

АСИММЕТРИЯ ИНФОРМАЦИИ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА И ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ

В статье рассматривается проблема неполноты информации на рынке капитала и ее причины. Анализируются негативные последствия асимметрии информации для субъектов рынка капитала до совершения сделки и проблема «принципал-агент». Особое внимание уделяется проблеме неблагоприятного отбора на рынке ценных бумаг, приводящей к снижению эффективности работы данного рынка и уменьшению роли акций и облигаций в процессе привлечения капитала. Выявляются направления снижения асимметрии информации на рынке капитала, в частности, описывается роль аналитических агентств, предоставляющих финансовую информацию игрокам рынка. Раскрывается роль финансовых посредников на рынке капитала с точки зрения снижения асимметрии информации. Показана невозможность полного устранения данного явления на рынке капитала государственными органами власти с помощью прямых методов регулирования.

Ключевые слова: информация; асимметрия информации; рынок капитала; проблема недобросовестного поведения; проблема неблагоприятного отбора.

B. J. TAGAROV

*PhD in Economics, Associate Professor,
Baikal State University of Economics and Law*

INFORMATION ASYMMETRY IN THE CAPITAL MARKET AND ITS CONSEQUENCES

The article considers the problem of incompleteness of information in the capital market and determines its reasons. It also analyzes negative consequences of information asymmetry for participants of the capital market before the transaction fulfilment and the problem «principal-agent». The author pays particular attention to the issue of adverse selection in the securities market which entails a decline in this market performance and leads to lessening of the role of stocks and bonds in the process of raising capital. Moreover, he defines the ways intended to reduce information asymmetry in the capital market, namely, describes the role of analytical agencies providing financial information to the market players. The role of financial intermediaries in the capital market in terms of reducing information asymmetry is also specified. It is shown that it is impossible to fully eliminate this phenomenon in the capital market by public authorities through direct regulation methods.

Keywords: information; information asymmetry; capital market; misconduct; adverse selection problem.

Рынок капитала, как любой другой, имеет информационную природу и эффективно выполняет свои функции только тогда, когда его субъекты обладают полной информацией о его параметрах. В реальной экономике информация распределена между ними асимметрично, что нарушает работу рынка капитала, приводит к определенным негативным последствиям и заставляет участников рынка искать способы борьбы с ними.

Асимметрия информации — это ситуация, когда один из контрагентов, вступающих в сделку, обладает большей информацией о предмете сделки, чем другой. При этом асимметрия информации не является результатом искажения работы рынка, вызванного каким-либо внешним фактором. Асимметричность информации возникает внутри рынка и обусловлена действиями его участников.

Дж. Стиглер писал, что на реальном рынке цены меняются постоянно и полная информация о всех ценах в данный момент неизвестна никому [5, с. 506]. Участник рынка, желающий определить наилучшую цену, должен «опрашивать» других участников. По его мнению, степень разброса цен — это проявление и мера неосведомленности на данном рынке.

Для любого покупателя ожидаемая экономия от дополнительной единицы поиска будет приблизительно равна количеству товара, которое он хочет закупить, умноженному на ожидаемое снижение цены в результате поиска. Ожидаемая экономия от данного поиска будет тем больше, чем больше разброс цен. Очевидно также, что экономия будет тем больше, чем больше затраты на товар.

Значительный разброс цен поддерживается главным образом потому, что информация устаревает. Условия предложения и спроса, а значит, и распределение запрашиваемых цен меняются со временем.

Кроме того, часть неосведомленности объясняется изменчивостью состава покупателей и продавцов. На каждом рынке наблюдается поток новых покупателей и продавцов, они, по крайней мере, в начале не информированы о ценах и самим своим присутствием делают информацию опытных покупателей и продавцов бесполезной.

Дж. Акерлоф выделил следующие причины неполноты информации, имеющейся у участников рынка:

- получение информации связано с затратами ресурсов. Рациональный экономический агент не будет платить за информацию больше того уровня, на котором предельные издержки на ее получение превышают предельный доход от ее использования;

- не всегда информация надежна. Даже если информация, получаемая экономическим агентом, сегодня была точной, завтра она может устареть в силу изменения экономической среды и, следовательно, на нее нельзя будет более полагаться при принятии экономических решений;

- экономические агенты не в состоянии запомнить и переработать весь объем доступной им информации. Они вынуждены отбирать для хранения и непосредственного использования только наиболее важную ин-

формацию. Часть совокупной информации неизбежно теряется;

- не все экономические агенты обладают достаточными знаниями и навыками, которые позволили бы им адекватно переработать поступающую информацию [3, с. 43].

