

## **Bartłomiej Karaban**

### **„Zjawisko asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce”**

#### **1. Wprowadzenie**

Celem niniejszej pracy jest opisanie zjawisk asymetrii informacyjnej oraz niewiedzy uczestników rynku. Są to zjawiska bardzo istotne dla prawidłowego funkcjonowania rynków w tym rynku kapitałowego, ponieważ ich występowanie jest jednoznacznie negatywne oraz wiąże się z pojawieniem zjawisk od nich pochodnych. Ponadto stopień efektywności rynku kapitałowego jest zależny od jego transparentności informacyjnej. W czasie, gdy nasz rodzimy rynek kapitałowy rozwija się w tempie znacznie przewyższającym prognozy i oczekiwania sprzed kilku lat osób bezpośrednio z nim związanych, konieczne jest minimalizowanie natężenia pojawiania się tego typu zdarzeń, gdyż ich obecność w dużej ilości może podważać poprawność funkcjonowania instytucji tego rynku oraz wzbudzać nieufność wobec nich i innych uczestników obrotu wśród potencjalnych przyszłych inwestorów. Nie ma cienia wątpliwości, co do tego, że przez 17 lat istnienia Giełda Papierów Wartościowych przeobraziła się z organu o marginalnej funkcji w bardzo istotny układ będący częścią życia gospodarczego Polski. Świadczyć może o tym wielkość kapitalizacji notowanych na niej spółek (stan na maj 2008 to wartość około 80% PKB Polski za rok 2007). Jak pisze M. Dusza: „Zakłada się, że po przekroczeniu przez kapitalizację giełdową granicy 20% w stosunku do PKB, rynek ten zaczyna pełnić istotną rolę ekonomiczną w gospodarce; niższe wskaźniki wskazują, że ma on charakter peryferyjny”. Uważam, że w związku z tym faktem koniecznością jest opisanie tych zjawisk, przedstawienie zależności przyczynowo-skutkowych zachodzących pomiędzy nimi oraz między nimi a zjawiskami pochodnymi i wskazanie możliwych negatywnych reperkusji.

Dla podkreślenia istotności zjawiska asymetrii informacyjnej w funkcjonowaniu giełdowego rynku akcji należy wskazać na przykładzie rynku wtórnego, że rynek ten jest rynkiem zbliżonym do rynku konkurencji doskonałej (J. Szapiel 2006), a przejrzystość informacyjna jest jednym z kryteriów, które w ujęciu modelowym zostaje wskazane. Przypomnijmy, zatem jakie kryteria musi spełniać rynek konkurencji doskonałej:

- zarówno po stronie podaży jak i popytu występuje mnogość podmiotów,
- żaden z uczestników rynku nie może wpłynąć na cenę dobra, które jest przedmiotem obrotu,
- **na rynku nie występuje zjawisko asymetrii informacyjnej,**
- oferowany produkt jest homogeniczny (jednorodny),
- nie istnieją bariery wejścia i wyjścia na rynek/z rynku.

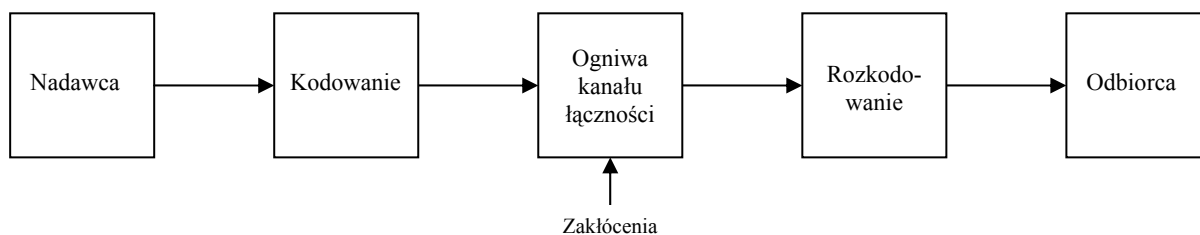
Co do spełnienia kryteriów barier wejścia i wyjścia, jednorodności produktu oraz mnogości podmiotów oferujących i nabywających nie ma wątpliwości, natomiast w przypadku transparentności informacyjnej oraz niemożności wpłynięcia pojedynczych uczestników rynku na cenę waloru, wątpliwość taka się pojawia. Jest to kolejny argument, determinujący moją chęć do poświęcenia uwagi tym zjawiskom.

## 2. Kluczowe pojęcia: informacja, wiedza, asymetria informacyjna

Do zrozumienia istoty opisywanych w pracy zjawisk konieczne jest przedstawienie kluczowych pojęć dla prezentowanych zagadnień. Wielu autorów w różny sposób definiuje te same pojęcia, konieczne jest, więc postawienie linii demarkacyjnej pomiędzy niektórymi z nich. Istotne jest rozgraniczenie wiedzy i informacji, ponieważ na pozór posiadanie wiedzy i informacji może wydawać się tożsame. Jednak w rzeczywistości informacja może być bezużyteczna, jeżeli podmiot nie posiada wiedzy jak może ją wykorzystać lub posiada informację nieodpowiednio w stosunku do jego wiedzy zakodowaną (np. informację w niezrozumiałym dla niego języku). W dzisiejszej dobie gospodarki postindustrialnej coraz częściej możemy spotkać się z pojęciami „gospodarki informacyjnej”, „społeczności informacyjnej” czy też „gospodarki opartej na wiedzy” (GOW). My jednak nie będziemy się skupiać na analizie informacji i wiedzy w skali makroekonomicznej, chociaż bez wątpienia jest to temat bardzo pasjonujący i warty poświęcenia czasu. Przejdźmy, zatem do wyjaśnienia elementarnych dla tej pracy pojęć.

