Mądrość i szaleństwo rynków: między mechanizmami wyceny a iluzją sukcesu w świetle książki The Madness of Markets

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Tekst analizuje rynek finansowy jako system koordynacji, który mimo swojej potęgi jest podatny na zbiorowe złudzenia. Autor przeciwstawia neoklasyczną wizję efektywności cenowej perspektywie psychologii poznawczej i neuroekonomii. Wskazuje, że ceny nie są obiektywnym zapisem prawdy, lecz wypadkową oczekiwań i emocji uczestników. Kluczowym elementem jest analiza błędów poznawczych, takich jak efekt dyspozycji czy zakotwiczenie, które sprawiają, że inwestorzy często działają irracjonalnie, kierując się potrzebą ochrony własne ego lub reakcjami biologicznymi. Artykuł zachęca do krytycznego spojrzenia na rynkową wycenę i zrozumienia ograniczeń ludzkiego umysłu w procesie podejmowania decyzji finansowych.

The text analyzes the financial market as a coordination system that, despite its power, is prone to collective illusions. The author opposes the neoclassical vision of price efficiency with the perspective of cognitive psychology and neuroeconomics. It indicates that prices are not an objective record of truth, but rather the result of participants' expectations and emotions. A key element is the analysis of cognitive biases, such as the disposition effect or anchoring, which cause investors to often act irrationally, driven by the need to protect their own ego or biological reactions. The article encourages a critical look at market valuation and an understanding of the limitations of the human mind in the process of making financial decisions.

Artykuł stanowi krytyczną analizę rynku finansowego nie jako nieomylnego mechanizmu wyceny, lecz jako instytucji zbiorowego poznania, która jest systemowo podatna na błędy poznawcze i synchronizowane złudzenia. Autor stawia tezę, że bezkrytyczna wiara w „mądrość cen” oraz automatyczne przypisywanie kompetencji

osobom zamożnym prowadzi do niebezpiecznego zatarcia różnicy między rzeczywistym tworzeniem wartości a przypadkowym sukcesem spekulacyjnym lub rentą z przywilejów. Tekst dekonstruuje mit „finansowego arystokraty przypadku” – osoby, która myli szczęśliwy traf w trendzie rynkowym z osobistym geniuszem strategicznym, i wskazuje na społeczne koszty takiej iluzji. Głównym postulatem jest przejście od naiwnego zaufania do wyników finansowych ku kulturze intelektualnej pokory oraz budowie dojrzałych instytucji państwowych. Mają one za zadanie chronić obywateli przed asymetrią informacji i zapewniać, by status materialny nie był tożsamy z autorytetem merytorycznym, a sukces gospodarczy wynikał z realnej przedsiębiorczości, a nie z umiejętnego zawłaszczania rent strukturalnych.

SŁOWA KLUCZOWE

mechanizmy wyceny | iluzja sukcesu | finanse behawioralne | błędy poznawcze | efekt dyspozycji | kaskady informacyjne | arbitraż rynkowy | asymetria informacji | kapitał niematerialny | rynek adaptacyjny | misselling | kreacja wartości | zawłaszczanie renty | refleksyjność George'a Sorosa | paradoks efektywności informacyjnej

Rynek jako system koordynacji podatny na zbiorowe złudzenia

O cenie, złudzeniu, zbiorowej inteligencji i odpowiedzialności za gospodarkę. Tekst stanowi omówienie artykułu "Szalony rynek mądrych inwestorów", będące zaproszeniem do debaty społecznej organizowanej przez Fundację Dobre Państwo.

Rynek finansowy to jedna z najbardziej niezwykłych instytucji, jakie stworzył człowiek. Każdego dnia miliony uczestników – różniących się kompetencjami, celami, emocjami i wizją przyszłości – podejmują decyzje, których zbiorowym efektem są ceny papierów wartościowych. Z perspektywy ekonomii neoklasycznej mechanizm ten jawi się jako imponujące osiągnięcie rozproszonej koordynacji: nikt nie musi ogarniać całej gospodarki, by system cenowy skutecznie kierował kapitał tam, gdzie jest on potrzebny.

Psychologia poznawcza rzuca jednak na tę sytuację inne światło. Każdy z uczestników rynku pozostaje istotą o ograniczonej pamięci i selektywnej uwadze, podatną na emocje i skłonną do upraszczania złożonych problemów. Niepewność nie znika magicznie tylko dlatego, że zgromadzono wiele jednostkowych ocen. Co więcej, gdy inwestorzy zaczynają się naśladować, czerpią z tych samych źródeł i reagują na te same bodźce, ich błędy mogą ulec synchronizacji. W efekcie rynek zdolny do błyskawicznego przetwarzania ogromnych ilości danych może jednocześnie wykazywać zbiorową podatność na złudzenia – takie, których pojedynczy uczestnik nie utrzymałby bez wzajemnego utwierdzania się w przekonaniach.

Nie jest to argument za odrzuceniem rynku, lecz wezwanie do zrozumienia jego rzeczywistych właściwości: zarówno potężnej zdolności koordynacji, jak i nieusuwalnych ograniczeń poznawczych. Pierwsze przesunięcie perspektywy dotyczy samej ceny, którą współczesna cywilizacja gospodarcza przyzwyczaiła się traktować jak syntetyczny zapis wiedzy. Kurs akcji jest jednak ceną transakcyjną, a nie urzędowym świadectwem prawdy o przedsiębiorstwie.

Odzwierciedla on oczekiwania dotyczące przyszłych przepływów pieniężnych, wysokości stóp procentowych, premii za ryzyko czy warunków płynności oraz preferencji inwestorów i alternatywnych możliwości. Właśnie dlatego dwie identyczne informacje o wynikach spółki mogą wywołać skrajnie odmienne reakcje, zależnie od tego, jakie oczekiwania rynek miał wcześniej.

Cena i decyzja jako wypadkowa błędów poznawczych oraz biologii

Dla ekonomisty badającego efektywność informacyjną ceny są fascynującym mechanizmem agregacji rozproszonych danych; dla psychologa to produkt procesów interpretacyjnych, obciążonych heurystykami i błędami. Sanford Grossman i Joseph Stiglitz wykazali w 1980 roku paradoks doskonałej efektywności informacyjnej: gdyby ceny zawsze w pełni odzwierciedlały wszystkie kosztowne do pozyskania informacje, uczestnikom rynku zabrakłoby bodźców, by ponosić koszty ich zdobywania. Robert Shiller, analizując zmienność cen akcji w relacji do przyszłych dywidend, zakwestionował z kolei prostotę modelu, w którym notowania są wyłącznie racjonalnym odzwierciedleniem późniejszych wypłat. Obie perspektywy prowadzą do wspólnej refleksji: cena może być użytecznym źródłem wiedzy, lecz jej powstawanie nie zwalnia człowieka z samodzielnego rozumowania, a dokładność rynkowej wyceny pozostaje własnością stopniowalną, zależną od warunków instytucjonalnych i informacyjnych. Drugie przesunięcie wiedzie zatem od ceny ku człowiekowi, którego teoria ekonomiczna przez długi czas przedstawiała przede wszystkim jako podmiot kalkulujący, porównujący alternatywy i maksymalizujący użyteczność.

Dorobek Daniela Kahnemana, Amosa Tversky'ego, Richarda Thalera i wielu późniejszych badaczy ukazał jednak, że ocena ryzyka zależy od sposobu prezentacji problemu, osobistego punktu odniesienia oraz emocjonalnego znaczenia możliwych zysków i strat. Człowiek może rozumieć rachunek prawdopodobieństwa, a jednocześnie wybierać rozwiązanie, które pozwoli mu uniknąć natychmiastowego poczucia porażki. Może sprzedawać rosnące akcje, by poczuć satysfakcję z zrealizowanego zysku, i trzymać walory tracące na wartości, aby odroczyć psychologiczny koszt uznania błędu. Może dostrzegać głównie informacje potwierdzające własną hipotezę, bo obrona wcześniejszej decyzji staje się w istocie obroną osobistej kompetencji. Potrafi również uznać niski nominalny kurs akcji za oznakę „taniości", choć bez znajomości liczby wyemitowanych papierów i wartości przedsiębiorstwa takie porównanie nie ma ekonomicznego sensu.

Efekt dyspozycji, zakotwiczenie, błąd potwierdzenia, nadmierna pewność siebie czy rachunkowość mentalna to nie tylko kolekcja poznawczych osobliwości. Tworzą one obraz umysłu, który nieustannie negocjuje między potrzebą prawidłowego rozpoznania rzeczywistości a potrzebą zachowania spójnego, korzystnego obrazu samego siebie. Perspektywa neuroekonomiczna i biologiczna dodatkowo komplikuje tę rekonstrukcję. Decyzja inwestycyjna nie zapada w próżni; pobudzenie organizmu, zmęczenie, reakcje stresowe i fizjologiczne mechanizmy przetwarzania nagrody realnie wpływają na ocenę niepewności. Badania nad rolą kortyzolu, testosteronu, deprywacji snu i procesów afektywnych pokazały, że stan biologiczny jest jedną ze zmiennych współkształtujących zachowanie decydenta. Nie oznacza to jednak, że pojedynczy hormon determinuje konkretny wybór inwestycyjny albo że z tonu głosu czy geometrii twarzy można niezawodnie odczytać uczciwość członka zarządu.

