

Nadmierny optymizm w listach do akcjonariuszy wybranych spółek GPW w Warszawie*

Dominika Fijałkowska, Karol Marek Klimczak, Marek Pauka**

Streszczenie: *Cel* – Celem badania było określenie poziomu optymizmu w listach do akcjonariuszy wybranych spółek GPW w Warszawie w relacji do osiągniętych wyników finansowych.

Metodologia badania – Przegląd literatury oraz badania empiryczne oparte na analizie tekstu listów do akcjonariuszy spółek z WIG20 i sektora media na GPW w Warszawie, a następnie określenie poziomu manipulowania wrażeniem w relacji do wyników finansowych spółek.

Wynik – W badanej próbie zaobserwowano wiele technik manipulacji wrażeniem. W odniesieniu do poziomu optymizmu zauważono, że mają na niego wpływ realne wyniki osiągnięte przez przedsiębiorstwa, a ponadto sukcesy zazwyczaj są przypisywane czynnikom zależnym od zarządów, a porażki czynnikom zewnętrznym.

Oryginalność/wartość – Jest to pierwsze badanie analizujące poziom manipulowania wrażeniem w raportach spółek notowanych na GPW w Warszawie, łączące ze sobą kilka technik pomiaru manipulowania wrażeniem w sprawozdawczości narracyjnej.

Słowa kluczowe: manipulowanie wrażeniem, sprawozdawczość narracyjna, list do akcjonariuszy, wyniki finansowe

Wprowadzenie

Pomimo trwającej dyskusji wśród uczestników rynków kapitałowych, regulatorów, praktyków i świata akademickiego na temat istoty i zakresu sprawozdawczości narracyjnej, teoria asymetrii informacji (Akerlof 1970) wskazuje, że inwestorzy powinni premiować spółki, które publikują szerszy zakres informacji o wysokiej jakości. Przejrzystość informacyjna przekłada się na zwiększenie atrakcyjności inwestycyjnej, redukcję kosztu kapitału i zmniejszenie kosztów transakcyjnych. Badania empiryczne w tym zakresie pokazują, że sprawozdawczość wpływa na reakcję inwestorów i redukuje negatywną selekcję (Beyer i in. 2010), jak również pozwalają na stwierdzenie, w jakich warunkach zwiększenie zakresu i jakości udostępnianych informacji jest korzystne dla emitentów.

* Badania finansowane przez Narodowe Centrum Nauki, nr projektu 2014/13/B/HS4/01577.

** dr inż. Dominika Fijałkowska, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: dominika.fijalkowska@ue.wroc.pl; dr Karol Marek Klimczak, Akademia Leona Koźmińskiego, ul. Jagiellońska 57/59, 03-301 Warszawa, e-mail: kmklim@kozminski.edu.pl; dr Marek Pauka, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: marek.pauka@ue.wroc.pl.

Również analitycy sygnalizują, iż część opisowa raportów okresowych stanowi istotny element przy ocenie atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Z raportu badań ankietowych przeprowadzonych przez MSLGROUP Financial Communications Poland, w których wzięło udział 36 analityków z 13 domów maklerskich w Polsce wynika, iż 97% analityków uważa, że wysoka jakość raportów finansowych rozumianych jako obszerność, jakość i przejrzystość podawanych informacji (w tym not) jest ważna lub bardzo ważna. Dodatkowo, „analitycy bardzo doceniają spółki, które w raportach okresowych na początku prezentują podsumowanie najważniejszych wydarzeń za dany okres w sposób przejrzysty, zwięzły i klarowny, gdzie dane poparte są wykresami, tabelami itp. (...) Czasami wiąże się to z wyjściem naprzeciw inwestorom i prezentacją większej ilości informacji, niż tylko wymaganych prawem. Dobrze napisany list prezesa do akcjonariuszy zawiera podsumowanie minionego okresu, oraz opis wpływu poszczególnych czynników na osiągnięty wynik finansowy, a także wskazania głównych trendów w danej branży” (MSL Group 2013).