### Informacja

Termin „informacja” etymologicznie jest związany z łacińskim czasownikiem *informare*, który oznacza nadawanie postaci, formy (R. Zygala 2007). Jednak w przypadku niniejszej pracy takie ujęcie *sensu largo* nie jest wystarczające i konieczne sprecyzowanie tego terminu. U wielu autorów zakres podmiotowy dla słowa *informacja* jest różny. E. Pohulak-Żołędowska przytacza kilka definicji różnych autorów: „Według Variana informacją jest w zasadzie wszystko, co może być zakodowane- przekształcone w strumień bitów. Wyniki sportowe, książki, bazy danych, czasopisma, filmy, muzyka, notowania giełdowe i strony Web- są dobrami informacyjnymi. S. Forlicz za informację uznaje „...**przepływ danych lub prawd sformułowanych w postaci ciągów znaków danego języka od nadawcy do odbiorcy**”. Natomiast J. Oleński podaje, że informacja jest: zasobem ekonomicznym, czynnikiem produkcji, produktem, towarem, dobrem konsumpcyjnym, infrastrukturą gospodarki i dobrem publicznym” (E. Pohulak-Żołędowska 2008). W tej pracy przyjmę definicję S. Forlicza. Jak wskazuje jej autor, przepływ strumienia informacji składa się z kolejnych elementów: ukształtowania informacji przez nadawcę, zakodowanie, przejście informacji przez elementy kanału łączności, rozkodowanie informacji przez odbiorcę oraz jej przyswojenie.



Rys. 1 Układ przepływu informacji (Źródło: S. Forlicz, „Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych”)

### Wiedza

Jak napisałem wcześniej, należy rozgraniczyć terminy wiedzy i informacji, ponieważ jak możemy wywnioskować z pracy S. Forlicza, informacja dostarczana do podmiotu nie jest jeszcze wiedzą. Autor pisze: „**Wiedza podmiotu będzie dla nas zbiorem (zasobem) zgromadzonych przez niego danych i prawd o otaczającym nas świecie**”. Zatem aby zaszedł proces transformacji informacji w wiedzę konieczne jest spełnienie warunku przekazu informacji w zrozumiałym dla odbiorcy języku oraz wystąpienie czynników determinujących chęć przetworzenia oraz zgromadzenia tej informacji.

## Asymetria informacyjna

Jednym z założeń neoklasycznej myśli ekonomicznej było posiadanie przez uczestników rynku doskonałej wiedzy, co wiąże się z założeniem doskonałej przepływności informacyjnej pomiędzy podmiotami gospodarującymi. Współczesna szkoła mikroekonomiczna neguje taki stan faktyczny. W 1984 r. G. A. Akerlof przedstawił koncepcję rynków z asymetrycznym podziałem informacji, wskazując przykład rynku wtórnego samochodów osobowych, na którym oferent posiada wiedzę na temat jakości sprzedawanego przez niego dobra w przeciwieństwie do nabywcy, do którego informacja o jakości produktu nie dociera, co wiąże się z brakiem wiedzy na temat jakości przedmiotu potencjalnej transakcji (Klimczak 2006). Według Z. Polańskiego zjawisko asymetrii informacyjnej to podłoże „kruchości” instrumentów finansowych i wysokiej podatności rynków finansowych na niestabilność. Pisze on, że zjawisko określane jako *asymetria informacyjna polega na tym, że zakres informacji, jakim dysponują strony dokonujące transakcji jest zróżnicowany*. (B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak 2008). W celu wyjaśnienia dodam, że w tej pracy termin asymetria informacyjna będzie zamiennie używany z określeniami „nieprzejrzystości informacyjnej” oraz „nietransparentności informacyjnej”.

### 3. Podmioty biorące udział w przepływie strumieni informacji.

Zasadniczo wyróżnia się trzy grupy uczestników rynku kapitałowego: emitentów instrumentów finansowych, pośredników w obrocie oraz inwestorów. Jednak ze względu na przedmiot rozważań uważam za konieczne włączenie do analizy podmiotów, które nie są bezpośrednimi uczestnikami „gry” giełdowej. Poza wymienionymi podmiotami istotną funkcję w obiegu informacji pełnią szeroko rozumiane media oraz organ nadzorujący podmioty rynku czyli Komisja Nadzoru Finansowego. W tym miejscu należy zwrócić uwagę na funkcje oraz cele realizowane przez wymienionych uczestników obrotu rynkowego, media i KNF oraz ich rolę jako ogniwa łańcucha informacyjnego. Ze względu na dużą złożoność obiegu informacji w ramach rynku kapitałowego oraz ograniczoność ilościową tej pracy, nie zostaną tu wymienione wszystkie możliwe kanały przepływu danych (np. został pominięty KDPW), a przedstawione przykłady uznałem za najistotniejsze z punktu widzenia tego opracowania.