По словам Дж. Акерлофа, «неполнота информации является непрямым признаком экономической жизни. Большая или меньшая неполнота информации может влиять на условия и особенности функционирования рынков, создавая дополнительные транзакционные издержки для экономических агентов» [1, с. 91].

Асимметрия информации порождает негативные эффекты, связанные с недобросовестным поведением контрагента, имеющего большее количество информации.

Негативные эффекты асимметрии информации делятся на два вида:

1. Эффекты, имеющие место до совершения сделки (их принято называть риском недобросовестности или проблемой «неблагоприятного отбора» по аналогии с теорией «благоприятного отбора», предложенной Ч. Дарвином). Они связаны с трудностью определения для покупателя реального качества товара или услуги [4, с. 60].

2. Эффекты, имеющие место после завершения сделки. Они связаны с тем, что более информированный исполнитель может злоупотреблять своим положением после подписания контракта. То есть, даже выбрав наиболее качественного поставщика услуг, покупатель может понести ущерб.

Рассмотрим негативные эффекты применительно к рынку капитала.

Негативный эффект, имеющий место до совершения сделки. Поскольку в отношениях кредиторов и заемщиков присутствует асимметрия информации в пользу заемщика, то «плохие» заемщики могут вытеснить «хороших», и рынок кредитов может исчезнуть.

На рынке ценных бумаг также возникает проблема неблагоприятного отбора. Представим, что инвестор планирует купить некоторое количество акций на фондовом рынке. При этом он не может отличить «плохие» акции от «хороших». Поэтому он готов уплатить некую среднюю цену за акции, отражающую среднее «качество» фирм. По этой цене большинство владельцев «хороших» акций не захотят их продавать, считая их

реальную стоимость выше. Владельцы же «плохих» акций будут согласны продать их по данной цене, так как она будет выше реальной стоимости их ценных бумаг. Другими словами «лимоны» будут вытеснять с рынка «хорошие» акции. Инвестор, понимая данную ситуацию, может вообще перестать покупать акции.

В случае если инвестор захочет купить облигации, то результат будет аналогичным. Инвестор купит облигацию только тогда, когда ставка процента по ней сможет компенсировать средний риск банкротства фирмы.

Если инвестор не владеет информацией о реальном положении дел и ориентируется на некий усредненный уровень риска по всем облигациям, то фирмам с низким уровнем риска, для того чтобы продать свои облигации инвестору, нужно предложить покупателю более высокий процент доходности по ним, чем соответствующий реальному риску дефолта по их бумагам. Естественно, это им не выгодно. Фирмы, продающие облигации с высоким риском дефолта, могут их реализовать, предлагая более низкий уровень доходности, чем соответствующий их уровню риска. Поэтому они захотят продать их нашему инвестору. В результате облигации с высоким риском дефолта могут вытеснить с рынка более надежные облигации. Инвестор, понимая это, вряд ли будет использовать облигации как инструмент инвестирования.

Данный пример показывает, что акции и облигации как инструмент привлечения финансовых средств не позволяют полноценно «перекачивать» деньги от лиц, имеющих сбережения, к «хорошим» заемщикам.

Если инвесторы, желающие вложить свои деньги в ценные бумаги, будут иметь информацию, которая позволит им отделять хорошие фирмы от плохих, то они будут готовы платить более высокую цену за ценные бумаги хороших фирм, а последние будут продавать их им.

В результате рынок ценных бумаг сможет эффективно перераспределять средства от инвесторов к хорошим фирмам.

Как же уменьшить асимметрию информации на рынке капитала? В мировой практике есть несколько примеров.

1. Появление компаний, изучающих финансовый рынок и продающих информацию, позволяющую выявить «хорошие» фирмы.

Этим занимаются такие компании, как Fitch, Standard and Poor's, Moody's и пр.

Рынок подобной информации помогает решить проблему асимметрии информации на финансовом рынке лишь частично. Всею виной проблема «безбилетника». Проблема «безбилетника» возникает, когда люди, не желающие платить за информацию, получают выгоду от той информации, за которую заплатили другие [6, с. 120].