Biologia wyjaśnia mechanizmy i warunki podejmowania decyzji, ale nie znosi znaczenia doświadczenia, uczenia się, instytucji, norm społecznych czy świadomej kontroli. Właśnie tutaj spotykają się nauki przyrodnicze i społeczne: człowiek jest organizmem biologicznym, podmiotem poznawczym i uczestnikiem systemu normatywnego, a jego decyzje finansowe są wynikiem oddziaływania wszystkich tych wymiarów. Próba sprowadzenia zachowań rynkowych wyłącznie do hormonów byłaby równie redukcjonistyczna, co przekonanie, że inwestor decyduje bez udziału emocji.

Trzecie przesunięcie prowadzi od psychologii jednostki do psychologii zbiorowości. Mechanizmy stadne nie muszą wynikać z braku inteligencji; często rodzą się z racjonalnej obserwacji działań innych. Jeśli inwestor widzi gwałtowny wzrost ceny, może założyć, że kupujący dysponują informacjami, których on sam nie posiada. Gdy podobny wniosek wyciąga wielu obserwatorów, wzrost notowań zaczyna stanowić pozorne potwierdzenie własnej zasadności. Cena przestaje być tylko konsekwencją przekonań i staje się ich przyczyną. Teoria kaskad informacyjnych, ekonomia

społecznego uczenia się i koncepcja refleksyjności George'a Sorosa opisują ten proces jako sprzężenie zwrotne między interpretacją rzeczywistości a rzeczywistością kształtowaną przez podjęte decyzje.

Mechanizmy utrwalania błędnych wycen i ryzyko arbitrażu

Przedsiębiorstwo może rzeczywiście pozyskać kapitał dzięki wysokiej wycenie, zwiększyć inwestycje i w pewnym stopniu urzeczywistnić wcześniejszy optymizm rynku. Może też wykorzystać chwilową modę do sfinansowania projektów, których rentowność wcale nie uzasadnia skali nakładów. Mechanizm samopotwierdzania oczekiwań nie jest więc zawsze iluzją bez znaczenia; bywa procesem, w którym początkowo błędne przekonania zmieniają warunki gospodarcze i na pewien czas kreują fakty częściowo zgodne z własną treścią.

Historia kapitalizmu obfituje w powracające formy tego zjawiska. Spekulacje wokół spółek handlowych w XVIII wieku, gwałtowne wzrosty i krach lat dwudziestych XX wieku, bańka internetowa przełomu tysiącleci, kryzys 2007-2009 czy późniejsze epizody z aktywami cyfrowymi i akcjami memowymi różniły się technologią, regulacjami i przedmiotem obrotu. Powtarzała się jednak podatność uczestników rynku na ekstrapolowanie niedawnych sukcesów, lekceważenie rzadkich zdarzeń o wysokich kosztach i traktowanie powszechności danego przekonania jako dowodu na jego prawdziwość. John Maynard Keynes, opisując rynek za pomocą metafory konkursu piękności, zauważył, że inwestor nie zawsze stara się rozpoznać realną wartość aktywa. Częściej próbuje przewidzieć, co inni uznają za wartościowe, wiedząc, że oni robią dokładnie to samo. W takim układzie nie wystarczy mieć rację co do podstaw ekonomicznych; wynik zależy od tego, kiedy rynek tę rację podzieli. Powstaje rozbieżność między trafnością analizy a możliwością jej monetyzacji, co uderza szczególnie w podmioty pod presją płynności i krótkoterminowych wyników. Czwarte przesunięcie dotyczy granic korekty — jednego z głównych punktów sporu między klasyczną a behawioralną teorią finansów.

W idealizowanym modelu racjonalni arbitrażyści powinni wykorzystywać błędne wyceny, przywracając ceny do poziomu ekonomicznego. Prawo jednej ceny opiera się na intuicji, że identyczne roszczenia majątkowe nie mogą długo utrzymywać się na różnych poziomach wyceny, o ile handel nimi jest swobodny. Rzeczywisty arbitraż rzadko bywa jednak wolny od ryzyka. Wymaga kapitału, finansowania i odporności na okres, w którym błędna wycena może się jeszcze pogłębić. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence Summers i Robert Waldmann w badaniach nad inwestorami kierującymi się szumem pokazali, że irracjonalne przekonania tłumu stanowią

dodatkowe ryzyko dla racjonalnych graczy. Fundusz z poprawnym modelem analizy może ponieść przejściowe straty, stracić zaufanie klientów i zostać zmuszony do zamknięcia pozycji, zanim nastąpi oczekiwana korekta.

Wpływ błędów wyceny na realną gospodarkę i zasoby

Wynika stąd, że posiadanie lepszej wiedzy nie jest tożsame z dysponowaniem instytucjonalnymi możliwościami jej wykorzystania. Rynek może pozostawać nieefektywny dłużej, niż dany podmiot jest w stanie finansować swoją strategię, a krótkookresowa siła przekonania zbiorowego może przewyższać siłę indywidualnej argumentacji.

Piąte przesunięcie prowadzi poza giełdę – ku przedsiębiorstwu, pracownikowi i społeczeństwu. W powszechnym mniemaniu spekulacyjna bańka to przede wszystkim transfer bogactwa między inwestorami: jedni sprzedali aktywa w szczycie, inni ponieśli straty po krachu. Takie ujęcie pomija jednak wpływ rynku kapitałowego na alokację realnych zasobów. Jeśli wycena spółki determinuje dostęp do finansowania, koszt kapitału, możliwość przejmowania konkurentów czy ocenę zarządu, to błędna cena generuje rzeczywiste konsekwencje inwestycyjne. Kierownictwo może mylnie odczytywać giełdowy entuzjazm jako dowód na istnienie niezaspokojonego popytu na produkty albo świadomie dostosowywać decyzje do preferencji inwestorów, nawet gdy uderza to w długoterminowy interes firmy.

W pierwszym przypadku szum zostaje uznany za wiedzę, w drugim – za bodziec do oportunizmu. Oba kanały prowadzą do tego samego problemu: błędy wyceny kształtują strukturę zatrudnienia, rozmieszczenie inwestycji, kierunki innowacji i sposób wykorzystania ograniczonych zasobów. Konsekwencje nie muszą być wyłącznie negatywne – przejściowy optymizm potrafi sfinansować przedsięwzięcia, które w normalnych warunkach nie uzyskałyby kapitału. Pojawia się jednak pytanie o społeczne koszty nieudanych inwestycji, zależność produkcji od spekulacyjnych nastrojów oraz zdolność instytucji do hamowania nadmiernych cykli ekspansji i załamania.

Szóste przesunięcie dotyczy tego, co rynek widzi, a co wymyka się jego najprostszym miernikom. Tradycyjna rachunkowość sprawnie opisuje materialny majątek, lecz gubi się przy ekonomicznej wartości wiedzy, reputacji, kultury organizacyjnej, relacji z pracownikami, zaufaniu klientów czy zdolnościach innowacyjnych. Aktywa niematerialne nie są jednak zasobami mistycznymi, których wartość można dowolnie deklarować – muszą one realnie wpływać na przyszłą produktywność, jakość produktów, trwałość relacji gospodarczych, marże lub ryzyko.

Badania Alexa Edmansa nad satysfakcją pracowników, Davida Hirshleifera i współautorów nad efektywnością innowacji oraz Barucha Leva i Anupa Srivastavy nad ograniczeniami tradycyjnych wskaźników pokazują, że sprawozdania mogą niepełnie oddawać rzeczywiste bogactwo przedsiębiorstwa. Jednocześnie inwestorzy często wpadają w odwrotny błąd: przypisują zawrotną wartość każdemu projektowi deklarującemu udział w rewolucji technologicznej. W gospodarce opartej na wiedzy kluczowa staje się więc umiejętność odróżnienia rzeczywistego kapitału niematerialnego od marketingowej opowieści o jego posiadaniu.

Siódme przesunięcie dotyczy informacji ukrytej w rzeczach publicznie widocznych. Wypłaty dywidend, transakcje menedżerskie, zmiany języka sprawozdań, sposób prowadzenia konferencji wynikowych, lokalizacje walnych zgromadzeń czy struktura powiązań między dostawcami a klientami mogą nieść sygnały o kondycji firmy, których rynek nie interpretuje natychmiast. Sam fakt ich występowania nie pozwala jednak na automatyczne oceny. Dywidenda to nie darmowy przyrost majątku, lecz przekazanie akcjonariuszowi części wartości spółki. Sprzedaż akcji przez menedżera może wynikać z potrzeby płynności, choć odejście od utrwalonego wzorca transakcyjnego bywa sygnałem ostrzegawczym.