**Inwestorzy**- są to osoby fizyczne i prawne, które nabywają instrumenty finansowe w celu osiągnięcia nadwyżki ekonomicznej na skutek zbycia tych instrumentów po wyższej cenie w przyszłości. Inwestorzy generują przepływ wolnych środków pieniężnych jako podmioty wykazujące nadwyżkę finansową do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał pieniężny. W aspekcie informacyjnym są odbiorcami informacji ze strony spółek giełdowych, mediów, biur maklerskich oraz firm analitycznych. Jako uczestnicy rynku mogą pełnić funkcję generowania informacji, zarówno w kierunku organów nadzoru jak i innych inwestorów. Temu drugiemu przypadkowi sprzyja rozwój sieci teleinformatycznych i powszechnej dostępności zasobów internetu za pośrednictwem, którego dochodzi do wymiany informacji np. poprzez fora internetowe cieszące się znaczną popularnością wśród początkujących inwestorów indywidualnych.

**Spółki publiczne**- w tym opracowaniu pod tym terminem będziemy rozumieć osoby prawne, których instrumenty finansowe przez nie wyemitowane znajdują się w obrocie na rynku regulowanym. Przedsiębiorstwa w celu maksymalizacji zysku w długim okresie, emitują instrumenty finansowe (akcje, obligacje,) w celu sfinansowania projektów inwestycyjnych (emisje mogą mieć też inne cele, ale od tych abstrahujemy). Spółki generują informacje w kierunku inwestorów, pośredników w obrocie, organu nadzoru oraz mediów, spełniają też rolę odbiorców informacji.

**Pośrednicy w obrocie (GPW i domy maklerskie)**- są osobami prawnymi pośredniczącymi w obrocie instrumentami finansowymi pomiędzy inwestorami. GPW oprócz pośrednictwa w obrocie pełni także rolę jego organizatora. GPW udostępnia informacje o notowaniach, edukacyjne z zakresu funkcjonowania rynku kapitałowego oraz wiele innych bezpośrednio związanych z jej

działalnością. Biura maklerskie dostarczają inwestorom informacji na temat stanu ich rachunków, przeprowadzają także analizy indeksów, sektorów bądź pojedynczych spółek, które mogą być udostępnione w ramach prowadzonego u nich rachunku.

**Komisja Nadzoru Finansowego**- jest instytucją systemu finansowego państwa, realizującą w jego ramach funkcję kontrolną. KNF odbiera oraz emituje informacje w kierunku spółek (np. podczas procedury zatwierdzania prospektu emisyjnego), inwestorów, pośredników w obrocie, mediów czy też organów ochrony i pomocy prawnej (prokuratury, policji).

**Media**- niezwykle istotne ogniwo w łańcuchu informacyjnym, oprócz funkcji „przekaznika” informacji często kreuje informację. Zarówno media internetowe, radiowe, telewizyjne czy prasowe są „infrastrukturą” dla informacji. Należy zwrócić uwagę, że w miarę rozwoju rynku kapitałowego oraz powszechności dostępu do mediów elektronicznych inwestorzy mają coraz większy wachlarz wyboru źródła informacji. Oto kilka przykładów źródeł internetowych specjalizujących się w dostarczaniu informacji m. in. na temat rynków finansowych:

- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) (anglojęzyczny)
- [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)
- [www.reuters.pl](http://www.reuters.pl)
- [www.parkiet.com](http://www.parkiet.com)
- [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)

#### **4. Aktywność informacyjna uczestników rynku i jej skutki.**

Z uwagi na fakt, że zjawisko asymetrii informacyjnej oraz niewiedzy uczestników rynku w głównej mierze niesie negatywne skutki dla samych inwestorów, tak więc rozpatrywane tutaj przypadki będą dotyczyć oferentów i nabywców instrumentów finansowych, a przytoczone przykłady będą dotyczyć wtórnego rynku akcji.

##### **Determinanty przepływu informacji**

Według S. Forlicza przepływ informacji może zachodzić z powodu intencji dwojakiego rodzaju:

- „...przepływ informacji może być wywołany –odczuwaną również intuicyjnie- możliwością poprawy jakości podejmowanej decyzji dzięki poszerzeniu swojej wiedzy poprzez zdobycie nowych informacji. Trzeba jednak pamiętać, że pozyskiwanie nowych informacji (np. obserwując rzeczywistość, zbierając informację od innych podmiotów, czy też kupując je) jest tylko jedną możliwą stroną aktywności informacyjnej podmiotu. Drugą stroną aktywności informacyjnej podmiotu jest bowiem przekazywanie informacji.”
- „...motywem przepływu informacji, polegającym na przekazywaniu jej innemu podmiotowi, może być chęć poprawy własnej sytuacji dzięki zmianie decyzji podjętej przez ten drugi podmiot na skutek otrzymanych informacji”.(S. Forlicz 2001)

