

# Асимметрия информации на финансовых рынках



Автор статьи:

**Феофанов Д.А.**,

магистрант Финансового университета при Правительстве РФ,

**Feofanov D.A.**

Undergraduate of Finance University

E-mail: Feofanov\_da@mail.ru

## Information asymmetry in the financial markets

**Abstract.** History suggests that overcoming uncertainty - a critical problem for the financial sector both in internal and external aspects. In the first case we are talking about the fact that a similar problem confronts every (professional and nonprofessional) subject to the financial sector. Second - that its effectiveness depends largely on how solve information problems in the economy as a whole. And here it is necessary to draw attention to the problem of the theoretical development of the concept of information.

**Ключевые слова:** информация, финансовые рынки, асимметрия, проблемы, посредники

**Keywords:** information, financial markets, asymmetry, problems, intermediaries

Финансовая система — это, кроме прочего, еще и своего рода «информационный мозг» экономики. Именно от решений финансистов во многом зависит, куда будут направлены (или не направлены) инвестиции, какие отрасли и сектора будут расти, а какие нет. Ошибки в выборе приоритетов могут дорого стоить.

История свидетельствует о том, что преодоление неопределенности — крайне актуальная проблема для финансовой сферы как во внутреннем, так и во внешнем аспектах. В первом случае речь идет о том, что подобная проблема встает перед каждым (профессиональным и непрофессиональным) субъектом финансовой сферы; во втором — о том, что от ее эффективности во многом зависит то, как решаются информационные проблемы в экономике в целом. И здесь необходимо обратить внимание на проблему теоретической разработки понятия информации.

Дж. Стиглиц и Дж. Акелроф показали, что экономическая информация эндогенна, она генерируется только в процессе общения и взаимодействия экономических субъектов. Следовательно, распространение достоверной информации не происходит «автоматически», и это связано не только с недостатками инфраструктуры рыночных отношений, но и с тем, что субъекты могут неправильно воспринимать сигналы и неадекватно (как сознательно, так и несознательно) передавать сигналы вовне. Причем одни индивиды действуют так, чтобы передать определенную информацию (если это соответствует их интересам), другие стремятся ее скрыть или раскрыть частично или преподнести определенным образом так, чтобы улучшить или, по крайней мере, не ухудшить свое положение. Это ведет к изменению характера функционирования рынков. Как подчеркивал Дж. Стиглиц, «действия (включая выбор) передают информацию, участники рынка знают об этом, и это оказывает влияние на их поведение»<sup>1</sup>. Поэтому **асимметрия информации порождается самими действиями участников рыночного обмена.**

Если это так, возникает ряд проблем теоретического и прикладного характера: если информация несовершенна, ее асимметрия порождается самими участниками рынка, то что означает информационная прозрачность финансовой системы; что следует понимать под «достоверной информацией»; какова должна быть институциональная организация нормально действующего рынка в целом и финансового в частности?

Эффекты асимметрии информации (ЭАИ) делятся на два класса<sup>1</sup>:

1) эффекты, имеющие место *ex ante*<sup>2</sup>, их принято называть риском «неблагоприятного выбора» или «отрицательного отбора» (*adverse selection*), и связаны они с ошибками в определении качества товара или услуги;

2) эффекты, имеющие место *ex post*, их принято называть «моральным риском» (*moral hazard*), и связаны они с тем, что сам факт заключения сделки может привести к изменению поведения одной из сторон (например, страховые организации давно заметили, что, застраховав автомобиль, его владелец может начинать меньше заботиться о том, чтобы не допустить угона).

Наиболее известная работа, в которой впервые описаны ЭАИ, принадлежит Дж. Ажелпрофу<sup>3</sup>. В ней речь идет о рынке подержанных автомобилей («рынке лимонов»). В самом общем виде на подобном рынке происходит следующее. Качество продаваемых автомобилей установить трудно. Поэтому большая часть хороших машин продается по заниженным ценам, плохих — по завышенным. Теоретически это ведет к тому, что хорошие автомобили либо вообще исчезнут с рынка, либо их будет мало (по сравнению с нормальным, «информационно нейтральным» состоянием). Такие рынки весьма распространены в жизни, особенно в развивающихся странах. Они характеризуются вялой конъюнктурой, относительно низким качеством торгуемых благ. Причем известны случаи, когда «разгулявшиеся» эффекты асимметрии информации приводили к почти полному разрушению рынка.

