

# Jarosław Kubiak

---

## Czynniki różnicujące poziom asymetrii informacji w przedsiębiorstwach

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 228-234

---

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JAROSŁAW KUBIAK

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

## CZYNNIKI RÓŻNICUJĄCE POZIOM ASYMETRII INFORMACJI W PRZEDSIĘBIORSTWACH

### Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa dokonują wyboru źródeł finansowania w warunkach niedoskonałego rynku kapitałowego. Jedną z istotnych przyczyn niedoskonałości rynku, która ma wpływ na dobór źródeł finansowania jest występowanie asymetrii informacji. Asymetria informacji w odniesieniu do finansów przedsiębiorstw to sytuacja, w której jedna grupa interesu posiada lepsze informacje o przyszłości przedsiębiorstwa niż inne grupy. Asymetria informacji niesie negatywne konsekwencje nie tylko dla właścicieli przedsiębiorstwa ograniczając możliwości wzrostu wartości kapitału własnego, ale i dla wierzycieli, w przypadku których może przyczynić się do uzyskania stopy zwrotu nieadekwatnej do ryzyka związanego z finansowaniem przedsiębiorstwa. Dlatego w przedsiębiorstwach, które w większym stopniu narażone są na zjawisko asymetrii informacji w większym stopniu powinny być wykorzystywane źródła finansowania ograniczające takie jej negatywne skutki jak: rezygnacja przedsiębiorstwa z podejmowania efektywnych przedsięwzięć inwestycyjnych, udostępnianie kapitału przedsiębiorstwom nieefektywnym, powstanie zjawiska tzw. moralnego ryzyka oraz zjawiska substytucji aktywów.

Celem artykułu jest przedstawienie i dokonanie klasyfikacji czynników różnicujących poziom zjawiska asymetrii informacji w przedsiębiorstwach. Poznanie tych czynników pozwala na wskazanie przedsiębiorstw w większym stopniu narażonych na negatywne skutki asymetrii informacji. Daje to możliwość stawiania hipotez badawczych odnośnie ukształtowania struktury kapitału w poszczególnych grupach przedsiębiorstw oraz określenia działań mogących przyczynić się do ograniczenia zjawiska asymetrii informacji.

### Asymetria informacji w teorii struktury kapitału

Asymetria informacji leży u podstaw dwóch teorii struktury kapitału: sygnałów i kolejności wyboru źródeł (hierarchii). Teoria sygnałów zakłada, że kierownictwo przedsiębiorstwa lub osoby z nim związane posiadają w przeciwieństwie do inwestorów zewnętrznych pełną informację dotyczącą charakterystyki przyszłych strumieni dochodów firmy. Im większa jest asymetria informacji tym większe są odchylenia oczekiwań inwestorów

zewnętrznych i tym większa negatywna reakcja cen rynkowych papierów wartościowych na ogłoszenie nowej emisji papierów wartościowych. W interesie akcjonariuszy jest zatem unikanie, lub ograniczanie skutków takiej asymetrii informacji. Według teorii sygnałów kierownictwo może w sposób zamierzony wybierać sposoby finansowania przedsiębiorstwa by przekazać sygnały do otoczenia dotyczące przyszłych wyników działania firmy. W tej teorii struktura kapitału jest zatem postrzegana jako nośnik przekazywania informacji o jakości przedsiębiorstwa. Z kolei teoria hierarchii źródeł finansowania bardziej kompleksowo przedstawia zagadnienia struktury kapitału i tłumaczy jej ukształtowanie dążeniem do zmniejszenia negatywnych skutków asymetrii informacji. Za twórcę teorii wyboru kolejności źródeł finansowania (hierarchii) uznaje się S. Myersa, który w 1984 roku w artykule *The Capital Structure Puzzle*<sup>1</sup>, dokonał interpretacji rezultatów badań nad strukturą finansowania amerykańskich przedsiębiorstw prowadzonych na początku lat sześćdziesiątych ubiegłego stulecia przez G. Donaldsona.

Asymetria informacji według Myersa i Majlufa<sup>2</sup> wiąże się z istnieniem dwóch grup interesu charakteryzujących się różnym poziomem dostępu do informacji oraz rozbieżnymi celami. W odniesieniu do teorii hierarchii istotne znaczenie ma przede wszystkim asymetria informacji między właścicielami a wierzycielami oraz „starymi” i „nowymi” inwestorami. Asymetria informacji jest postrzegana jako jedna z głównych przesłanek występowania konfliktu interesów.

