

Streszczenie

W artykule przedstawiono problem wpływu asymetrii informacji na strukturę kapitału. Zagadnienie ze względu na swoją ważkość oraz skalę stanowi ważny obszar, któremu badacze poświęcają coraz więcej uwagi. Niedostatek informacji na rynku i wynikająca z niego asymetria jest jednym z kluczowych elementów stanowiących o niedoskonałości rynku. Świadomość skutków asymetrii informacji występującej pomiędzy decydentami i interesariuszami może wpłynąć na ograniczenie lub neutralizację jej wpływu na podejmowane decyzje. W ten sposób decyzje mogą być podejmowane w sposób racjonalny, a zainteresowani będą dążyć do pozyskania informacji aktualnej, adekwatnej i dokładnej.

W artykule przedstawiono istotę struktury kapitału, asymetrię informacji jako determinantę owej struktury, metody pomiaru oraz skutki jej występowania.

Słowa kluczowe: asymetria informacji, alokacja kapitału, struktura kapitału, negatywna selekcja, pokusa nadużycia

Wprowadzenie

Współcześnie zarówno informacja jak i dostęp do niej stanowią kapitał i dobro o różnicowanej jakości i wartości. Jednocześnie jest jednym z gwarantów przewagi rynkowej i niezbędnym elementem swobodnego i elastycznego podejmowania decyzji we wszystkich obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Rozwój rynku finansowego, dostępność nowych i coraz bardziej złożonych instrumentów w połączeniu ze zmieniającymi się regułami działania wymagają doboru odpowiednich strategii finansowania. Decydent zmuszony jest do wykorzystywania szans stwarzanych przez rynki finansowe, z jednoczesnym ograniczaniem zagrożeń z nich płynących. Turbulentne otoczenie, w jakim funkcjonują współczesne przedsiębiorstwa, wymusza na decydentach dokonywanie wyborów konkurencyjnych źródeł finansowania, ich form oraz alokacji pozyskanych środków. Wybór właściwej strategii powinien uwzględniać warunki, w których funkcjonuje przedsiębiorstwo oraz jego zdolność (w tym umiejętność) do pozyskiwania owych środków. Ograniczenia w dostępności kapitału dla różnych podmiotów gospodarczych powoduje powstanie luki w zasilaniu kapitałem własnym lub obcym.

Pozyskanie kapitału związane jest z kształtowaniem struktury kapitału przedsiębiorstwa. Struktura kapitału jest przedmiotem badań i analiz zarówno teoretyków jak i praktyków. Próba odnalezienia najlepszego źródła finansowania oraz form inwestowania są jednymi z podstawowych działań przedsiębiorstwa. Proces pozyskiwania kapitału stanowi wynikową przyjętej struktury ka-

pitau, jego optymalizacji oraz ograniczania jego kosztu. Przyjmuje się, że przedsiębiorstwo funkcjonuje realizując cel nadrzędny jakim jest maksymalizacja zysku lub maksymalizacja bogactwa poprzez realizację interesów właścicieli lub grupy interesariuszy. Realizując przyjęty cel często dochodzi do konfliktu interesów stron biorących nim udział, co może wynikać z ich wielkości i siły oddziaływania, oczekiwań, itp. Zachowanie równowagi stanowi o stabilnym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa i realizowane jest poprzez próbę równoważenia bieżących korzyści i związanego z nimi ryzyka.

Dostęp do informacji stanowi we współczesnym świecie wyzwanie i często różnicowany jest w zależności od źródła ich pochodzenia. Z reguły decydenci posiadają największą wiedzę, którą udostępniają w sposób kontrolowany - często limitując lub upowszechniając z opóźnieniem. Możliwe są sytuacje w których dochodzi do celowego ich zniekształcenia. Efektem takich działań jest różnicowany dostęp do informacji i powstająca asymetria, będąca jedną z przyczyn powstawania konfliktu interesów pomiędzy interesariuszami. Podobnie z odmiennym pojmowaniem i podejmowaniem ryzyka przez menedżerów i właścicieli.

W świetle teorii finansów asymetria informacji jest jedną z determinant kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa. Asymetria informacji jako zjawisko powinno zostać szerzej uwzględnione w badaniu struktury kapitału przedsiębiorstwa. Mamy bowiem do czynienia z zagadnieniem którego poziom jest trudny do zmierzenia, a wszelkie próby jego kwantyfikacji zmierzają do oszacowania przybliżonych i aproksymowanych wartości.