Powyższe stwierdzenia możemy skonfrontować z rzeczywistością rynku kapitałowego. Po pierwsze koniecznym podkreślenia jest fakt, iż akcyjne instrumenty finansowe są bardzo specyficznym dobrem, w stosunku do których określenie stopnia ich użyteczności dla nabywcy, nie jest możliwe przed zakupem (przez użyteczność rozumiemy subiektywne odczucia jakie daje zakup danego dobra nabywcy, a te kształtuje cena waloru w przyszłości). Kupujący akcje podejmuje decyzję w warunkach niepewności co do przyszłej ceny instrumentu. W celu minimalizacji tej niepewności, stara się zebrać wszelkie dostępne mu informacje na temat spółki, której walor zamierza kupić w celu ich przetworzenia oraz podjęcia decyzji, która pozwoli mu na osiągnięcie jak największego zysku z tej inwestycji w przyszłości. Odnosząc się do drugiego motywu wymienionego przez S. Forlicza, należy wskazać, że działanie polegające na generowaniu informacji przez jednego inwestora w kierunku innych uczestników rynku, w celu

poprawy własnej sytuacji poprzez wprowadzanie w błąd innych uczestników „gry” po stronie podaży lub popytu, jest działalnością przestępczą. Szerzej o przestępstwach przeciwko rynkowi kapitałowemu, napiszę w dalszej części pracy, jednak dla lepszego wyobrażenia sytuacji, w której uczestnik obrotu wprowadza informację mającą na celu zmylić innych inwestorów w celu odniesienia własnej korzyści już w tym momencie przedstawię przypadek.

Analizowana sytuacja miała miejsce 26.02.2008 r. Autorem fałszywej informacji był uczestnik forum internetowego o pseudonimie „~Hawe up up up”, który na forum internetowym portalu bankier.pl umieścił wpis przypominający raport bieżący spółki. Oryginalna treść wpisu brzmiała następująco: „Zarząd Hawe S. A. z siedzibą w Warszawie przekazuje do publicznej wiadomości, że w dniu dzisiejszym tj. 26 stycznia 2008 roku spółka zależna PBT Hawe Sp. z o. o. z siedzibą w Legnicy (zwana dalej „PBT Hawe”) zawarła umowę: zbycia, infrastruktury telekomunikacyjnej za spółką DOUSHE TELECOM”. Podstawowe warunki umów: 1. Sprzedaż na rzecz DOUSHE TELECOM 10 par włókien światłowodowych w relacjach: Poznań-Szczecin-Koszalin-Gdańsk oraz Gorzów Wielkopolski-Słubice, o łącznej długości par światłowodowych 1048 km. Wartość umowy: 95,4 mln zł (netto), płatność jednorazowa. Opłaty serwisowe za utrzymanie relacji przez PBT Hawe: 98,5 tys zł (netto), płatne miesięcznie. Umowa wchodzi w życie z dniem 26 lutego 2008r.” Uczestnicy forum natychmiast zauważyli próbę manipulacji poprzez wprowadzenie błędnej informacji, użytkownikom portalu rzucił się w oczy błąd literowy. „Szkoda, że gościu z bankiera nie napisał DOJCZE”- drwił użytkownik o pseudonimie „h\_g\_h”. „Mimo że inwestorzy wykazali się refleksem i nie dali się nabrać na fałszywkę (kurs akcji Hawe w środę spadł), zarząd firmy zaalarmował media, że doszło do fałszerstwa...Zarząd przygotował pismo do Komisji Nadzoru Finansowego, w którym zwraca uwagę Komisji na czyn, określanym mianem manipulacji”.(Parkiet 2008)

### **Przyczyny występowania asymetrii informacyjnej**

O doskonałej przejrzystości rynku będziemy mogli powiedzieć w sytuacji, gdy wszyscy jego uczestnicy będą mieć równoczesny i nieodpłatny dostęp do informacji. W świecie realnym taka sytuacja nie może mieć miejsca. Prawdziwym stwierdzeniem jest, że uczestnicy rynków nie dysponują doskonałą informacją oraz doskonałą wiedzą, to stwierdzenie odnosi się także do rynku kapitałowego. Z łatwością możemy tu wskazać podmioty, które są uprzywilejowane informacyjnie, a ich pierwszeństwa dostępu do danych nie jesteśmy w stanie wyeliminować. M. Dusza pisze: „Z uwagi jednak na specyfikę działania korporacji, banków, biur maklerskich i innych instytucji, w pewnym momencie wiedzę o ich planowanych posunięciach czy wynikach finansowych ma niewielkie grono ludzi. Niektórzy z nich mogą to wykorzystać w sposób bezpośredni lub pośredni do zakupu lub sprzedaży papierów wartościowych na rynku kapitałowym”(M. Dusza 1999). Autor wyróżnia cztery grupy, które mogą być uprzywilejowane informacyjnie:

- **szczebel najwyższy-** Osoby kierujące sprawami politycznymi i gospodarczymi państwa.
- **korporacje-** Pracownicy, członkowie zarządów, rad nadzorczych firm notowanych na giełdzie mający dostęp do informacji wewnętrznych (wyniki finansowe, plany dotyczące fuzji lub przejęć).
- **banki inwestycyjne-** „Podobne informacje, o których była mowa w poprzednim punkcie, znajdują się również w odpowiednich działach banków inwestycyjnych, które przygotowują te operacje od strony finansowej”(M. Dusza 1999).
- **firmy maklerskie-** Maklerzy często posiadają informacje na temat popytu i podaży na instrumenty finansowe ze strony swoich klientów.