Teoria hierarchii źródeł finansowania wyjaśnia ukształtowanie struktury kapitału dążeniem przedsiębiorstw do zmniejszenia nieefektywności decyzji inwestycyjnych podejmowanych w warunkach asymetrii informacyjnej. Zgodnie z tą teorią występowanie asymetrii informacji powinno zatem skutkować:

- a) preferowaniem przez przedsiębiorstwa zysków zatrzymanych jako źródła kapitału wewnętrznego. Taki sposób finansowania chroni przed zjawiskiem niedoinwestowania i przeinwestowania, gdyż przy pozyskiwaniu tego kapitału nie występuje asymetria informacji między obecnymi właścicielami a nowymi inwestorami (właścicielami lub wierzycielami);
- b) w przypadku wykorzystania źródeł zewnętrznych, preferowaniem przez przedsiębiorstwa zaciąganie długu w stosunku do pozyskiwania nowego kapitału własnego. Takie zachowanie wynika z chęci uniknięcia negatywnej reakcji rynku na emisję akcji.

Dobór źródeł finansowania ma zatem zabezpieczać przed negatywnymi konsekwencjami zjawisk niedoinwestowania, moralnego hazardu, czy substytucji aktywów. Zachowanie zgodne z teorią hierarchii ma pozwolić na uniknięcie lub zmniejszenie skutków asymetrii informacji.

<sup>1</sup> S. Myers: *The Capital Structure Puzzle*. „Journal of Finance” 1984, nr 39.

<sup>2</sup> Analizując czynniki wpływające na wybór źródeł finansowania S. Myers powoływał się także na tezy artykułu napisanego wspólnie z N. Majlufem: S. Myers, N. Majluf: *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have*. „Journal of Financial Economics” 1984, nr 13.

## Pomiar asymetrii informacji

Chcąc określić czynniki wpływające na poziom asymetrii informacji w przedsiębiorstwie warto przedstawić sposoby pomiaru zjawiska asymetrii informacji. Problemem w tym zakresie jest brak możliwości bezpośredniego pomiaru tego zjawiska. W literaturze stosuje się najczęściej trzy grupy metod pomiaru asymetrii informacji, umożliwiających wskazanie przedsiębiorstw bardziej narażonych na problem jej występowania<sup>3</sup>. Pierwsza, polega na pomiarze rozbieżności w zakresie wysokości oczekiwanych zysków, określonych przez analityków badających przedsiębiorstwo. Wskazuje się, że o poziomie asymetrii informacji może świadczyć sama liczba analityków badających przedsiębiorstwo oraz wielkość wydatków na nabycie „prywatnych” informacji o przedsiębiorstwie. Analitycy są w tym przypadku uważani za pośredników w udzielaniu informacji o przedsiębiorstwie. Im większa ilość opinii i wydatków na nie poniesionych tym mniejszy jest poziom asymetrii informacji.

Druga metoda polega na obliczeniu mierników, które mają „zidentyfikować” przedsiębiorstwa posiadające aktywa trudniejsze do wyceny dla zewnętrznych inwestorów. Do mierników takich zaliczyć można wydatki na badania i rozwój, wydatki na reklamę, czy wartości niematerialne i prawne. Większy ich udział oznacza większe narażenie na wystąpienie asymetrii informacji.

W trzeciej metodzie wykorzystywane jest modelowanie mikrostruktury rynku dla oszacowania czynników decydujących o różnicy pomiędzy maksymalną ceną oferowaną na rynku za dane aktywa przez kupującego, a minimalną ceną za jaką sprzedawca może te aktywa sprzedać.

Jak widać są to metody umożliwiające jedynie pośredni pomiar poziomu asymetrii, a niektóre z nich odwołują się do cech charakteryzujących przedsiębiorstwa (wielkość aktywów niematerialnych). Można z tego wysnuć wniosek, że badanie wpływu asymetrii informacji na strukturę kapitału może opierać się na przesłankach występowania asymetrii, a dla powstania hipotez badawczych istotne jest wskazanie czynników różnicujących asymetrię informacji w przedsiębiorstwach.