Pojęcie asymetrii oznacza sytuację, w której zachodzi brak równowagi w określonym układzie przestrzennym lub relacjach, który w sposób logiczny można opisać jako cechę relacji polegającą na tym, że jeśli zdefiniowana relacja zachodzi pomiędzy x i y , to nie zachodzi pomiędzy y i x .

Poprzez analogię zdefiniować można pojęcie asymetrii informacji (ang. information asymmetry), czyli sytuacji, w której strony dokonujące transakcji dysponują odmiennym zakresem informacji. Oczywiście można domniemywać, że sytuacja w której jedna ze stron jest w posiadaniu większej ilości informacji w stosunku do drugiej lub pozostałych uczestników wywołuje negatywne skutki. Badaniami nad zjawiskiem zajmowali się A. Akerlof, A. Spence i J. Stiglitz, którzy w 2001 otrzymali nagrodę Nobla za swoje osiągnięcia. W ekonomii sytuacja asymetrii informacji odnosi się do odmiennego zakresu wiedzy stron o jakiejś transakcji, a jako jej główne konsekwencje wymienia się: negatywną selekcję oraz pokusę nadużycia (np. relacja agencji). Przykładem może być powstanie różnic w kształtowaniu struktury kapitału oraz sposobu i instrumentów jego pozyskiwania. Odmiennosć stanowisk i ekspozycja na ryzyko może wpływać także na alokację kapitałów i inwestowanie w projekty które już w ich początkowej fazie realizacji mają i będą miały ujemne wartości netto. Ponadto może wystąpić sytuacja, w której wolne środki pieniężne będą wykorzystywane niezgodnie z wolą i interesem kapitałodawców, bądź może zostać przeprowadzona emisja akcji służąca jedynie pokryciu strat. Interesariusze przedsiębiorstwa powinni zatem dążyć do zmniejszenia negatywnych skutków asymetrii informacji. Jedną z metod służących osiągnięciu tego celu jest odpowiednie kształtowanie struktury kapitału.

W artykule przedstawiono zagadnienie asymetrii informacji i jej wpływu na strukturę kapitału. Dostęp do konkurencyjnego rynku kapitałowego stwarza możliwości pozyskania zdywersyfikowanych źródeł kapitału (kapitał własny, dług, emisja akcji lub obligacji, instrumenty pochodne) i oczekiwana przez właścicieli najlepszą i efektywną formę ich alokacji. Wymusza to konieczność dostosowania się decydentów do zmieniających się warunków zewnętrznych i wewnętrznych i płynących z nich szans i zagrożeń, w których funkcjonuje przedsiębiorstwo.

Istota struktury kapitału

Kształtowanie struktury kapitału to problem uznawany za jeden z pierwszoplanowych nurtów badawczych w dziedzinie finansów. Współczesne

przedsiębiorstwa działają na rynku kapitałowym w trzech obszarach wyborów i decyzjami z nimi związanymi:

- pozyskanie kapitału i kształtowaniem struktury kapitału (optymalizacja i ograniczenie kosztu),
- alokacja kapitału (efektywne jego wykorzystanie wpływające między innymi na zakres i sposób kapitałowego powiązania z innymi podmiotami rynku, inwestycje uwzględniające oczekiwaną stopę zwrotu przy akceptowanym poziomie ryzyka)
- zarządzanie ryzykiem i elastyczne wykorzystanie instrumentów rynku kapitałowego zarówno do ograniczenia negatywnych jego konsekwencji, jak i do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa przez świadome wchodzenie w ryzykowne transakcje.

Praktyka pokazuje, że na rynkach finansowych jest wiele dostępnych źródeł finansowania działalności. Decydenci mogą dokonać swobodnego wyboru wykorzystując kapitał własny, wypracowane zyski, kredyty lub instrumenty dłużne. Działania te mają zmierzać ku maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa poprzez optymalizację źródeł finansowania. Wielość badań prowadzonych w celu ustalenia optymalnego poziomu zadłużenia przedsiębiorstwa oraz jego wpływu na wartość prowadziło czasami do sprzecznych ze sobą rezultatów w kontekście wpływu struktury finansowania na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