Należy jednak podkreślić, iż konsekwencją opisowych części raportów okresowych publikowanych przez spółki publiczne może być chęć wpłynięcia na ocenę prezentowanych danych (manipulowanie wrażeniem) przez osoby zarządzające i pociąga za sobą istotne ryzyko niewłaściwej alokacji kapitału (Merkl-Devis, Brennan 2007), co powoduje, iż nadal wyzwaniem badawczym pozostaje pomiar przejrzystości informacyjnej (Świdarska i in. 2010) oraz jego konsekwencja dla efektywności rynków kapitałowych.

Celem artykułu jest więc weryfikacja, czy i w jakim stopniu emitenci z sektora media i indeksu WIG20 używają technik manipulowania wrażeniem w listach do akcjonariuszy. Na potrzeby realizacji celu sformułowano następujące hipotezy pomocnicze:

H1. Wynik finansowy emitenta nie ma wpływu na poziom optymizmu w listach do akcjonariuszy.

H2. W listach do akcjonariuszy przyczyny wyników pozytywnych tłumaczone są jako efekt celowych działań zarządu i ewentualnie innych zdarzeń zależnych od zarządu spółki, natomiast przyczyny wyników negatywnych tłumaczone są jako efekty zdarzeń zewnętrznych, na które zarząd nie ma wpływu.

Przedstawione badania mają charakter wstępny i służą również przetestowaniu wybranych technik stosowanych w dotychczasowych badaniach empirycznych na rynkach rozwiniętych. Artykuł jest oryginalnym w warunkach polskich opracowaniem, syntetyzującym techniki badania wywierania wrażenia na inwestorów w listach do akcjonariuszy. W sferze teoretycznej wartościowe jest również uporządkowanie stosowanego nazewnictwa oraz syntetyczne podsumowanie dotychczas przeprowadzonych badań na rynkach zagranicznych. Na poziomie empirycznych badań, na potrzeby artykułu stworzono oryginalny formularz do badania technik manipulowania wrażeniem w warunkach polskich oraz przeprowadzono analizę wybranych listów. Przeprowadzone badanie pokazało, że ze względu na

specyfikę języka, nie wszystkie techniki stosowane w przypadku innych języków można wprost przenosić na grunt polski.

1. Metody analizy manipulowania wrażeniem w sprawozdawczości narracyjnej

Manipulowanie wrażeniem (*impression management*) definiowane jest jako proces, dzięki któremu nadawca informacji jest w stanie kontrolować postrzeganie i ocenę informacji przez jej odbiorcę (Leary, Kowalski 1990; Schneider 1981). Badania prowadzone od lat sześćdziesiątych XX wieku, w początkowej fazie koncentrowały się na aspektach psychologicznych (Leary, Kowalski 1990) i zachowań organizacyjnych (Jeffrey i in. 2007) manipulowania wrażeniem. Jednak od lat osiemdziesiątych XX wieku manipulowanie wrażeniem jest również przedmiotem badań naukowych powiązanych z finansami i rachunkowością.

Manipulowanie wrażeniem może być postrzegane jednak zarówno jako zjawisko pozytywne, jak i negatywne w relacji do asymetrii informacji, występującej pomiędzy uczestnikami rynku a zarządzającymi (Merkl-Devis, Brennan 2007). W pierwszym przypadku może pozytywnie wpływać na proces podejmowania decyzji przez inwestorów giełdowych, poprzez np. sygnalizowanie lepszej kondycji emitenta, niż wynika to z danych finansowych. W drugim natomiast może być wynikiem oportunistycznych działań osób zarządzających, którzy dążą do polepszenia oceny własnych działań oraz sytuacji spółki w oczach uczestników rynku, pomimo pogarszającej się lub złej rzeczywistej sytuacji emitenta (szczególnie w sytuacji, gdy wynagrodzenie osób zarządzających jest uzależnione od wartości rynkowych emitenta).

