Sygnały i asymetria informacji w komunikacji zarządów przedsiębiorstw

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje problem asymetrii informacji w relacji między zarządem przedsiębiorstwa a inwestorami. Autor wskazuje, że w gospodarce opartej na wiedzy wycena spółki zależy nie tylko od twardych danych finansowych, ale od zaufania i interpretacji sygnałów wysyłanych przez kierownictwo. Wykorzystując teorię sygnalizacji Michaela Spence'a oraz modele 'cheap talk', tekst wyjaśnia różnicę między tanimi deklaracjami a kosztownymi, wiarygodnymi sygnałami, których słabe podmioty nie są w stanie imitować. Analiza podkreśla, że kluczowe dla inwestora jest odróżnienie strategicznego kształtowania oczekiwań od faktycznego przekazywania informacji o kondycji firmy, przy jednoczesnym uwzględnieniu dwukierunkowego przepływu danych między rynkiem a organizacją.

The article analyzes the problem of information asymmetry in the relationship between a company's management board and investors. The author points out that in a knowledge-based economy, a company's valuation depends not only on hard financial data but also on trust and the interpretation of signals sent by leadership. Utilizing Michael Spence's signaling theory and 'cheap talk' models, the text explains the difference between cheap declarations and costly, credible signals that weak entities are unable to imitate. The analysis emphasizes that it is crucial for investors to distinguish strategic expectation management from the actual conveyance of information regarding a company's health, while simultaneously considering the bidirectional flow of data between the market and the organization.

Artykuł podejmuje problem asymetrii informacji w relacji na linii zarząd przedsiębiorstwa – inwestor, analizując trudności w rzetelnym odczytywaniu intencji kadry zarządzającej. Autor stawia tezę, że skuteczna ocena kondycji firmy wymaga odejścia od powierzchownej interpretacji izolowanych sygnałów — takich jak charyzma

lidera, ton głosu czy pojedyncze transakcje akcyjne — na rzecz analizy systemowej spójności między publicznymi deklaracjami a rzeczywistymi bodźcami ekonomicznymi i długofalowymi efektami decyzji. Wykorzystując perspektywę teorii sygnalizacji oraz przywołując liczne badania empiryczne (m.in. dotyczące lokalizacji walnych zgromadzeń czy analizy lingwistycznej raportów), tekst ostrzega przed pułapkami intuicyjnej oceny kompetencji i błędami poznawczymi. Wskazuje, że prawdziwa wartość informacyjna nie kryje się w poszukiwaniu „wykrywacza kłamstw" w zachowaniu menedżera, lecz w badaniu instytucjonalnej architektury nadzoru i systemów wynagrodzeń, które determinują horyzont czasowy i etykę decyzji zarządczych. Jest to zaproszenie do przejścia od psychologizowania osób do analitycznego badania struktur władzy i kapitału.

SŁOWA KLUCZOWE

asymetria informacji | teoria sygnalizacji | komunikacja strategiczna | cheap talk | niekorzystna selekcja | anormalna stopa zwrotu | konferencje wynikowe | lingwistyka komputerowa | psychologia atrybucji | teoria agencji | catering rynkowy | Regulation FD | rozporządzenie MAR | kapitał niematerialny | analiza jakościowa danych

Asymetria informacji utrudnia odczytanie intencji zarządu

Ukryte sygnały zarządów przedsiębiorstw. Asymetria informacji, komunikacja strategiczna, psychologia przywództwa i granice odczytywania intencji menedżerów

Istotna część wartości współczesnego przedsiębiorstwa wynika z zasobów niematerialnych, których jakości nie można bezpośrednio odczytać ze sprawozdania finansowego. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabiera sposób, w jaki kierownictwo przekazuje informacje inwestorom. Przedmiotem analizy przestają być wyłącznie opublikowane wielkości ekonomiczne; staje się nim również sam proces komunikowania: dobór ujawnianych faktów, język prognoz, kolejność prezentowania wiadomości, dostępność zarządu dla krytycznych pytań, konsekwencja wcześniejszych deklaracji oraz zachowania, których znaczenie ekonomiczne może wykraczać poza ich formalną treść.

W gospodarce opartej na wiedzy inwestor nie nabywa jedynie udziału w istniejącym majątku i strumieniu obecnych dochodów. W znacznej mierze angażuje kapitał w oparciu o oczekiwania dotyczące przyszłych decyzji osób zarządzających przedsiębiorstwem. W ten sposób problem wyceny przechodzi w problem zaufania, a analiza finansowa spotyka się z teorią sygnalizacji oraz mechanizmami psychologii społecznej i teorii gier.

Podstawowe pytanie nie sprowadza się jednak do tego, czy zarząd mówi prawdę. Dotyczy ono możliwości ustalenia, które komunikaty rzeczywiście dostarczają informacji o stanie przedsiębiorstwa, które stanowią racjonalną próbę ochrony tajemnic handlowych, a które służą strategicznemu kształtowaniu oczekiwań odbiorców. Kluczową perspektywę analityczną zapewnia tutaj teoria asymetrii informacji. George Akerlof, przedstawiając w 1970 roku model rynku używanych samochodów o zróżnicowanej jakości, wykazał, że nierówny dostęp uczestników transakcji do informacji może prowadzić do niekorzystnej selekcji, ograniczenia wymiany, a nawet załamania określonych segmentów rynku. W relacji pomiędzy przedsiębiorstwem a inwestorem występuje podobna, choć znacznie bardziej złożona nierównowaga poznawcza. Kierownictwo posiada zazwyczaj większą wiedzę o rentowności projektów, problemach technicznych, relacjach pracowniczych, jakości zamówień oraz prawdopodobieństwie realizacji strategii. Inwestor obserwuje jedynie wybrane skutki tych procesów, uzyskując część informacji z ujawnień przygotowanych przez samych menedżerów. Nie jest to jednak sytuacja, w której jedna strona zna całą prawdę, a druga pozostaje całkowicie niedoinformowana.

Rynek agreguje informacje pochodzące od klientów, kontrahentów, konkurentów, analityków i inwestorów, dzięki czemu cena akcji może czasami ujawniać wiedzę niedostępną samemu zarządowi. Powstaje zatem dwukierunkowa relacja informacyjna: przedsiębiorstwo komunikuje się z rynkiem, lecz jednocześnie obserwuje go jako potencjalne źródło wiadomości o własnych perspektywach. Michael Spence, rozwijając teorię sygnalizacji w 1973 roku, zwrócił uwagę na mechanizm, dzięki któremu strona lepiej poinformowana może ujawniać określoną cechę poprzez podjęcie działania o zróżnicowanym koszcie dla różnych typów uczestników. W odniesieniu do przedsiębiorstw oznacza to, że nie każdy komunikat ma jednakową wartość poznawczą. Deklaracja prezesa o wyjątkowej jakości zarządzania jest stosunkowo tania do sformułowania zarówno dla organizacji znakomicie zarządzanej, jak i dla przedsiębiorstwa znajdującego się w trudnościach. Natomiast utrzymywanie przez lata zgodności ujawnianych celów z realizowanymi przepływami pieniężnymi, skuteczna komercjalizacja projektów, konsekwentne rozliczanie błędnych decyzji czy dobrowolne poddawanie strategii zewnętrznej weryfikacji może wymagać zdolności organizacyjnych, których słaby podmiot nie potrafi łatwo imitować.

Nie należy jednak przyjmować, że każdy kosztowny sygnał jest wiarygodny. Przedsiębiorstwo może ponosić znaczne wydatki reklamowe, organizować efektowne konferencje, finansować prestiżowe przedsięwzięcia lub prowadzić agresywne skupy akcji, nie tworząc proporcjonalnej wartości ekonomicznej. Istotny jest zatem nie sam koszt działania, lecz to, czy występuje przekonujący związek między zdolnością do jego podjęcia a rzeczywistą jakością przedsiębiorstwa.

Wiarygodność komunikatów zarządu zależy od bodźców i kontekstu

Teorię sygnalizacji należy odróżnić od teorii strategicznego przekazywania informacji, której istotną formalizację zaproponowali w 1982 roku Vincent Crawford i Joel Sobel. W modelach typu cheap talk przekaz słowny jest praktycznie bezkosztowy, a jego wiarygodność zależy przede wszystkim od zbieżności interesów nadawcy i odbiorcy. Jeśli menedżerowie czerpią korzyści z utrzymywania wysokiego kursu akcji, ich publiczne prognozy niekoniecznie muszą wiernie oddawać wiedzę o przyszłości spółki. Z drugiej strony całkowite ignorowanie wypowiedzi kierownictwa byłoby nieracjonalne: menedżerowie mogą dostarczać wartościowych informacji, dbając o własną reputację, długookresowy dostęp do finansowania, unikanie odpowiedzialności prawnej czy zaufanie akcjonariuszy. Tworzy to równowagę strategiczną, w której odbiorcy oceniają komunikaty nie tylko przez pryzmat treści, ale i bodźców kierujących nadawcą.