Pojęcie kapitału jest kategorią ogólną obejmującą dwa dość różne pojęcia ekonomiczne – kapitał rzeczowy i kapitał pieniężny [11]. W artykule przedstawiono pojęcie kapitału jako źródła finansowania majątku przedsiębiorstwa, a przez to jego rozwoju i wzrostu konkurencyjności. Przedsiębiorstwo posiada aktywa stanowiące majątek trwały i obrotowy, niezbędne do prowadzenia swojej działalności. W celu sfinansowania majątku zmuszone jest do pozyskiwania kapitału od właścicieli (wkłady wniesione w formie pieniężnej lub rzeczowej przez założycieli, wygospodarowany zysku netto) lub wierzycieli. Podstawowe źródła kapitału obcego to: kredyty, pożyczki, kredyty handlowe, dłużne papiery wartościowe, leasing, factoring, dotacje i subwencje oraz fundusze pomostowe charakteryzujące się obowiązkowymi i niezależnymi od sytuacji przedsiębiorstwa spłatami kapitału wraz z odsetkami. Kapitał obcy pozwala na podejmowanie przedsięwzięć przekraczających możliwości firmy w danej chwili i dyscyplinuje decydentów w zakresie zarządzania posiadanymi środkami. Kapitał własny to najbardziej

stabilne długoterminowe źródło finansowania charakteryzujące się najniższym ryzykiem. Jednakże występowanie dźwigni finansowej powoduje korzystne oddziaływane kapitałów obcych.

Kapitał, bez względu na to, czy pochodzi ze źródeł obcych (finansowanie w ograniczonym czasie) lub własnych, czy jest gromadzony w ramach oferty publicznej lub niepublicznej stanowi o funkcjonowaniu każdego przedsiębiorstwa. Firma posiadająca kapitał jest w stanie inwestować w składniki majątku niezbędne do generowania przychodów i zysków [7]. Struktura kapitału przejawia się w odpowiednich proporcjach pomiędzy kapitałem własnym i długiem, które to mogłyby być wykorzystywane w praktyce gospodarczej wszystkich przedsiębiorstw. Analizując strukturę kapitału posługujemy się wskaźnikami dotyczącymi aktywów i pasywów oraz strukturą kapitałowo-majątkową. W rzeczywistości nie zdefiniowano dotychczas optymalnej struktury kapitału, co jest zależne od otoczenia w jakim działa analizowane przedsiębiorstwo. To otoczenie wymusza takie dostosowanie struktury kapitału, by zachować rozsądne relacje pomiędzy kapitałem obcym i własnym [13].

Istnieje szereg teorii dotyczących struktury kapitału klasyfikowanych według różnych kryteriów. Kluczowe podziały dotyczą: wniosków płynących z poszczególnych teorii (istnienie bądź nieistnienie wpływu zadłużenia na wartość rynkową), uwzględniania opodatkowania w założeniach poszczególnych teorii (teorie podatkowe i niepodatkowe), a także tego, czy teoria odnosi się do rynku doskonałego lub niedoskonałego. Do teorii rynku doskonałego zlicza się:

- teoria zysku netto
- teoria zysku operacyjnego
- teoria klasyczna
- teorie Modiglianiego-Millera
- teoria Millera

W celu lepszego dostosowania teorii do praktyki gospodarczej uwalniano kolejno poszczególne założenia dotyczące rynku doskonałego tworząc teorie rynku niedoskonałego:

- teoria hierarchii źródeł finansowania
- teoria kosztów agencji
- teoria negatywnej selekcji
- teoria pokusy nadużycia
- teoria asymetrii informacji
- teoria kosztów bankructwa [5].

Asymetria informacji jako determinanta struktury kapitału

Teoria asymetrii informacji zaliczana jest do teorii dynamicznych zakładających, że ilość ka-

piitału jest zmienna w czasie, a zasadniczym zagadnieniem jest kwestia kolejności pozyskiwania poszczególnych źródeł finansowania w zależności od ich pochodzenia [4]. Warto zwrócić uwagę, że u podstaw teorii asymetrii leży założenie, że rynek dokonały nie istnieje głównie ze względu na występujący w nim brak bezpłatnego, równocześnie i równomiernego dostępu do informacji dla wszystkich uczestników rynku. Teoria ta zakłada sytuację zupełnie odmienną, a mianowicie każdy z uczestników rynku dysponuje innym zakresem wiedzy na temat spółek i dokonywanych transakcji. Podmioty posiadające przewagę informacyjną mogą wykorzystać ją w celu osiągania dodatkowych korzyści [3].

Asymetria informacji może mieć charakter:

- asymetrii *ex ante* (negatywna selekcja) – gdy inwestor nie jest w stanie ocenić szans powodzenia projektów inwestycyjnych będących przedmiotem finansowania,
- asymetrii *ex post* (hazard moralny) – gdy kapitałobiorca może podjąć działania niepożądane z punktu widzenia interesów inwestora.