Warto zwrócić uwagę na fakt, iż badanie części narracyjnej raportów spółek publicznych jest badaniem bardzo pracochłonnym i obciążonym dużym ryzykiem błędu, szczególnie w przypadku badania poziomu manipulowania wrażeniem. Tak jak w przypadku prezentowanych badań, najczęściej do tego rodzaju analiz wykorzystuje się dane, które są zbierane ręcznie i kodowane przez badacza, co powoduje, że próby badawcze są niewielkie i często istnieje ryzyko braku możliwości ich replikacji (Li 2010). Wykorzystuje się również specjalistyczne oprogramowanie, które umożliwia zwiększenie próby badawczej i replikację, jednak określenie poziomu manipulowania wrażeniem jest w tym przypadku bardzo ograniczone, m.in. z powodu nieuwzględniania kontekstu czy związane z problemami językowymi (synonimy, zmiana znaczenia przy przeczeniach itp.).

Metody analizy manipulowania wrażeniem w sprawozdawczości narracyjnej można podzielić na 7 sposobów prowadzonych badań, które jednocześnie przedstawiają techniki używane przez autorów informacji (Brennan, Guillamon-Saorin, Pierce 2009):

1. Manipulacja składnią (syntaktyką) – analiza języka używanego w sprawozdawczości narracyjnej, opierająca się na założeniu, że zarząd używa takich sformułowań, które utrudniają zrozumienie wyników emitenta, szczególnie w przypadku pogorszenia

się/złych wyników. Przyjmuje się, że złe wyniki spółki prezentowane są językiem, który jest trudny do czytania/zrozumienia (długie zdania/wyraży/długi tekst).

2. Manipulacja retoryczna – analiza używanych zwrotów językowych, które wpływają na znaczenie przekazywanych treści.
3. Badania analizujące znaczenie tekstu – sprawdzanie schematów przyczynowego argumentowania oraz przypisywania zasług za osiągnięte wyniki emitenta. Przeprowadzane badania mają na celu sprawdzenie różnic w raportowaniu złych i dobrych wyników oraz różnic pomiędzy spółkami kontrolowanymi przez właścicieli a kontrolowanymi przez osoby zarządzające. Opublikowane wyniki pokazują, że zarządzający mają tendencję do autowaloryzacji poprzez wskazywanie czynników wewnątrz organizacji odpowiedzialnych za pozytywne efekty zarządzania spółką oraz czynników zewnętrznych odpowiedzialnych za negatywne efekty, co jest przejawem mechanizmów obronnych.
4. Badania analizujące formę prezentacji treści – podział tekstu na treści negatywne i pozytywne, analizując częstotliwość słów i zdań, na których podstawie następuje wnioskowanie. Zazwyczaj badania te polegają na zliczaniu określonych słów, wyrażzeń lub zdań oraz na kodowaniu określonych słów.
5. Selektywność – badania analizujące prezentacje wybranych danych w treści tekstu oraz na wykresach, w celu dostarczenia informacji bardziej przydatnych dla inwestorów i/lub prezentacji spółki, opisujących ich „w lepszym świetle”.
6. Efekty wizualne/sposoby prezentacji (emfaza) – dotychczasowe badania wskazują trzy sposoby wzmocnienia przekazywanej treści w sprawozdawczości narracyjnej. Po pierwsze, efekty wizualne, czyli wybór miejsca umieszczenia informacji, użycie podkreśleń, pogrubień, kursywy, kolorów. Po drugie, powtarzanie tej samej informacji w kilku miejscach i po trzecie, wyolbrzymienia (użycie hiperboli).
7. Użycie porównań do innych wyników – metoda manipulowania wrażeniem polegająca na doborze odpowiednich danych do porównań wyników spółki, w celu przedstawienia jej w jak najlepszym świetle. Najczęściej prezentowane są analizy wyników finansowych oraz cen akcji w postaci wykresów z tendencyjnie dobranymi wielkościami innych emitentów.