Следует подчеркнуть, что ЭАИ действуют не только на товарных, но и на других рынках: на рынке труда они проявляются в том, что, поскольку каждая фирма стремится иметь наиболее умелых и добросовестных работников, эффективная зарплата, назначаемая работодателями, выше рыночной (оборотной стороной такого завышения является наличие определенного уровня безработицы); на кредитном — в том, что кредиторы понимают, что высокие ставки могут отпугнуть в первую очередь осторожных, добросовестных заемщиков, а не аферистов, поэтому процентные ставки, назначаемые банкирами, ниже равновесных (отсюда некоторый дефицит заемных фондов). Причем на финансовом рынке ЭАИ особенно сильны.

В случае с ценными бумагами проблема асимметрии информации проявляется в том, что их эмитент имеет больше информации, чем инвестор, относительно качества предлагаемых ценных бумаг и стоящих за ними ипотечных кредитов. Потенциальные инвесторы не могут отличить фирмы в высокой доходностью и низким риском и фирмы с низкой доходностью и высоким риском. Отсутствие у инвесторов достаточного объема информации об ипотечных ценных бумагах может привести к тому, что они не решатся покупать ценные бумаги или потребуют повышения доходности по таким бумагам в качестве компенсации за риск. В этом случае инвестор заплатит цену, которая отражает среднюю фирму, выпускающую ценную бумагу, — цена будет выше цены ценных бумаг «плохих» фирм и цены «хороших» фирм. Собственники «хороших» фирм знают, что их бумаги недооценены и не продадут по той цене, по которой их готовы купить инвесторы.

Этот анализ частично объясняет тот факт, что торгуемые ценные бумаги не являются преобладающим источником финансирования для фирм в любой стране мира.

В современной теории доказывается, что на товарном рынке эффекты асимметрии информации ведут к негативным тенденциям. Продавцы качественных товаров либо несут убытки, либо уходят с рынка.

Дело в том, что асимметрия информации двояким образом проявляется в действиях участников рынка. Во-первых, это сознательное отклонение цен (процентных ставок или зарплаты) от равновесного уровня. Во-вторых, это занижение (или рacionamento) предложения (качественных автомобилей на товарном рынке, заемных фондов или рабочих мест, соответственно, на кредитном рынке и рынке труда). Но остается нераскрытым вопрос о том, какие из этих эффектов сильнее: сознательное отклонение цен от их равновесных уровней (с тем чтобы постараться нивелировать эффекты неблагоприятного отбора) или рacionamento предложения.

Чтобы решить проблему «неблагоприятного выбора» на финансовых рынках, финансовые посредники (financial intermediations) предоставляют полную информацию об инвесторах, готовых финансировать инвестиционную деятельность компаний. Частные компании собирают, анализируют и продают информацию о «хороших» и «плохих» фирмах. В Соединенных Штатах фирмы, такие, как Standard and Poor's, Moody's, Fitch и Value Line, изучают балансы компаний, их инвестиционную активность, публикуют эти данные и продают своим подписчикам.

Однако этот способ не полностью решает проблему неблагоприятного выбора из-за так называемой проблемы «халевщиков». Эта проблема возникает, когда люди бесплатно извлекают выгоду из информации, за которую вынуждены платить другие. Так как, по предположению Дж. Стиглица, «действия передают информацию», другие инвесторы могут купить бумаги «хорошей» компании лишь потому, что заметили, что «осведомленные» инвесторы стали скупать бумаги данной компании. Увеличивающийся спрос на недооцененную бумагу немедленно приведет к тому, что цена будет расти до своего «истинного» значения. Теперь стало невозможно извлечь выгоду из покупки информации, инвестор становится таким же «халевщиком» и не станет больше первым покупать информацию. Соответственно, компании не будут продавать достаточного количества информации, чтобы окупить свои расходы по ее аккумуляции и обработке и уменьшат предложение информации на рынке, что опять станет причиной возникновения проблема неблагоприятного выбора.

Следовательно, задача государственной политики заключается в том, чтобы обеспечить (прямо или косвенно) формирование институциональной структуры, позволяющей преодолеть асимметрию информации.