Z powyższych stwierdzeń wynika, że przyczyną nierównomiernego dostępu do informacji uczestników rynku jest specyfika funkcjonowania wymienionych grup podmiotów. Nie jest możliwe wyeliminowanie wszystkich osób z dostępu do informacji poufnych, jednym z możliwych rozwiązań jest ograniczenie grona ludzi mających dostęp do takich informacji. Zjawiskiem pochodnym od asymetrii informacyjnej jest **pokusa nadużycia** opisana przez K. J.

Arrowa w 1963 roku. B. Klimczak przedstawia jako przykład, sytuację menedżera z amerykańskiej firmy Enron, który działając w celu maksymalizacji użyteczności oczekiwanej, ukrywał przed akcjonariuszami realną sytuację przedsiębiorstwa, którym kierował, następnie wykorzystując asymetrię informacyjną sprzedał własne akcje Enronu przed podaniem do publicznej wiadomości informacji o negatywnej sytuacji finansowej spółki (B. Klimczak 2006)

### **Asymetria wiedzy**

Jak pisałem na początku pracy informacja nie jest tożsama z wiedzą. Podobnie jak w przypadku rozgraniczenia terminów wiedzy i informacji, za wskazane uważam wyodrębnienie asymetrii informacyjnej i asymetrii wiedzy. ***Jeżeli zasób takich samych informacji zgromadzonych przez inwestora A i B jest dla obu w jednakowym stopniu zrozumiały, wtedy będziemy mogli stwierdzić, że ich wiedza jest symetryczna***, natomiast w innym przypadku będziemy mówić o ***asymetrii wiedzy***. Przyczynami asymetrii wiedzy mogą być:

- asymetria informacyjna- brak równomiernego dostępu do informacji wiąże się z brakiem możliwości równomiernego przekształcenia informacji w wiedzę,
- brak wiedzy początkowej podmiotu- nawet w przypadku symetrycznego dostępu do informacji nieznanymi zagadnieniami lub językiem, w którym przekazana jest informacja, będzie skutkowało niemożnością transformacji informacji w wiedzę.
- brak chęci podmiotu do przetworzenia informacji

Problem niewiedzy inwestorów często niesie ze sobą negatywne skutki w szczególności dla nich samych. Należy tutaj wskazać, że z niewiedzą wiążą się także koszty niewiedzy, które w przypadku inwestycji na giełdowym rynku akcji mogą być relatywnie wysokie w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego podmiotu. Skutkiem poniesienia takich kosztów może być poniesienie kolejnych kosztów, są to koszty utraty energii fizycznej i psychicznej. Kolejnym zjawiskiem, które może być pochodne od zjawisk asymetrii informacyjnej i niewiedzy uczestników rynku jest ***zjawisko negatywnej selekcji***, które „***polega na wypieraniu lepszych towarów przez gorsze towary z powodu asymetrii informacyjnej o jakości towarów***”(B. Klimczak 2006). Szczególnie podatne na występowanie tego zjawiska są rynki relatywnie młode, w których znaczną część uczestników stanowią niedoświadczeni inwestorzy indywidualni, którzy często nie posiadają dostatecznej wiedzy na temat metod oceny jakości waloru, umiejętności obserwowania i oceny zawieranych transakcji czy też oceny wagi podawanej informacji.

### **Przestępstwa przeciwko rynkowi kapitałowemu**

Występowanie zjawisk asymetrii informacyjnej oraz niewiedzy uczestników rynku niesie ze sobą możliwość wystąpienia sytuacji, w której nieuczciwi uczestnicy „gry” dążąc do maksymalizacji korzyści finansowych, realizują działania niezgodne z prawem. Do głównych przestępstw przeciwko rynkowi kapitałowemu możemy zaliczyć:

- **wykorzystywanie informacji wewnętrznych (*insider trading*)**- ten rodzaj przestępstwa dotyczy inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych,
- **manipulacja rynkiem (*manipulation*)**- przestępstwo popełniane przez uczestników obrotu takich jak w punkcie wyżej,
- **uprzedzanie operacji (*front running*)**- przestępstwo popełniane przez pośredników (maklerów),
- **przelewianie (*churning, overtrade, twisting*)**- czyn przestępczy dotyczący również działania pośredników,

Wyżej wymienione przestępstwa szczegółowo opisuje M. Dusza. Przytaczając fragmenty jego pracy wyjaśnię ich istotę, a następnie przedstawię przykłady (*insider trading*’u oraz manipulacji) z polskiego rynku kapitałowego w celu przybliżenia ich charakteru.