Występowanie asymetrii informacji może wpływać na wielkość zadłużenia przedsiębiorstwa i jego wartość. Asymetria informacji umożliwia ukrycie nieefektywnych decyzji finansowych, ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka. Naturalną cechą menedżerów jest ich skłonność do nieujawniania informacji dla nich niekorzystnych, a podkreślania tych pozytywnych, co w powiązaniu z dostępnymi informacjami publikowanymi przez przedsiębiorstwa może wywołać u inwestora niepewność, co do poprawności własnej oceny analizowanej spółki. Zjawisko asymetrii informacji może być również powodem niestabilności rynków finansowych wywołanej poprzez dystrybuowanie informacji znacząco wpływających na zachowania i działania uczestników. Do grupy teorii asymetrii informacji należy teoria hierarchii źródeł finansowania oraz teoria sygnalizacji.

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa preferują takie źródła finansowania, które w możliwie najniższym stopniu wymagają ujawniania informacji i finansują inwestycje za pośrednictwem najtańszego dostępnego kapitału.

Asymetria informacji dotyczy w różnym stopniu wszystkich źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Finansowanie wewnętrzne charakteryzuje się najmniejszą wrażliwością na występowanie zjawiska asymetrii informacji, w relatywnie większym zakresie występuje przy emisji długu, w naj-

większej zaś skali objawia się przy emisji akcji. Im niższe ryzyko przypisane do danego źródła finansowania, tym niższe prawdopodobieństwo wystąpienia asymetrii informacji [4]. W związku tym preferencje ma finansowanie swojej działalności wewnętrznym kapitałem własnym (zyski zatrzymane), następnie zewnętrznym kapitałem obcym (kredyty, dłużne papiery wartościowe, obligacje), a w ostateczności zewnętrznym kapitałem pochodzącym z emisji akcji.

W literaturze przedmiotu zaprezentowano pogląd o istnieniu odwrotnej zależności między zadłużeniem, a rentownością przedsiębiorstwa, co podtrzymuje teorię hierarchii źródeł finansowania, wedle której emisja dłużnych papierów wartościowych ma miejsce jedynie w wypadku niewystarczającej do sfinansowania inwestycji wielkości zysków zatrzymanych [1]. Według M. Harrisa i A. Raviva dźwignia finansowa rośnie wraz ze wzrostem rentowności przedsiębiorstwa [6].

Wzrost asymetrii informacji powoduje wzrost zadłużenia, a emisja akcji przez przedsiębiorstwo dokonywana jest wtedy, gdy asymetria informacji jest najniższa. Ponadto przedsiębiorstwa emitują relatywnie więcej akcji niż dłużnych papierów wartościowych bezpośrednio przed cyklami zlej koniunktury gospodarczej. Z koncepcji wynika, że to nie podział finansowania na własne i obce decyduje o preferencjach finansowania działalności przedsiębiorstw.

Asymetria informacji oraz ryzyko wpływają na długość terminu płatności długu. Dla przedsiębiorstw o niskim ryzyku wzrasta termin płatności długu wraz z redukcją asymetrii informacji. W przypadku podmiotów charakteryzujących się wysokim ryzykiem korzystają one z długoterminowych kredytów bankowych niezależnie od stopnia asymetrii informacji, jednak związane to jest z wymogiem zabezpieczenia majątkowego spłaty długu. Przedsiębiorstwa o wysokim ryzyku preferują finansowanie długoterminowe w zamian za emisję długu krótkoterminowego próbując uniknąć ewentualnej upadłości i konieczności nieefektywnego upłynnienia swoich aktywów. Emisja większej ilości krótkoterminowych papierów dłużnych charakteryzuje przedsiębiorstwa o wyższym poziomie asymetrii informacji. Poza tym, w sytuacji gdy inwestorzy posiadają jakościowo gorsze informacje na temat rzeczywistej wartości aktywów niż zarząd przedsiębiorstwa, rynkowa wartość kapitału własnego spółki może być nacechowana niedoszacowaniem przez rynek kapitałowy [1].