Возможно государство способно предоставлять информацию инвесторам бесплатно, но в реальности это будет политически невозможно публиковать «плохую» информацию о компаниях. Другой выход состоит в государственном регулировании финансового рынка таким образом, что заставит компании предоставлять

честную информацию о своей деятельности, что поможет инвесторам сделать выбор. В США таким государственным органом является Комиссия по ценным бумагам (Securities Exchange Commission – SEC), в России – Федеральная служба по финансовым рынкам. Государственные службы обязывают все фирмы, продающие свои ценные бумаги на финансовых рынках, проходить независимую аудиторскую проверку, в которых аудиторские компании удостоверяют правильность соблюдения принципов бухгалтерского учета и раскрытия информации о продажах, активах и доходах компании. К сожалению, это тоже не всегда самый эффективный способ, как показала практика компаний Enron, WorldCom и Parmalat.

Проблема несовершенства информации на финансовых рынках помогает объяснить, почему финансовые рынки – один из самых регулируемых секторов экономики.

Но даже несмотря на эти государственные требования, компании располагают куда большей информацией, чем содержится в статистических и бухгалтерских отчетах. «Плохие» компании стараются «приукрасить» свою отчетность, чтобы иметь возможность продать свои бумаги дороже, чем они реально стоят.

Проблема неблагоприятного выбора, в случае рынка автомобилей, может быть частично решена посредниками, действующими на автомобильном рынке. Они гораздо эффективней, чем индивиды и государство, могут оценить качество автомобиля и продать его с явным (гарантией) или неявным (репутация) поручительством.

Соответственно, дилер сможет извлечь выгоду из собранной информации и продать автомобиль дороже, чем он его купил. В этом случае они также избегают проблемы «халявщиков».

Точно так же, как и автомобильные дилеры, финансовые посредники помогают избавиться от пролемы неблагоприятного выбора на финансовых рынках. Финансовый посредник, как, например, банк, становится экспертом в производстве информации о качестве фирм и может отличить компанию с хорошим кредитным риском и инвестировать в неё. Потом банк принимает депозиты от вкладчиков и дает кредиты «хорошим» компаниям. Так как банк способен инвестировать в основном в «хорошие» компании, он получает более высокий доход на кредиты, чем проценты по депозитам, которые он обязан платить своим вкладчикам. Банк получает прибыль, что побуждает производить все больше и больше информации.

Важный аспект в деятельности банка как производителя информации, что он избегает проблемы «халявщиков», выдавая, в основном, кредиты компаниям, а не покупая их ценные бумаги. Так как кредиты не являются торгуемым инструментом финансирования, другие инвесторы не могут отследить сделки банка и, соответственно, повысить цену бумаг компании.

Финансовые посредники в общем и банки в частности предоставляют компаниям большие неторгуемые кредиты и поэтому играют более важную роль в предоставлении средств компаниям, чем финансовые рынки. Это подтверждает тот факт, что косвенное финансирование (через финансовых посредников) более эффективно, чем прямое, и что банки являются самыми важными источниками внешних средств для финансирования компаний.

Тем не менее развитие информационных технологий в XX веке уменьшило проблему асимметрии информации, что уменьшило роль банков и увеличило роль финансовых рынков. Если компания хорошо известна на рынке, то у инвесторов не возникает сомнений о предоставляемой информации и они напрямую инвестируют в данную компанию.

Дополнительное обеспечение активами также помогает уменьшить риск неблагоприятного выбора: так как в случае банкротства заемщика кредитор может реализовать заложенный актив и компенсировать часть потерь по займу.

Собственный капитал предприятия может быть также использован в качестве залога по займу, что позволяет заемщикам быть уверенными, что даже в случае отрицательных прибылей они смогут ответить по своим обязательствам и, скорее всего, не обанкротятся. Этот анализ соответствует знаменитому выражению «Только те люди, которым не нужны деньги, могут занять их».

Проблема морального риска возникает после того, как состоялась финансовая транзакция, когда продавец подвержен соблазну недобросовестно исполнять свои обязательства по договору и скрывать информацию об этом. Проблема морального риска проявляется в том, что компании охотнее выпускают долговые обязательства, чем акции.

Акции особенно подвержены моральному риску – проблема агента-принципала. Разделение владения и управления компанией ведет к возникновению этой проблемы, когда менеджеры (агенты) действуют исходя из своих собственных интересов, а не в интересах владельцев-акционеров (принципалов), так как менеджеры не настолько сильно заинтересованы в максимизации прибыли, как акционеры.