W większości badań dobiera się jeden lub kilka technik do sprawdzenia. Badania zatem różni nie tylko sposób kodowania (komputer czy człowiek), ale również sposób analizowania. W dalszej części przedstawiono analizę publikacji pod kątem wybranych cech, w tym monitorowanych technik manipulacji wrażeniem.

2. Manipulowanie wrażeniem w listach do akcjonariuszy – wyniki dotychczasowych badań empirycznych

O ile problem manipulowania wrażeniem w sprawozdaniach finansowych jest dość popularny, to badań skoncentrowanych wyłącznie na listach do akcjonariuszy, będących swoistym wprowadzeniem do sprawozdań finansowych, jest wyjątkowo niewiele. Z zestawienia publikacji naukowych dotyczących manipulowania wrażeniem w listach do akcjonariuszy (tab. 1) wynika, iż najczęściej stosowaną techniką (7 artykułów) jest analiza znaczeniu tekstu (przede wszystkim tłumaczenie przyczyn uzyskanych wyników przez spółki oraz analiza bloków tematycznych, dotyczących np. strategii, celów, opisu osiągniętych wyników czy przyszłych działań spółki) oraz zliczanie słów o zabarwieniu pozytywnym i negatywnym, czyli badania analizujące formę prezentacji tekstu (5 artykułów). W dwóch artykułach wykorzystano metodę manipulowania składnią, a tylko w jednym emfazę.

Tabela 1

Badania empiryczne analizujące poziom manipulacji wrażeniem w listach do akcjonariuszy

Artykuł	Kraj	Liczebność próby	Technika analizy	Zmienne niezależne	Wyniki
1	2	3	4	5	6
Staw i in. 1983	USA	81	analiza znaczenia tekstu	zmiana ceny akcji, inwestor instytucjonalny, wiek CEO, kadencja CEO, wynagrodzenie CEO	Efektywność manipulowania wrażeniem w relacji przypisywanie zasług zarządzających a cena akcji.
Kohut, Segars 1992	USA	500	badanie składni: liczba słów, liczba zdań, liczba sylab w słowach, liczba słów w zdaniu oraz analiza znaczenie tekstu	ROE	Istotne różnice w opisywaniu minionych i przyszłych zdarzeń pomiędzy spółkami z wysokim i niskim ROE – spółki z wysokim ROE częściej opisywały minione zdarzenia, w porównaniu do spółek z niskim ROE. Natomiast spółki z niższym ROE częściej opisywały przyszłe działania.
Abrahamson, Park 1994	USA	1118	pozytywne/negatywne słowa kluczowe	wyniki spółek, wskaźniki poziomu ładu korporacyjnego	Dyrektorzy zewnętrzni, znaczący inwestorzy instytucjonalni, księgowi ograniczają ukrywanie negatywnych wyników firmy.
Abrahamson, Armir 1996	USA	1355	pozytywne/negatywne słowa kluczowe	wielkość, wyniki spółek, stopa zwrotu z kapitału własnego	Informacje w liście są zgodne z danymi finansowymi. Informacje w liście są wykorzystywane przez inwestorów do szacowania jakości zysków.

