

*Małgorzata Janicka**

EFEKTYWNOŚĆ RYNKÓW FINANSOWYCH – TEORIA A PRAKTYKA

Dyskusja wokół efektywności rynków finansowych jest jednym z najgorętszych sporów toczonych od lat przez ekonomistów badających rynki finansowe. Dyskusja ta jest także wyjątkowo spolaryzowana – z jednej strony występują ortodoksyjni zwolennicy teorii, z drugiej strony jej równie zagorzali przeciwnicy. Co ciekawe, jedni i drudzy prezentują wyniki badań empirycznych dowodzące słuszności prezentowanych przez siebie poglądów, przy czym badania te opierają się często na tych samych danych, uzyskane zaś wnioski są całkiem odmienne.

EFEKTYWNOŚĆ RYNKÓW FINANSOWYCH – DEFINICJA POJĘCIA

Efektywność rynków finansowych może być postrzegana w różnych kategoriach – efektywności transakcyjnej (niskie koszty transakcyjne wynikające z wysokiego stopnia konkurencji panującej na rynku finansowym), efektywności alokacyjnej (przepływ środków finansowych od kapitałodawców do przedsiębiorstw, które zapewnią im potencjalnie najwyższą stopę zwrotu) oraz efektywności informacyjnej. Teoria efektywności rynków finansowych związana jest właśnie z tą ostatnią kategorią – efektywnością informacyjną. Zgodnie z teorią, rynki są efektywne, jeśli ceny walorów odzwierciedlają w pełni wszelkie dostępne informacje. Oznacza to, że inwestorzy działający na rynku nie są w stanie osiągnąć zysków nadzwyczajnych stosując nawet najbardziej wyrafinowane techniki inwestycyjne. Pierwsze koncepcje wskazujące na zależność między cenami papierów wartościowych a wydarzeniami zachodzącymi w otoczeniu gospodarczym powstały już na początku

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

wieku XX¹, jednak za twórcę teorii rynków efektywnych uważany jest E. Fama, który jako pierwszy w swych kolejnych pracach sformułował całościową teorię opisującą to zjawisko².

Warto przy okazji zauważyć, że poglądy E. Famy w zakresie doprecyzowania znaczenia terminu „rynek efektywny” ewoluowały na przestrzeni lat. W swoich wczesnych badaniach określił on rynek efektywny jako taki rynek, który natychmiast dyskontuje wszystkie nowe informacje. Z upływem czasu stało się jasne, że natychmiastowe dostosowywanie się rynku do nowych informacji jest bardzo ważnym elementem definiującym efektywność, jednak nie jedynym. Stąd też istotna modyfikacja definicji, której dokonał sam Fama na początku lat 90. – rynek efektywny to rynek, który w pełni odzwierciedla wszystkie dostępne informacje³. Punkt ciężkości przesunął się tym samym z natychmiastowego dopasowywania się cen walorów do nowych informacji, na pełne odzwierciedlenie pojawiających się informacji w cenach tych walorów.

E. Fama określił też warunki wystarczające (wystarczające, a więc niekonieczne), których wypełnienie oznacza, że dany rynek jest efektywny informacyjnie, czyli po prostu efektywny⁴:

- brak kosztów transakcyjnych,
- powszechna dostępność do nieodpłatnych informacji dla wszystkich uczestników rynku,
- jednakowa ocena przez wszystkich uczestników rynku napływających informacji kształtujących bieżące i przyszłe ceny akcji.

Jeśli warunki te byłyby konieczne do osiągnięcia przez rynek efektywności, wówczas od razu można by stwierdzić, że efektywność rynku jest stanem nieosiągalnym w praktyce. Zawsze bowiem występują mniejsze lub większe koszty transakcyjne, pozyskanie większości informacji wiąże się z koniecznością poniesienia określonych nakładów, dyskusyjna jest powszechna dostępność wszystkich uczestników rynku do informacji, postrzeganie przez nich tych samych informacji w kontekście kształtowania się przyszłych cen

¹ Szeroki przegląd informacji nt. historii rozwoju teorii rynków efektywnych można znaleźć w: E. Dimson, M. Mussavian, *A Brief History of Market Efficiency*, „European Financial Management” 1998, vol. 4, No 1.

² E. F. Fama, *The Behavior of Stock Market Prices*, „Journal of Business” 1965, vol. 38; tenże, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25.

³ M. Beechey, D. Gruen, J. Vickery, *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*, „Reserve Bank of Australia, Economic Research Department, Research Discussion Paper”, 2000–2001, s. 2.