**Wykorzystanie informacji wewnętrznej** polega na użyciu posiadanej informacji poufnej w celu osiągnięcia korzyści finansowej, na skutek zakupu lub sprzedaży walorów spółki, której ta informacja dotyczy. W rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi **informacją poufną** jest „określona w sposób precyzyjny - informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku takich instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, **która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych...**”(Ustawa o obrocie...). „Potencjalnie najbardziej zyskową informacją jest wcześniejsza znajomość zamierzeń dotyczących przejęcia innych firm działających na rynku(...)Również wcześniejsza znajomość nadzwyczajnych zysków i strat firmy może być źródłem łatwego, chociaż sprzecznego z prawem, zarobku dla pracowników firmy”(M.Dusza 1999). Źródłem nielegalnego dochodu może być także informacja o planowanym wezwaniu na akcje. Przykładem z polskiego rynku kapitałowego jest sprawa udostępnienia i wykorzystania poufnej informacji związanej z planowanym wezwaniem na walory spółki Izolacja Zduńska Wola. Zakupem pakietu akcji polskiego przedsiębiorstwa zainteresowana była duńska firma Icopal, która zaproponowała polskim udziałowcom cenę 300 zł za walor (na dzień przed ogłoszeniem wezwania akcje izolacji kosztowały 190,8 zł). Największym udziałowcem spółki był IX NFI im. Kwiatkowskiego posiadający 32,3% akcji, z którym to duńska firma prowadziła negocjacje. 29 grudnia 1998 r. „Kwiatkowski” podjął decyzję o przyjęciu oferty Icopalu. Krąg osób, które wiedziały o planowanej transakcji rósł z dnia na dzień, oprócz osób biorących udział w negocjacjach o cenie wezwania mogli wiedzieć także pracownicy Bankowego Domu Maklerskiego, które obsługiwało wezwanie. KPWiG zawiadomiła prokuraturę nie tylko o ujawnieniu informacji poufnej, ale również o jej wykorzystaniu. Podejrzenia padły na siedem osób fizycznych i pięć firm. Osoby przesłuchiwane przez prokuraturę, zaprzęcały posiadaniu informacji poufnej, a swoją decyzję inwestycyjną określały mianem „intuicyjnej”, pomimo koneksji z osobami wiedzącymi o planowanym wezwaniu. Prokuratura w sprawie Izolacji postawiła zarzut tylko jednej osobie: Andrzejowi Modrzejewskiemu. Śledztwo zostało umorzone. Dlaczego? „... Nie zgromadzono dowodów, pozwalających wysnuć wnioski, że inwestorzy dokonywali zakupów akcji Izolacji od 04.11.1998 r. do 26.01.1999 r., wykorzystując informację poufną”. Podkreśliła, że problemy z udowodnieniem przestępstwa osobom wskazanym przez Komisję wynikają m.in. z tego, że negocjacje z Icopalem nie były formalnie utajnione, bo oferta Duńczyków została przysłana faksem. Prokurator podkreśla, że „(...) kilka osób posiadało dostęp do informacji poufnej i potencjalnie każda z nich mogła ujawnić powziętą informację”(Parkiet 2004).

**Manipulacja rynkiem** jest czynem przestępczym polegającym na „stworzeniu iluzji” innym uczestnikom rynku o dalszych możliwościach zmian kursu w celu skłonienia ich do podjęcia decyzji inwestycyjnych korzystnych dla manipulującego. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi jako manipulację uznaje m. in:

- składanie zleceń lub zawieranie transakcji wprowadzających lub mogących wprowadzić w błąd co do rzeczywistego popytu, podaży lub ceny instrumentu finansowego,
- składanie zleceń lub zawieranie transakcji powodujących nienaturalne lub sztuczne ustalenie się ceny jednego lub kilku instrumentów finansowych,
- rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu, w tym Internetu lub w inny sposób fałszywych lub nierzetelnych informacji albo pogłosek, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd w zakresie instrumentów finansowych,
- składanie zleceń lub zawieranie transakcji przy jednoczesnym wprowadzeniu uczestników rynku w błąd albo wykorzystanie ich błędu, co do ceny instrumentów finansowych,
- nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań powodujące wprowadzenie w błąd inwestorów dokonujących czynności na podstawie ceny ustalonej na tym etapie notowań,

Przy okazji analizowania przyczyn przepływu informacji we wcześniejszej części pracy, został przytoczony przykład próby manipulacji poprzez chęć wprowadzenia inwestorów w błąd, za pomocą fałszywej informacji dotyczącej spółki. Innym przykładem manipulowania rynkiem jest wpłynięcie na kurs waloru poprzez „zorganizowanie się” inwestorów w „spółdzielnię” skupującą akcje w ramach swojej wewnętrznej struktury w celu wywindowania notowań waloru. Spektakularnym przypadkiem w historii polskiego rynku kapitałowego jest sprawa tzw. „spółdzielni poznańskiej”. „Spółdzielnię” tworzyło kilkanaście osób (makler, dwóch studentów AE w Poznaniu, 3 biznesmenów oraz 16 osób, które udostępniły swoje rachunki). „Dokonywali oni regularnych zakupów akcji małych spółek. Wybierając małe spółki, mogli skupować nawet do 50% akcji znajdujących się w obrocie, co wiązało się ze wzrostem kursu. Zdaniem analityków giełdowych, „spółdzielnia” poznańska swoje zainteresowania skierowała kolejno na trzy spółki: DomPlast, Echo Press i Chemioskór”. Grupie w ciągu kilku miesięcy udało się wywindować kurs niektórych walorów nawet o kilkaset procent (J. Szapiel 2006).