1	2	3	4	5	6
Hyland 1998	Hongkong	137	analiza znaczenia tekstu, częstotliwość występowania metadyskursu	–	Opracowanie metody do analizy znaczenia tekstu w listach do akcjonariuszy. Wskazanie częstego występowania metadyskursu w listach i konieczności rozwinięcia badań w tym zakresie.
Hooghiemstra 2001	USA, Japonia	60	analiza znaczenia tekstu	wyniki spółek, kraj notowania spółek	Zarówno japońscy, jak i amerykańscy CEO przypisują pozytywne efekty czynnikom wewnętrznym. Zarówno japońscy, jak i amerykańscy CEO tłumaczą pozytywne i negatywne efekty językiem przyczynowo-skutkowym.
Hooghiemstra 2010	USA, Japonia	400	analiza znaczenia tekstu	kraj notowania spółek, marża zysku netto, ROA	Amerykane są bardziej skłonni do podkreślenia pozytywnych zdarzeń, Japończycy zdarzenia negatywna i pozytywne opisują z podobnym poziomem manipulowanie wrażeniem.
Bozzolan i in. 2012	Włochy	253	analiza znaczenia tekstu, pozytywne/negatywne słowa kluczowe, emfaza	list podpisany przez CEO, dyrektora niezależnego, dyrektora, który jest akcjonariuszem większościowym, kapitał pracujący, ROA, wskaźniki poziomu ładunku korporacyjnego	Pozytywna korelacja między poziomem optymizmu w listach a wielkością, ROA, wynikami spółki i kapitałem pracującym. Negatywna korelacja między poziomem optymizmu a wielkością rady dyrektorów oraz liczbą dyrektorów niezależnych.
Aerts, Beibei 2014	USA, Wielka Brytania	977	pozytywne/negatywne słowa kluczowe, zliczanie słów przyczynowo – skutkowych, długość tekstu, analiza znaczenia tekstu	wielkość spółki, zmienność wyników, wyniki, ryzyko finansowe, ryzyko sporów sądowych, wzrost sprzedaży, sektor, kraj notowania, cross-listing, poziom kontroli	W listach amerykańskich częściej występują figury retoryczne oraz manipulowane wrażeniem oparte na stylu logicznym (kognitywnym).
Dikkoli i in. 2014	USA	30690	zliczanie słów przyczynowo-skutkowych, wskaźnik uczciwości CEO	wielkość spółek, wyniki spółek, stopy zwrotu z akcji, postrzeganie CEO przez pracowników i audytora spółki	Nadmierne tłumaczenie się CEO (związane z niskim poziomem uczciwości) jest pozytywnie skorelowane z niekorzystnym postrzeganiem CEO przez pracowników i audytora

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Aerts, Beibei (2014); Bozzolan i in. (2012); Dikkoli i in. (2014); Hooghiemstra (2010); Hyland (1998); Merkl-Devis, Brennan (2007); Kohut, Segars (1992).

Tradycyjnie dominują analizy na rynku amerykańskim. Zauważyć można ponadto, iż wraz z postępowaniem technicznym rośnie poziom skomplikowania przeprowadzanych analiz, a nacisk jest w coraz większym stopniu przesuwany z analizy współwystępowania czy

badania formy na analizę treści o charakterze jakościowym, kontekstowym i na analizę znaczeniową.

3. Metoda badawcza i opis próby

Badanie podzielono na kilka etapów. W pierwszym przeprowadzono badanie wstępne, polegające na analizie treści losowo wybranych listów do akcjonariuszy spółek z GPW w Warszawie. Na tej podstawie zidentyfikowano stosowane techniki manipulowania wrażeniem. Następnie ustalono formularz do badania, który ostatecznie posłużył osobom kodującym, do precyzyjnego określenia poziomu manipulowania wrażeniem w listach do akcjonariuszy.

Do próby badawczej wybrano 14 spółek z sektora Media (zakwalifikowane przez GPW) oraz spółki z WIG20 (Cyfrowy Polsat był w obu grupach). Ten sektor został wybrany ze względu na jego liczną reprezentację oraz ze względu na rodzaj świadczonych usług. Autorom wydawało się, że w szczególności ta branża wykorzystuje techniki wywierania wrażenia poprzez formę przekazywanych informacji, nie tylko poprzez przekazywane treści. Ostatecznie wybrano 33 spółki i ich listy do akcjonariuszy ze sprawozdań finansowych skonsolidowanych za rok 2013. Następnie przeprowadzono analizę treści listów oraz zebrano dane finansowe, przy czym zarówno treść listów, jak i wyniki finansowe były konfrontowane odpowiednio z listami i wynikami z roku poprzedniego (tj. 2012), aby sprawdzić, jak bardzo listy różnią się od siebie, czy zachowano budowę listu, a może nawet poszczególne zdania czy nawet całe akapity. Po przygotowaniu bazy danych przeprowadzono szczegółową analizę statystyczną, w tym m.in. ustalono statystyki opisowe i analizę korelacji.