Rozbudowany raport finansowy może świadczyć zarówno o złożoności działalności, jak i o chęci zamaskowania niekorzystnych informacji. Z tych analiz wyłania się wspólna zasada: informacja nie jest własnością odizolowanego zdarzenia, lecz rezultatem porównania zdarzenia z kontekstem, historią i uzasadnionymi oczekiwaniami. Zaawansowana analiza nie polega na mnożeniu podejrzanych sygnałów, lecz na rozpoznawaniu tych, które faktycznie zmieniają ocenę przyszłych przepływów pieniężnych lub ryzyka.

Ósme przesunięcie prowadzi od wiedzy eksperckiej do władzy technologicznej. Współczesna analiza finansowa coraz częściej opiera się na systemach przetwarzających ogromne zbiory danych, tekstów i cyfrowych śladów ludzkiej aktywności. Sztuczna inteligencja potrafi wykrywać zmiany w sprawozdaniach, rekonstruować relacje między firmami czy rozpoznawać wzorce niewidoczne dla człowieka.

Nie oznacza to jednak pokonania błędów poznawczych. Algorytm jest projektowany przez ludzi, uczony na danych historycznych i oceniany według przyjętych kryteriów. Może więc powielać błędy selekcji, mylić współzależność z przyczynowością lub tworzyć pozorne prawidłowości przez nadmierne dopasowanie do przeszłości (overfitting). Jeśli większość uczestników rynku korzysta z podobnych modeli, pojawia się ryzyko synchronizacji decyzji: narzędzia mające dawać indywidualną przewagę mogą paradoksalnie zwiększać zbiorową jednolitość zachowań. Problem AI na rynku kapitałowym nie sprowadza się więc do skuteczności przewidywania kursów. Dotyczy on

koncentracji infrastruktury informacyjnej, nierówności w dostępie do narzędzi, transparentności modeli oraz odporności systemu na wspólne błędy automatycznych decyzji.

Dziewiąte przesunięcie ma charakter aksjologiczny.

Od wiary w ceny do zaufania procedurom poznawczym

Rynek kapitałowy nie funkcjonuje w próżni, lecz jest instytucją kształtowaną przez prawo, która chroni określone uprawnienia i rozdziela szanse gospodarcze. Działa on w ramach porządku normatywnego, a warunkami jego istnienia są: własność, swoboda umów, rzetelność informacji, odpowiedzialność organów przedsiębiorstwa oraz egzekwowalność zobowiązań.

Jednocześnie uczestnicy rynku mają różny dostęp do kapitału, edukacji, danych i technologii. Oznacza to, że formalna równość prawa do zawarcia transakcji nie przekłada się automatycznie na faktyczną zdolność oceny ryzyka. Społeczna dyskusja nad finansami nie powinna zatem sprowadzać się do jałowego przeciwstawiania wolnego rynku państwowej regulacji. Znacznie bardziej produktywne jest rozpoznawanie, jakie instytucje umożliwiają konkurencję bez premiowania oszustwa, zapewniają zrozumiałość informacji (bez tworzenia pozorów całkowitego bezpieczeństwa) i chronią słabszych uczestników, nie odbierając im przy tym samodzielności. W tym kontekście kluczowe stają się edukacja finansowa, przejrzyste ujawnianie kosztów produktów, odpowiedzialność pośredników, właściwe standardy zarządzania ryzykiem oraz dostępność procedur dochodzenia roszczeń. Ich celem nie powinno być jednak całkowite uwolnienie obywatela od konsekwencji jego decyzji – ryzyko jest bowiem nieusuwalnym składnikiem gospodarki – lecz stworzenie warunków, w których świadomy wybór staje się realną możliwością, a nie przywilejem nielicznych.

Dziesiąte przesunięcie prowadzi od zaufania do cen ku zaufaniu do procedur poznawczych. Dorobek finansów behawioralnych jasno pokazuje, że inwestor nie może polegać wyłącznie na spontanicznej sile własnego przekonania. Racjonalność praktyczna wymaga mechanizmów korygowania błędów: oddzielenia hipotezy od dowodu, określenia przesłanek zmiany stanowiska, porównywania alternatywnych wyjaśnień i uwzględniania kosztów rzeczywistego wykonania strategii. Najważniejsze procedury obronne nie są technikami eliminowania emocji – człowiek pozbawiony zdolności oceny znaczenia zdarzeń nie staje się bowiem automatycznie lepszym decydentem. Ich funkcją jest ograniczanie sytuacji, w których chwilowy stan psychiczny, presja grupowa lub atrakcyjna narracja przejmują kontrolę nad długoterminowym procesem decyzyjnym. Rozdzielenie decyzji strategicznej od doraźnej reakcji, utrzymywanie dywersyfikacji, określanie skali strat, dokumentowanie uzasadnienia transakcji i okresowa weryfikacja założeń to przykłady

instytucjonalizowania samokontroli. W szerszym znaczeniu podobne zasady obowiązują także w administracji publicznej, przedsiębiorstwach i organizacjach społecznych.

Każdy system podejmowania decyzji, w którym uczestnicy nie potrafią podważać własnych przekonań, staje się podatny na samopotwierdzające się błędy. Współczesna teoria rynków adaptacyjnych Andrew Lo pozwala uporządkować te rozważania bez konieczności rozstrzygania sporu między rynkiem doskonale racjonalnym a nieuchronnie irracjonalnym. W ujęciu ewolucyjnym zachowania uczestników zmieniają się wraz z konkurencją, strukturą instytucjonalną, technologią i doświadczeniem. Strategie skuteczne w jednym okresie mogą tracić na znaczeniu w innym, gdy inni gracze nauczą się je rozpoznawać i wykorzystywać; anomalie mogą zanikać, powracać lub zmieniać postać.

Efektywność rynku nie jest zatem cechą stałą ani identyczną we wszystkich segmentach gospodarki. Zależy od warunków, w jakich ludzie i instytucje przetwarzają informacje oraz podejmują ryzyko. Taki punkt widzenia studzi nadmierny optymizm wobec spontanicznej samoregulacji, ale chroni też przed pokusą uznania każdego odchylenia od modelu za dowód nieuchronnej porażki rynku. Pozwala natomiast badać warunki, w których koordynacja działa skutecznie, oraz te, w których struktura bodźców wzmacnia błędy, niestabilność i społeczne koszty spekulacji. Właśnie tutaj analiza rynku finansowego staje się przedmiotem istotnej refleksji obywatelskiej, którą podejmuje Fundacja Dobre Państwo. Rozumienie mechanizmów rynkowych nie jest bowiem wyłącznie domeną zawodowych inwestorów czy ekonomistów.

Wpływa ono na ocenę bezpieczeństwa oszczędności emerytalnych, funkcjonowania banków, finansowania przedsiębiorstw, skutków regulacji oraz sposobu gospodarowania wspólnymi zasobami. Społeczeństwo, które nie rozpoznaje ograniczeń rynkowej wyceny, może równie łatwo uwierzyć w nieomylność mechanizmów cenowych, co popaść w przekonanie, że wszelkie niepowodzenia wynikają z celowego działania ukrytych grup interesu. Obie postawy zastępują badanie rzeczywistości uproszczonym obrazem świata. Dojrzała debata obywatelska wymaga wyjścia poza ten dychotomiczny wybór. Powinna przyjmować, że zdecentralizowany rynek dostarcza cennych informacji i tworzy możliwości rozwoju, ale jednocześnie uznawać omylność jego uczestników oraz fakt, że państwo i regulatorzy podlegają analogicznym ograniczeniom poznawczym. Właściwym przedmiotem dyskusji nie jest więc pytanie, czy rynek jest mądry, czy szalony, lecz analiza jakości instytucji, które pozwalają ludzkiej wiedzy przekształcać się w decyzje gospodarcze. Rynek potrzebuje informacji, lecz informacja wymaga krytycznej interpretacji. Potrzebuje swobody podejmowania ryzyka, ale ryzyko musi być powiązane z odpowiedzialnością za jego konsekwencje.

Potrzebuje innowacji, lecz innowacyjność nie może być utożsamiana z atrakcyjnością technologicznej narracji. Potrzebuje kapitału, lecz jego alokacja powinna uwzględniać różnicę między krótkotrwałym wzrostem wyceny a długookresowym tworzeniem wartości.