Warto zauważyć, że pełne ujawnienie informacji mogłoby w niektórych przypadkach osłabić pozycję konkurencyjną firmy. Zatajenie szczegółów nowej technologii czy warunków negocjacji handlowych nie jest więc automatycznym dowodem złej wiary. Zadaniem inwestora jest odróżnienie uzasadnionej poufności gospodarczej od sytuacji, w której brak przejrzystości ma chronić kierownictwo przed odpowiedzialnością za słabe wyniki. Instytucjonalną odpowiedzią na te wyzwania stało się rozszerzanie obowiązków informacyjnych emitentów i dążenie do równego dostępu uczestników rynku do danych. W Stanach Zjednoczonych kluczowe było wprowadzenie w 2000 roku Regulation FD (Fair Disclosure), mającej ograniczyć selektywne przekazywanie istotnych informacji niepublicznych wybranym analitykom lub inwestorom instytucjonalnym. W Unii Europejskiej fundamentem jest rozporządzenie MAR w sprawie nadużyć na rynku, które reguluje publiczne ujawnianie informacji poufnych oraz zakazuje manipulacji rynkowej.

Formalny obowiązek informacyjny nie eliminuje jednak całkowicie asymetrii. Dwie osoby mogą dysponować tym samym raportem, a różnić się zdolnością interpretacji jego konsekwencji, dostępem do danych uzupełniających czy umiejętnością dostrzeżenia pominiętych zależności.

Współczesna przewaga informacyjna coraz rzadziej polega wyłącznie na fizycznym posiadaniu dokumentu niedostępnego innym.

Wynika ona częściej z jakości analizy publicznych danych, umiejętności łączenia źródeł oraz znajomości instytucjonalnego kontekstu komunikacji spółki. Szczególnym punktem styku prawa korporacyjnego, strategii i psychologii zarządzania pozostaje walne zgromadzenie akcjonariuszy. Formalnie jest to organ lub forum wykonywania uprawnień właścicielskich – od głosowania nad uchwałami, przez uzyskiwanie informacji, po rozliczanie organów spółki w ramach danej jurysdykcji. W wymiarze instytucjonalnym stanowi ono jednak publiczną przestrzeń konfrontowania narracji zarządu z pytaniami inwestorów. Możliwość zadawania pytań i zgłaszania sprzeciwu może ograniczać tendencję kierownictwa do kreowania jednostronnego obrazu sytuacji. Nie oznacza to, że każde zgromadzenie musi być polem konfliktu, ani że ramy proceduralne są z natury podejrzane – sprawna organizacja wymaga przecież porządku i zasad bezpieczeństwa. Problem pojawia się wtedy, gdy procedury, lokalizacja spotkania lub sposób prowadzenia debaty systematycznie blokują możliwość zadawania pytań kluczowych z punktu widzenia interesów akcjonariuszy.

Lokalizacja i forma spotkań jako niejednoznaczne sygnały

Nieoczywiste znaczenie ekonomiczne samej lokalizacji walnych zgromadzeń wykazali Yuanzhi Li i David Yermack w badaniu Evasive Shareholder Meetings, opublikowanym w 2016 roku w Journal of Corporate Finance. Analizując blisko dziesięć tysięcy dorocznych zgromadzeń amerykańskich spółek z lat 2006–2010, badacze ustalili, że organizowanie spotkań w miejscach znacznie oddalonych od siedziby przedsiębiorstwa wiązało się z późniejszymi niekorzystnymi wynikami operacyjnymi i giełdowymi. W przypadku zgromadzeń odbywających się co najmniej tysiąc mil od siedziby spółki średnia skumulowana anormalna stopa zwrotu w następnym półroczu wynosiła około minus 3,7%. Szczególnie wymowny wynik dotyczył grupy 46 przedsiębiorstw, które tylko raz w pięcioletnim okresie przeniosły spotkanie na odległość co najmniej 150 mil od siedziby, podczas gdy w pozostałych latach organizowały je w pobliżu. W tej niewielkiej i specyficznie wyselekcjonowanej grupie odnotowano średnią anormalną stopę zwrotu wynoszącą około minus 11,7%.

Autorzy interpretowali tę zależność jako zgodną z hipotezą, że część menedżerów może ograniczać bezpośrednią kontrolę ze strony akcjonariuszy w okresach poprzedzających ujawnienie niekorzystnych informacji. Wynik ten nie oznacza jednak, że każda zmiana miejsca zgromadzenia

jest świadomą próbą zatajenia problemów, ani że historyczna zależność stanowi prosty przepis na osiąganie ponadprzeciętnych zysków. Z perspektywy metodologii badań empirycznych przypadek ten ujawnia trudności związane z odczytywaniem intencji z obserwowalnych zachowań organizacji.

Przeniesienie zgromadzenia może przecież wynikać z ograniczeń logistycznych, wcześniejszych zobowiązań, struktury akcjonariatu, zmiany siedziby operacyjnej lub względów bezpieczeństwa. Jednocześnie niektóre nietypowe decyzje lokalizacyjne mogą rzeczywiście zwiększać koszt uczestnictwa w wydarzeniu i utrudniać zadawanie niewygodnych pytań. Wykryta statystycznie zależność wymaga zatem rozważenia alternatywnych wyjaśnień, jakości zmiennych kontrolnych oraz specyfiki badanego okresu. Po pandemii COVID-19 dodatkowym czynnikiem stało się upowszechnienie zgromadzeń wirtualnych, których znaczenia nie można sprowadzić do prostego dylematu między jawnością a unikaniem odpowiedzialności.

Zdalny udział może obniżać koszty uczestnictwa akcjonariuszy rozproszonych geograficznie, lecz sposób moderowania pytań bywa nowym narzędziem ograniczania debaty. Badania François Brocheta, Romana Chychyli i Fabrizia Ferriego nad zgromadzeniami wirtualnymi nakreśliły złożony obraz: częściej zdarzały się spotkania całkowicie pozbawione pytań, jednak w tych, w których pytania padały, nie potwierdzono prostego wzorca eliminowania wypowiedzi krytycznych. Wnioskiem z tych analiz nie jest konieczność preferowania jednej formy spotkań, lecz potrzeba oceny faktycznej dostępności i jakości kontroli akcjonariuszy. W świecie, w którym komunikacja z inwestorami przeniosła się w dużej mierze do kanałów cyfrowych, równie istotnym źródłem informacji stały się konferencje wynikowe. Standardowa konferencja po publikacji sprawozdania obejmuje zazwyczaj część prezentacyjną oraz sesję pytań i odpowiedzi, podczas której analitycy próbują uzyskać dodatkowe wyjaśnienia dotyczące wyników, planów inwestycyjnych, kosztów, perspektyw popytowych i czynników ryzyka.

Obie części wydarzenia mają odmienny charakter informacyjny. Przygotowana prezentacja daje kierownictwu znaczną kontrolę nad konstrukcją przekazu, kolejnością argumentów oraz zakresem eksponowanych danych. Sesja pytań może natomiast w większym stopniu ujawniać zdolność zarządu do wyjaśnienia nieprzewidzianych zagadnień i spójność posiadanej wiedzy. Nie oznacza to jednak, że odpowiedź spontaniczna jest automatycznie bardziej prawdziwa niż starannie przygotowana. Wysoki stopień specjalizacji działalności gospodarczej sprawia, że nawet kompetentni menedżerowie mogą potrzebować czasu na udzielenie precyzyjnej odpowiedzi. Kluczowe jest rozpoznanie, czy kierownictwo odnosi się do istoty pytania, dostarcza informacji umożliwiających weryfikację i zachowuje konsekwencję między kolejnymi wypowiedziami. Lauren Cohen, Dong Lou i Christopher Malloy przeanalizowali ten problem w pracy Casting Conference Calls, opublikowanej w 2020 roku w Management Science.

Selektywna komunikacja i błędy interpretacji języka jako sygnały ryzyka

W badaniu obejmującym ponad 91 tysięcy transkrypcji konferencji wynikowych z pięciu państw i trzynastu lat, autorzy wykorzystali informacje o rekomendacjach analityków oraz częstotliwości dopuszczania ich do zadawania pytań. Stwierdzili, że przedsiębiorstwa, które częściej udzielały głosu analitykom wcześniej wyrażającym korzystne opinie o spółce, osiągały przeciętnie słabsze przyszłe wyniki giełdowe, częściej doświadczały negatywnych niespodzianek wynikowych i częściej dokonywały późniejszych korekt sprawozdań.

Historyczna strategia portfelowa oparta na tej zależności osiągała w zastosowanych specyfikacjach maksymalnie około 149 punktów bazowych miesięcznej anormalnej stopy zwrotu, co w prostym przeliczeniu daje niemal 18% rocznie. Wielkości tej nie można jednak utożsamiać z gwarantowaną i dostępną współcześnie rentownością inwestowania po uwzględnieniu kosztów oraz ograniczeń transakcyjnych. Ważniejszy jest wniosek jakościowy: selekcja rozmówców może dostarczać informacji nie tylko o przebiegu komunikacji, lecz także o bodźcach kierownictwa i jego gotowości do poddawania własnych ocen krytycznej weryfikacji.

Mechanizm ten można wyjaśnić za pomocą psychologii potwierdzania przekonań oraz teorii organizacyjnego uczenia się. Kierownictwo poszukujące przede wszystkim aprobaty może stopniowo tworzyć otoczenie informacyjne, w którym dominują komunikaty zgodne z przyjętą strategią. Analitycy wyrażający wątpliwości bywają w takim środowisku postrzegani nie jako źródło wartościowej informacji, lecz jako zagrożenie dla reputacji zarządu. Pojawia się struktura podobna do opisywanego w psychologii społecznej mechanizmu grupowego wzmacniania przekonań: dostęp do głosu uzyskują częściej uczestnicy podzielający dominującą interpretację, co z kolei zwiększa pozorną zgodność opinii.