⁴ E. F. Fama, *Efficient Capital Markets...* cyt. za: S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, SGH, Warszawa 2005, s. 15–19.

walorów jest zaś często wysoce zróżnicowane. Jak zaznaczono, sam E. Fama określił wskazane przez siebie warunki jako wystarczające, by rynek uznać za efektywny⁵. Biorąc pod uwagę fakt, że warunki te nie są spełnione przez żaden działający rynek, budowa teorii na podstawie rzeczywistych uwarunkowań byłaby niemożliwa. Teoria rynków efektywnych jest jednak zbyt pociągająca, by spuentować ją wnioskiem o wydźwięku jednoznacznie negatywnym dla jej zwolenników. Stąd też zapewne próby „dopasowania” teorii do gospodarczych realiów, pociągające za sobą tak kuriozalne interpretacje, jak ta M. Burdy i Ch. Wyplosza:

Jeśli rynki są efektywne, to nie potrzebujemy zdobywać informacji, gdyż rynek ujawnia je nam w postaci ceny, jaką wyznacza aktywom. Jeśli ceny akcji dzisiaj spadną, to naprawdę nie musimy wiedzieć dlaczego: mechanizm rynkowy otrzymał informację i doprowadził do właściwego skutku⁶.

Autorzy tego stwierdzenia chyba nadto dosłownie zinterpretowali działanie „niewidzialnej ręki rynku”. Aby rynek przekazał uczestnikom wiadomość o zmianie ceny spowodowanej pozyskaniem istotnych informacji, ktoś, czyli właśnie uczestnik rynku, musi podjąć decyzje mające ostateczny wpływ na tę zmianę. Mechanizm rynkowy nie jest bytem abstrakcyjnym, a konkretnym układem gry popytu i podaży, generowanym przez podmioty działające w swoim jak najlepiej pojętym interesie właśnie na podstawie zasobu posiadanych informacji.

Inną możliwością uwiarygodnienia nieznajdującej potwierdzenia w rzeczywistości teorii jest zmiana warunków brzegowych, czyli określenie właściwości charakteryzujących rynek efektywny w taki sposób, by mogły one faktycznie zaistnieć. Zaliczyć do nich można⁷:

- dużą liczbę uczestników – dzięki czemu rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się, w wyniku zawierania wielu transakcji, ceny walorów dyskontujących wszelkie istotne informacje;
- homogeniczność produktów – handlowane walory winny charakteryzować się uniwersalnymi parametrami umożliwiającymi ich porównanie,
- sposób organizacji rynku – ustanowienie odpowiednich regulacji prawnych sprzyjających efektywności informacyjnej;

⁵ Jest to dość ciekawy zabieg, jako że nie pojawiają się tu warunki konieczne, konstytuujące fundamenty konstruowanej teorii.

⁶ M. Burda, Ch. Wyplosz, *Makroekonomia. Podręcznik europejski*, PWE, Warszawa 2000, s. 568 cyt. za: U. Ziarko-Siwek, *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], grudzień 2004, z. 178, s. 17.

⁷ A. Szyszka, *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, AE w Poznaniu, Poznań 2003, s. 17 za: S. E. Buczek *Efektywność informacyjna...*, s. 17.

– losowy charakter napływu nowych informacji – co w praktyce oznacza brak możliwości przewidzenia terminu pojawiania się tych informacji⁸.

Jednak przyjęcie takiej metody określania parametrów rynku także nie rozwiązuje problemu niedostatecznego powiązania teorii z rzeczywistością, jako że wymienione wyżej warunki mogą być bardzo różnie wypełniane przez poszczególne rynki. Oznacza to, że należałoby określić stopień realizacji warunków przez te rynki i wytyczyć granicę oddzielającą tę realizację od jej braku. To implikowałoby następnie konieczność wytyczenia *benchmarku* dla kolejnych warunków, *etc.* Tę metodę, jak widać, także można więc uznać za dalece niedoskonałą.

PRÓBY WERYFIKACJI TEORII RYNKÓW EFEKTYWNYCH

Wielu badaczy podjęło próby weryfikacji wiodących paradygmatów, na których bazuje teoria rynków efektywnych. Uzyskane przez nich rezultaty (przedstawione hasłowo w tab. 1) nie są na tyle jednoznaczne, by potwierdzić bądź zaprzeczyć prawdziwość tej teorii.

Tabela 1

Weryfikacja hipotez teorii rynków efektywnych

Hipoteza	Rezultaty badań empirycznych
Ceny walorów zmieniają się losowo na przestrzeni czasu	W przybliżeniu prawdziwe. Niewielka pozytywna autokorelacja dla krótkoterminowych stóp zwrotu z akcji (dziennych, tygodniowych i miesięcznych) ⁹ . Słabe dowody dotyczące okresu długiego (3–5 lat) ¹⁰

⁸ Oczywiście z wyjątkiem publikowanych cyklicznie informacji, tj. np. raportów finansowych spółek.

⁹ Na podstawie badań prowadzonych przez J. Campbella, A. Lo i A. MacKinlaya – J. Y. Campbell, A. W. Lo, A. C. MacKinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey 1997.