## Czynniki różnicujące asymetrię informacji

Tak jak już stwierdzono, asymetria informacji rozpatrywana w ramach finansów przedsiębiorstw wiąże się z istnieniem grup interesu charakteryzujących się różnym poziomem dostępu do informacji oraz rozbieżnymi celami. Przedstawione niżej czynniki mają związek z asymetrią informacji jaka występuje między właścicielami (obecnymi i przyszłymi), wierzycielami (a zatem inwestorami) i zarządem (posiadającym pełną wiedzę o przedsiębiorstwie). Pierwszym przyjętym w artykule kryterium różnicującym występowanie i skutki asymetrii informacji jest kryterium *struktury interesariuszy którzy inwestują*

---

<sup>3</sup> Opis czynników na podstawie: J. Clarke, K. Shastri: *On Information Asymmetry Metrics*. Pittsburgh 2000, s. 3–14, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=251938](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251938).

w przedsiębiorstwo lub nim zarządzają. Biorąc pod uwagę to kryterium należy wymienić następujące czynniki wpływające na poziom asymetrii informacji: struktura własności, stopień powiązania własności z zarządzaniem przedsiębiorstwem, poziom dźwigni finansowej, rodzaj wierzyciela.

Czynnikiem determinującym asymetrię informacji i różnicującym siłę jej oddziaływania na decyzje przedsiębiorstw i inwestorów zewnętrznych jest **struktura własności**. Koncentracja własności (w skrajnym przypadku jeden właściciel) ogranicza występowanie asymetrii między właścicielami (w przypadku własności jednoosobowej asymetria nie występuje), a także zapewnia zazwyczaj lepsze monitorowanie i sprawowanie ściślejszej kontroli nad zarządem. Asymetria informacji może też nasilać się w przypadku występowania grup właścicieli większościowych i mniejszościowych.

Poza samą koncentracją własności istotny wpływ na asymetrię informacji ma **posiadanie przez menedżera prawa własności przedsiębiorstwa**. Jeżeli jedyny właściciel jest jednocześnie menedżerem oczywiście nie dojdzie do zjawiska asymetrii informacji i konfliktu właściciel-menedżer, ale może wystąpić większe zagrożenie zjawiskiem hazardu moralnego związanego ze sposobem wykorzystania długu niezgodnym z interesami wierzycieli. Taka sytuacja może zatem zachęcać do wykorzystania takiej formy udostępniania kapitału obcego, by możliwe było ze strony wierzyciela zachowanie większej kontroli nad działaniami właściciela-menedżera. W przypadku, gdy menedżerem jest jeden z właścicieli, dojdzie zapewne do asymetrii informacji pomiędzy tym właścicielem, który jest członkiem zarządu a pozostałymi.

Zarządzający przedsiębiorstwem może „wysłać” inwestorom zewnętrznym takie sygnały, które wskazują na dobre perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż interpretacja sygnałów przez potencjalnego inwestora zdecyduje czy kapitał będzie udostępniony przedsiębiorstwu, a jeśli tak, to na jakich warunkach (można to określić wykorzystaniem asymetrii informacyjnej na swoją korzyść, co jest związane z pojęciem tzw. ryzyka moralnego). Z kolei inwestorzy bojąc się fałszywych sygnałów mogą odmówić udostępnienia kapitału lub zaproponować niekorzystne warunki jego udostępnienia. A zatem także w interesie inwestorów zewnętrznych jest wykorzystanie takich form finansowania przedsiębiorstwa, które zmniejszą negatywne skutki asymetrii informacji.

**Poziom dźwigni finansowej** to kolejny czynnik różnicujący poziom asymetrii informacji. W literaturze podkreśla się, że większy udział zadłużenia w strukturze kapitału skutkuje zmniejszaniem się asymetrii informacji między właścicielami a menedżerami oraz właścicielami „starymi” i „nowymi”. Dzieje się tak za sprawą mechanizmów kontrolnych, analiz sytuacji przedsiębiorstwa, które prowadzą wierzyciele. Należy jednak zauważyć, że w przypadku tego czynnika wpływa on na poziom asymetrii w relacjach właścicielskich oraz właściciel – menedżer, ale jednocześnie powoduje w danym przedsiębiorstwie pojawienie się problemu asymetrii między właścicielami a wierzycielami.

Istotny wpływ na poziom asymetrii informacji może mieć też **rodzaj wierzyciela**. Asymetria informacji powinna być mniejsza w przypadku tych systemów zasilania kapi-

tałowego przedsiębiorstw, w których udostępnianie kapitału obcego jest oparte głównie na pośrednictwie sektora bankowego. Banki posiadają szerszy zakres informacji o przedsiębiorstwie niż inwestorzy bezpośrednio inwestujący w papiery dłużne przedsiębiorstw na rynku finansowym. Redukcja poziomu asymetrii informacji może szczególnie wystąpić w przypadku, gdy bank dłużej współpracuje z przedsiębiorstwem. Pośrednictwo banku powinno zatem zapewniać tu zmniejszenie asymetrii między inwestorami zewnętrznymi (podmioty lokujące kapitał w banku) a przedsiębiorstwem (jego właścicielami). Wierzy-ciele inwestujący w papiery dłużne przedsiębiorstw bezpośrednio na rynku finansowym dysponują zazwyczaj mniejszym zakresem informacji, a dodatkowym problemem w rozpoznaniu jakości przedsiębiorstwa może być zamierzona sygnalizacja perspektyw rozwoju ze strony przedsiębiorstwa niekoniecznie zgodna ze stanem faktycznym.