Z punktu widzenia teorii zarządzania konsekwencje mogą być poważniejsze niż samo wprowadzenie inwestorów w błąd. Organizacja, która systematycznie ogranicza znaczenie krytycznych informacji, może osłabiać własną zdolność do wczesnego rozpoznawania zagrożeń operacyjnych. Selektywność komunikacji staje się wówczas nie tylko problemem relacji z rynkiem, ale potencjalnym objawem niewłaściwego funkcjonowania wewnętrznych procesów decyzyjnych. Analiza wypowiedzi kierownictwa prowadzi do kolejnego obszaru badań, w którym finanse spotykają się z lingwistyką komputerową.

Tim Loughran i Bill McDonald, analizując treść amerykańskich sprawozdań rocznych w badaniu opublikowanym w 2011 roku w The Journal of Finance, wykazali, że automatyczne ocenianie tonu

wypowiedzi przy użyciu słowników opracowanych dla języka ogólnego może prowadzić do systematycznych błędów. W ich próbie dokumentów z lat 1994-2008 prawie trzy czwarte słów klasyfikowanych jako negatywne przez powszechnie używany słownik harwardzki nie miało w kontekście finansowym zwykłego negatywnego znaczenia.

Przykład ten ma konsekwencje wykraczające daleko poza konstrukcję odpowiedniego słownika. Pokazuje, że znaczenie słowa zależy od dziedziny, funkcji wypowiedzi i kontekstu instytucjonalnego. Termin „zobowiązanie” w języku potocznym może budzić negatywne skojarzenia, ale w sprawozdawczości finansowej jest przede wszystkim kategorią techniczną. Podobnie określenia odnoszące się do ryzyka, niepewności czy strat nie muszą oznaczać nieuczciwości lub złej kondycji przedsiębiorstwa; mogą być przejawem większej rzetelności ujawniania zagrożeń.

Automatyczna analiza tekstu wymaga zatem zarówno wiedzy językowej, jak i znajomości ekonomicznej funkcji badanego dokumentu. Ważnym kierunkiem rozwoju tej metodologii jest analizowanie nie tylko bezwzględnej treści raportów, ale także zmian zachodzących między kolejnymi okresami sprawozdawczymi. Stephen Brown i Jennifer Wu Tucker, badając modyfikacje sekcji Management's Discussion and Analysis w amerykańskich raportach rocznych, wykazali, że zakres zmian opisowej części sprawozdań może zawierać informacje istotne dla inwestorów.

W ujęciu analitycznym szczególnie ważne staje się pytanie o relację między zmianami gospodarczymi a zmianami języka, którym przedsiębiorstwo je opisuje. Jeżeli znaczącemu pogorszeniu warunków działalności nie towarzyszy odpowiednia aktualizacja opisu ryzyk, można rozważać hipotezę o niewystarczającej jakości ujawnień. Jeśli natomiast zarząd nagle zmienia dotychczasowe sformułowania dotyczące płynności, postępowań prawnych albo rentowności projektów, pojawia się uzasadniona potrzeba zbadania ekonomicznego podłoża takiej zmiany. Nie można jednak traktować każdej nowej frazy jako zapowiedzi kryzysu.

Kontekst i statystyka ograniczają moc dowodową analizy języka

Zmiana języka może odzwierciedlać nowe wymogi regulacyjne, korektę praktyk sprawozdawczych, zmianę modelu biznesowego lub zalecenia audytora. Kluczową informację niesie przede wszystkim relacja między dokumentem a historią przedsiębiorstwa i jego rzeczywistymi warunkami działania. Interesujące są zatem hipotezy dotyczące "języka obronnego", nadmiernej racjonalizacji, przypisywania niepowodzeń czynnikom zewnętrznym oraz złożoności składniowej komunikatów

zarządu. Psychologia atrybucji wskazuje, że ludzie mają skłonność do przypisywania sukcesów własnym zdolnościom, natomiast porażki wiążą z okolicznościami pozostającymi poza ich kontrolą.

Mechanizm ten może ujawniać się także w komunikacji korporacyjnej, zwłaszcza gdy pozycja kierownictwa zależy od publicznej oceny wyników. Nie oznacza to jednak, że częstsze używanie spójników przyczynowych, strony biernej czy dłuższych zdań stanowi samoistny dowód celowej manipulacji. Złożoność wypowiedzi może wynikać z rzeczywistej skali działalności, wymogów języka prawnego, udziału doradców lub specyfiki wyjaśnianego problemu.

Podobnie odwoływanie się do czynników makroekonomicznych nie musi oznaczać unikania odpowiedzialności, jeśli przedsiębiorstwo rzeczywiście doświadcza skutków recesji, wahań kursowych lub zmian regulacyjnych. Istotna jest tutaj symetria uzasadnień: czy zarząd stosuje podobne kryteria interpretacji sukcesów i porażek, czy weryfikuje wcześniejsze prognozy, jak wyjaśnia odstępstwa od planu oraz czy przedstawia dane pozwalające ocenić realne znaczenie przywoływanych czynników.

Próbę empirycznego rozpoznawania komunikatów związanych z poważnymi problemami sprawozdawczymi podjęli David Larcker i Anastasia Zakolyukina w pracy Detecting Deceptive Discussions in Conference Calls (Journal of Accounting Research, 2012). Badacze konstruowali modele wykorzystujące kategorie językowe obecne w wypowiedziach kierownictwa, wiążąc je z informacjami o późniejszych istotnych korektach wyników finansowych. Sam projekt badania ujawnia jednak zasadniczy problem identyfikacyjny: fakt, że określone wypowiedzi poprzedzają korektę sprawozdania, nie dowodzi, że każda taka wypowiedź jest kłamstwem lub że menedżer posiadał pełną świadomość nieprawidłowości. Korekty mogą przecież wynikać z błędów rachunkowych, wad kontroli wewnętrznej, nowych ustaleń audytowych bądź celowych działań.

Modele językowe mogą zatem służyć szacowaniu prawdopodobieństwa zdarzeń na poziomie statystycznym, lecz nie zastępują ustalenia faktów i odpowiedzialności w konkretnym przypadku. Wykorzystanie ich jako automatycznych narzędzi oskarżania poszczególnych osób prowadziłoby do nieuprawnionego przejścia od korelacji populacyjnej do indywidualnej diagnozy.

Kolejny poziom analizy wymaga wyjścia poza warstwę słowną i uwzględnienia sygnałów akustycznych. William Mayew i Mohan Venkatachalam w badaniu The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance (The Journal of Finance, 2012) analizowali cechy głosu osób kierujących przedsiębiorstwami podczas konferencji wynikowych. Wykorzystując komputerowe metody identyfikacji emocjonalnego zabarwienia wypowiedzi, badacze stwierdzili, że sygnały wokalne mogą zawierać informacje o przyszłych wynikach działalności wykraczające poza te, które dostarczają tradycyjne dane finansowe i treści językowa komunikatów.

Sygnały behawioralne i akustyczne nie są wiarygodnym wykrywaczem kłamstw

Interpretacja tego zjawiska opiera się na założeniu, że wiedza człowieka o sytuacji w organizacji wpływa na sposób wypowiedzi, nawet jeśli sama treść pozostaje pod kontrolą. Menedżer świadomy trudności operacyjnych może przejawiać emocje związane z niepewnością, mimo starań, by zachować optymistyczny ton prezentacji.

Nie jest to jednak dowód na to, że konkretny wzorzec akustyczny pozwala jednoznacznie odróżnić prawdę od fałszu. Badanie koncentrowało się na statystycznych relacjach między właściwościami wypowiedzi a przyszłymi rezultatami przedsiębiorstw, a nie na możliwości bezbłędnego ustalania indywidualnych intencji. Rozróżnienie to staje się kluczowe przy ocenie technologii analizujących tzw. stres głosowy. Jessen Hobson, William Mayew i Mohan Venkatachalam w pracy Analyzing Speech to Detect Financial Misreporting badali, czy akustyczne oznaki dysonansu mogą pomóc w identyfikowaniu poważnych problemów sprawozdawczych.

Wyniki takich eksperymentów należy rozpatrywać przez pryzmat ograniczeń samego konstruktu psychologicznego. Pobudzenie fizjologiczne, napięcie emocjonalne i wysiłek poznawczy mogą towarzyszyć wprowadzaniu odbiorcy w błąd, ale pojawiają się również u osób zdenerwowanych, zmęczonych, zaskoczonych pytaniem lub obciążonych odpowiedzialnością za trudną sytuację, której nie spowodowały. Z drugiej strony osoba świadomie kłamiąca może pozostawać całkowicie spokojna.