¹⁰ Na podstawie badań prowadzonych przez E. Famę i K. Frencha – E. Fama, K. French, *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*, „Journal of Political Economy” 1988, No 96 (2), s. 246–273 oraz J. Poterbę i L. Summersa – *Mean Reversion in Stock Returns: Evidence and Implications*, „Journal of Financial Economics” 1988, No 22 (1), s. 27–59.

Tabela 1 (cd.)

Hipoteza	Rezultaty badań empirycznych
Nowe informacje są natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów; bieżące informacje nie mogą być wykorzystywane do przewidywania przyszłych ponadprzeciętnych zysków	Nowe informacje są zwykle natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów, choć jest kilka wyjątków od tej zasady. Jeśli chodzi o bieżące informacje ¹¹ : – na rynku giełdowym – akcje o wysokich stopach zwrotu będą miały także wysokie stopy zwrotu w krótkim okresie w przyszłości, akcje spółek o niskim wskaźniku P/E winny zaś przynieść ponadprzeciętne stopy zwrotu w porównaniu ze spółkami o wysokim P/E; – na rynku walutowym – bieżący kurs forward pomaga przewidzieć ponadprzeciętne zyski, jako że jest prognozą przyszłego kursu waluty
Analiza techniczna nie jest w stanie dostarczyć żadnych użytecznych informacji	Analiza techniczna jest szeroko wykorzystywana na rynkach finansowych. Brakuje jednoznacznych dowodów, że jej stosowanie pozwala osiągnąć ponadprzeciętne zyski ¹²
Zarządzający funduszami inwestycyjnymi nie są w stanie systematycznie osiągać ponadprzeciętnych zysków	W przybliżeniu prawdziwe. Istnieją dowody wskazujące, że zarządzający funduszami regularnie osiągają zyski mniejsze niż przeciętne ¹³
Ceny walorów pozostają na poziomie zgodnym z ich ekonomicznymi podstawami	Czasami ceny walorów wydają się istotnie rozbieżne w stosunku do ekonomicznych „fundamentów”

U w a g a: wszystkie podane w odnośnikach do tabeli opracowania pochodzą z tego samego źródła, co dane zawarte w niniejszej tabeli.

Ź r ó d ł o: M. Beechey, D. Gruen, J. Vickery, *The Efficient Market Hypothesis: A Survey*, „Reserve Bank of Australia, Economic Research Department, Research Discussion Paper” 2000–2001, s. 4.

¹¹ Wnioski te zostały potwierdzone w wielu opracowaniach, wśród nich: W. De Bondt, R. Thaler, *Does the Stock Market Overreact?*, „Journal of Finance” 1985, No 40 (3), s. 793–808; J. Lakonishok, A. Shleifer, R. Vishny, *Contrarian Investment, Extrapolation and Risk*, „Journal of Finance” 1994, No 49 (5), s. 1541–1578; N. Jegadeesh, S. Titman, *Returns by Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*, „Journal of Finance” 1993, No 48 (1), s. 65–91; K. A. Froot, J. A. Frankel, *Forward Discount Bias: is it an Exchange Risk Premium?*, „Quarterly Journal of Economics” 1989, No 53, s. 139–161; etc.

¹² Np. R. Sullivan, A. Timmerman, H. White w *Data-Snooping, Technical Trading Rule Performance and the Bootstrap*, Centre for Economic Policy Research, „Discussion Paper” 1998, No 1976, potwierdzają przydatność analizy technicznej, natomiast F. Allen, R. Karjalainen w: *Using Genetic Algorithms to Find Technical Trading Rules*, „Journal of Financial Economics” 1999, No 51 (2), s. 245–271 nie znajdują dowodów potwierdzających tę tezę.

¹³ Por. S. Brown, W. Goetzmann, *Performance Persistence*, „Journal of Finance” 1995, No 50 (2), s. 679–698; R. Kahn, A. Rudd, *Does Historical Performance Predict Future Performance?*, „Financial Analysts Journal” 1995, November–December, s. 43–52.

Nie zniechęca to jednak zwolenników omawianej teorii, którzy poszukują wytłumaczenia niezgodności teorii z praktyką w dwóch głównych grupach przyczyn: z jednej strony wskazują na niedoskonałość stosowanych metod badawczych, dzięki czemu nie jest możliwa prawidłowa empiryczna weryfikacja teorii, z drugiej zaś – na istnienie wielu wyjątków od reguły, tzw. anomalii¹⁴, które przekonująco, ich zdaniem, uzasadniają rozbieżność teorii i praktyki.

Teoria rynków efektywnych zakłada występowanie różnych form efektywności:

- słabej (*weak*),
- półmocnej (*semi-strong*), częściej określanej jako „średnia”,
- mocnej (*strong*).