Например, некий Иванов заплатил за информацию некоторую сумму информационному агентству. Теперь он знает, какие ценные бумаги недооценены и начинает их покупку. Другие инвесторы, не заплатившие за информацию, могут последовать за Ивановым и начать покупать те же акции. В результате цены на эти акции вырастут, и Иванову придется их покупать по их реальной стоимости. Теперь Иванов может задуматься о том, зачем покупать информацию, если он не получает дополнительной выгоды по сравнению с инвесторами, которые ничего за нее не платили.

В результате спрос на информацию с его стороны и других инвесторов может упасть, и ее будет производиться меньше, а значит, проблема «неблагоприятного отбора» будет по-прежнему влиять на эффективность функционирования рынков ценных бумаг.

2. Регулирование рынка ценных бумаг со стороны государства. Государство заставляет фирмы, привлекающие капитал, публиковать достоверную информацию о своей деятельности, что позволяет инвесторам отделить «плохие» фирмы от «хороших». Тем не менее, вмешательство государства не позволяет полностью решить проблему асимметрии информации. Дело в том, что, хотя фирма и предоставляет официальную информацию о своих финансовых показателях, она обладает гораздо большей информацией, чем потенциальные инвесторы. Кроме того, фирмы, особенно «плохие», стараются исказить в свою пользу публикуемые показатели.

Если государство начнет усиливать контроль за достоверностью предоставляемой фирмами информации, то увеличится бюрократизация государственных органов и возрастут общественные издержки, что может перевесить выгоды общества от снижения асимметрии информации на рынке капитала.

Производство же государством дополнительной информации о фирмах неизбежно будет носить политической характер и способствовать развитию коррупции.

Вследствие неполного решения проблемы асимметричности информации государством и информационными агентствами такие инструменты, как акции и облигации не могут являться для «хороших» фирм эффективным способом привлечения капитала. Поэтому многие фирмы предпочитают обращаться за капиталом к финансовым посредникам.

3. Работа финансовых посредников (банков, инвестиционных фондов). Инвесторы, не имеющие полной информации об истинном «качестве» ценных бумаг фирм, могут вложить свои деньги, например, в банк. Банк, будучи экспертом на финансовом рынке, может кредитовать только «хорошие», с точки зрения риска и доходности, фирмы. Поэтому доходность, получаемая им от кредитования, будет выше, чем проценты по вкладам. В результате банк получает стимул производить информацию о финансовом рынке, а средства инвесторов перенаправляются в «хорошие» фирмы.

При этом в отличие от информации, которую производят рейтинговые агентства, производство информации банком лишено проблемы «безбилетника». Дело в том, что в отличие от «информированных» инвесторов, покупающих ценные бумаги на открытом рынке, банк выдает частные ссуды, что не позволяет другим инвесторам следовать за ним.

Негативный эффект, имеющий место после завершения сделки. Проблема недобросовестного поведения связана с трудностью контроля принципала за поведением более осведомленного агента уже после заключения сделки. У продавца ценной бумаги может появиться желание скрыть информацию и заняться деятельностью, нежелательной с точки зрения покупателя ценной бумаги.

На рынке капитала возникает два вида ситуаций, связанных с данной проблемой:

1. Управляющие корпорацией, являющиеся агентами акционеров, могут действовать в своих интересах, а не стремиться к максимизации прибыли и стоимости акций.

Для снижения потерь от недобросовестного поведения управляющих акционеры

могут проводить постоянный мониторинг их деятельности. Данный мониторинг может быть весьма затратным, что снижает эффективность вложений инвесторов.

2. Компания, выпустившая облигации или взявшая кредит, может после заключения сделки вложить деньги в проект с повышенным риском, что увеличит вероятность дефолта.

Для сведения к минимуму потерь от подобных действий в контрактах предусматривают четыре типа ограничений [2, с. 230]:

1. Ограничения могут минимизировать риск недобросовестного поведения, удерживая заемщика от нежелательных действий и инвестирования в рискованные проекты.

2. Установлением ограничений можно добиться того, чтобы заемщик занялся теми видами деятельности, которые повышают вероятность возврата полученной ссуды.

3. Обеспечение служит своего рода защитой для кредитора, поэтому в числе особых условий может быть требование, обязывающее заемщика поддерживать обеспечение в хорошем состоянии и не передавать объект, служащий обеспечением, в собственность кому-либо другому. Именно с ограничением такого рода чаще всего сталкиваются обычные люди.