Dodatkowo komercyjne narzędzia mierzące właściwości głosu mogą różnić się skutecznością w zależności od języka, warunków akustycznych, typu wypowiedzi czy populacji. Badanie amerykańskiego National Institute of Justice nad wykrywaniem kłamstwa za pomocą analizy stresu głosowego wykazało poważne ograniczenia tych systemów w warunkach terenowych. Wyników badań nad głosem menedżerów nie wolno zatem przekształcać w tezę, że automatyczny odczyt napięcia stanowi wiarygodny "wykrywacz oszustw" korporacyjnych. Ostrożność tę potwierdzają ogólniejsze badania psychologiczne. Charles Bond i Bella DePaulo przeprowadzili metaanalizę 206 dokumentów badawczych, obejmującą ponad 24 tysiące osób oceniających prawdziwość wypowiedzi. Średnia trafność rozróżniania prawdy od kłamstwa wyniosła około 54%, co tylko nieznacznie przekracza wynik przypadkowy w zrównoważonym zadaniu dwuklasowym.

Nie oznacza to, że komunikacja niewerbalna jest całkowicie pozbawiona informacji. Wskazuje jednak, że ludzka intuicja w kwestii nieuczciwości rozmówcy pozostaje zawodna, a popularne

przekonania o znaczeniu unikania kontaktu wzrokowego, konkretnych gestów czy nerwowego zachowania nie mają podstaw, by traktować je jako niezależne dowody kłamstwa.

W środowisku korporacyjnym problem komplikują profesjonalne przygotowanie wystąpień, różnice kulturowe, stres odpowiedzialności za duże organizacje oraz indywidualne style komunikacji. Osoba mówiąca pewnie i płynnie nie musi dysponować bardziej prawdziwymi informacjami niż menedżer ostrożny, mniej ekspresyjny lub czujący dyskomfort podczas publicznych wystąpień.

Pułapka intuicyjnej oceny kompetencji menedżerów

Można wyjaśnić, dlaczego atrakcyjność tak uproszczonych metod pozostaje wciąż tak duża. Ludzki system poznawczy jest przystosowany do szybkiego wnioskowania o innych na podstawie ograniczonej liczby wskazówek; oceniamy kompetencję, wiarygodność, dominację czy nastawienie emocjonalne rozmówcy jeszcze przed szczegółową analizą jego wypowiedzi.

Mechanizm ten bywa użyteczny w codziennych interakcjach, lecz w złożonych decyzjach gospodarczych może prowadzić do poważnych pomyłek. Mimika i sposób poruszania się wpływają bowiem na postrzeganą wiarygodność, a niekoniecznie na rzeczywistą uczciwość czy zdolność tworzenia wartości. To wyjaśnia, dlaczego inwestorzy bywają skłonni utożsamiać charyzmę z kompetencją, swobodę wypowiedzi z wiedzą, a dominującą postawę z przywództwem. Współczesne narzędzia komputerowego rozpoznawania emocji nie eliminują tego zagrożenia.

Jeżeli model uczy się na ocenach dokonywanych przez ludzi, może odtwarzać ich stereotypy i błędy, nadając subiektywnym sądom pozór technicznej obiektywności. Naukowo uzasadnione wykorzystanie danych niewerbalnych wymaga zatem walidacji ich wartości prognostycznej w konkretnym kontekście, z uwzględnieniem błędów klasyfikacji, różnic indywidualnych i ograniczeń etycznych. Szczególnie kontrowersyjnym obszarem badań stały się próby wnioskowania o osobowości kadry kierowniczej na podstawie cech wyglądu, podpisu lub sposobu autoprezentacji. Charles Ham, Nicole Seybert i Sean Wang badali między innymi wielkość podpisu dyrektora generalnego jako przybliżoną miarę cech narcystycznych, analizując jej związki z decyzjami inwestycyjnymi i wynikami przedsiębiorstw.

Wspomniani autorzy podejmowali również próby sprawdzenia trafności tego wskaźnika w badaniach psychologicznych. Nie wynika z nich jednak, że duży podpis pozwala zdiagnozować u konkretnego menedżera narcystyczne zaburzenie osobowości albo przewidzieć nieuczciwe postępowanie. Konstrukty wykorzystywane w badaniach nad osobowością przywódców są

wielowymiarowe, a ich pomiar za pomocą pojedynczych cech zewnętrznych pozostaje obarczony znaczną niepewnością. Tym bardziej ostrożnie należy traktować próby przypisywania prawdopodobieństwa oszustwa do proporcji twarzy lub innych cech fizycznych. Tego rodzaju korelacje, nawet jeśli występują w określonych próbach, mogą zależeć od czynników zakłócających, doboru populacji oraz kontekstu społecznego.

Przekształcenie ich w narzędzia automatycznego wartościowania ludzi groziłoby powrotem do błędów fizjonomiki, która historycznie próbowała odczytywać cechy moralne i psychiczne z wyglądu ciała. Badanie statystyczne określonej zależności jest bowiem czymś zasadniczo innym niż uprawnienie do indywidualnego osądu człowieka.

Analiza realnych kosztów i pułapka prestiżu jako rzetelne wskaźniki kondycji firmy

Znacznie mocniejsze podstawy ekonomiczne posiada analiza zachowań menedżerów, które wiążą się z rzeczywistymi kosztami dla przedsiębiorstwa oraz sposobem alokacji kapitału. David Yermack, badając wykorzystanie samolotów korporacyjnych przez kadrę kierowniczą, analizował relację między przywilejami menedżerskimi a wynikami akcjonariuszy. Praca Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns z 2006 roku wpisuje się w klasyczny problem oddzielenia własności od kontroli. Jeśli menedżer może finansować własną konsumpcję ze środków firmy, a korzyści prywatne przewyższają jego udział w kosztach, pojawia się przestrzeń do podejmowania decyzji niezgodnych z interesem właścicieli.

Nie oznacza to jednak, że korzystanie z samolotu korporacyjnego jest z natury nieefektywne. W określonych przypadkach może ono ograniczać koszty czasu kierownictwa, zwiększać bezpieczeństwo i ułatwiać zarządzanie wieloma lokalizacjami. Kluczowa jest zatem relacja między gospodarczym uzasadnieniem wydatku a jego skalą, dostępnością alternatyw i jakością mechanizmów kontroli. W przeciwieństwie do arbitralnej interpretacji gestów prezesa, analiza tego rodzaju praktyk opiera się na konkretnych decyzjach majątkowych, których konsekwencje można przynajmniej częściowo oszacować.

Odrębnego rozpatrzenia wymaga społeczna konstrukcja autorytetu dyrektora generalnego. W nowoczesnym kapitalizmie osoby zarządzające dużymi przedsiębiorstwami często zyskują status wykraczający poza formalne kompetencje i odpowiedzialność korporacyjną. Media, nagrody branżowe, popularność publikacji czy wyrazista narracja o osobistej wizji firmy sprzyjają budowaniu wizerunku przywódcy wyjątkowego. Z perspektywy socjologii można tu dostrzec

nawiązanie do Weberowskiego pojęcia autorytetu charyzmatycznego, w którym legitymizacja władzy opiera się częściowo na przekonaniu otoczenia o nadzwyczajnych cechach jednostki.

W warunkach rynkowych proces ten może pomagać firmie przyciągać pracowników i kapitał, ale jednocześnie zwiększa ryzyko przeceniania osobistego wkładu kierownictwa w sukces organizacji. Wyniki przedsiębiorstwa są zazwyczaj efektem pracy zespołów, technologii, instytucji oraz okoliczności zewnętrznych. Przypisanie ich niemal w całości jednej osobie prowadzi do zawyżania jej zdolności prognostycznych i marginalizowania znaczenia systemów kontroli.

Problem ten zbadali Ulrike Malmendier i Geoffrey Tate w pracy Superstar CEOs z 2009 roku, opublikowanej w The Quarterly Journal of Economics. Wykorzystując prestiżowe nagrody dla dyrektorów generalnych jako wskaźnik wzrostu ich statusu, autorzy wykazali, że firmy kierowane przez nagradzanych menedżerów osiągały później przeciętnie słabsze wyniki niż odpowiednio dobrane grupy porównawcze. Wynik ten sugeruje, że wzrost osobistego prestiżu zmienia bodźce i sposób gospodarowania uwagą menedżera, choć nie rozwiązuje to w pełni problemu identyfikacji przyczynowej. Firmy nagradzane po okresie wyjątkowych sukcesów mogą doświadczać także naturalnej regresji wyników do średniej, a zmiany rynkowe pozostają niezależne od popularności liderów.

Najbardziej uzasadniony wniosek nie polega więc na utożsamianiu sukcesu medialnego z przyszłą porażką, lecz na potrzebie oddzielenia reputacji kierownictwa od trwałej zdolności firmy do generowania wartości. Chodzi o rozpoznawanie sytuacji, w których osobisty prestiż może utrudniać korygowanie błędnych decyzji. Problem ten ujawnia szczególnie wyraźnie przypadek Theranosa.

Przedsiębiorstwo to przedstawiało inwestorom wizję radykalnej transformacji diagnostyki medycznej poprzez miniaturyzację badań laboratoryjnych i ograniczenie ilości pobieranej krwi. Projekt odwoływał się do realnych potrzeb społecznych: powszechnego dostępu do badań, szybkości diagnostyki i redukcji uciążliwości procedur medycznych.