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania struktura kapitałowa przedsiębiorstwa ustalana

jest w taki sposób, by zmniejszała się nieefektywność decyzji inwestycyjnych podejmowanych w warunkach asymetrii informacji. Wybór najlepszego wariantu jest istotą procesu decyzyjnego. Decyzje mogą być podejmowane przy wysokim stopniu pewności, w granicach ryzyka lub przy wysokim stopniu niepewności i nieznanym poziomie ryzyka. W zależności od przyjętych priorytetów może to być wybór preferujący:

- minimalizację nakładów,
- maksymalizację efektów,
- optymalizację decyzji.

Asymetria informacji może spowodować, że decydenci odrzucą efektywne inwestycje wpływając na obniżenie wartości przedsiębiorstwa.

S. Mayers w roku 1984 wprowadził pojęcie zmodyfikowanej teorii hierarchii uwzględniającej poza asymetrią informacji również koszty trudności finansowych jako czynników wpływających na wybór źródła kapitału. Kolejność pozyskania źródeł finansowania pozostaje bez zmian, lecz zadłużenie nie powinno osiągnąć poziomu, dla którego pojawią się koszty trudności finansowych [12].

Według teorii sygnalizacji, po raz pierwszy omówionej przez A. Spence w 1973, zarządzający mogą w sposób zamierzony wybierać sposoby finansowania przedsiębiorstwa, by przekazać do otoczenia sygnały dotyczące przyszłych wyników. W teorii sygnalizacji przyjmuje się, że polityka inwestycyjna została z góry ustalona, dobór źródeł finansowania jest zatem postrzegany jako nośnik przekazywania informacji o jakości przedsiębiorstwa. Ponadto osoby z organizacji są w posiadaniu większej ilości informacji co do przyszłych przebiegów w stosunku do osób z zewnątrz [15].

Według J. Stiglitz i A. Weissa asymetria informacji jest przyczyną racjonowania kredytu, jako źródła pozyskania kapitału, czyli udzielania go tylko wybranym „dobrym” kredytobiorcom (tym z mniejszym ryzykiem niespłacalności zobowiązań). Uważają, że stopa procentowa, którą banki obciążają pożyczającego może mieć wpływ na jakość kredytu. Jednocześnie odnoszą się do powstającej niepewności związanej zasadniczo z nieznanymi bankowi preferencjami i nastawieniem kredytobiorców do ryzyka. Jednocześnie podkreślają, że zmiany w oprocentowaniu mogą prowadzić do przełączania się niektórych klientów z projektów inwestycyjnych o niższym ryzyku, na te o wyższym. Związana z tym jest zależność między ryzykiem i stopą zwrotu, a mianowicie ryzykowne przedsięwzięcia oferują wyższą stopę zwrotu z niższym prawdopodobieństwem sukcesu, stanowiąc tym samym niższe prawdo-

podobieństwo spłaty zobowiązań. Zjawiska te są wynikiem rozbieżności interesów pomiędzy kredytodawcą, a kredytobiorcą. Początkowy wzrost stopy procentowej może podnieść podaż kredytów i oczekiwaną rentowność banków, jednakże po przekroczeniu pewnego punktu (optimum), wraz z dalszym wzrostem stóp procentowych rentowność spada [15].

Rynek szczególnie reaguje na sytuacje wypłaty dywidend, potęgując przekonanie u Inwestorów o dobrej sytuacji przedsiębiorstwa i jego stabilnej pozycji w przyszłości. Antycypowana rentowność przedsiębiorstwa zachęca inwestorów do zakupu akcji wpływając na wzrost ich ceny. Brak dywidendy uruchamia mechanizm odwrotny i może być sygnałem wzrostu zadłużenia. Spadki zysków mogą być kompensowane pozyskiwaniem kapitału zewnętrznego.

Na podstawie teorii sygnalizacji oraz hierarchii źródeł finansowania badacze weryfikują przyjęte hipotezy stwierdzające, że wyższy poziom asymetrii informacji skłania przedsiębiorstwa do wyboru określonych źródeł kapitału. Bada się, czy przedsiębiorstwa o relatywnie wysokim poziomie asymetrii informacji w większym zakresie wykorzystują wewnętrzne źródła kapitału (zyski zatrzymane), czy też charakteryzują się większym poziomem zadłużenia wykorzystując w relatywnie większym stopniu dług krótkoterminowy (zobowiązania krótkoterminowe). Większy udział długu krótkoterminowego w strukturze kapitału tłumaczy się możliwością jego wykorzystania do redukcji problemu niedoinwestowania i pokusy nadużycia. Hipoteza o większym wykorzystaniu długu krótkoterminowego w przedsiębiorstwach charakteryzujących się wysokim poziomem asymetrii informacji jest stosunkowo rzadko weryfikowana w badaniach (szczególnie w Polsce) [2].