Klasyfikacja ta została wprowadzona przez E. Fama i H. Robertsa¹⁵, jej podstawą jest sposób reakcji rynku na pojawiające się na nim informacje:

- słaba forma efektywności przyjmuje, że bieżące ceny akcji w pełni odzwierciedlają wszelkie przeszłe informacje mające wpływ na te ceny, zmiany cen akcji w przeszłości nie wywierają zaś żadnego wpływu na przyszłe zmiany cen;

- półmocna forma efektywności rynku zakłada, że ceny akcji uwzględniają wszelkie informacje dostępne publicznie zarówno przeszłe, jak i bieżące;

- mocna forma efektywności rynku wskazuje, że ceny akcji uwzględniają wszystkie informacje nt. danych akcji zarówno dostępne publicznie, jak i informacje o charakterze prywatnym (informacje poufne).

Nie zagłębiając się w dyskusję nad zasadnością takiego podziału warto zauważyć, że ostatnia z form efektywności – forma mocna – jest *ex definitione* niemożliwa do spełnienia. Jeśli bowiem rynek odzwierciedla wszelkie informacje, oznacza to, że informacje te muszą w jakiś sposób na rynek dotrzeć, a jeśli tak, to informacje poufne stają się informacjami o charakterze publicznym. Wszelkie pokrętne wytłumaczenia, zgodnie z którymi rynek nie znając informacji wyczuwa ich istnienie i odpowiednio na nie reaguje, pozostają w sprzeczności z logiką i rozsądkiem. Przykładowo, badanie efektywności informacyjnej rynku akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadził S. Buczek. Uzyskane przez niego rezultaty są następujące:

¹⁴ Dokładny przegląd informacji na ten temat podaje w swojej pracy S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków...*, s. 51–80.

¹⁵ E. F. Fama, *Efficient Capital Markets...*, H. V. Roberts, *Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*, referat na Seminar on the Analysis of Security Prices, University of Chicago, May 1967 za: J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe*, t. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 105.

W przypadku dojrzałych rynków akcji poziom efektywności w formie:

- słabej – należy uznać za wysoki;
- pólslnej – można uznać za niski dla segmentu małych spółek i średni/wysoki w przypadku dużych spółek;
- silnej – nie może być zweryfikowany w praktyce¹⁶.

Sądzę, że ostatni z tych wniosków, dotyczący silnej (mocnej) efektywności, potwierdza zasadność wcześniejszych przypuszczeń, iż efektywność w formie mocnej może być rozpatrywana tylko w kategoriach teoretycznych.

Teoria rynków efektywnych ma wielu przeciwników. S. Grossman i J. Stiglitz w prosty sposób negują jej kluczowe założenia. Wskazują oni, że na rynku efektywnym informacja nie powinna mieć żadnej wymiernej wartości. Nie jest to zgodne z rzeczywistością, jako że informacje nie tylko nie są darmowe, ale bywają wręcz bardzo kosztowne. Jeśli, zgodnie z teorią, nie miałyby wartości, nikt by za nie nie płacił. Tymczasem niektóre firmy są w stanie zaangażować znaczące środki finansowe tylko w tym jednym celu – pozyskania i wykorzystania przed innymi uczestnikami rynku informacji mających wpływ na kształtowanie się cen walorów. Oznacza to, po pierwsze, że informacje nie są powszechnie dostępne i po drugie – co się z tym wiąże – nie są natychmiast odzwierciedlane w cenach walorów¹⁷. Ostrą krytykę teorii rynków efektywnych przeprowadził też R. Haugen dowodząc w swoich badaniach, że teoria ta pozostaje w zasadniczej niezgodzie z rzeczywistym działaniem rynków finansowych. Co więcej, uważa on, że twórcy teorii ekonomicznych są w stanie kreatywnie „pracować” nad testami empirycznymi do momentu, gdy uzyskane rezultaty nie potwierdzają prawdziwości przedstawionej teorii¹⁸:

Uczeni zajmujący się finansami od dawna hołdują przekonaniu, że posuwamy się naprzód szybciej i pewniej, gdy najpierw tworzymy teorie umożliwiające przewidywanie tego, w jaki sposób działa świat. Następnie należy, w myśl tej koncepcji, zwrócić się ku danym, by sprawdzić, czy potwierdzają one nasze prognozy. Jeśli stwierdzimy, że tak nie jest, albo (a) doskonalimy teorię zmieniając jej założenia, albo (b) doskonalimy testy empiryczne aż do chwili, gdy dane zaczną przemawiać głosem dla nas zrozumiałym i możliwym do przyjęcia¹⁹.

¹⁶ S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków...*, s. 195.

¹⁷ S. J. Grossman, J. E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „The American Economic Review” 1980, No 70 (3), s. 393–408 za: P. Zielonka *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa] 2003, z. 158, s. 14. Teoria rynków efektywnych została też skrytykowana przez zwolenników finansów behawioralnych, temat ten nie będzie jednak szerzej omawiany w niniejszym artykule.