Wartość sygnałów zależy od kontekstu i wzorców

W 2018 roku amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd zarzuciła spółce Theranos, jej założycielce Elizabeth Holmes oraz byłemu prezesowi Rameshowi Balwaniemu prowadzenie wieloletniego procederu wprowadzania inwestorów w błąd. Zarzuty dotyczyły nieprawdziwego lub wyolbrzymionego przedstawiania technologii, działalności i wyników finansowych firmy. Według SEC, w procesie pozyskiwania ponad 700 milionów dolarów finansowania przekazywano twierdzenia rażąco odbiegające od rzeczywistego stanu technologii i przychodów. Przypadek ten ma

szczególne znaczenie dla analizy aktywów niematerialnych: innowacja była prezentowana jako źródło ogromnej przyszłej wartości, podczas gdy inwestorzy nie dysponowali skutecznymi mechanizmami weryfikacji jej faktycznego zaawansowania. Nie byłoby jednak słuszne wyciągać z tej historii wniosku, że przedsiębiorstwa kreślące śmiałe wizje technologiczne są z natury podejrzane. Właściwą lekcją jest raczej konieczność odróżniania wartości potencjalnego odkrycia od stopnia jego empirycznego potwierdzenia i wiarygodności danych.

Podobne znaczenie, choć w innym kontekście prawnym i organizacyjnym, miał spór dotyczący komunikacji Elona Muska z inwestorami Tesli w 2018 roku. Po publicznym oświadczeniu o możliwości wycofania spółki z giełdy i zapewnieniu, że finansowanie takiej transakcji zostało zabezpieczone, SEC postawiła zarzuty dotyczące wprowadzających w błąd komunikatów rynkowych. Postępowanie zakończyło się ugodami, które przewidziały sankcje oraz zmiany w zasadach nadzoru nad komunikacją.

Z punktu widzenia teorii finansów istotny nie jest medialny wymiar tego sporu, lecz sposób, w jaki wypowiedź kierownictwa o potencjalnej transakcji wpływa na oczekiwania i ceny akcji. Informacja o gotowości inwestorów do sfinansowania przedsięwzięcia, perspektywie przejęcia kontroli czy zmianie statusu prawnego spółki posiada znaczną wartość cenotwórczą. Jeśli przekaz wyprzedza rzeczywisty stan uzgodnień, asymetria informacyjna pogłębia się – inwestorzy mogą podejmować decyzje na podstawie zdarzenia przedstawionego jako bardziej prawdopodobne lub zaawansowane, niż wynikałoby to z dostępnych dowodów. Aby wyjaśnić ekonomiczne konsekwencje takiej komunikacji, nie trzeba odwoływać się do diagnoz osobowościowych. Wystarczy analiza treści oświadczenia, jego podstawy faktycznej, reakcji rynku i obowiązków emitenta wynikających z prawa.

Wiarygodność deklaracji zarządu można konfrontować również z jego osobistymi decyzjami majątkowymi, a zwłaszcza z transakcjami dotyczącymi akcji własnego przedsiębiorstwa. W pierwszym przybliżeniu zakup akcji przez osobę posiadającą szczegółową wiedzę o sytuacji spółki interpretuje się jako sygnał przekonania o jej niedowartościowaniu. Sprzedaż nie musi jednak oznaczać przekonania przeciwnego.

Menedżer może pozbywać się części papierów w celu dywersyfikacji majątku, pokrycia zobowiązań podatkowych, sfinansowania wydatków osobistych lub realizacji wcześniej przyjętego planu transakcyjnego. Konieczne jest więc rozróżnienie zachowań wynikających z prywatnych potrzeb płynnościowych od takich, które mogą odzwierciedlać informacje o perspektywach przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia teorii sygnalizacji znaczenie ma nie tylko kierunek transakcji, ale także jej relacja do dotychczasowego zachowania zarządzającego, wielkość posiadanego pakietu, struktura wynagrodzenia i okoliczności towarzyszące.

Lauren Cohen, Christopher Malloy i Łukasz Pomorski zaproponowali takie rozróżnienie w badaniu Decoding Inside Information z 2012 roku (The Journal of Finance). Autorzy analizowali powtarzalność transakcji osób z dostępem do informacji wewnętrznych, oddzielając zachowania rutynowe od działań odbiegających od wcześniejszych wzorców. W badanej próbie transakcje rutynowe okazały się w zasadzie pozbawione wartości prognostycznej. Natomiast portfel skonstruowany na podstawie transakcji klasyfikowanych jako oportunistyczne osiągał oszacowaną anormalną stopę zwrotu ważoną wartością rynkową wynoszącą około 82 punkty bazowe miesięcznie. Wynik ten nie oznacza, że transakcje nierutynowe są dowodem nielegalnego wykorzystania informacji poufnej. Określenie „oportunistyczne" pełniło w badaniu funkcję klasyfikacyjną i odnosiło się do zachowań odbiegających od wcześniejszego rytmu transakcji. Wniosek ten ma charakter ogólny: informacja zawarta w zachowaniu człowieka zależy od jego relacji do oczekiwanego wzorca, a nie wyłącznie od samego faktu wystąpienia zdarzenia.

Prawidłowe wykorzystanie tego wniosku wymaga uwzględnienia systemów prawnych i mechanizmów organizacyjnych. W Stanach Zjednoczonych reguła 10b5-1 określa warunki korzystania z wcześniej ustanowionych planów transakcyjnych; jej zmiany z 2022 roku wprowadziły m.in. dodatkowe okresy oczekiwania i wymogi ujawniania informacji o takich planach. W Unii Europejskiej art. 19 rozporządzenia MAR reguluje zgłaszanie określonych transakcji osób pełniących obowiązki zarządcze oraz osób blisko z nimi związanych, uwzględniając ustawowe warunki i progi. Oznacza to, że publiczna informacja o sprzedaży akcji przez dyrektora generalnego powinna być interpretowana w kontekście właściwego reżimu prawnego, kalendarza wynagrodzeń, harmonogramu nabywania uprawnień i historii wcześniejszych transakcji.

Wpływ wycen rynkowych na decyzje zarządu

Mechaniczne naśladowanie decyzji osób zarządzających jest szczególnie ryzykowne, gdyż inwestor zewnętrzny nie zna pełnego portfela majątkowego menedżera ani wszystkich motywów jego działań. Ponadto wyniki strategii opartych na odtwarzaniu historycznych wzorców transakcyjnych zależą od terminowości ujawnień, płynności papierów, kosztów obrotu oraz zmian w zachowaniu uczestników rynku. Relacja między sygnałami wysyłanymi przez menedżerów a oceną przedsiębiorstwa nie jest jednak jednostronna; finanse korporacyjne muszą uwzględniać także wpływ ceny akcji na decyzje samego zarządu.

Philip Bond, Alex Edmans i Itay Goldstein w swojej teorii realnych skutków rynków finansowych analizowali mechanizmy, dzięki którym informacje zawarte w cenach wpływają na inwestycje, finansowanie i wybory operacyjne firm. Jeśli wiedza jest rozproszona między klientami,

dostawcami, analitykami i inwestorami, zmiany kursu akcji mogą dostarczać kierownictwu cennych informacji o przyszłych możliwościach działalności. W takim scenariuszu zarząd może racjonalnie aktualizować własne przekonania na podstawie sygnału rynkowego. Nie należy jednak traktować tego mechanizmu jako bezwarunkowego potwierdzenia mądrości giełdy. Cena jest bowiem wypadkową informacji, preferencji i płynności, ale także błędów poznawczych uczestników rynku. Menedżer interpretujący każdy wzrost kursu jako dowód na nieodkryty popyt na produkty firmy może popełnić błąd, utożsamiając wycenę finansową z rzeczywistą informacją gospodarczą.

W tym miejscu konieczne jest rozróżnienie dwóch mechanizmów reakcji kierownictwa na zachowanie rynku. Pierwszy to kanał uczenia się: zarząd obserwuje zmianę ceny akcji, uznaje ją za potencjalną wskazówkę dotyczącą przyszłych warunków działalności i modyfikuje decyzje inwestycyjne. W wersji racjonalnej mechanizm ten poprawia jakość alokacji kapitału, gdyż ceny agregują wiedzę rozproszoną. W wersji zniekształconej kierownictwo reaguje na ruch cenowy wywołany głównie szumem, spekulacją lub chwilową modą. Drugi mechanizm polega na dostosowywaniu decyzji przedsiębiorstwa do aktualnych preferencji inwestorów w celu podtrzymania korzystnej wyceny, niezależnie od długookresowej produktywności tych działań. W literaturze finansowej wiąże się to z koncepcją cateringu, czyli reagowania na popyt rynku kapitałowego na określone cechy przedsiębiorstw.

Nie każda taka reakcja jest nieefektywna. Wykorzystanie wysokiej wyceny do pozyskania kapitału może być racjonalne, a zmiana strategii pod wpływem oczekiwań inwestorów może przynieść realną poprawę działalności. Problem pojawia się wtedy, gdy menedżerowie podejmują projekty głównie dlatego, że ich ogłoszenie odpowiada dominującej narracji giełdowej, mimo braku wystarczających podstaw do oczekiwania dodatniej wartości ekonomicznej.