4. Ограничения также обязывают фирму-заемщика периодически предоставлять информацию о своей деятельности в виде квартальных бухгалтерских отчетов (балансовых сводок) и отчетов о прибылях и убытках. Благодаря этому кредитору легче контролировать фирму, тем самым снижается риск недобросовестного поведения.

Данные ограничения уменьшают риск недобросовестного поведения, но не избавляют от него полностью, так как все аспекты поведения предусмотреть невозможно. Кроме того, затраты на контроль за соблюдением ограничений растут пропорционально их сложности.

В результате перечисленных проблем, вызванных асимметрией информации, рынок капитала приобретает следующие отличительные черты:

– косвенное финансирование, включающее в себя деятельность финансовых посредников, является для фирм более важным, чем финансирование через продажу акций и облигаций, когда фирмы получают

средства непосредственно от кредиторов на финансовых рынках. Именно банки являются наиболее важным источником внешнего финансирования фирм;

– финансовая система является одним из наиболее труднорегулируемых и наиболее

важных для регулирования государством сектором экономики;

– обеспеченные долговые обязательства являются основной формой долговых обязательств домохозяйств и широко используются в отношениях между фирмами.

Список использованной литературы

1. Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм / Дж. Акерлоф // *THESIS*. — 1994. — Вып. 6. — С. 91–104.
2. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. Мишкин. — М. : Вильямс, 2006. — 880 с.
3. Сапир Ж. Экономика информации: новая парадигма и ее границы / Ж. Сапир // *Вопросы экономики*. — 2005. — № 10. — С. 40–49.
4. Спенс М. Следующая конвергенция. Будущее экономического роста в мире, живущем на разных скоростях / М. Спенс ; пер. с англ. А. Калинин. — М. : Изд-во Института Гайдара, 2012. — 336 с.
5. Стиглер Дж. Экономическая теория информации / Дж. Стиглиц // *Вехи экономической мысли. Т. 2 : Теория фирмы* / под ред. В. М. Гальперина. — СПб. : Экономическая школа, 2000. — С. 507–529.
6. Стиглиц Дж. Крутое пике. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Стиглиц ; пер. с англ. В. Лопатка. — М. : Эксмо, 2011. — 512 с.

References

1. Akerlof G. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *THESIS*, 1994, iss. 6. pp. 91–104 (in Russian).
2. Mishkin F. *Ekonomicheskaya teoriya deneg, bankovskogo dela i finansovykh rynkov* [Economic theory of money, banking and financial markets]. Moscow, Viliyams Publ., 2006. 880 p.
3. Sapir Zh. Information Economics: A New Paradigm and Its Limits. *Voprosy ekonomiki — Issues of Economics*, 2005, no. 10, pp. 40–49 (in Russian).
4. Spence M. *The Next Convergence: The Future of Economic Growth in a Multispeed World*. New York, Farrar, Straus and Giroux, 2011. 296 p. (Russ. ed.: Spens M. *Sleduyushchaya konvergentsiya. Budushchee ekonomicheskogo rosta v mire, zhivushchem na raznykh skorostyakh*. Moscow, Gaidar Institute Publ., 2012. 336 p.).
5. Stiglitz J. E. Economic theory of information. In Galperin V. M. (ed.) *Vekhi ekonomicheskoi mysli* [Milestones of economic thought]. Vol. 2. Saint Petersburg, School of Economics Publ., 2000. Pp. 507–529.
6. Stiglitz J. E. *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. W.W. Norton & Company, 2010. 361 p. (Russ. ed.: Stiglitz J. E. *Krutoe pike. Amerika i novyi ekonomicheskii poryadok posle global'nogo krizisa*. Moscow, Eksmo Publ., 2011. 512 p.).

Информация об авторе

Тагаров Бато Жаргалович — кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономической теории и институциональной экономики, Байкальский государственный университет экономики и права, 664003, г. Иркутск, ул. Ленина, 11, e-mail: batot@rambler.ru.

Author

Tagarov Bato Jargalovich — PhD in Economics, Associate Professor, Department of Economic Theory and Institutional Economics, Baikal State University of Economics and Law, 11 Lenin St., 664003, Irkutsk, Russia, e-mail: batot@rambler.ru.