Druga grupa czynników różnicujących występowanie i skutki asymetrii informacji została wyłoniona na podstawie kryterium *zakresu i jakości dostępnych danych i analiz dotyczących sytuacji finansowej i perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa*. Czynniki, które różnicują ten zakres i jakość informacji to: forma prawna prowadzenia działalności, wielkość przedsiębiorstwa, długość życia przedsiębiorstwa, szybkość tempa rozwoju, ryzyko działalności operacyjnej.

Czynnikiem różnicującym asymetrię informacji związanym pośrednio z jednym z poprzednio omówionych czynników (strukturą własności) powinna być **forma prawna prowadzonej działalności**. Forma prawna prowadzenia działalności ma wpływ na zakres obowiązków informacyjnych przedsiębiorstwa względem inwestorów oraz przede wszystkim na sposób i zakres sprawowania nadzoru nad działalnością przedsiębiorstwa. Szczególnie ten drugi aspekt może różnicować zakres i jakość danych dostępnych różnym grupom interesariuszy przedsiębiorstwa. Najlepiej rozwinięty nadzór oraz największy zakres obowiązków informacyjnych występuje w przypadku spółek akcyjnych.

Kolejnym czynnikiem różnicującym natężenie zjawiska asymetrii informacji jest **wielkość** przedsiębiorstwa. Powszechnie uważa się, że asymetria informacji w relacji inwestorzy wewnętrzni a inwestorzy zewnętrzni w większym stopniu dotyczy małych przedsiębiorstw. Wynika to między innymi z zazwyczaj mniejszych obowiązków informacyjnych, słabszego wykształcenia kadr przygotowujących analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Większa asymetria informacji może zatem powodować, że małe przedsiębiorstwa, są bardziej narażone na zjawisko negatywnej selekcji oraz ryzyko moralnego wyboru.

Poziom asymetrii informacji zależy także od **długości życia** przedsiębiorstwa. Asymetria informacji będzie miała tym większe znaczenie, im krótsza długość życia przedsiębiorstwa. Jest to związane z mniejszymi możliwościami określenia jakości przedsiębiorstwa z uwagi na krótszy okres danych historycznych oraz brakiem wypracowania współpracy z zewnętrznymi dawcami kapitału.

Kolejnym wyróżnionym czynnikiem jest **tempo rozwoju** przedsiębiorstwa. Szybkie tempo wzrostu przedsiębiorstwa wiąże się zazwyczaj z wysoką asymetrią informacji ze względu na konieczność częstego i uważnego monitorowania przedsiębiorstwa.

Asymetria informacji nasila się także w przypadku przedsiębiorstw realizujących inwestycje o większym ryzyku. Większe **ryzyko aktywów** utożsamiane jest z większym udziałem aktywów niematerialnych. Trudno w tym przypadku jest inwestorom zewnętrznym prawidłowo wycenić aktywa obarczone ryzykiem. Problem ten został już opisany przy charakterystyce metod pomiaru asymetrii informacji. Szczególnym przykładem inwestycji o podwyższonym ryzyku są inwestycje w przedsiębiorstwa innowacyjne. Asymetria informacji w tym przypadku nasila się w związku z koniecznością posiadania specjalistycznej wiedzy do oceny innowacyjnych przedsięwzięć. Wiedzy tej mogą nie mieć potencjalni zewnętrzni inwestorzy, a do oceny projektów będą musieli korzystać z konsultacji ze specjalistami w danej dziedzinie. Zwykle rzutuje to na zwiększenie wymagań odnośnie stopy zwrotu wymaganej z inwestycji.

Wyżej omówione czynniki różnicujące asymetrię informacji zostały pogrupowane na podstawie ich związku ze strukturą interesariuszy przedsiębiorstwa oraz ilością i jakością danych dostępnych o przedsiębiorstwie. Omawiając czynniki wpływające na poziom asymetrii można zaproponować także ich podział z punktu widzenia możliwości wpływu przedsiębiorstwa na poziom asymetrii informacji. W tym przypadku należy wyróżnić czynniki wewnętrzne i zewnętrzne.