Budowa instytucji zdolnych do uczenia się na błędach

Rynek potrzebuje konkurencji, ale ta z kolei wymaga instytucji, które skutecznie przeciwdziałają oszustwom, nadużyciom informacyjnym i nieuczciwemu wykorzystywaniu przewagi. Wreszcie potrzebuje zaufania, które nie może oznaczać rezygnacji ze sceptycyzmu. Zaufanie społecznie użyteczne rodzi się bowiem z przejrzystości reguł, możliwości weryfikacji i gotowości do naprawiania błędów, a nie z bezkrytycznej wiary w nieomylność ekspertów, regulatorów, algorytmów czy zbiorowych nastrojów. Fundacja Dobre Państwo, rozwijając przestrzeń obywatelskiej analizy i refleksji nad jakością instytucji, może traktować problematykę rynku finansowego jako szczególny przypadek znacznie szerszego zagadnienia ustrojowego: relacji między wiedzą, władzą, odpowiedzialnością a dobrem wspólnym.

W gospodarczej rzeczywistości decyzje podejmowane na podstawie ograniczonych informacji nieustannie oddziałują na życie ludzi, którzy nie mieli wpływu na ich formułowanie. Dlatego społeczna kontrola jakości instytucji nie może ograniczać się do oceny deklarowanych intencji. Powinna uwzględniać przewidywalność reguł, identyfikowalność odpowiedzialności, możliwość korekty decyzji oraz rozpoznanie kosztów przerzucanych na podmioty trzecie. Taka perspektywa nie prowadzi do negowania przedsiębiorczości, własności prywatnej ani swobody inwestowania. Przeciwnie – pozwala określić warunki, w których instytucje rynku służą trwałemu rozwojowi, a nie tylko krótkotrwałemu powiększaniu wartości nominalnych.

Intelektualnym rezultatem rozważań autora pozostaje zatem odrzucenie dwóch symetrycznych złudzeń. Pierwsze głosi, że wielość uczestników rynku automatycznie gwarantuje mądrość ich zbiorowych decyzji. Drugie utrzymuje, że odkrycie błędów poznawczych pozwala jednostce wynieść się ponad zbiorowość i uzyskać trwałą przewagę dzięki samemu rozpoznaniu irracjonalności innych. Tymczasem znajomość efektu dyspozycji nie chroni przed nim automatycznie, podobnie jak wiedza o bańkach spekulacyjnych nie pozwala bezbłędnie wskazywać ich szczytów. Im więcej człowiek wie o własnej podatności na złudzenia, tym ostrożniej powinien traktować przekonanie o swojej wyjątkowej odporności na nie. W tej postawie zawiera się zasadniczy sens naukowej pokory: świadomość ograniczeń poznania nie oznacza rezygnacji z poszukiwania prawdy, lecz stanowi warunek prowadzenia go w sposób metodyczny, krytyczny i odpowiedzialny.

Do społecznej dyskusji pozostaje więc koncepcja rynku jako instytucji zbiorowego poznania, której jakość zależy nie tylko od liczby uczestników i sprawności technologii, ale również od kultury intelektualnej, struktury bodźców i standardów odpowiedzialności. Rynek nie zastępuje etyki, podobnie jak etyka nie zastępuje rachunku ekonomicznego. Prawo nie eliminuje ryzyka, a wiedza nie usuwa niepewności. Odpowiedzialna wspólnota może jednak tworzyć warunki, w których błędy są łatwiejsze do rozpoznania, ich konsekwencje mniej dotkliwe, a mechanizmy korekty bardziej dostępne. Z perspektywy projektu Dobrego Państwa najważniejsza staje się zatem nie obietnica gospodarki wolnej od pomyłek, lecz budowa instytucji zdolnych do uczenia się na własnych błędach.

Iluzja mądrości finansowego arystokraty przypadku

Człowiek, który stworzył rynek, pozostaje jego najsilniejszym zasobem i najważniejszym ograniczeniem. Od jakości ludzkiej wiedzy, charakteru instytucji oraz kultury odpowiedzialności zależy, czy zbiorowa energia gospodarcza będzie przede wszystkim powiększać wspólne możliwości rozwoju, czy też wielokrotnie odtwarzać te same mechanizmy złudzenia, euforii i rozczarowania. Historia rynków finansowych jest zatem nie tylko historią cen i kapitału, lecz również historią ludzkiego rozumu, który poprzez doświadczenie, błąd, krytykę i korektę nieustannie uczy się rozpoznawać granice własnej wiedzy. W Polsce wykształcił się szczególny gatunek człowieka sukcesu, który z powagą profesora ekonomii objaśnia społeczeństwu naturę bogactwa, choć jego najdonioślejszą kompetencją bywała umiejętność znalezienia się w odpowiednim pokoju, przy właściwym stole, zanim ktokolwiek zdążył sprawdzić, co właściwie wystawiono na sprzedaż. Bohater tej opowieści nie jest konkretnym przedsiębiorcą ani bankierem, lecz satyrycznym typem społecznym: finansowym arystokratą przypadku. Jego curriculum vitae zaczyna się od zdania „wiedziałem, że trzeba zaryzykować", a kończy wykładem o moralnej wyższości ludzi przedsiębiorczych. Pomiędzy początkiem a zakończeniem mieszczą się czasem lata rzeczywistej pracy i pomysłowości, korzystna koniunktura, przywilej informacyjny lub polityczny, a czasem zwyczajny łut szczęścia. Arystokrata przypadku nie lubi tego ostatniego określenia.

Szczęście jest bowiem czymś, co spotyka innych; jego własny majątek stanowi, rzecz jasna, dowód genialnej strategii. Pieniądz posiada osobliwą zdolność zmieniania biografii w legendę. Milion uzyskany dzięki przedsiębiorczości, milion odziedziczony, milion zarobiony na krótkotrwałej przewadze regulacyjnej i milion wygrany na spekulacji może jednakowo opłacić konferencję, fundację, prywatny samolot oraz wywiad o „sztuce przewidywania trendów".

Z perspektywy rachunku bankowego pochodzenie salda nie ma większego znaczenia; z perspektywy społecznej legitymizacji znaczenie ma zasadnicze. Zrównanie każdej fortuny z zasługą jest intelektualnym fałszerstwem, dzięki któremu stan posiadania udaje świadectwo charakteru, a dostęp do kapitału przebiera się za potwierdzenie mądrości. Thorstein Veblen opisywał konsumpcję na pokaz jako sposób demonstrowania pozycji. Polska odmiana tego widowiska wzbogaciła ją o dodatkowy rekwizyt: zwycięzca loterii dziejowej bierze mikrofon i poucza tych, którzy nie mieli jego losu na loterii, że powinni po prostu myśleć bardziej strategicznie. Transformacja ustrojowa stworzyła niepowtarzalne możliwości budowania prywatnego kapitału. Były wśród nich przedsięwzięcia odważne, uczciwe i społecznie pożyteczne, które uratowały zakłady, stworzyły miejsca pracy oraz wprowadziły polską gospodarkę w międzynarodowy podział pracy.

Mylenie renty strukturalnej z osobistą kompetencją

Występowały również transakcje obciążone wadliwą wyceną, brakiem nadzoru lub konfliktami interesów. Najwyższa Izba Kontroli dokumentowała zarówno nieprawidłowości w wybranych procesach prywatyzacyjnych, jak i przykłady działań skutecznych; w jednym z komunikatów wskazała nawet na zaniżenie przychodów Skarbu Państwa o około 11 milionów złotych w dwóch badanych przypadkach. Uczciwość analizy wymaga zachowania obu tych perspektyw.

Nie każdy majątek wywodzi się z grabieży i nie każda decyzja prywatyzacyjna była błędem. Jednak sama legalność transakcji nie rozstrzyga o sprawiedliwości jej warunków, rzetelności wyceny ani o tym, czy wszyscy uczestnicy mieli równy dostęp do informacji. To właśnie w tej szczelinie między literą procedury a realną równością szans folwark potrafił zapuszczać korzenie. Wyobraźmy sobie hipotetycznego magnata, który trzydzieści lat temu nabył aktywa po cenie ustalonej w epoce niepewności, by następnie korzystać ze wzrostu wartości nieruchomości, integracji z rynkiem europejskim i spadku kosztu kapitału. Dziś występuje on jako mentor młodych, tłumacząc im, że pomysł jest wart więcej niż pieniądze, choć jego pierwszy naprawdę wielki pomysł polegał na tym, że kupione kiedyś grunty nadal leżą w tym samym miejscu. W ekonomii nazywa się to rentą lokalizacyjną i wzrostem wartości aktywów; w telewizji biznesowej bywa określane mianem „wizjonerskiego wyczucia przyszłości”. Satyra zaczyna się tam, gdzie beneficjent procesów strukturalnych przedstawia każdą zewnętrzną okoliczność jako własną kompetencję, każdą publiczną inwestycję podnoszącą wartość jego mienia jako prywatny sukces, a każde pytanie o źródło przewagi jako przejaw zazdrości. Pierre Bourdieu przekonywał, że kapitał ekonomiczny można w ten sposób konwertować na kapitał społeczny, kulturowy i symboliczny.