4. Wyniki

Wyniki prezentowane w niniejszej publikacji dotyczą w szczególności zagadnień związanych z optymizmem. Przeprowadzona analiza zawierała ponadto jeszcze inne elementy. W pierwszym etapie porównano charakterystyki listów do inwestorów pisane przez spółki z sektora Media i przez spółki z WIG20. Jednak nie można wskazać żadnych istotnych różnic w cechach listów, co wskazywałoby, że zarówno największe spółki giełdowe, jak i spółki z branży mediów w podobny sposób zarządzają wrażeniem w listach do akcjonariuszy.

W kolejnym kroku dokonano podziału spółek ze względu na wygenerowane w 2013 r. wyniki finansowe. Spośród 33 badanych listów, 16 emitentów poprawiło zysk netto albo zmniejszyło straty, pozostałe spółki zanotowały straty. Zmiana zysku nie wynikała natomiast wprost ze zmiany przychodów. Tylko 11 spośród analizowanych spółek zanotowało w 2013 r. przychody wyższe. Pozostałe przedstawiły niższe przychody ze sprzedaży (por. tab. 2).

Tabela 2

Zmiana przychodów vs zmiana wyniku netto w próbie

	Pogorszenie wyniku	Poprawa wyniku	Razem
Wzrost przychodów	12	10	22
Spadek przychodów	5	6	11
Razem	17	16	33

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych.

Następnie sprawdzono emocje prezentowane na początku każdego listu, aby sprawdzić, czy wyniki finansowe mają wpływ na zabarwienie pierwszego akapitu. Nadawano następujące określenia na ton wypowiedzi: bardzo optymistyczny, optymistyczny, neutralny, pesymistyczny, bardzo pesymistyczny oraz przechodzący od optymistycznego do pesymistycznego i odwrotnie – od pesymistycznego do optymistycznego. W badanej próbie nie wystąpił list o zabarwieniu bardzo pesymistycznym, natomiast ponad połowa listów (17 na 33) miała zabarwienie pozytywne (optymistyczne i bardzo optymistyczne). Ponadto w czterech listach zarządy, wychodząc do pesymistycznego nastawienia, kończyły akapit optymistycznie. Jednocześnie współczynnik korelacji pomiędzy zabarwieniem emocjonalnym pierwszego akapitu a wynikami wyszedł bliski zero, co potwierdza tezę, że bez względu na wyniki, „otwarcie listu” jest naładowane pozytywnymi lub neutralnymi (rzadziej) emocjami. Jednocześnie emocje pierwszego akapitu były pozytywnie skorelowane z długością fragmentów poświęconych szansom (na poziomie 0,39), tj. im bardziej optymistyczny początek, tym więcej miejsca przeznaczono na opis szans.

Bardzo ciekawe zjawisko dostrzeżono analizując złe wyniki (straty albo pogorszenie zysków) z ilością miejsca poświęconą na opis działań, podjętych przez spółki w raportowanym okresie. Okazało się, iż w przypadku spółek o dobrych wynikach, opis działań zajmował najczęściej jeden (6 przypadków) albo więcej niż jeden akapit (8 przypadków na 16), natomiast w przypadku wyników złych (straty lub pogorszenie zysków) 14 na 17 przypadków to listy, w których więcej niż jeden akapit poświęcono na opis działań, często wyjaśniających przyczyny pogorszenia wyników (przy zadowalającym poziomie statystyki χ^2 i prawdopodobieństwie błędu na poziomie poniżej 6%¹).