Czynniki wewnętrzne wynikają z cech przedsiębiorstwa, którego dotyczy problem asymetrii informacji. W ramach tej grupy można wymienić strukturę własności, skład zarządu, formę prawną prowadzenia działalności, wielkość i wiek przedsiębiorstwa, ryzyko aktywów, czy tempo rozwoju. Czynniki te zostały już omówione wyżej.

Na czynniki zewnętrzne różnicujące poziom asymetrii informacji zasadniczo przedsiębiorstwo nie ma wpływu. Zależą one przede wszystkim od sposobu funkcjonowania poszczególnych elementów systemu finansowego, w którym prowadzi działalność przedsiębiorstwo, a w szczególności od wymagań informacyjnych i zakresu kontroli poprawności dokonywanych transakcji na rynku finansowym, orientacji systemu na bezpośrednie lub pośrednie pozyskiwanie kapitału obcego, zakresu wymaganej sprawozdawczości finansowej, przyjętych zasad ładu korporacyjnego. Relatywnie mniejszy stopień asymetrii informacji wystąpi w przypadku wysokich wymagań w zakresie obowiązków informacyjnych przedsiębiorstw, skutecznej kontroli operacji na rynku, przyjęciu wymogów sprawozdawczości finansowej zapewniających właściwą wycenę aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, przyjęcia i rozszerzenia zasięgu obowiązywania zasad ładu korporacyjnego, chroniącego wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa.

Warto zwrócić uwagę na to, że wymienione czynniki wpływają na siebie wzajemnie. Poziom asymetrii informacji w danym przedsiębiorstwie może wynikać z wielu krzyżujących się ze sobą czynników. Przedsiębiorstwo może posiadać takie cechy, z których jedne zwiększają poziom asymetrii (np. krótki okres życia) a inne zmniejszają asymetrię, np. niskie ryzyko aktywów). Poza tym część czynników może mieć przeciwny wpływ na występowanie i skutki asymetrii informacji dla różnych interesariuszy (np. koncentracja własności połączona z jednoczesnym zarządzaniem przedsiębiorstwem zmniejsza asymetrię w ra-

mach grupy dotychczasowych właścicieli, ale powoduje wzrost zagrożenia negatywnymi konsekwencjami asymetrii informacji między właścicielami a wierzycielami).

### **Podsumowanie**

Rozpoznanie czynników różnicujących poziom i skutki asymetrii informacji w przedsiębiorstwach jest ważne z punktu widzenia badania związku asymetrii informacji z ukształtowaniem struktury kapitału przedsiębiorstwa. Dobór źródeł finansowania może być bowiem sposobem na niwelowanie negatywnych dla przedsiębiorstw skutków asymetrii informacji. Wyszczególnienie grup przedsiębiorstw charakteryzujących się różnym stopniem narażenia na skutki asymetrii informacji może zatem być punktem wyjścia do badań służących wyjaśnieniu ukształtowania struktury kapitału. Warto zwrócić uwagę na to, że działania zapobiegające powstaniu negatywnych skutków asymetrii informacyjnej mogą być podejmowane zarówno przez właścicieli i wierzycieli. Z jednej strony ukształtowanie struktury kapitału wynika z preferencji przedsiębiorstwa (dotychczasowych właścicieli, ewentualnie zarządu), a z drugiej strony zależy od podaży źródeł zewnętrznych, których dawcy chcąc zabezpieczyć się przed negatywnymi dla nich skutkami działań przedsiębiorstwa jak przeinwestowanie czy substytucja aktywów, będą w odpowiedni do tego celu sposób określali warunki pozyskania kapitału. Wyodrębnienie wskazanych wyżej kryteriów porządkujących czynniki wpływające na poziom asymetrii informacji może pomóc w przeprowadzeniu badań ukształtowania struktury kapitału.

## **THE FACTORS AFFECTING THE LEVEL OF INFORMATION ASYMMETRY IN ENTERPRISES**

### **Summary**

The capital-structure decision is one of the most fundamental issues in corporate finance. As suggested by the pecking order theory and signaling theory, one of important determinant of capital structure decisions is information asymmetry. There are three main groups of variables to identify companies with higher asymmetric information problems: based on measures of divergence among the earnings forecasts by the analysts following the firm, based on variables aimed to capture firms with assets that are arguably harder to value by outside investors, and based on microstructure models, which aim is to estimate the component of bid ask spread quoted by a market maker.

The main aim of this article was to introduces and classify factors affecting the level of information asymmetry. The criteria to classify the factors are: on the one hand structure of stakeholders who are investing in a company or who managed it, and the scope and quality of available data and analysis concerning the enterprises situation, and on the other hand the enterprises possibility of impact on the level of information asymmetry.