System bodźców a realna wartość decyzji zarządczych

Historyczny rozwój infrastruktury telekomunikacyjnej na przełomie XX i XXI wieku pozwala lepiej zrozumieć tę zależność. Dynamiczny wzrost zainteresowania internetem wygenerował wysokie oczekiwania co do przyszłego zapotrzebowania na transmisję danych. Przedsiębiorstwa telekomunikacyjne podejmowały kosztowne inwestycje, w tym budowę sieci światłowodowych; ich długookresowy potencjał technologiczny był rzeczywisty, lecz krótkookresowy popyt i rentowność części przedsięwzięć zostały przeszacowane. W następstwie załamania koniunktury ujawniła się nadmierna skala niektórych projektów oraz problem niewykorzystanej zdolności przesyłowej. Nie oznacza to jednak, że budowa światłowodów była gospodarczo bezcelowa – część infrastruktury znalazła późniejsze zastosowanie, a trwałe znaczenie sieci okazało się ogromne.

Historyczne niepowodzenie dotyczyło przede wszystkim relacji między momentem, skalą i kosztem inwestycji a rzeczywistym tempem materializowania się popytu. Z perspektywy teorii rynku kapitałowego kluczowe jest spostrzeżenie, że kierunek zmiany technologicznej może być rozpoznany poprawnie, podczas gdy wyceny aktywów i decyzje inwestycyjne pozostają błędne. W ten sposób rynkowy entuzjazm prowadzi do realnych, nieodwracalnych nakładów gospodarczych, których ekonomiczna produktywność okazuje się znacznie niższa od zakładanej. Napięcie między trafnym uczeniem się a dostosowywaniem działań do krótkookresowych oczekiwań inwestorów pogłębia konstrukcja wynagrodzeń menedżerskich. Jeżeli znaczna część majątku dyrektora generalnego zależy od bieżącej ceny akcji albo możliwości sprzedaży pakietu w określonym terminie, pojawia się bodziec do preferowania decyzji zwiększających krótkoterminową atrakcyjność spółki. Nie oznacza to, że wynagrodzenia oparte na akcjach są niepożądane – ich podstawowym uzasadnieniem jest przecież zbliżanie interesów menedżerów do interesów akcjonariuszy. Problem dotyczy jednak horyzontu ekonomicznego, w którym następuje realizacja korzyści.

Alex Edmans, Vivian Fang i Katharina Lewellen wykazali w badaniu Equity Vesting and Investment, że terminy nabywania przez menedżerów praw do akcji i opcji mogą wpływać na zachowania inwestycyjne przedsiębiorstw, prowadząc m.in. do ograniczania wydatków na badania i rozwój oraz nakładów kapitałowych. W kolejnym opracowaniu dotyczącym długookresowych konsekwencji bodźców krótkoterminowych analizowano także związki między harmonogramem wynagrodzeń a decyzjami o skupie akcji i przejęciach. Wyniki te dowodzą, że sygnał płynący z decyzji finansowej zarządu nie może być interpretowany w oderwaniu od prywatnych korzyści, jakie dana decyzja może przynieść menedżerom.

Na znaczenie krótkookresowych bodźców wskazują również badania Johna Grahama, Campbella Harveya i Shivy Rajgopala dotyczące praktyk sprawozdawczości korporacyjnej. W opublikowanym w 2005 roku badaniu ankietowym kierownictwa finansowego stwierdzono, że znaczna część respondentów deklarowała gotowość do podejmowania decyzji mogących ograniczać długookresową wartość przedsiębiorstwa, jeśli pozwoliłyby one uniknąć niekorzystnych odchyleń od oczekiwanego wyniku krótkoterminowego. Około 78% ankietowanych dopuszczało poświęcenie wartości ekonomicznej w celu wygładzenia raportowanych wyników. Liczba ta odnosi się do deklaracji w konkretnym badaniu i nie jest pomiarem odsetka menedżerów rzeczywiście dopuszczających się nadużyć; jej znaczenie polega na wykazaniu siły bodźca, który skłania kierownictwo do przedkładania bieżącej reakcji rynku nad przyszłą efektywność firmy. Mechanizm ten jest szczególnie groźny w organizacjach intensywnie inwestujących w kapitał niematerialny, ponieważ ograniczenie wydatków na badania, szkolenia czy rozwój relacji z klientami poprawia

wynik rachunkowy w krótkim okresie, jednocześnie osłabiając zdolność tworzenia wartości w przyszłości.

Rzetelne rozpoznawanie ukrytych sygnałów zarządu wymaga zatem unikania dwóch przeciwstawnych błędów poznawczych. Pierwszy polega na lekceważeniu informacji jakościowych tylko dlatego, że nie występują one jako pozycja księgowa. Historia miejsca organizacji zgromadzenia akcjonariuszy, sposób doboru rozmówców podczas konferencji, nieoczekiwana zmiana języka ujawnień czy nietypowy charakter transakcji menedżerskiej mogą być wartościowymi przesłankami analizy. Drugi błąd polega na nadawaniu tym przesłankom znaczenia rozstrzygającego. Stres w głosie, wielkość podpisu, zdjęcie w raporcie czy popularność medialna prezesa nie stanowią niezależnych dowodów oszustwa, niekompetencji lub przyszłego spadku kursu. Wnioski powinny uwzględniać siłę badanego efektu, jego stabilność w odmiennych próbach, prawdopodobieństwo fałszywych alarmów i możliwość innych wyjaśnień. Ocena wiarygodności zarządu wymaga ponadto analizy ciągłości zachowań: czy wcześniejsze prognozy były realistyczne, czy istotne odstępstwa wyjaśniano w sposób sprawdzalny, czy decyzje inwestycyjne odpowiadały deklarowanym celom oraz czy osoby odpowiedzialne za nie ponosiły ekonomiczne konsekwencje rezultatów. Istotny jest także aksjologiczny wymiar tego problemu.

Analiza informacji korporacyjnych odbywa się w przestrzeni, w której ścierają się prawo inwestorów do rzetelnej wiedzy, uzasadnione interesy przedsiębiorstwa w ochronie tajemnic handlowych, prawa osobiste osób zarządzających oraz społeczna potrzeba odpowiedzialności instytucji dysponujących znaczną siłą gospodarczą. Rozwój technologii umożliwiających masowe przetwarzanie obrazu, głosu i danych biograficznych nie znosi konieczności respektowania tych granic.

Spójność systemowa zamiast izolowanych sygnałów

Wykorzystywanie publicznie dostępnych zachowań menedżerów do analizy decyzji gospodarczych to proces odmienny od przypisywania im określonych właściwości moralnych na podstawie niezweryfikowanych klasyfikatorów psychologicznych. Szczególnie ryzykowne pozostają próby wnioskowania o charakterze człowieka z cech biologicznych, gdyż mogą one utrwalać stereotypy i prowadzić do błędnej stygmatyzacji.

W gospodarce wiedzy jakość oceny nie rośnie proporcjonalnie do ilości gromadzonych danych. Zależy ona przede wszystkim od trafności kategorii poznawczych, umiejętności rozpoznawania ich ograniczeń oraz gotowości do odrzucania atrakcyjnych, lecz niepotwierdzonych interpretacji. Wniosek wyłaniający się z analizy komunikacji kierownictwa jest zatem bardziej wymagający, niż

sugeruje popularne przekonanie o możliwości „czytania" prawdziwych intencji prezesa z pojedynczych gestów. Największą wartość informacyjną ma bowiem nie izolowane słowo czy transakcja, lecz spójność pomiędzy deklaracjami, bodźcami a decyzjami i ich długookresowymi konsekwencjami gospodarczymi. Zarząd deklarujący przywiązanie do innowacji powinien być oceniany przez pryzmat rzeczywistej jakości projektów; ten, który zapowiada dyscyplinę finansową – według sposobu alokacji kapitału, a zapewniający o transparentności – poprzez gotowość do odpowiedzi na krytyczne pytania.

Nawet w takim ujęciu ocena pozostaje probabilistyczna, ponieważ organizacje funkcjonują w warunkach niepewności i nie każdy błąd wynika z nierzetelności. To właśnie to rozróżnienie chroni analizę inwestycyjną przed przekształceniem się w zbiór podejrzeń lub psychologiczny katalog uprzedzeń. Pełne wyjaśnienie tych procesów wymaga jednak przesunięcia punktu ciężkości z samych komunikatów kierownictwa na instytucje kształtujące jego postawy. Jeśli menedżerowie reagują racjonalnie na system wynagrodzeń, strukturę nadzoru, ryzyko utraty stanowiska czy presję rynku kapitałowego, analiza pojedynczych sygnałów nie wystarczy do rozpoznania przyczyn ich decyzji. Konieczne staje się zbadanie teorii agencji, konfliktów interesów, mechanizmów nadzoru korporacyjnego oraz problemu krótkookresowego oportunizmu w warunkach oddzielenia własności od kontroli. Autor przechodzi zatem od rozpoznawania sygnałów do analizy instytucjonalnej architektury zachowań menedżerskich, by pokazać, jak system wynagrodzeń, układ władzy i mechanizmy odpowiedzialności mogą zarówno wzmacniać racjonalność decyzji, jak i przekształcać pozornie rozsądne działania w trwałe źródło destrukcji wartości.

> Ostatecznie największym wyzwaniem nie jest samo rozszyfrowanie ukrytych sygnałów, lecz zrozumienie, że menedżerowie są często jedynie racjonalnymi aktorami wewnątrz wadliwie zaprojektowanych systemów bodźców. Czy zatem szukanie prawdy w gestach i słowach jednostek ma sens, jeśli to architektura korporacyjna premiuje krótkowzroczny oportunizm kosztem trwałej wartości? Być może prawdziwa transparentność zaczyna się nie od lepszych raportów, lecz od zmiany reguł gry, w której rzetelność przestaje być ryzykowną strategią.