Koncentrując uwagę na analizie prezentowanych związków przyczynowo-skutkowych, wyjaśniających zmiany wyników finansowych w spółkach (np. zmiany przychodów, zysków operacyjnych, kosztów, zysku netto), zauważono, iż wyniki dobre przedstawiano jako efekty działań zarządów, a w przypadku wyników złych – albo nie wyjaśniano przyczyn albo przyczyna leżała poza strefą wpływów zarządu (czynniki zewnętrzne) (por. tab. 3). Podobne wyjaśnienia można znaleźć w badaniach porównawczych dla spółek amerykańskich i japońskich. Zarządzający w USA zachowują się podobnie do polskich autorów listów do

¹ Wykorzystano test Manna-Whitney'a, ponieważ zmienne były określane z wykorzystaniem skali porządkowej.

akcjonariuszy, w przeciwieństwie do spółek japońskich, gdzie menedżerowie również sobie przypisywali odpowiedzialność za pogorszenie wyników (Hooghiemstra 2010).

Tabela 3

Wyjaśnianie przyczyn wystąpienia efektów (wyników finansowych)

Liczba obserwacji	Negatywne efekty	Pozytywne efekty
Przyczyna zmiany – wewnętrzna	22	11
Przyczyna zmiany – zewnętrzna	10	20
Przyczyny wewnętrzne i zewnętrzne	1	2

Źródło: opracowanie własne.

Jednocześnie należy zaznaczyć, iż listy w sytuacji pogorszenia wyników były istotnie dłuższe (mediana 710/średnia 659 słów) od listów w sytuacji poprawy wyników (odpowiednio 467/590), przy zmienności dla listów dołączonych do sprawozdań ze złymi wynikami na poziomie ok. 34% i 64% dla listów wprowadzających do sprawozdań z dobrymi wynikami.

W przeciwieństwie do długości listu, w badaniu poświęconym występowaniu słów o zabarwieniu pozytywnym w badanej próbie zaobserwowano, że słowa o wyraźnej konotacji pozytywnej (tj. przedrostek ‘naj-’, nowy, zmiana, wzrost, sukces) występowały częściej (na podstawie mediany i średniej bazującej na udziale tych słów w liczbie wszystkich słów w liście) w listach otwierających sprawozdania finansowe zawierające dobre wyniki w porównaniu do listów otwierających sprawozdania ze złymi wynikami. Z kolei słowa ‘efekt’ i ‘rozwój’ oraz przytaczanie liczb występowało częściej w przypadku „gorszych” listów. Jednak równocześnie zmienność też była wyższa w przypadku sprawozdań „lepszyc”, co sprawia, że wspomniane wyniki nie można uznać za nieprzypadkowe.

Uwagi końcowe

Celem artykułu była weryfikacja, czy i w jakim stopniu emitenci z sektora mediów i indeksu WIG20 używają technik manipulowania wrażeniem w listach do akcjonariuszy. W pracy wskazano, że obecność tychże technik również jest zauważalna w listach polskich spółek otwierających sprawozdania roczne. Wskazano również, iż brak jest istotnego wpływu wyników finansowych na poziom optymizmu, definiowany otwarciem listu (pierwszy akapit), tj. po tonie emocjonalnym tego akapitu nie można stwierdzić, czy wyniki spółka poprawiła, czy pogorszyła w stosunku do poprzedniego roku. Podobnie jak w listach do akcjonariuszy spółek ze Stanów Zjednoczonych, również i polscy menedżerowie sobie przypisywali sukcesy, a za porażki odpowiedzialności albo nie przypisywano nikomu, albo przyczyna leżała poza spółką (była niezależną od zarządu zewnętrzną przyczyną).