**Uprowadzenie operacji** jest techniką polegającą „na dokonaniu przez maklera najpierw jego operacji w określonych papierach wartościowych, a dopiero później operacji klienta, która- jak sądzi ze względu na swoją wielkość spowoduje zmianę notowań rynkowych tego papieru” (M. Dusza 1999). Według autora sposobem przeciwdziałania takim czynom przestępczym jest ograniczanie osób wtajemniczonych oraz stosowanie w biurach maklerskich odpowiednich procedur wewnętrznych.

**Przelewanie** polega na dokonywaniu zbędnych operacji, nieuzasadnionych warunkami rynkowymi, w celu uzyskania prowizji należnej z tytułu obrotu instrumentami finansowymi. Wyższe obroty przyczyniają się do zwiększenia zarobków maklera, jednocześnie powodują zwiększenie kosztów z tytułu prowizji dla klienta.

## **5. Środki zapobiegawcze - kontrolne przeciwko niedoskonałości informacyjnej rynku kapitałowego.**

W celu minimalizacji negatywnych konsekwencji asymetrii informacyjnej zaimplementowane zostały w systemie finansowym państwa zabezpieczenia prawne, powołana instytucja sprawująca nadzór nad rynkiem, oraz sporządzone kodeksy etyczne. „Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych” nakłada zarówno na osoby fizyczne jak i na emitentów obowiązki informacyjne oraz przewiduje zastosowanie sankcji prawnych, w razie niedopełnienia tych obowiązków. Do zakresu zdarzeń, które podlegają obowiązkom informacyjnym należą m. in.:

- podjęcie decyzji o połączeniu z innym podmiotem, połączenie z innym podmiotem,
- nabycie, zbycie lub utrata w wyniku zdarzeń losowych aktywów o znacznej wartości,
- zawarcie, wypowiedzenie lub rozwiązanie znaczącej umowy,
- powołanie, odwołanie lub rezygnacja osoby zarządzającej lub nadzorującej,
- sporządzenie prognozy wyników finansowych emitenta lub jego grupy kapitałowej oraz podstaw i założeń tej prognozy,
- złożenie podania o otwarcie postępowania układowego, otwarcie lub zawieszenie postępowania układowego, otwarcie postępowania likwidacyjnego, złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości, ogłoszenie upadłości,
- prezentowanie raportów bieżących, w których zawarte są informacje wymienione powyżej,
- prezentowanie raportów okresowych zawierających sprawozdania finansowe kwartalne, półroczne i roczne,
- przedstawienie prospektu emisyjnego przed każdorazowym wprowadzeniem akcji na rynek publiczny,

Obowiązkiem informacyjnym inwestorów jest zgłaszanie do organu nadzoru oraz spółki faktu przekroczenia lub posiadania co najmniej: 5 %, 10 %, 20 %, 25 %, 33 %, 50 % albo 75 %

ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, oraz zmniejszenia udziału poniżej wymienionych progów. Drugim istotnym aktem prawnym jest „Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi”. Określa ona zakres czynności, które są manipulacją rynkiem oraz wskazuje, jakie informacje w świetle prawa uznawane są za informacje poufne i tajemnicę zawodową, ustala też, jakie mogą być konsekwencje administracyjne lub karne za działania niezgodne z zapisami ustawowymi. Istotną regulacją jest ustalenie tzw. okresów zamkniętych dla pracowników przedsiębiorstw mających dostęp do informacji poufnych. Zakaz handlu akcjami spółki dla insiderów obowiązuje na dwa tygodnie przed przedstawieniem raportu kwartalnego, miesiąc przed prezentacją raportu półrocznego oraz miesiąc przed upublicznieniem raportu rocznego. „Okresem zamkniętym jest również czas pomiędzy wejściem w posiadanie informacji poufnej, mogącej wpłynąć na kurs akcji, a jej przekazaniem do publicznej wiadomości.”(www.kapital.edu.pl) Kolejną istotną regulacją jest konieczność zgłaszania przez członków zarządu i rad nadzorczych do KNF faktu zbycia lub nabycia instrumentów finansowych emitenta przez nich i osoby im bliskie, a następnie podanie do publicznej informacji faktu dokonania transakcji. Możliwe sankcje karne, jakie grożą za złamanie przepisów prawa w zakresie właściwym dla ustawy, są zawarte w dziale X (art. 178-184). Najistotniejszymi z punktu widzenia tej pracy są:

- Art. 181 pkt 1: „Kto wbrew zakazowi, o którym mowa w art. 156 ust. 1, wykorzystuje informację poufną, **podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie.**”
- Art. 183 pkt 1: „Kto dokonuje manipulacji, o której mowa w art. 39 ust. 2 pkt 1-3, pkt 4 lit. a lub pkt 5-7, **podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie.**”
- Art. 183 pkt 2: „Kto wchodzi w porozumienie z inną osobą mającą na celu manipulację, o której mowa w art. 39 ust. 2 pkt 1-3, pkt 4 lit. a lub pkt 5-7, **podlega grzywnie do 2 000 000 zł.**”