Inspiracje

[1] 

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

Random House | ISBN: 9798217089543

Alex Edmans jest brytyjskim ekonomistą i profesorem finansów w London Business School, a także członkiem Brytyjskiej Akademii i Akademii Nauk Społecznych. Wcześniej pełnił funkcję profesora finansów w Wharton School of the University of Pennsylvania oraz profesora biznesu Mercers' School Memorial w Gresham College. Edmans uzyskał tytuł licencjata w Merton College w Oksfordzie, pracował w bankowości inwestycyjnej w Morgan Stanley i uzyskał doktorat z ekonomii finansowej w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Jego badania naukowe koncentrują się na finansach korporacyjnych, odpowiedzialnym biznesie, wynagrodzeniach kadry kierowniczej, zrównoważonym inwestowaniu i finansach behawioralnych. Edmans jest znany ze swoich wpływowych badań wykazujących związek między satysfakcją pracowników a długoterminowymi wynikami przedsiębiorstw. Pełnił funkcję redaktora naczelnego Review of Finance.

***Alex Edmans** is a British economist and Professor of Finance at London Business School, as well as a Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences. He previously served as a tenured professor of finance at the Wharton School of the University of Pennsylvania and as the Mercers' School Memorial Professor of Business at Gresham College. Edmans earned his BA from Merton College, Oxford, worked in investment banking at Morgan Stanley, and completed his PhD in financial economics at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. His academic research focuses on corporate finance, responsible business, executive compensation, sustainable investing, and behavioural finance. Edmans is renowned for his influential research demonstrating the link between employee satisfaction and long-term corporate performance, and has served as managing editor of the Review of Finance.*

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

George Akerlof

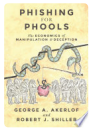
ISBN: 9788072614783



[8] "Animal Spirits"

George Akerlof

Princeton University Press | ISBN: 9780691142333



[9] "Phishing for Phools"

George Akerlof

Princeton University Press | ISBN: 9780691173023

[10] **"Speech Analysis in Financial Markets"**

William J. Mayew, Mohan Venkatachalam

2013 | ISBN: 9781601986535

[11] **"The Real Effects of Financial Markets"**

Philip Bond, Alex Edmans, Itay Goldstein

2011



[12] **"Proceedings of the 7th ACM Conference on Computer and Communications Security"**

Sushil Jajodia, Pierangela Samarati

2000

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"Strategic Information Transmission"**

Vincent P. Crawford, Joel Sobel

1982 | Econometrica | DOI: 10.2307/1913390

Źródło

[2] **"Time and Communication in Economic and Social Interaction"**

A. Michael Spence

1973 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1882035

Źródło

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

George A. Akerlof

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

Źródło

[4] **"Social Distance and Social Decisions"**

George A. Akerlof

1997 | Econometrica | DOI: 10.2307/2171877

Źródło

[5] **"Efficiency Wage Models of the Labor Market"**

George A. Akerlof, Janet L. Yellen

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

Źródło

[6] **"Job Market Signaling"**

Michael Spence

1973 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.2307/1882010

Źródło

[7] **"Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets"**

Michael Spence

2002 | American Economic Review | DOI: 10.1257/00028280260136200

Źródło

[8] **"Cognition and Behavior in Normal-Form Games: An Experimental Study"**

Miguel A. Costa-Gomes, Vincent P. Crawford, Bruno Broseta

2001 | Econometrica | DOI: 10.1111/1468-0262.00239

Źródło

[9] **"A Survey of Experiments on Communication via Cheap Talk"**

Vincent P. Crawford

1998 | Journal of Economic Theory | DOI: 10.1006/jeth.1997.2359

Źródło

[10] **"Level-k Auctions: Can a Nonequilibrium Model of Strategic Thinking Explain the Winner's Curse and Overbidding in Private-Value Auctions?"**

Vincent P. Crawford, Nagore Iriberri

2007 | Econometrica | DOI: 10.1111/j.1468-0262.2007.00810.x

Źródło

[11] **"A Theory of Credibility"**

Joel Sobel

1985 | The Review of Economic Studies | DOI: 10.2307/2297732

Źródło

[12] "On the function of language"

J. Sobel

2025 | International Journal of Game Theory | DOI: 10.1007/s00182-025-00933-7

Źródło

[13] "Species Identity and Initial Size Rather Than Neighborhood Interactions Influence Survival in a Response-Surface Examination of Competition"

Zhiqiang Shen, Yuanzhi Li, Zhiyi Chen, Nianxun Xi, Wenqi Luo

2020 | Frontiers in Plant Science | DOI: 10.3389/fpls.2020.01212

Źródło

[14] "Unraveling the drivers and impacts of leaf phenological diversity in a subtropical forest: A fine-scale analysis using PlanetScope CubeSats"

Jing Wang, Yuanzhi Li, Md Mizanur Rahman, Buhang Li, Zhengbing Yan

2024 | New Phytologist | DOI: 10.1111/nph.19850

Źródło

[15] "Evasive Shareholder Meetings"

David Yermack, Yuanzhi Li

2014 | DOI: 10.3386/w19991

Źródło

[16] "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

[17] "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

[18] "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

[19] "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements"

David Yermack

1997 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04809.x

Źródło

[20] "Speaking of the short-term: disclosure horizon and managerial myopia"

François Brochet, Maria Loumioti, George Serafeim

2015 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-015-9329-8

Źródło

[21] "Information Content of Insider Trades before and after the Sarbanes-Oxley Act"

François Brochet

2010 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr.2010.85.2.419

Źródło

[22] "Managers' Cultural Background and Disclosure Attributes"

François Brochet, Gregory S. Miller, Patricia L. Naranjo, Gwen Yu

2018 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-52290

Źródło

[23] "The Capital Market Consequences of Language Barriers in the Conference Calls of Non-U.S. Firms"

François Brochet, Patricia L. Naranjo, Gwen Yu

2016 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-51387

Źródło

[24] "Using Python for Text Analysis in Accounting Research"

Vic Anand, Khrystyna Bochkay, Roman Chychyla, Andrew J. Leone

2020 | Foundations and Trends® in Accounting | DOI: 10.1561/1400000062

Źródło

[25] "Virtual Shareholder Meetings"

François Brochet, Roman Chychyla, Fabrizio Ferri

2020 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.2023.4946

Źródło

[26] "How to base probability theory on perfect-information games"

Glenn R. Shafer, Vladimir Vovk, Roman Chychyla

2010 | Bulletin of the European Association for Theoretical Computer Science

Źródło

[27] "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

[28] "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

[29] "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

[30] "Hiring Cheerleaders: Board Appointments of "Independent" Directors"

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

2008 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.1110.1483

Źródło

[31] "Attracting Investor Attention through Advertising"

Dong Lou

2014 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhu019

Źródło

[32] "A tug of war: Overnight versus intraday expected returns"

Dong Lou, Christopher Polk, Spyros Skouras

2019 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2019.03.011

Źródło

[33] "Anticipated and Repeated Shocks in Liquid Markets"

Dong Lou, Hongjun Yan, Jinfan Zhang

2013 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hht034

Źródło

[34] "Informed trading in government bond markets"

Robert Czech, Shiyang Huang, Dong Lou, Tianyu Wang

2019 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.05.049

Źródło

[35] "The Geography of Equity Analysis"

Christopher J. Malloy

2005 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00744.x

Źródło

[36] "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

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

Tim Loughran, Bill McDonald

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

Źródło

[38] "Uniformly least powerful tests of market efficiency"

Tim Loughran

2000 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(99)00054-9

Źródło

[39] "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

[40] "Predicting Stock Returns in an Efficient Market"

Ronald J. Balvers, Thomas F. Cosimano, Bill McDonald

1990 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1990.tb02429.x

Źródło

[41] "Differential Information and Security Market Equilibrium"

Christopher B. Barry, Stephen J. Brown

1985 | Journal of Financial and Quantitative Analysis | DOI: 10.2307/2330758

Źródło

[42] "Differential information and the small firm effect"

Christopher B. Barry, Stephen J. Brown

1984 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(84)90026-6

Źródło

[43] "Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry"

Stephen J. Brown, William Nelson Goetzmann, James M. Park

2001 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00392

Źródło

[44] "Textual Analysis in Accounting: What's Next?*"

Khrystyna Bochkay, Stephen V. Brown, Andrew J. Leone, Jennifer Wu Tucker

2022 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1111/1911-3846.12825

Źródło

[45] "The Spillover Effect of SEC Comment Letters on Qualitative Corporate Disclosure: Evidence from the Risk Factor Disclosure"

Stephen V. Brown, Xiaoli Tian, Jennifer Wu Tucker

2018 | Contemporary Accounting Research | DOI: 10.1111/1911-3846.12414

Źródło

[46] "Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China"

Jigao Zhu, Kangtao Ye, Jennifer Wu Tucker, Kam C. Chan

2016 | Journal of Corporate Finance | DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2016.09.009

Źródło

[47] "Concurrent Earnings Announcements and Analysts' Information Production"