Pomiar asymetrii informacji

Zasadniczym problemem napotykanym w trakcie badań wpływu asymetrii informacji na zachowanie się przedsiębiorstwa jest trudność pomiaru poziomu asymetrii. Brak narzędzi do pomiaru wprost zmusza naukowców do dokonywania aproksymacji tego zjawiska w oparciu o przesłanki wskazujące na zróżnicowanie poziomu asymetrii. Przesłanki te mogą mieć różny charakter i wobec tego literatura przedmiotu przedstawia wiele metod pomiaru zjawiska. Aproksymacja wykorzystuje wskaźniki:

- stwierdzające publiczny lub niepubliczny charakter przedsiębiorstwa,
- mierzące poziom relacji z kredytodawcą,

- określające strukturę własności,
- określające rozdział własności od zarządzania mikrostrukturą rynku,
- wartości rynkowej do księgowej kapitału przedsiębiorstwa,
- aktywności zarządzających w zawieraniu transakcji akcjami przedsiębiorstwa,
- zróżnicowania i błędów prognoz analityków oceniających przedsiębiorstwo,
- struktury aktywów,
- tempa wzrostu przedsiębiorstwa,
- wielkości i wieku przedsiębiorstwa,
- jakości zysku [9].

Żaden z dostępnych mierników nie może być uznany za dostateczną i powszechnie uznaną miarą asymetrii informacji [10], co uniemożliwia dokonywanie zestawień szeregujących przedsiębiorstwa ze względu na kryterium poziomu asymetrii.

Jedną z metod pozwalającą na uwzględnienie kilku przesłanek w analizie oraz relatywizującą poziom asymetrii informacji pomiędzy badanymi przedsiębiorstwami jest miara syntetyczna wykorzystująca metody wielowymiarowej analizy porównawczej – Syntetyczny Miernik Asymetrii Informacji. Przeważająca ilość przeprowadzonych badań dotyczyła dużych podmiotów, szczególnie tych notowanych na giełdach, natomiast analiza małych przedsiębiorstw należy do rzadkości (choć stanowią większość rynkową). Dodatkowym utrudnieniem jest ograniczona sprawozdawczość i związany z tym obowiązek publikacji informacji.

J. Kubiak dokonał klasyfikacji metod biorąc za kryterium rodzaj danych wymaganych do aproksymacji asymetrii informacji wyodrębniając metody:

- oparte na danych pochodzących z rynku papierów wartościowych
 - wskaźniki określające zakres występowania aktywów trudniejszych do wyceny dla zewnętrznych inwestorów
 - wskaźniki mikrostrukturę rynku
 - aktywność zarządzających w zawieraniu transakcji akcjami przedsiębiorstwa
 - metody pomiaru asymetrii informacji wykorzystujące oceny analityków
- bazujące na prognozach analityków
 - rozbieżność w zakresie oczekiwanych zysków
 - liczba analityków badających przedsiębiorstwo
 - wielkość wydatków poniesiona na zdobycie informacji o przedsiębiorstwie
 - stopień rozproszenia prognozowanych wartości zysków oraz błędy w prognozach
- oparte na danych pochodzących z bilansu i ra-

chunku zysków i strat

- wskaźniki struktury aktywów
- wskaźniki określające tempo wzrostu przedsiębiorstwa
- wielkość przedsiębiorstwa
- miary jakości zysku
- metody odnoszące się do niefinansowych cech przedsiębiorstwa określanych na podstawie innych niż wyżej wymienione źródeł
 - wiek przedsiębiorstwa
 - publiczny lub niepubliczny charakter przedsiębiorstwa
 - poziom relacji z kredytodawcą
 - struktura własności
 - rozdział własności od zarządzania [8].

Ze względu na fakt, iż literatura przedmiotu wskazuje na niedoskonałość poszczególnych metod pomiaru poziomu asymetrii nie można w sposób jednoznaczny wskazać na tą najlepszą o najmniejszym błędzie pomiaru. Wynika to z faktu występowania poza asymetrią informacji innych czynników wpływających na badane parametry. Na dokładność pomiarów na pewno będzie miała wpływ dokładność wyizolowania, zdefiniowania i oceny badanego parametru, tak by stał się miarą (punktem odniesienia) do porównań przedsiębiorstw.