¹⁸ R. Haugen, choć nie pisze o tym wprost, uważa za takowych zwolenników teorii rynków efektywnych.

¹⁹ R. A. Haugen, *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 129.

Teoria rynków efektywnych nie została pozytywnie zweryfikowana w praktyce. Nie oznacza to, że należy ją odrzucić, a jedynie, że brakuje mocnych dowodów potwierdzających jej prawdziwość. Osobiście jestem zdania, że należy docenić wkład E. Fama i innych badaczy w rozwój teorii rynków finansowych. Teoria rynków efektywnych należy jednak do obszaru czystej analizy teoretycznej i nie warto z uporem poszukiwać jej empirycznego uzasadnienia. Być może próby podejmowane przez kolejnych badaczy wynikają z faktu, że cały dorobek teorii neoklasycznej w zakresie funkcjonowania rynków finansowych oparty został na założeniu efektywności rynków. Brak empirycznej weryfikacji teorii oznaczał, że niemożliwe stało się objaśnienie realnie zachodzących procesów na gruncie teorii neoklasycznej. Próbą wyeliminowania tej ułomności stało się przeniesienie badań z obszaru teorii do sfery realnej i odwrócenie klasycznej sekwencji działań – sformułowanie teorii na podstawie szerokiego spektrum pierwotnie dokonanych obserwacji empirycznych. W rezultacie zanegowana została prawdziwość teorii rynków efektywnych, a dokładniej – wiodące założenie, na którym teoria ta się opiera – równego i powszechnego dostępu do pełnej informacji podmiotów działających na rynku.

DLACZEGO RYNKI NIE SĄ EFEKTYWNE?

W roku 2001 trzech Amerykanie – G. A. Akerlof, A. M. Spence i J. E. Stiglitz – otrzymali Nagrodę Nobla za osiągnięcia w badaniach nad obecną na rynkach asymetrią informacji, czyli sytuacją, gdy (wbrew dotychczas czynionym założeniom) kupujący i sprzedający nie mają jednakowego dostępu do informacji rynkowej. Badacze ci nie tylko wykazali istnienie asymetrii informacji, ale dostrzegli także wagę konsekwencji, jakie ten fakt niesie ze sobą dla funkcjonowania rynków finansowych.

Teoria asymetrii informacji została zbudowana na podstawie doświadczeń zebranych podczas obserwacji rzeczywistego funkcjonowania rynków. Jej zwolennicy podjęli próbę wyjaśnienia istotnej rozbieżności między teorią i praktyką, której nie sposób wytłumaczyć na gruncie teorii neoklasycznej. Teoria asymetrii informacji nie stanowi alternatywy dla teorii neoklasycznej, lecz podważa wiodące założenie teorii neoklasycznej, zgodnie z którym rynki są efektywne i występujące na nich zasoby przesuwane są dzięki temu do potencjalnie najbardziej dochodowych przedsięwzięć. Zwolennicy teorii asymetrii informacji uważają, że tzw. anomalie, które mają tłumaczyć „niedostateczną” efektywność rynków, występują z tak znacznym natężeniem, że wyklucza to możliwość ich przypadkowości i incydentalności, a wręcz przeciwnie – fakt ten upoważnia do podjęcia próby budowy nowej teorii, która

w sposób spójny i logiczny objaśni atypowe (w stosunku do dotychczasowych teorii) zachowanie rynków, w tym przede wszystkim rynków finansowych. Jeśli bowiem liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do poprawy sytuacji ekonomicznej krajów w niej uczestniczących, dlaczego wraz z postępem tej liberalizacji pojawia się coraz więcej przypadków zaburzenia stabilności rynków finansowych, czy też wręcz kryzysów finansowych i gospodarczych, w krajach, które takiej liberalizacji dokonują? Czy w takim razie zmienność i niepewność, jaką niesie ze sobą liberalizacja obrotów kapitałowych, jest kompensowana przez rosnącą efektywność gospodarek? Pytania te mają fundamentalne znaczenie. Teoria neoklasyczna wyjaśniająca działanie rynków w środowisku niemal abstrakcyjnym, nie jest w stanie udzielić na nie rzetelnych odpowiedzi. Stąd zwrot ku praktyce i oparte na niej poszukiwanie nowych rozwiązań.

TEORIA ASYMETRII INFORMACJI – KRÓTKA CHARAKTERYSTYKA

Wadliwe działanie systemu finansowego kraju przekłada się na efektywność funkcjonowania całej gospodarki i na pogorszenie perspektyw jej rozwoju. Część ekonomistów poszukuje przyczyny ułomnego działania rynków finansowych właśnie w istnieniu asymetrii informacji. Asymetria informacji to sytuacja, w której jedna ze stron transakcji finansowej ma znacznie mniej dokładne informacje na temat przedmiotu transakcji niż druga strona. Jedna ze stron kontraktu jest więc uprzywilejowana i może wykorzystać tę przewagę podczas zawierania transakcji, co oznacza nie tylko stratę dla drugiej strony (w skali mikro), ale także stratę dla całej gospodarki (w skali makro). Występowanie asymetrii informacji na rynku finansowym wiąże się z wieloma istotnymi problemami: negatywną selekcją (*adverse selection*), pokusą nadużycia (*moral hazard*), obecnością *free-riderów*²⁰ oraz stadnym zachowaniem (*herding behavior*).