Mechanizm ten działa szczególnie sprawnie w kraju, w którym prywatna loża, sponsoring gali czy fotografia z ministrem uchodzą za ekwiwalenty mądrości. Oto wczorajszy szczęśliwy nabywca staje się dzisiejszym autorytetem od szkolnictwa, energetyki, obronności i wychowania obywatelskiego. Bywa zapraszany do dyskusji nie dlatego, że przedstawił najlepszy model gospodarczy, lecz dlatego, że może ufundować scenę, na której ten model będzie omawiany. Pieniądze kupują wtedy nie tylko uwagę, ale i korzystne domniemanie kompetencji. Reszta społeczeństwa ma przyjąć, że człowiek, który zna cenę jachtu, z definicji zna również cenę pracy pielęgniarki, jakości prawa i przyszłości państwa.

Iluzja kompetencji i renty z przypadku

Ekonomia instytucjonalna Douglassa Northa podpowiada, że o długotrwałej zamożności decydują reguły gry, a nie sam wdzięk graczy. Mancur Olson opisywał zdolność zorganizowanych grup interesu do zdobywania korzyści kosztem rozproszonej większości, natomiast George Stigler analizował ryzyko podporządkowania regulacji właśnie tym podmiotom, które miały podlegać nadzorowi.

W tej perspektywie tytułowy folwark na Wiejskiej nie oznacza, że każdy parlamentarzysta jest wspólnikiem biznesu. To metafora systemu, w którym jedni mogą przez lata drobiazgowo negocjować wyjątek, ulgę czy zasady dostępu do zamówienia, podczas gdy inni dowiadują się o regułach z komunikatu prasowego. Sukces zbudowany na sprawnym wykorzystywaniu jawnych przepisów bywa legalny; ten oparty na korupcji lub oszustwie jest sprawą dla organów ścigania. Pomiędzy nimi rozciąga się jednak rozległy obszar wpływów, klientelizmu i rent poszukiwanych za pomocą polityki – przestrzeń, która wymaga publicznej kontroli, nawet gdy nie kończy się wyrokiem skazującym.

Arystokrata przypadku niechętnie znosi analizę kontrfaktyczną. Gdyby urodził się piętnaście lat później, kupował nieruchomości już po wzroście cen, nie znał osób pomagających mu odnaleźć się w nowych instytucjach lub nie trafił na wyjątkowo sprzyjający cykl kredytowy – jego majątek mógłby wyglądać zupełnie inaczej. Psychologia rozpoznaje tu błąd samoprzypisywania sukcesu: pozytywne wyniki tłumaczymy własną przenikliwością, a negatywne zewnętrznym pechem. Nauka o decyzjach dodaje do tego błąd przeżywalności: na scenie oglądamy tych, którym ryzyko się opłaciło, niemal nie słysząc o tysiącach ludzi, którzy podjęli porównywalne zakłady i przegrali.

Zwycięzca rzutu monetą nie powinien od razu otwierać akademii fizyki kwantowej, choć w polskim pejzażu medialnym bywa przedstawiany jako specjalista od zarządzania prawdopodobieństwem. Najbardziej współczesna odmiana tej kariery rozkwitła wraz z kryptowalutami. Ktoś kupił token

przed falą spekulacji, przetrwał kilka dramatycznych spadków i sprzedał aktywa w korzystnym momencie, osiągając imponujący zysk. Wynik ten może zawierać element wiedzy i dyscypliny, ale sam w sobie nie dowodzi umiejętności powtarzania sukcesu. Tymczasem giełdowy szczęściarz ochoczo awansuje na filozofa nowej gospodarki. Jeszcze wczoraj studiował wykresy świecowe, dziś ogłasza kres bankowości i konieczność przebudowy systemu edukacji. Portfel cyfrowy staje się w jego oczach aktem habilitacyjnym, mimo że Komisja Nadzoru Finansowego równocześnie ostrzega przed zmiennością i manipulacjami na rynku kryptoaktywów.

Technologia rozproszonego rejestru może być użyteczna, lecz żaden algorytm konsensusu nie potwierdza intelektualnej wielkości właściciela tokenów. Alex Edmans w książce "The Madness of Markets" wyjaśnia, jak inwestorzy zamieniają pojedyncze dane w opowieści o rzekomo trwałych prawidłowościach. Na polskim gruncie mechanizm ten bywa wyjątkowo widowiskowy: człowiek, który wygrał na jednym aktywie, zaczyna interpretować całą historię gospodarczą jako drogę prowadzącą do jego trafnego zakupu. Z wykresu usuwa niewygodne okresy, z pamięci wymazuje błędne prognozy, a w prezentacji zostawia błyszczącą linię od lokalnego dołka do szczytu.

Dopiero przy sprzedaży kursu inwestycyjnego pojawia się prawdziwy, regularny przepływ gotówki. Autor książki jest już wtedy o krok od odkrycia najstarszej tajemnicy spekulacji: najbardziej przewidywalny bywa dochód z przekonywania innych, że ich dochód również będzie przewidywalny. Na warszawskim parkiecie podobne złudzenia towarzyszyły gwałtownym zmianom oczekiwań wobec konkretnych branż. Pandemiczny popyt na środki ochronne sprawił, że Mercator Medical znalazł się w centrum euforii; przed premierą "Cyberpunka 2077" CD Projekt stał się nośnikiem nadziei na nieograniczoną ekspansję polskiego gamedevu.

Same przedsiębiorstwa nie mogą być utożsamiane z każdym błędem popełnionym przez akcjonariuszy. Kłopot tkwi w tym, jak rynek potrafi z krótkookresowej przewagi czy atrakcyjnej opowieści wyprowadzić wizję wzrostu niezależnego od konkurencji i kosztów. Zmienność kursów nie dowodzi automatycznie manipulacji; dowodzi natomiast, że wyceny są zapisem zbiorowych oczekiwań, które potrafią zmienić się szybciej niż wieloletni model finansowy sporządzony przez człowieka w granatowym garniturze.

Mylenie szczęścia w trendzie z kompetencją inwestycyjną

NewConnect, stworzony jako alternatywna droga finansowania dla młodszych i mniejszych firm, bywał nazywany „finansowym Dzikim Zachodem”. To porównanie może wydawać się przesadne,

jeśli odnosić je do wszystkich emitentów, ale trafnie oddaje pokusę zamieniania pustych zapowiedzi w realny kapitał. Czasem wystarczy komunikat o liście intencyjnym, wejściu w modną technologię czy możliwej współpracy z nieokreślonym partnerem, by inwestorzy zaczęli wyceniać nie podpisane umowy i przepływy pieniężne, lecz własny entuzjazm. Robert Shiller badał rolę narracji ekonomicznych, a psychologia społeczna wyjaśnia, dlaczego rosnący kurs staje się dla kolejnych kupujących pozornym dowodem racji poprzedników. W wersji satyrycznej prospekt emisyjny jest tu literaturą fantastyczną, list intencyjny – jej zapowiedzią wydawniczą, a analiza fundamentalna kończy się na sprawdzeniu, czy nazwa spółki zawiera aktualnie modne trzy litery.

Jeszcze większy sukces wychowawczy odniósł w Polsce kult nieruchomości. W tej religii mieszkanie jest sakramentem bezpieczeństwa, metr kwadratowy jednostką cnoty, a kredyt hipoteczny dowodem dojrzałości. Kto kupił kilka lokali przed długą falą wzrostów, ten niekiedy uważa się za mistrza ekonomii miejskiej; kto przeprowadził remont i sprzedał lokal z zyskiem, bywa określany mianem inwestora strategicznego. Oczywiście zarządzanie nieruchomościami wymaga pracy i kompetencji, a rzetelne przedsięwzięcia budowlane tworzą realną wartość. Satyra dotyczy jednak tych, którzy z samego faktu korzystnego wejścia na rynek czynią argument o własnej wyższości. Zapominają przy tym o stopach procentowych, płynności, amortyzacji budynku, podatkach, kosztach pustostanu czy demografii. Kiedy cena rośnie, mówi się o geniuszu właściciela; kiedy wzrasta rata – winien jest bank centralny. Przedsiębiorczość na własny rachunek zamienia się tu w postulowanie, aby otoczenie makroekonomiczne na zawsze pozostawało łaskawe dla tego jednego rachunku.

Hyman Minsky opisywał, jak długie okresy stabilności sprzyjają coraz bardziej ryzykownemu finansowaniu. Im łatwiej pożyczać pieniądze, tym trudniej odróżnić prawdziwą przewagę od efektu dźwigni. Przez pewien czas właściciel aktywa, którego wartość rośnie dzięki taniej płynności, wydaje się znakomitym strategiem. Gdy warunki się odwracają, przychodzi odkrycie, że ryzyko było realne także wtedy, gdy jego cena wynosiła niemal zero. Szczególnie komiczna jest retoryczna przemiana rentiera domagającego się nieograniczonej wolności rynku w petenta oczekującego publicznego programu wspierającego popyt na jego nieruchomości. W tej chwili ekonomia wolnorynkowa bywa dyskretnie odkładana do szuflady, a na biurku ląduje projekt ustawy. Na Wiejskiej można wówczas obserwować osobliwy spektakl: ręka niewidzialnego rynku staje się bardzo widzialna, gdy potrzebuje państwowego podpisu.

