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

Źródło

[190] **"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

[191] **"Blockholders and Corporate Governance"**

Alex Edmans

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

Źródło

[192] **"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: 7ae4cf04-a62f-4c42-a534-d38cec85854d