Skutki asymetrii informacji i ich zapobieganie

Asymetria informacji ma daleko idące konsekwencje w skali mikro i makro. Skala makro odnosi się do rynku i jego efektywności, natomiast skala mikro odnosi się do decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie. Występowanie asymetrii informacji skutkuje różnymi efektami podjęcia pozornie identycznych decyzji w dwóch różnych przedsiębiorstwach.

Bezpośrednim skutkiem asymetrii informacji jest odstępstwo od realizacji optymalnego (maksymalizującego korzyści w danym czasie) programu inwestycyjnego obejmującego wszystkie dostępne przedsięwzięcia z dodatnim NPV. Efektem takiego działania jest niedoinwestowanie jako efekt niepodjęcia przedsięwzięć z dodatnim NPV oraz przeinwestowanie wynikające z inwestycji w przedsięwzięcia o negatywnym NPV.

Pośrednimi skutkami asymetrii informacji są wszelkie działania, jakie podejmują strony zainteresowane przedsiębiorstwem w celu zmniejszenia jej skutków lub wykorzystania jej na swoją korzyść. Zaliczamy do nich:

- substytucję aktywów – efekt zastępowania aktywów bezpiecznych aktywami bardziej ryzykownymi.

- przekazywanie sygnałów – mechanizm komunikacji pomiędzy decydentami a inwestorami oparty o transmisję sygnałów, do których zaliczamy: dywidendy, wykup własnych akcji, sprzedaż aktywów, czasowa struktura zadłużenia, a także wybór określonej struktury finansowania.

- kolejność doboru źródeł finansowania – stosowanie przez decydentów źródeł finansowania zgodnych z teorią hierarchii źródeł finansowania [14].

Innymi przykładami skutków występowania asymetrii informacji mogą być:

- wykorzystanie wolnych środków pieniężnych niezgodnie z interesem kapitałodawców,

- zafałszowane przekonanie inwestorów co do rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa w porównaniu z jego faktyczną wartością rynkową,

- ukrycie nieefektywnych decyzji ograniczających ocenę rzeczywistego poziomu ryzyka,

- wzrost ryzyka nieskutecznej emisji akcji na rynku pierwotnym i związanej z tym nieuzasadnionej zmienności cen akcji na rynku wtórnym,

- wzrost kosztów bankructwa jako efektu błędnej alokacji kapitału,

- negatywna selekcja (ang. adverse selection) występująca po stronie słabiej poinformowanej i przejawiająca się suboptymalną decyzją gospodarczą, której wynikiem jest wypieranie produktu lepszego przez produkt gorszy,

- pokusa nadużycia (ang. moral hazard) występująca po stronie lepiej poinformowanej i przejawiająca się podejmowaniem wyższego ryzyka w sytuacji chronionej niż w sytuacji niechronionej.

W celu zapobiegania skutkom występowania asymetrii informacji można wykorzystać ogólnodostępne rozwiązania rynkowe, na przykład w postaci dokumentów przejmujących ryzyko po stronie oferenta (np. gwarancje), standaryzowanie zapewniające utrzymanie oczekiwanej jakości, certyfikaty poświadczenia jako potwierdzające zgodność z założeniami i wymogami, doradztwo wyspecjalizowanych podmiotów świadczących usługi weryfikacji posiadanych informacji (np. banki danych).

Zakończenie

Poczynione dotychczas obserwacje pokazują, że asymetria informacji to naturalne zjawisko rynkowe, nie prowadzące do załamania i dające się skutecznie ograniczyć, a w niektórych przypadkach nawet wyeliminować dzięki swobodnemu przepływowi informacji. Rozwój rynku kapita-

łowego daje współczesnym przedsiębiorstwom nowe możliwości w zakresie wyboru instrumentów pozyskiwania i alokacji kapitału na rynkach krajowych i zagranicznych. Wymaga to od decydentów podejmowania działań dostosowawczych do warunków funkcjonowania oraz aktywnego wykorzystania szans stworzonych przez rynek finansowy, z akceptacją wyższego poziomu ryzyka i antycypacją zmian zachodzących w otoczeniu. Wobec powyższego można postawić tezę, iż interesy grup związanych z finansowaniem spółki (menedżerowie, z jednej strony, właściciele i wierzyciele z drugiej) mogą być odmienne ze względu na asymetrię informacji zakłócającą proces podejmowania decyzji finansowych.