Najmocniejszego argumentu przeciw kultowi finansowej nieomylności dostarczają jednak przypadki, w których obywatelom sprzedawano ryzyko w opakowaniu bezpieczeństwa. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów stwierdził stosowanie przez Idea Bank praktyki missellingu przy oferowaniu obligacji GetBack osobom, dla których nie były one odpowiednie, i nakazał

określone rekompensaty; prokuratura opisywała z kolei zarzuty wobec byłych pracowników banku. Ta historia wymaga proceduralnej precyzji, ponieważ decyzje administracyjne, zarzuty i prawomocne wyroki nie są pojęciami zamiennymi. W wymiarze społecznym odsłania ona mechanizm niewspółmierności sił: po jednej stronie stoi instytucja dysponująca ekspertami, dokumentacją i systemem prowizyjnym, po drugiej klient, który do słowa „bank" dopisuje zaufanie wypracowane przez całe życie. Tam, gdzie sprzedawca zarabia na zawarciu umowy, a nabywca może stracić wieloletnie oszczędności, moralizowanie o „samodzielnej odpowiedzialności inwestora" brzmi jak żart opowiadany wyłącznie przez człowieka pobierającego prowizję.

Podobny problem ujawniły spory o polisy z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi, potocznie nazywane polisolokatami. W niektórych konstrukcjach wcześniejsza rezygnacja oznaczała utratę znacznej części zgromadzonych środków wskutek wysokich opłat likwidacyjnych; interweniowały UOKiK i Rzecznik Finansowy, a konsumenci dochodzili roszczeń przed sądami. Świat finansów zdołał wytworzyć produkt, który w broszurze przypominał troskę o przyszłość klienta, a w chwili rezygnacji przypominał rachunek za opuszczenie własnego przyjęcia. Formuła „podpisali państwo dokumenty" jest poprawnym opisem czynności, lecz nie zastępuje oceny uczciwości warunków, przejrzystości informacji ani zgodności instrumentu z potrzebami nabywcy. Z punktu widzenia teorii asymetrii informacji George'a Akerlofa oraz problemu relacji pryncypał-agent to klasyczne pole konfliktu interesów: doradca zna produkt lepiej, ale jego wynagrodzenie może zależeć od sprzedaży, a nie od rzeczywistego dobra klienta.

Konieczność odróżnienia kreacji wartości od zawłaszczania renty

W folwarcznej odmianie kapitalizmu szczególnie rozwinięta jest zdolność prywatyzowania sukcesu i uspołeczniania kosztu. Dobry wynik służy tu za dowód wybitności kierownictwa; niepowodzenie zaś tłumaczy się wojną, regulacjami, inflacją, nieodpowiedzialnością klientów albo nagłą niesprawiedliwością państwa. Choć te czynniki bywają istotne, wygodna asymetria narracji podlega prostemu testowi: czy człowiek, który bez wahania przypisał sobie cały zysk, z podobną stanowczością przyjmuje odpowiedzialność za ryzyko narzucone kontrahentom, pracownikom i wierzycielom? Ekonomiści opisują to językiem pokusy nadużycia i kosztów zewnętrznych. Satyryk ujałby to krócej: w pałacu obowiązuje prywatna własność kieliszków szampana, natomiast rachunek za stłuczone szkło wysyła się społeczeństwu.

Nie ma jednak powodu, by z tych zjawisk wyprowadzać potępienie przedsiębiorczości czy wszystkich ludzi zamożnych. Joseph Schumpeter odróżniał twórczą działalność przedsiębiorcy od

samego posiadania kapitału: istotą rozwoju jest wprowadzanie nowych kombinacji produkcyjnych, technologii, organizacji i rynków. Kto buduje konkurencyjne przedsiębiorstwo, ponosi ryzyko, tworzy produkty, zatrudnia, reguluje zobowiązania i przez lata utrzymuje wartość dla klientów, dostarcza społecznego uzasadnienia dla swojego sukcesu. To jakościowo inny dorobek niż fortunna spekulacja, którą po latach przedstawia się jako uniwersalną receptę. Rozróżnienie to nie przebiega według wysokości majątku ani modnej etykiety politycznej, lecz między kreacją wartości a zawłaszczaniem renty; między kompetencją sprawdzoną w trudnych warunkach a legendą zbudowaną po wygranej; między odpowiedzialnością a umiejętnością przerzucenia konsekwencji na słabszych.

Polska klasa średnia ma prawo domagać się takiego rozróżnienia, ponieważ to ona ponosi koszt jego zacierania. Gdy uznanie społeczne zależy od wyniku finansowego bez badania sposobu jego osiągnięcia, publiczną debatę zaczynają prowadzić ci, którzy najsprawniej zamienili przewagę początkową w widoczny symbol pozycji. Nauczyciel, inżynier, naukowczyni, lekarka czy właściciel niewielkiego zakładu produkcyjnego mogą wytwarzać wysoką wartość społeczną, nie mając dostępu do megafonu zamożności. Hierarchia prestiżu odwraca się wówczas groteskowo: człowiek budujący przez dwadzieścia lat kompetencję zawodową bywa pytany o osiągnięcia, podczas gdy spekulant po jednej wygranej jest zapraszany do komentowania cywilizacji.

Zasada skuteczności rynkowej zostaje tu pomylona z zasadą nieomylności, choć rynek przyznaje zyski za wynik transakcji, a nie wystawia świadectw dojrzałości moralnej. Na tym tle łatwiej zrozumieć rolę mediów ekonomicznych. Wywiad z człowiekiem bogatym zbyt często zamienia się w nabożeństwo sukcesu: pytania służą potwierdzaniu biograficznej legendy, zamiast poddać ją weryfikacji. Niewiele kosztowałoby zapytać o ryzyko skorygowane o koniunkturę, źródła pierwszego kapitału, wsparcie publiczne, dostęp do informacji, liczbę nieudanych projektów, skutki dla pracowników i kontrahentów oraz zwyczajny udział przypadku.

Konieczność odróżnienia realnej wartości od przypadku i przywileju

Tymczasem publiczność otrzymuje portret człowieka, który zwyciężył, bo posiadał "mentalność zwycięzcy". To teoria tak wygodna, że praktycznie nie do obalenia: przegrany po prostu miał mentalność niewłaściwą. Nauka z trudem znosi wyjaśnienia odporne na falsyfikację, ale telewizja śniadaniowa przełknęła już rzeczy znacznie bardziej zadziwiające. Poważna odpowiedź na tę komedię powinna dotyczyć instytucji. Potrzebujemy przejrzystych wycen majątku publicznego, dostępnych rejestrów interesów i beneficjentów rzeczywistych, kontroli konfliktów interesów,

skutecznych reguł sprzedaży produktów finansowych, realnej odpowiedzialności zarządów oraz egzekwowania obowiązków informacyjnych emitentów. Kluczowa jest również zdolność obywateli do odróżnienia dochodu z pracy, zysku przedsiębiorcy, renty z uprzywilejowanego dostępu i spekulacyjnej wygranej. Żadna z tych kategorii nie przesądza automatycznie o winie czy cnocie, lecz każda wymaga innego opisu ekonomicznego i prawnego. Dobrze działające państwo nie prowadzi krucjaty przeciw bogactwu; pilnuje jedynie, by majątek nie był biletem uprawniającym do pisania sobie reguł, wykupywania społecznego zaufania i przerzucania strat na tych, którzy nie siedzą przy stole negocjacyjnym.

Edmans proponuje, by w decyzjach inwestycyjnych przyjąć postawę sędziego, a nie adwokata własnych przekonań. Ta zasada nadaje się również do oceny elit. Zanim zachwycimy się człowiekiem, którego majątek wzrósł dziesięciokrotnie, zbadajmy, co należałoby sądzić o jego kompetencjach, gdyby rynek zachował się inaczej. Zanim potępimy każdą fortunę powstałą w transformacji, oddzielmy nadużycie od uczciwej przedsiębiorczości i udokumentowane ustalenia od zwykłego podejrzenia. Zanim uwierzymy, że posiadacz kryptowaluty odkrył przyszłość cywilizacji, poprośmy go o wyjaśnienie ryzyka, którego nie uwzględnia własna legenda.

Dojrzała krytyka finansowych elit jest ostrzejsza od prostego oskarżenia właśnie dlatego, że nie potrzebuje zbiorowej obelgi. Żąda porównywalnych miar, dowodów i odpowiedzialności. Satyryczny folwark na Wiejskiej kończy się sceną bankietu. Przy pierwszym stoliku siedzi człowiek, który zbudował zakład, przeżył kilka kryzysów i zna imiona swoich pracowników. Przy drugim ktoś, kto wiele lat temu kupił właściwy grunt. Przy trzecim triumfator krypto, który wciąż nie odróżnia przewagi statystycznej od szczęśliwego epizodu. Przy czwartym ekspert od instrumentów, których kosztów jego klienci do dziś nie mogą zapomnieć. Wszyscy występują na tej samej gali jako "wizjonerzy", a prowadzący dziękuje za inspirującą lekcję przedsiębiorczości.