Проблема морального риска побуждает постоянно отслеживать деятельность компании, проводить аудиторские проверки и контролировать менеджмент компании. Процесс мониторинга очень затратный в рамках денег и

времени, даже экономисты дали этой проблеме свое название: проблема дорогостоящей верификации состояния компании (costly state verification).

В Чамбере, одном из процветающих торговых районов Пакистана, заемщики, не имеющие «кредитных историй» и ликвидных залогов, вынуждены обслуживаться у ростовщиков. Процентные ставки по таким займам составляют в среднем около 80 процентов годовых (и варьируют в диапазоне от 18 до 200 процентов годовых), притом что коммерческие банки выдают ссуды в среднем под 12 процентов годовых<sup>4</sup>. Однако самое интересное, пожалуй, заключается в том, что если исключить из процентных доходов ростовщиков те расходы, которые они осуществляют с целью сбора информации о заемщиках, «мониторинга» и «контроля целевого использования» выданных ресурсов, их ставка процента будет приблизительно равна банковской. Это означает, что более 80 процентов своих доходов кредитор вынужден использовать для решения информационных проблем. Такова в данном случае цена информационной несостоятельности рынка. Однако проблема «халявщиков» неблагоприятного выбора снижает уровень мониторинга компании, так как другие акционеры компании платят за проверку деятельности компании.

Как в случае неблагоприятного выбора, государство пытается частично решить проблему морального риска, что еще раз объясняет сильное регулирование финансового рынка. Государственные службы ввели общие принципы отчетности для компаний и наказания за их нарушение, однако очень нелегко доказать, что нарушение было совершено.

Финансовые посредники, опять же, наиболее эффективны в решении проблемы агента-принципала. Венчурные фирмы аккумулируют ресурсы своих партнеров и используют их для помощи начинающим предприятиям. В обмен на использование венчурного капитала фирма получает часть активов в новом предприятии. Венчурные компании также имеют несколько своих людей в совете директоров новой компании, что помогает им отслеживать деятельность изнутри. Активы новой компании неторгуемы ни для кого, кроме венчурной компании. Следовательно не возникает проблемы «халявщиков».

В случае выпуска долговых обязательств компании кредитор не должен постоянно контролировать деятельность компании, так как он получает определенные в контракте платежи, независимые от прибыли. Только когда фирма не может больше выполнять свои обязательства, кредитор включается в проблему морального риска. Так же, как и в случае неблагоприятного выбора, собственный капитал компании может стать гарантией выполнения своих обязательств и снижения морального риска.

Преимущество редкого мониторинга компании и, следовательно, более низких издержек объясняет, почему долговые контракты более распространены, чем акции.

Таким образом, асимметрия информации на финансовых рынках приводит к возникновению проблем неблагоприятного выбора и морального риска, что препятствует эффективному функционированию рынков. Инструменты решения этих проблем – частное производство и продажа информации, государственное регулирование с целью увеличения доступной информации на финансовых рынках, значимость поручительства и обеспечения собственным капиталом долговых обязательств компании и использования контроля и мониторинга. Проблема «халявщиков» отражает, что финансовые посредники, особенно банки, должны играть более важную роль, чем финансовые рынки, в финансировании компаний.

## Список литературы

1. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов/ Пер. с англ. Д.В. Виноградова под ред. М.Е. Дорошенко. — М.: Аспект Пресс, 2009.
2. G.A. Akerlof. The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism/ Quarterly Journal of Economics. August 1970.
3. F.S.Miskin, S.G.Eakins Financial Markets & Institutions – Pearson, 2011.
4. А.Г.Грязнова, А.Ю.Юданов. Микроэкономика: практический подход – М.: КНОРУС, 2011.

<sup>1</sup> См. напр.: Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов/ Пер. с англ. Д.В. Виноградова под ред. М.Е. Дорошенко. - М.: Аспект Пресс, 1999- – С. 46-47.

<sup>2</sup> Условие ex ante (лат.) означает, что эффект возникает до совершения сделки, ex post — после совершения сделки.

<sup>3</sup> G.A. Akerlof. The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism/ Quarterly Journal of Economics. August 1970. P. 488–500.

<sup>4</sup> Знания на службе развития. Отчет о мировом развитии. 1998/1999 — М.: Изд-во «Весь мир», Всемирный банк. — С. 99