Negatywna selekcja wiąże się z kwestią ryzyka dokonania niewłaściwego wyboru wynikającego z niedostatku informacji. Na przykład kredytobiorca o niższych możliwościach spłaty długu jest w stanie zaakceptować mało korzystną ofertę kredytową, ma bowiem świadomość, której nie posiada kredytodawca, że kredyt ten prawdopodobnie nie będzie spłacony. „Gorsi” kredytobiorcy mogą także być bardziej przedsiębiorczy w staraniach o kredyt i w efekcie uzyskiwać go, wypierając z rynku pozostałych kredytobiorców. Z drugiej strony kredytodawcy, którzy tracą pieniądze w wyniku udzielenia wątpliwej jakości kredytów, mogą stać się dużo bardziej ostrożni i odrzucać

²⁰ Termin ten trudno przetłumaczyć na język polski, w literaturze przedmiotu *free-riderów* nazywa się czasem „gapowiczami”. Chodzi tu o osoby, które korzystają z pewnych udogodnień na koszt innych, jako że same nie ponoszą żadnych kosztów (podróż autobusem „na gapę”).

wnioski kredytowe składane przez wiarygodne podmioty²¹. Negatywna selekcja oznacza, że na skutek posiadania przez kredytodawców niepełnej informacji bądź też braku informacji na temat wiarygodności kredytowej podmiotów działających na rynku, prawdopodobieństwo uzyskania kredytu przez podmiot o znacznie niższej jakości kredytowej jest większe niż przez podmiot bardziej wiarygodny. Sytuacja ta może ulec zmianie wówczas, gdy instytucje finansowe będą w stanie same dokładnie monitorować standing finansowy potencjalnych kredytobiorców bądź będą w stanie uzyskać informację na ten temat z innych źródeł (np. z agencji ratingowych). Występowanie na rynku zjawiska negatywnej selekcji jest argumentem przeciw efektywności rynku – wbrew opiniom zwolenników teorii efektywności informacyjnej rynków, informacje na rynkach nie są dostępne powszechnie i bezpłatnie. I oczywiście nie są także pełne.

Kolejnym problemem rynków finansowych jest tzw. **pokusa nadużycia**. Zjawisko to, w odróżnieniu od negatywnej selekcji, występuje już po zawarciu transakcji finansowej. Także bowiem po finalizacji transakcji obie zaangażowane w nią strony nie mają równego dostępu do informacji. Na przykład kredytobiorca zaciąga u kredytodawcy dług, jednak nie przekazuje mu prawdziwych informacji, jak zamierza wykorzystać pozyskane środki finansowe. Tymczasem chce je ulokować w przedsięwzięciu, które jest z punktu widzenia kredytodawcy wysoce ryzykowne. Być może kredytodawca nie zgodziłby się na finansowanie tego przedsięwzięcia, gdyby przed zawarciem transakcji miał świadomość, gdzie będą zainwestowane użyczone kapitały. Po zawarciu transakcji możliwości oddziaływania na decyzje kredytobiorcy są jednak minimalne. Występuje tu klasyczny konflikt interesów – kredytodawca chce pewności terminowej spłaty długu wraz z odsetkami, kredytobiorca – jak najwyższych zysków, wiążących się często także z wyższym ryzykiem. W efekcie kredytodawcy mogą odmawiać udzielania dalszych kredytów, obawiając się o bezpieczeństwo ich spłaty. Oznacza to, że inwestycje w danej gospodarce z powodu niedostatecznej ilości środków finansowych mogą się znaleźć na poziomie znacznie niższym od optymalnego²². Podobnie jak negatywna selekcja, także pokusa nadużycia stanowi argument przeciw efektywności rynku – ponownie jedna ze stron kontraktu ze względu na niepełną informację znajduje się w gorszej sytuacji od drugiej – gdyby kredytodawca dysponował wiedzą o przeznaczeniu użyczanych przez niego kapitałów, mógłby odmówić udzielenia pożyczki. Rozwiązaniem problemu „pokusy nadużycia” jest dokładne precyzowanie warunków transakcji finansowej, w tym szczegółowe określenie przedsięwzięcia, w które mają być zainwestowane środki finansowe, oraz monitorowanie przez kredytodawcę

²¹ F. S. Mishkin, *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, NBER Working Paper 6390, January 1998, s. 2 www.nber.org/papers/w6390.