Kiedy gaśnie światło, pozostaje główny problem polskiego kapitalizmu: nazbyt często przyznajemy autorytet według wielkości majątku, zanim poznamy historię jego powstania. Śmiejmy się więc z finansowych arystokratów przypadku, ilekroć ich pewność siebie przewyższa jakość argumentów. Zarazem wymagajmy od państwa, rynku i mediów, aby uczciwe tworzenie wartości odróżniały od przywileju, nadużycia i wygranej. Gdyby sam pieniądz czynił człowieka mędrcem, narodową akademię nauk należałoby urządzić w kantorze wymiany walut – najlepiej obok automatu z losami.

> Czy w świecie, w którym pieniądz potrafi błyskawicznie zamienić biografię w legendę, jesteśmy jeszcze zdolni odróżnić wizjonera od szczęśliwego zwycięzcy loterii dziejowej? Jeśli uznamy, że sam stan posiadania jest dowodem mądrości, ryzykujemy, że narodową akademię nauk będziemy musieli urządzić w kantorze wymiany walut. Prawdziwym

> wyzwaniem dla dojrzałego państwa pozostaje zatem pytanie: jak budować system, w którym autorytet wynika z jakości wiedzy i odpowiedzialności, a nie z wysokości salda na koncie?

Inspiracje

[1] 

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

Random House | ISBN: 9798217089543

Alex Edmans (ur. ok. 1980 r.) jest brytyjskim ekonomistą i profesorem finansów w London Business School, a także profesorem biznesu Mercers' School Memorial Emeritus w Gresham College. Uzyskał tytuł licencjata z ekonomii i zarządzania w Merton College w Oksfordzie, a doktorat z ekonomii finansowej uzyskał w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Przed dołączeniem do London Business School, Edmans pracował w bankowości inwestycyjnej w Morgan Stanley i był profesorem nadzwyczajnym finansów w Wharton School of the University of Pennsylvania. Jego badania naukowe obejmują finanse korporacyjne, finanse behawioralne, wynagrodzenia kadry kierowniczej i odpowiedzialny biznes. Edmans, członek Brytyjskiej Akademii i Akademii Nauk Społecznych, pełnił funkcję redaktora naczelnego Review of Finance i jest powszechnie uznawany za osobę wykazującą empiryczne powiązania między satysfakcją pracowników a długoterminowymi zyskami dla akcjonariuszy.

***Alex Edmans** (born c. 1980) is a British economist and Professor of Finance at London Business School, as well as Mercers' School Memorial Emeritus Professor of Business at Gresham College. He earned his BA in Economics and Management from Merton College, Oxford, and completed his PhD in Financial Economics at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. Prior to joining London Business School, Edmans worked in investment banking at Morgan Stanley and served as a tenured associate professor of finance at the Wharton School of the University of Pennsylvania. His academic research spans corporate finance, behavioural finance, executive compensation, and responsible business. A Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences, Edmans has served as managing editor of the Review of Finance and is widely recognized for demonstrating empirical links between employee satisfaction and long-term shareholder returns.*

London Business School

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autora i dzieła przywołane w tekście:

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

Alex Edmans

2018



[2] **"Grow the Pie"**

Alex Edmans

2021 | Cambridge University Press | ISBN: 9781009054676



[3] **"May Contain Lies"**

Alex Edmans

2024 | Univ of California Press | ISBN: 9780520403956



[4] **"Principles of Corporate Finance"**

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

2025 | ISBN: 9781266586156



[5] **"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



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

Alex Edmans

2007

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[7] **"Misbehaving"**

Richard Thaler

W. W. Norton & Company | ISBN: 9780393246773



[8] **"Mismeasuring our lives : why GDP doesn't add up"**

Joseph Stiglitz

ReadHowYouWant.com | ISBN: 9781459617797

[9] **"Formování učící se společnosti: nový pohled na růst, rozvoj a společenský pokrok"**

Joseph Stiglitz

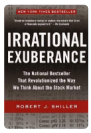
ISBN: 9788020030948



[10] "Jak se loví hlupáci: ekonomie manipulace a klamu: nenechte sebou manipulovat"

Robert Shiller

Management Press | ISBN: 9788072614936



[11] "Irrational Exuberance"

Robert Shiller

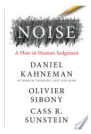
2001 | Broadway



[12] "Animal Spirits"

Robert Shiller

Princeton University Press | ISBN: 9780691142333



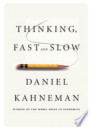
[13] "Noise: A Flaw in Human Judgment"

Daniel Kahneman

Hachette UK | ISBN: 9780316451383

[14] "The framing of decisions and the psychology of choice"

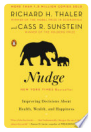
Daniel Kahneman



[15] "Thinking, Fast and Slow"

Daniel Kahneman

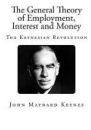
2011 | Farrar, Straus and Giroux | ISBN: 9781429969352



[16] "Nudge"

Richard Thaler

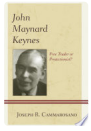
Penguin | ISBN: 9781101655092



[17] "The General Theory of Employment, Interest and Money"

John Maynard Keynes

2013 | ISBN: 9781492844754



[18] "John Maynard Keynes views on protectionism"

John Maynard Keynes

Bloomsbury Publishing USA | ISBN: 9798216299264

[19] "Economic Possibilities for our Grandchildren"

John Maynard Keynes

ISBN: 9780942153217



[20] "The Survival of Noise Traders in Financial Markets"

J. Bradford De Long

1988



[21] "Who Owns the Media?"

Andrei Shleifer



[22] "The Adaptive Markets Hypothesis"

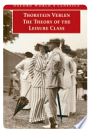
Andrew W. Lo, Ruixun Zhang

2024 | Oxford University Press | ISBN: 9780199681143

[23] "Adaptive Markets Hypothesis"

Andrew Wen-Chuan Lo

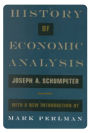
2004



[24] "The Theory of the Leisure Class"

Thorstein Veblen

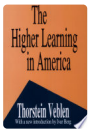
2007 | OUP Oxford | ISBN: 9780191604935



[25] "History of Economic Analysis"

Joseph Schumpeter

Oxford University Press, USA | ISBN: 9780195105599



[26] "The Higher Learning In America: A Memorandum On the Conduct of Universities By Business Men"

Thorstein Veblen

Transaction Publishers | ISBN: 9781412825115



[27] "The Engineers and the Price System"

Thorstein Veblen

[28] "The Social Structures of the Economy"

Pierre Bourdieu

2005 | Polity | ISBN: 9780745625393

[29] "The Logic of Collective Action"

Mancur Olson



[30] **"Trends in output and employment"**

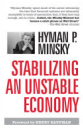
George Stigler



[31] **"The Theory of Price"**

George Stigler

MacMillan Publishing Company



[32] **"Stabilizing an Unstable Economy"**

Hyman Minsky

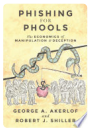
2008 | McGraw Hill Professional | ISBN: 9780071592994



[33] **"Stabilizing an Unstable Economy, Part 1 - Introduction"**

Hyman Minsky

2008 | McGraw Hill Professional | ISBN: 9780071716345



[34] **"Phishing for Phools"**

George Akerlof

Princeton University Press | ISBN: 9780691173023



[35] **"Capitalism, Socialism and Democracy"**

Joseph Schumpeter

1976 | ISBN: 9798513889403

[36] **"History of Economic Analysis (Oxford Press, 1955)"**

Joseph Schumpeter



[37] **"The Power of Financial Patience:The Complete Guide"**

Radesh Kumar

2026 | Mukesh Kulshrestha



[38] **"EBOOK: Financial Accounting (GE), 8e"**

Robert Libby, Frank Hodge, Patricia Libby

2016 | McGraw Hill | ISBN: 9780077185442

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk"

Daniel J. Kahneman, Amos Tversky

1979 | Econometrica | DOI: 10.2307/1914185

Źródło

[2] "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets"

Sanford J. Grossman, Joseph Eugène Stiglitz

1980 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[3] "Liquidity and Market Structure"

Sanford J. Grossman, Merton H. Miller

1988 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb04594.x

Źródło

[4] "ON THE EFFICIENCY OF COMPETITIVE STOCK MARKETS WHERE TRADES HAVE DIVERSE INFORMATION"

Sanford J. Grossman

1976 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1976.tb01907.x

Źródło

[5] "One share-one vote and the market for corporate control"

Sanford J. Grossman, Oliver Hart

1988 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(88)90044-x

Źródło

[6] "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information"

Joseph Eugène Stiglitz, Andrew Weiss

1981 | American Economic Review | DOI: 10.7916/d8v12ft1

Źródło

[7] "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information"

Michael Rothschild, Joseph Eugène Stiglitz

1976 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1885326

Źródło

[8] "Increasing risk: I. A definition"

Michael Rothschild, Joseph Eugène Stiglitz

1970 | Journal of Economic Theory | DOI: 10.1016/0022-0531(70)90038-4

Źródło

[9] "Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends"

Robert Shiller

1989 | DOI: 10.3386/w2846

Źródło

[10] "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors"

John Campbell, Robert Shiller

1986 | DOI: 10.3386/w2100

Źródło

[11] "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?"