Małe i średnie przedsiębiorstwa szczególnie potrzebują kapitału zapewniającego ich bieżące funkcjonowanie (inwestycje w majątek rzeczowy i w wartości niematerialne – organizacja przedsiębiorstwa, technologia, wysoko kwalifikowani pracownicy, itd.), lecz ze względu na wielkość są zbyt małe, aby pozyskać kapitał na korzystnych warunkach. Kapitał własny z reguły nie wystarcza do realizacji idei przedsiębiorczej bez wsparcia finansowania przez osoby trzecie. Muszą zatem

osiągnąć określoną minimalną wielkość, która pozwoli im zaistnieć na rynku finansowym.

Od teorii rynku doskonałego doszliśmy do najbardziej współczesnych uwzględniających asymetrię informacji. Dotychczasowy rozwój teorii struktury kapitału pozwolił na tworzenie wieloczynnikowych modeli, a wraz z rozwojem finansów przedsiębiorstw wkrótce zaprezentowane zostaną kolejne teorie struktury kapitału. Przedsiębiorcy zdobędą nowsze sposoby analizy swojego majątku i możliwości wczesnego reagowania na negatywne wahania w zakresie finansów. Wskazuje to na złożoność współczesnego przedsiębiorstwa, konieczność nowego podejścia do oceny jego zachowań i motywacji działań z uwzględnieniem możliwości, jakie dają dynamicznie rozwijające się rynki finansowe dostępne na nich złożone instrumenty finansowe.

W dzisiejszych czasach pomimo rozwoju daleko rozwiniętych technicznych możliwości przekazu informacji asymetria informacji stała się problemem wiodącym, w skali mikro wpływając na spadek wartości rynkowej przedsiębiorstwa, a w skali makro na zmniejszenie efektywności alokacji kapitału.

Literatura – References

1. Barowicz M., Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. Podejście empiryczne, Edu-Libri, Kraków-Leginowo, 2014
2. Czapiewski L., Kubiak J., Metody określania wag w wielowymiarowej analizie porównawczej a adekwatność pomiaru poziomu asymetrii informacji, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia. Szczecin, Nr 59, 2013
3. Daniłowska A., Asymetria informacyjna i jej przewyższanie na rynku kredytów rolniczych, Rocznik Nauk Rol. 2008/3/4, ser. G, t. 95
4. Gajdka J., Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich, Łódź 2002
5. Guzanek A., Trojak M., Wpływ struktury kapitału na wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie w latach 2005–2010, Studia Prawno-Ekonomiczne, t. LXXXVI, 2012
6. Harris M., Raviv A., The theory of capital structure, Journal of Finance, t. 46, nr 1, 1991
7. Johnson H., Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy. Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 2000
8. Kubiak J., Metody badania asymetrii informacji w przedsiębiorstwie w zakresie alokacji kapitału, Gospodarka Narodowa 4 (236) Rok LXXX/XXI, kwiecień 2011
9. Kubiak J., Wybór zewnętrznych źródeł kapitału w kontekście zmodyfikowanej teorii hierarchii, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 854. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia. Szczecin, Nr 73, 2015
10. Lee A., Masulis R., Quality of Accounting Information and Expected Flotation Costs, Journal of Financial Economics, Vol. 92, 2009
11. Łuczka T., Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa. Wprowadzenie do finansów przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 1997
12. Myers S. (1984), The Capital Structure Puzzle, Journal of Finance, vol. 39, 1984
13. Piaw L. T., Jais M., The capital structure of Malaysian firm the aftermath of Asian Financial Crisis 1997, Journal of Global Business & Economics; Jan 2014, Vol. 8
14. Skowroński A., Wpływ asymetrii informacji na decyzje finansowe przedsiębiorstw, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok LXVII, zeszyt 3, 2005
15. Stiglitz J.E., Weiss A., Credit rationing in markets with imperfect information, The American Economic Review, Vol. 71, 1981

The Impact of Information Asymmetry on the Capital Structure

The paper presents outlines of the impact of the problem of information asymmetry on the capital structure. The issue due to its gravity and scale became an important area which scientists devote more and more attention. Paucity of information on the market and resulting from this asymmetry is one of the key elements determining the market imperfection. Awareness of the effects of asymmetry of information existing among decision-makers and stakeholders can influence the reduction or neutralization of its impact on decision-making. In this way, decisions can be taken in a rational way, and interested parties will seek to obtain current information, adequate and accurate.

The paper presents the essence of the capital structure, the asymmetry of information as a determinant of that structure, methods of measurement and the consequences of its occurrence.

Keywords: information asymmetry, capital allocation, capital structure, adverse selection, moral hazard