²² Tamże, s. 3.

sposobu wypełniania przez kredytobiorcę przyjętych zobowiązań. Niekiedy kredytodawcy świadomie podejmują ryzyko udzielając pożyczek na wysoce ryzykowne inwestycje. Zdarza się to szczególnie w tych przypadkach, gdy zakładają oni, że pożyczki te, w razie niewypłacalności pożyczkobiorcy, zostaną spłacone przez inne podmioty (np. państwo). Jest to także swoista odmiana „pokusy nadużycia”. Pozornie w tym wypadku większe ryzyko ponosi kapitałodawca. Należy jednak pamiętać, że przyjmuje on założenie, że albo inwestycja przyniesie mu ponadprzeciętne zyski, albo zostanie spłacony przez gwarantów – rzeczywistych bądź organizowanych *ad hoc*²³.

Inną przyczyną zaburzeń funkcjonowania rynków finansowych jest **działalność** tzw. *free-riderów*, czyli osób, które nie chcą angażować środków finansowych w pozyskiwanie informacji, ale pragną zyskać profity wynikające z ich posiadania. Problem działalności *free-riderów* najczęściej występuje na rynkach papierów wartościowych. Część uczestników tych rynków dysponuje informacjami wskazującymi inwestycje, w których walory mogą się okazać potencjalnie najbardziej opłacalne. *Free-riderzy* obserwują i naśladują działania tych podmiotów – jeśli kupują one dane walory, *free-riderzy* kupują je również. Co to oznacza w praktyce? Jeśli posiadacze informacji mają dane wskazujące, że np. walory danej spółki są niedowartościowane, zaczynają je nabywać. Obserwujący ich działania *free-riderzy* także je nabywają. W rezultacie potencjalnie niedowartościowane walory, ze względu na rosnący popyt, stają się walorami przewartościowanymi. Występuje tu klasyczny efekt przestrzelenia – ze względu na nadmierny popyt cena niedowartościowanych walorów nie zatrzymuje się na poziomie odpowiadającym ich wartości wewnętrznej, lecz zaczyna ją przewyższać. Jak wskazuje F. Mishkin²⁴, obecności *free-riderów* często towarzyszy zjawisko negatywnej selekcji, kiedy środki finansowe kierowane są nadal na zakup przewartościowanych walorów, a nie na zakup innych, potencjalnie już bardziej dochodowych.

Na rynkach, na których występuje asymetria informacji, może także wystąpić tzw. **zachowanie stadne** inwestorów, które przypomina działalność *free-riderów*. W tym przypadku podmioty działające na rynku naśladują zachowania inwestorów, którzy ich zdaniem są w posiadaniu lepszych informacji od nich samych. Zasadnicza różnica między zachowaniem stadnym a działalnością *free-riderów* jest taka, że ci ostatni z założenia nie angażują się w pozyskiwanie informacji, a decyzje podejmują na podstawie obserwacji

²³ Sytuacja taka występuje np. w przypadku pojawienia się w danym kraju kryzysu bankowego – tracące płynność banki zasilane są w środki finansowe przez zagraniczne instytucje finansowe (bądź też MFW). Zagrożeni zagraniczni wierzyciele wywierają presję na władze kraju, w którym dokonali inwestycji, by poprzez zdobycie pomocy finansowej na rynku międzynarodowym, umożliwiono im odzyskanie zainwestowanych środków. Ich prawdziwe ryzyko jest więc znacznie mniejsze od szacowanego na podstawie ratingu inwestycyjnego kraju.

²⁴ F. S. Mishkin, *International Capital Movements...*, s. 3.

zachowań wybranych podmiotów. W przypadku zachowań stadnych inwestorzy także naśladują ruchy wybranych podmiotów, jednak nie jest to równoznaczne z ich biernością w analizowaniu dostępnych informacji. Naśladownictwo wynika tu przede wszystkim z obaw, że informacje, którymi dysponują, mogą nie być wystarczające do podjęcia trafnych decyzji. Jako przykład można podać „stadne zachowania” zagranicznych funduszy inwestycyjnych – odwrót dużych funduszy z rynku finansowego danego kraju może stanowić sygnał dla mniejszych funduszy, dysponujących ograniczonymi możliwościami pozyskiwania informacji, że należy się wycofać z tego rynku ze względu na np. możliwość pojawienia się na nim zaburzeń. Należy tu dodać, że rozumowanie takie może być całkowicie błędne – wycofywanie środków finansowych z rynku może wynikać z wielu różnych przesłanek, np. z chęci zaangażowania inwestorów w bardziej opłacalne przedsięwzięcia.

Zachowanie stadne może też występować w sytuacji, gdy zbiorowe działanie podejmowane przez grupę podmiotów zwiększa prawdopodobieństwo osiągnięcia przez nich pożądanego rezultatu. Na przykład, jak wykazał w swych badaniach M. Obstfeld²⁵, prawdopodobieństwo powodzenia ataku na stabilność danej waluty (i wymuszenia jej dewaluacji) rośnie wraz z liczbą uczestników tego ataku, pojedyncze podmioty mogą się okazać zbyt słabe, by odnieść sukces.