Literatura

- Aerts W., Beibei Y. (2014), *Rhetorical impression management in corporate narratives and institutional environment*, University of Antwerp, Research Paper 2014-014, July.
- Akerlof G.A. (1970), *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” vol. 84, no. 3, s. 488–500.
- Beyer A., Cohen D.A., Lys T.Z., Walther B.R. (2010), *The financial reporting environment: Review of the recent literature*, „Journal of Accounting, Economics” vol. 50, no. 2–3, s. 296–343.
- Bozzolan S., Michelon G., Mattei M. (2012), *Am I too optimistic for your share? An analysis of the tone in the shareholder letters*, III Financial Reporting Workshop, Naples, IX Workshop on Empirical Research in Financial Accounting, Las Palmas de Gran Canaria.
- Brenan N., Guillamon-Saorin E., Pierce A. (2009), *Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – A methodological note*, „Accounting, Auditing and Accountability Journal”, vol. 22, no. 5, s. 789–832.
- Dikolli S.S., Keusch T., Mayew W., Steffen T.D. (2014), *Using Shareholder Letters to Measure CEO Integrity*, <http://ssrn.com/abstract=2131476> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2131476>.
- Hooghiemstra R. (2010), *Letters to the shareholders: A content analysis comparison of letters written by CEOs in the United States and Japan*, „The International Journal of Accounting” vol. 45, s. 275–300.
- Hyland K. (1998), *Exploring corporate rhetoric: metadiscourse in the CEO's letter*, „Journal of Business Communication” vol. 35, no. 2, s. 224–245.
- Jeffrey S., Webb A., Schulz A.K.-D. (2007), *The Use of Self-Set Goals as an Impression Management Tactic: Antecedents and Consequences*, AAA 2008 MAS Meeting Paper, <http://ssrn.com/abstract=1004145> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1004145>.
- Kohut G.F., Segars A.H. (1992), *The president's letter to stockholders: an examination of corporate communication strategy*, „The Journal of Business Communication” vol. 29, no. 1, s. 7–21.
- Leary M.R., Kowalski R.M. (1990), *Impression management: A literature review and two-component model*, „Psychological Bulletin” vol. 107, no. 1, s. 34–47.
- Li F. (2010), *Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?*, Working Paper, University of Michigan.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N. (2007), *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, „Journal of Accounting Literature” vol. 26, 116–196.
- MSL Group (2013), *Wysokie standardy w cenie. Czynnikibrane pod uwagę przez analityków przy tworzeniu rekomendacji*, MSLGROUP Financial Communications Poland.
- Schneider D. (1981), *Tactical self-presentation: Toward a broader conception*, w: *Impression Management Theory and Social Psychological Research*, red. J.T. Tedeschi, New York Academic Press, New York.
- Świdarska, G.K. (red.) (2010), *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów oraz pozycję konkurencyjną emitentów papierów wartościowych*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- www.gpw.pl
- www.stockwatch.pl

OVEROPTIMISM IN SHAREHOLDER LETTERS OF SELECTED COMPANIES FROM WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: *Purpose* – The purpose of the study was to determine the level of optimism in letters to shareholders of selected companies Warsaw Stock Exchange in relation to financial results and to identify impression management tools used by Polish public companies.

Methodology – Overview of literature and empirical research focused on analysis of the text of letters to the shareholders of companies from WIG20 index and from the media sector on the WSE, and then we determine the level of impression management in relation to the financial results of companies using statistical analysis.

Results – Our results confirm that also among issuers on the Warsaw Stock Exchange impression management occurs in narrative disclosure. Management boards use different tools in shareholder letters to influence the perception and appraisal of the readers. We found, that the level of optimism is not related to the level of firms' financial performance and further successes usually are attributed to factors dependent on the boards, and failures are caused by external factors.

Originality/value – This is the first study examining the level of impression management in the letters to shareholders of companies listed on the Warsaw Stock Exchange, linking together several measurement techniques of the impression management in narrative reporting.

Keywords: impression management, narrative reporting, letter to shareholders, the financial results

Cytowanie

Fijałkowska D., Klimczak K.M., Pauka M. (2015), *Nadmierny optymizm w listach do akcjonariuszy wybranych spółek GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 35–45; www.wneiz.pl/firfu.