Robert Shiller

1980 | DOI: 10.3386/w0456

Źródło

[12] "Stock Prices, Earnings and Expected Dividends"

John Campbell, Robert Shiller

1988 | DOI: 10.3386/w2511

Źródło

[13] "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases"

Amos Tversky, Daniel J. Kahneman

1974 | Science | DOI: 10.1126/science.185.4157.1124

Źródło

[14] "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice"

Amos Tversky, Daniel J. Kahneman

1981 | Science | DOI: 10.1126/science.7455683

Źródło

[15] "Choices, values, and frames."

Daniel J. Kahneman, Amos Tversky

1984 | American Psychologist | DOI: 10.1037/0003-066x.39.4.341

Źródło

[16] "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

[17] "Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality"

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

1987 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1987.tb04569.x

Źródło

[18] "The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test"

R. H. Thaler, A. Tversky, D. Kahneman, A. Schwartz

1997 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355397555226

Źródło

[19] "PREDICTABLE EFFECTS OF VISUAL SALIENCE IN EXPERIMENTAL DECISIONS AND GAMES"

Xiao-Min Li, Colin Camerer, Vincent P. Crawford, J. Gottlieb, Richard H. Thaler

2021

Źródło

[20] "Escaping the resource curse"

Macartan Humphreys, Jeffrey Sachs, Joseph Eugène Stiglitz, George Soros

2007

Źródło

[21] "The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means"

George Soros

2008

Źródło

[22] **"The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market"**

George Soros

1987

Źródło

[23] **"The crash of 2008 and what it means : the new paradigm for financial markets"**

George Soros

2009 | PublicAffairs eBooks

Źródło

[24] **"The stock market and the beauty contest"**

John Maynard Keynes

1974 | The Journal of Portfolio Management | DOI: 10.3905/jpm.1974.408491

Źródło

[25] **"The Bidirectional Effects of Stock Market Liquidity and the Business Cycle "An Empirical Study on the Egyptian Stock Exchange" Researchers: El-Gayar,"**

A. El-Sayed, Elsadig Mohamed Ibrahim Ali, M. Aly, H. Mohamed, J. Keynes

2021

Źródło

[26] **"Noise Trader Risk in Financial Markets"**

J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann

1990 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/261703

Źródło

[27] **"Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation"**

J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann

1990 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1990.tb03695.x

Źródło

[28] **"The Survival of Noise Traders in Financial Markets"**

J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann

1991 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/296523

Źródło

[29] "Why Does the Stock Market Fluctuate?"

Robert Barsky, J. Bradford De Long

1993 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/2118333

Źródło

[30] "Management ownership and market valuation"

Randall Mørck, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1988 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(88)90048-7

Źródło

[31] "Investor protection and corporate governance"

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

2000 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(00)00065-9

Źródło

[32] "The Limits of Arbitrage"

Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1995 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03807.x

Źródło

[33] "Mean reversion in stock prices"

James M. Poterba, Lawrence H. Summers

1988 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(88)90021-9

Źródło

[34] "Equipment Investment and Economic Growth"

J. Bradford De Long, Lawrence H. Summers

1990 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.3386/w3515

Źródło

[35] "The Size and Incidence of the Losses from Noise Trading"

J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann

1989 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb04385.x

Źródło

[36] "Are Investors Really Reluctant to Realize their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect"

Itzhak Ben-David, David Hirshleifer

2011 | DOI: 10.2139/ssrn.1876594

Źródło

[37] "Uncertainty and Trading Strategies of Institutional Investors"

Itzhak Ben-David, John A. Doukas, David Hirshleifer

2009 | DOI: 10.2139/ssrn.1364898

Źródło

[38] "Presentation Slides for 'Are Investors Really Reluctant to Realize Their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect'"

Itzhak Ben-David, David Hirshleifer

2018 | DOI: 10.2139/ssrn.3217315

Źródło

[39] "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

[40] "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

[41] "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

[42] "Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry"

Eli Amir, Baruch Itamar Lev

1996 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/s0165-4101(96)00430-2

Źródło

[43] "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

[44] "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

[45] "Improving the measures of real earnings management"

Anup Srivastava

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

Źródło

[46] "Selling-price estimates in revenue recognition and the usefulness of financial statements"

Anup Srivastava

2013 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-013-9263-6

Źródło

[47] "The Econometrics of Financial Markets"

John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Craig MacKinlay

1997 | Princeton University Press eBooks | DOI: 10.1515/9781400830213

Źródło

[48] "Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test"

Andrew W. Lo, A. Craig MacKinlay

1988 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/1.1.41

Źródło

[49] "Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors"

Monica Billio, Mila Getmansky, Andrew W. Lo, Loriana Pelizzon

2012 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.12.010

Źródło

[50] "The Adaptive Markets Hypothesis"

Andrew W. Lo

2004 | The Journal of Portfolio Management | DOI: 10.3905/jpm.2004.442611

Źródło

[51] "The theory of the leisure class; an economic study of institutions"

Thorstein Bunde Veblen

2011

Źródło

[52] "The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions"

Thorstein Bunde Veblen

2000

Źródło

[53] "On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary Magnate"

Thorstein Bunde Veblen

1908 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1883967

Źródło

[54] "L'illusion biographique"

Pierre Bourdıeu

1986 | Actes de la recherche en sciences sociales | DOI: 10.3406/arss.1986.2317

Źródło

[55] "SOCIAL CAPITAL AND COMMUNITY WELL-BEING: A STUDY OF TRUST, NETWORKS, AND COOPERATION"

R. Sampson, A. Portes, P. Bourdieu

2026 | Journal of Humanities and Social Thought | DOI: 10.21474/jnhsto1/159

Źródło

[56] "Revista Vectores de Investigacion No. 8 Economia / Economy"

Douglas C North, Amartya Kumar Sen, Guillermo de la Dehesa, Héctor Díaz Zermeño, Bertha Cecilia Salazar-González

2021 | Zenodo (CERN European Organization for Nuclear Research) | DOI: 10.5281/zenodo.23428199

Źródło

[57] **"The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups."**

Charles B. Perrow, Mancur Olson

1973 | Social Forces | DOI: 10.2307/2576430

Źródło

[58] **"The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market"**

George J. Stigler

1951 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/257075

Źródło

[59] **"Information in the Labor Market"**

George J. Stigler

1962 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/258727

Źródło

[60] **"Public Regulation of the Securities Markets"**

George J. Stigler

1964 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/294677

Źródło

[61] **"Entrepreneur[i]al Costs and Price: A Reconsideration of Competitive and Monopolistic Market Theory. George Johnson Cady"**

George J. Stigler

1943 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/256038

Źródło

[62] **"The Financial Instability Hypothesis"**

Hyman P. Minsky

1992 | RePEc: Research Papers in Economics

Źródło

[63] **"The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to“Standard” Theory"**

Hyman P. Minsky

1977 | Challenge | DOI: 10.1080/05775132.1977.11470296

Źródło

[64] "Stabilizing an Unstable Economy"

Nicholas V. Karamouzis, Hyman P. Minsky

1987 | Southern Economic Journal | DOI: 10.2307/1059346

Źródło

[65] "Central Banking and Money Market Changes"

Hyman P. Minsky

1957 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1883812

Źródło

[66] "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism"

George A. Akerlof

1970 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1879431

Źródło

[67] "Social Distance and Social Decisions"

George A. Akerlof

1997 | Econometrica | DOI: 10.2307/2171877

Źródło

[68] "Efficiency Wage Models of the Labor Market"

George A. Akerlof, Janet L. Yellen

1986 | Cambridge University Press eBooks | DOI: 10.1017/cbo9780511559594

Źródło

[69] "On the Concept of Social Value"

Joseph Alois Schumpeter

1909 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1882798

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[70] "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

[71] **"Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia"**

Alex Edmans

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

Źródło

[72] **"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

[73] **"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

[74] **"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

[75] **"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

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

Alex Edmans

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

Źródło

[77] **"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

[78] "Blockholders and Corporate Governance"

Alex Edmans

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

Źródło

[79] "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: cb586047-1ea3-4303-9848-60834896b18d