PODSUMOWANIE

Podobnie jak teoria efektywności rynków, także teoria asymetrii informacji jest trudna do empirycznej weryfikacji, zmienność parametrów na rynkach finansowych tłumaczona jest bowiem przede wszystkim czynnikami o charakterze pozaekonomicznym. Jak np. zweryfikować tezę, że fluktuacja cen akcji na danym rynku została wywołana przez *free-riderów*? Można jedynie stwierdzić, iż brak jest przesłanek do odrzucenia hipotezy, że właśnie ich działalność spowodowała zaobserwowane zmiany. Podobnie rzecz wygląda z empirycznym potwierdzeniem zjawiska hazardu moralnego, czy też zachowań stadnych.

Teoria asymetrii informacji budzi zainteresowanie od wielu lat²⁶, jednak jej rozkwit nastąpił relatywnie niedawno, po serii kryzysów walutowych

²⁵ M. Obstfeld, *Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features*, „European Economic Review” 1996, vol. 40, No 3–5 (April), s. 1037–1047 za: B. Eichengreen, M. Mussa (red.), *Capital Account Liberalization...*, s. 13.

²⁶ Przeglądu opracowań nt. asymetrii informacji dokonał już w roku 1988 M. Gertler – M. Gertler, *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, „Journal of Money Credit and Banking” 1988, vol. 20, cz. 2, s. 559–588 za: F. S. Mishkin, *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, NBER, „Working Paper 5600”, May 1996, s. 4.

i finansowych, które wstrząsnęły gospodarką światową pod koniec lat 90. XX w. Jest znamienne, że ekonomiści badający zjawisko asymetrii informacji zostali uhonorowani Nagrodą Nobla dopiero w roku 2001, kiedy teoria ta zyskała pełne potwierdzenie w dramatycznych okolicznościach przebiegu wspomnianych kryzysów.

Dzięki teorii asymetrii informacji możliwe stało się wyjaśnienie specyficznych zachowań rynków finansowych, których interpretacja na gruncie teorii neoklasycznej była znacznie utrudniona. Teoria asymetrii informacji nie stanowi jednak panaceum na ograniczenia zawarte w teorii neoklasycznej, trudno ją nawet w gruncie rzeczy uznać za teorię *per se*. Stanowi ona raczej pewien teoremat, na podstawie którego możliwe stało się wskazanie przyczyn rozbieżności w zakresie teoretycznych i realnych uwarunkowań funkcjonowania rynków finansowych. Wydarzenia zachodzące w sferze realnej dowiodły, że model neoklasyczny nie znajduje praktycznego zastosowania. Twórcy teorii asymetrii informacji wskazali słabości wiodących założeń, na których model ten się opiera, nie zdołali jednak zbudować modelu alternatywnego, który kompleksowo objaśniałby naturę wydarzeń zachodzących na rynkach finansowych. Dopóki tak się nie stanie, trudno mówić o nowej teorii objaśniającej działanie rynków finansowych i nadal jedynym całościowym modelem teoretycznym pozostaje model neoklasyczny opierający się na wysoce dyskusyjnym założeniu efektywności rynków finansowych.

BIBLIOGRAFIA

- Buczek S. B., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, SGH, Warszawa 2005.
- Campbell J. Y., Lo A. W., MacKinlay A. G., *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey 1997.
- De Bondt W., Thaler R., *Does the Stock Market Overreact?*, „Journal of Finance” 1985, No 40 (3).
- Fama E. F., *The Behavior of Stock Market Prices*, „Journal of Business” 1965, vol. 38.
- Fama E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, vol. 25.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe*, t. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Haugen R. A., *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Ziarko-Siwek U., *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*, „Studia i Materiały” [NBP, Warszawa], grudzień 2004, z. 178.

*Małgorzata Janicka***THE EFFICIENCY OF FINANCIAL MARKETS – THEORY AND PRACTICE**

The discussion on the theory of financial markets' efficiency has been taking place for many years. The theory in question has many proponents and opponents. According to this theory markets are concerned to be efficient if all available information is included in asset prices. It means, that investors are not able to get extra profits even when using special investing techniques. Anyway empirical research shows that markets are not efficient. In 2001 G. A. Akerlof, A. M. Spence and J. E. Stiglitz got the Nobel Prize for their research in the field of the information asymmetry. The theory of information asymmetry was constructed on the bases of experiences coming from the real financial market activity. The authors defined four main elements of it: adverse selection, moral hazard, herding behavior and the free-riders' activity. Owing to the theory of asymmetry information it was able to explain the anomalies in the financial markets' activity, but any new model describing the way in which financial markets work was not invented.