Matthew W. Driskill, Marcus Kirk, Jennifer Wu Tucker

2016 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-52489

Źródło

[48] "Evaluating Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error"

Claes Fornell, David F. Larcker

1981 | Journal of Marketing Research | DOI: 10.1177/002224378101800104

Źródło

[49] "Structural Equation Models with Unobservable Variables and Measurement Error: Algebra and Statistics"

Claes Fornell, David F. Larcker

1981 | Journal of Marketing Research | DOI: 10.1177/002224378101800313

Źródło

[50] "Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction"

Christopher D. Ittner, David F. Larcker

1998 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.2307/2491304

Źródło

[51] "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective"

Christopher D. Ittner, David F. Larcker

2001 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/s0165-4101(01)00026-x

Źródło

[52] "What is CEO overconfidence? Evidence from executive assessments"

Steven Neil Kaplan, Morten Sørensen, Anastasia A. Zakolyukina

2021 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.09.023

Źródło

[53] "Information versus Investment"

Stephen J Terry, Toni M. Whited, Anastasia A. Zakolyukina

2018 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhac052

Źródło

[54] "Accounting Fundamentals and Systematic Risk: Corporate Failure over the Business Cycle"

Maria Ogneva, Joseph D. Piotroski, Anastasia A. Zakolyukina

2019 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-52638

Źródło

[55] "The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance"

William J. Mayew, Mohan Venkatachalam

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01705.x

Źródło

[56] "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

[57] "Using earnings conference calls to identify analysts with superior private information"

William J. Mayew, Nathan Y. Sharp, Mohan Venkatachalam

2012 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-012-9210-y

Źródło

[58] "Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises"

Richard M. Frankel, William J. Mayew, Yan Sun

2009 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-009-9089-4

Źródło

[59] "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

[60] "Value-relevance of banks' derivatives disclosures"

Mohan Venkatachalam

1996 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/s0165-4101(96)00433-8

Źródło

[61] "Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia"

Arthur Gerald Kraft, Rahul Vashishtha, Mohan Venkatachalam

2017 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-51838

Źródło

[62] "The Effects of Auditor Rotation, Professional Skepticism, and Interactions with Managers on Audit Quality"

Kendall O. Bowlin, Jessen L. Hobson, M. David Piercey

2012 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-51032

Źródło

[63] "Determinants of Moral Judgments Regarding Budgetary Slack: An Experimental Examination of Pay Scheme and Personal Values"

Jessen L. Hobson, Mark J. Mellon, Douglas E. Stevens

2011 | Behavioral Research in Accounting | DOI: 10.2308/bria.2011.23.1.87

Źródło

[64] "Disaggregating Management Forecasts to Reduce Investors' Susceptibility to Earnings Fixation"

W. Brooke Elliott, Jessen L. Hobson, Kevin E. Jackson

2010 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr.00000013

Źródło

[65] "Earnings Metrics, Information Processing, and Price Efficiency in Laboratory Markets"

W. BROOKE ELLIOTT, Jessen L. Hobson, Brian J. White

2012 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12080

Źródło

[66] "Structural, super-resolution microscopy analysis of paraspeckle nuclear body organization"

Jason A. West, Mari Mito, Satoshi Kurosaka, Toru Takumi, Chiharu Tanegashima, Charles S. Bond

2016 | The Journal of Cell Biology | DOI: 10.1083/jcb.201601071

Źródło

[67] "Selection patterns on restorer-like genes reveal a conflict between nuclear and mitochondrial genomes throughout angiosperm evolution"

Sota Fujii, Charles S. Bond, Ian Small

2011 | Proceedings of the National Academy of Sciences | DOI: 10.1073/pnas.1007667108

Źródło

[68] "Lie Detection from Multiple Cues: A Meta-analysis"

Maria Hartwig, Charles F. Bond

2014 | Applied Cognitive Psychology | DOI: 10.1002/acp.3052

Źródło

[69] "Social facilitation: A meta-analysis of 241 studies."

Charles F. Bond, Linda J. Titus

1983 | Psychological Bulletin | DOI: 10.1037/0033-2909.94.2.265

Źródło

[70] **"Verbal and Nonverbal Communication of Deception"**

Miron Zuckerman, Bella M. DePaulo, Robert Rosenthal

1981 | Advances in experimental social psychology | DOI: 10.1016/s0065-2601(08)60369-x

Źródło

[71] **"Encoders vs decoders as units of analysis in research in nonverbal communications"**

Robert Rosenthal, Bella M. DePaulo

1980 | Journal of Nonverbal Behavior | DOI: 10.1007/bf00986512

Źródło

[72] **"Do dividends convey information about future earnings?"**

Charles Ham, Zachary R. Kaplan, Mark T. Leary

2019 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2019.10.006

Źródło

[73] **"The association between corporate general counsel and firm credit risk"**

Charles Ham, Kevin Koharki

2016 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/j.jacceco.2016.01.001

Źródło

[74] **"Legal Expertise and the Role of Litigation Risk in Firms' Conservatism Choices"**

Jonathan Black, Charles Ham, Michael D. Kimbrough, Ha Yoon Yee

2021 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/tar-2019-0398

Źródło

[75] **"CFO narcissism and the power of persuasion over analysts: a mixed-methods approach"**

Charles Ham, Mark Piorkowski, Nicholas Seybert, Sean Wang

2025 | Review of Accounting Studies | DOI: 10.1007/s11142-025-09902-7

Źródło

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

Ulrike M. Malmendier, Georey Tate

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

Źródło

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

Ulrike M. Malmendier, Stefan Nagel

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

Źródło

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

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

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

Źródło

[79] "Are small investors naive about incentives?"

Ulrike M. Malmendier, Devin M. Shanthikumar

2007 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.02.001

Źródło

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

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

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

Źródło

[81] "Learning from Coworkers: Peer Effects on Individual Investment Decisions"

Paige Ouimet, Geoffrey A. Tate

2019 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12830

Źródło

[82] "The Bright Side of Corporate Diversification: Evidence from Internal Labor Markets"

Geoffrey A. Tate, Liu A. Yang

2012 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhv012

Źródło

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

A. Dyck, Łukasz Pomorski

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

Źródło

[84] "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

[85] "Follow the Leader: Peer Effects in Mutual Fund Portfolio Decisions"

Łukasz Pomorski

2006 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.954116

Źródło

[86] "Investor flows and fragility in corporate bond funds"

Itay Goldstein, Hao Jiang, David T. Ng

2017 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2016.11.007

Źródło

[87] "Information Disclosure in Financial Markets"

Itay Goldstein, Liyan Yang

2017 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110716-032355

Źródło

[88] "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

[89] "The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives"

Alex Edmans, Vivian W. Fang, Allen Huang

2018 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12410

Źródło

[90] "Do Accounting Errors Breed Fraud?"

Vivian W. Fang, Allen Huang, Wenyu Wang

2015 | Journal of Accounting Research | DOI: 10.1111/1475-679x.12170

Źródło

[91] "Equity Vesting and Managerial Myopia"

Alex Edmans, Vivian W. Fang, Katharina Lewellen

2013 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w19407

Źródło

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

Katharina Lewellen

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

Źródło

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

Jonathan W. Lewellen, Katharina Lewellen

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

Źródło

[94] "Risk, Reputation, and IPO Price Support"

Katharina Lewellen

2006 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00850.x

Źródło

[95] "Investment Decisions of Nonprofit Firms: Evidence from Hospitals"

Manuel Adelino, Katharina Lewellen, Anant K. Sundaram

2015 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12234

Źródło

[96] "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis"

Murillo Campello, John Robert Graham, Campbell R. Harvey

2010 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.02.009

Źródło

[97] "Managerial attitudes and corporate actions"

John Robert Graham, Campbell R. Harvey, Manju Puri

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.01.010

Źródło

[98] "Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?"

John Robert Graham, Daniel A. Rogers

2002 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/1540-6261.00443

Źródło

[99] **"Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field"**

John Robert Graham, Michelle Hanlon, Terry J. Shevlin, Nemit Shroff

2012 | The Accounting Review | DOI: 10.2308/accr-50678

Źródło

[100] **"Time-Varying World Market Integration"**

Geert Bekaert, Campbell R. Harvey

1995 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04790.x

Źródło

[101] **"Foreign Speculators and Emerging Equity Markets"**

Geert Bekaert, Campbell R. Harvey

2000 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00220

Źródło

[102] **"Emerging equity market volatility"**

Geert Bekaert, Campbell R. Harvey

1997 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(96)00889-6

Źródło

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

Shivaram Rajgopal, Terry J. Shevlin

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

Źródło

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

Hariom Manchiraju, Shivaram Rajgopal

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

Źródło

[105] **"Why is the accrual anomaly not arbitraged away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs"**

Christina A. Mashruwala, Shivaram Rajgopal, Terry J. Shevlin

2006 | Journal of Accounting and Economics | DOI: 10.1016/j.jacceco.2006.04.004

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[106] "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

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

Alex Edmans

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

Źródło

[108] "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

[109] "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

[110] "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

[111] "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

[112] "The end of ESG"

Alex Edmans

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

Źródło

[113] **"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

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

Alex Edmans

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

Źródło

[115] **"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: b9687ef8-75a1-4051-9265-f03bcb280153