Nad bezpieczeństwem uczestników rynku czuwa Komisja Nadzoru Finansowego, której „celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku”(www.knf.gov.pl). Należy też zwrócić uwagę na środki techniczne. Przykładem może być Elektroniczny System Przekazywania Informacji (EPSI- dawniej PAP EMITENT), który jest narzędziem do przekazywania wiadomości inwestorom według ściśle określonej procedury. W pierwszej kolejności spółka przekazuje informację do KNF oraz GPW, następnie po 20 minutach informacja może być przekazana za pośrednictwem PAP inwestorom. Powyższe zaprezentowanie środków przeciwko niedoskonałości informacyjnej rynku kapitałowego, nie ukazuje w pełni zakresu sposobów zaradczych. W celu doskonalszego poznania istoty wymienionych zagadnień należy zapoznać się w szczególności z treściami wymienionych ustaw oraz Ustawy z dn. 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U.2005.183.1537), komentarzy prawniczych do wymienionych aktów normatywnych, oraz literatury z zakresu relacji inwestorskich.

## **6. Podsumowanie**

Warunkiem koniecznym do poprawnego funkcjonowania rynków kapitałowych jest równomierny dostęp do informacji, a niesymetryczność informacyjna jest przyczyną „kruchości” tych rynków. Dla uzmysłowienia rangi tego zjawiska warto wskazać na koncepcję Mishkina, która pomimo tego, że odnosi się do szerszego zakresu niż sam rynek kapitałowy, wskazuje na udział asymetrii informacyjnej i negatywnej selekcji w przebiegu zdarzeń podczas kryzysu finansowego(R. Barczyk, L. Kąsek...2006). Całkowite wyeliminowanie tych zjawisk nie jest możliwe, a skuteczność ich minimalizacji nie jest zależna tylko i wyłącznie od organu nadzoru nad rynkiem. W miarę rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, należy oczekiwać dalszego wzrostu liczby notowanych na GPW spółek, co wiąże się ze zwiększeniem zasobu podmiotów podlegających nadzorowi. W celu minimalizacji kosztów zapobiegania przyczynom oraz

negatywnym skutkiem niedoskonałości informacyjnej rynku, konieczne jest zwiększanie zasobu wiedzy przez samych inwestorów i wzbudzenie w nich przekonania, że „ **w interesie każdego z nas jest zadbanie o własne bezpieczeństwo na rynku kapitałowym**”. Podsumowując, chcę zwrócić uwagę, że nawet symetryczna informacja nie gwarantuje ochrony przed poniesieniem kosztów finansowych i psychicznych niewiedzy, na które narażeni są w szczególności niedoświadczeni inwestorzy indywidualni. Dlatego wskazane jest podejmowanie działań mających na celu zdeterminowanie poczucia potrzeby powiększania zasobów wiedzy u inwestorów, tak aby poziom ich umiejętności oceny sytuacji na rynku, jakości instrumentów, ryzyka, oraz weryfikacji prawdziwości informacji płynących z różnych źródeł, pozwalał na samoczynne, endogeniczne „wzmocnienie się” stabilności rynku kapitałowego. W celu wzbudzenia u ludzi potrzeby edukowania, konieczna jest synergiczna współpraca ludzi nauki z dziedziny ekonomii, psychologii, socjologii oraz prawa. Nawet doskonała informacja jest bezużyteczna dla odbiorcy, jeżeli nie posiada on wiedzy początkowej do jej zrozumienia oraz chęci do zwiększania jej zasobu, a ta z kolei nie pojawi się bez świadomości jak szczególnie istotna jest wiedza na rynku kapitałowym.

## **Bibliografia**

- 1.E. Bałdyga, „Zarobił dzięki intuicji”, „Parkiet” z dn. 16.07.2004 r.
- 2.R. Barczyk, „Wahania koniunkturalne a perturbacje finansowe- Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego (Praca zbiorowa)”, wyd. PWE, W-wa, 2006
- 3.M. Dusza, „Rynek kapitałowy w Polsce – narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy”, wyd. Biblioteka menedżera i bankowca, W-wa, 1999
- 4.S. Forlicz, „Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych”, wyd. PWN, W-wa, 2001
- 5.B. Klimczak, „Mikroekonomia”, wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław, 2006
- 6.E. Pohulak-Żołodowska, „Informacja jako dobro rynkowe- Działania ekonomiczne podmiotów rynkowych - materiały konferencyjne”, wyd. Katedry mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007
- 7.B. Polański, Z. Pietrzak, B. Woźniak, „System finansowy w Polsce-tom I”, wyd. PWN, W-wa, 2008
- 8.J. Szapiel, „Gieldowy rynek akcji- rynek zbliżony do rynku konkurencji doskonałej, Mikroekonomia-studium przypadków(Praca zbiorowa pod red. B. Klimczak i A. Matusiaka), wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław, 2006
- 9.Ustawa z dn. 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U.2005.183.1538
10. Ustawa z dn. 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U.2005.184.1539
11. U. Zielińska, „Kolejne fałszerstwo na dyskusyjnej liście”, „Parkiet” z dn. 28.02.2008 r.
12. R. Zygala, „Zarządzanie informacją w przedsiębiorstwie”, wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław, 2007
13. [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl)
14. [www.kapital.edu.pl](http://www.kapital.edu.pl)
15. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)
16. [www.newtrader.pl](http://www.newtrader.pl)