

## Informația asimetrică și incertitudinea pe piața de capital



**Petru Prunea**

*Profesor universitar doctor*  
Universitatea Tehnică Cluj-Napoca

**Abstract.** *The paper analyses the paradox found on the stock exchanges where routine operations are regulated on a very detailed scale while important decisions regarding investments in financial asset are taken under uncertainty conditions. Thus, the paper emphasizes the debate of the source, the nature and the dimension of this uncertainty, present in all phases where decisions regarding the stock exchange's operations are taken and applied. The author shows that in the stock exchange decisions remains, at least theoretically, under certainty and rationality but these characteristics have to be approached in a probabilistic way. And this statement is detailed.*

*The level of knowledge gathered from a participative study of the market, through both fundamental and technical analysis, gives to the concept of reducing uncertainty an objective character. But still, all this is done by achieving a better cognitive image without the reducible uncertainty. In the opposite situation, the uncertainty grows. Those taking decisions regarding the investments aspects have to deal with two main problems. Thus, the investors have at their disposition two strategies: "step by step continuous optimization" and "good enough investments". These strategies are critically presented and analyzed, considering their advantages and disadvantages, the main approach being the acquisition or the selling price of the financial assets.*

*The description of these decisional strategies used in a stock exchange's operations is followed by the presentation of the criteria that should be considered when choosing these strategies.*

*The emerged conclusion is that in the presence of uncertainty, which accompanies a stock exchange, a high level of performance cannot be obtained without possessing a large amount of relevant information gathered in the past but relevant for the present.*

**Key words:** uncertainty; decision; informal uncertainty; portfolio optimization; cognitive uncertainty.



Piața de capital oferă celor care o studiază și celor care o folosesc, în calitate de agenți economici ori ca investitori, o particularitate similară cu un paradox. Operațiunile de rutină specifice ei sunt reglementate până la nivelul de detaliu prin legi, instrucțiuni, proceduri ori dispoziții de măsuri, în timp ce deciziile privind plasamentele în titluri și restructurarea portofoliului se iau în condiții de incertitudine perpetuă. Aceasta are o dublă explicație, una obiectivă și alta subiectivă. Prețurile viitoare, ca și stările succesive ale bursei, nu decurg cu necesitate din cele anterioare, încât neputând fi prezis nivelul lor planează convingerea asupra oricărei alternative de acțiune alese că este probabil cea mai bună, fără a avea certitudinea că într-adevăr este cea corectă și rațională în mod absolut. Chiar dacă evaluarea factorilor care influențează prețurile nu este contestabilă, corectarea realizată, analizele efectuate, recomandările oferite garantează doar probabilitatea unei alegeri bune a sensului operațiunii – vânzare sau cumpărare.

Factorii identificați, evaluați și ierarhizați își pot schimba în perioada următoare forța de acțiune sau chiar structura, astfel că activitatea bursieră este cel puțin greu determinabilă.

Această afirmație este întărită și de caracteristicile cunoștințelor celor care operează pe piața de capital. Dat fiind faptul că la bursă se tranzacționează o mulțime de titluri, că activitatea emitenților lor este influențată de numeroși factori specifici, unii dintre ei cu un pronunțat caracter aleator, că asupra pieței au o puternică înrăurire evenimentele de ordin social, politic și cele de decizie macroeconomică, putem spune că operatorii bursieri folosesc cunoștințe incomplete, aproximative și, adesea, nerelevante. Așa că incertitudinea în acest domeniu al acțiunii practice are fără îndoială și o origine cognitivă.

Cu toate că incertitudinea cognitivă se poate reduce prin îmbunătățirea cunoștințelor despre piață și despre evenimentele adiacente ei, decizia bursieră nu-și poate

perde sau depăși atributul de probabilitate. A lucra cu probabilități în formarea și gestiunea portofoliului de valori mobiliare nu echivalează cu decăderea calității deciziei, cu trecerea ei la marginea raționalului, în întâmplătorul cotidian. Calculul decizional rămâne, cel puțin teoretic, în sfera certitudinii și a raționalului, dar acestea trebuie abordate în sens probabilistic. Oricât de multe cunoștințe noi s-ar obține în timp despre emitenți și despre piață încât să se justifice reformularea deciziei inițiale în sensul îmbunătățirii, ea dovedește numai probabilitatea de a fi mai bună, nu și certitudinea că este așa în mod efectiv.

Profesioniștii în operațiuni bursiere, agenții de investiții financiare, analiștii și traderii nu contestă acest lucru. Dimpotrivă, chiar recunosc adesea în cercuri restrânse că rezultatul operațiunilor recomandate sau efectuate este incert. În prima parte a carierei lor își asumă cu sfială imposibilitatea unei predicții sigure, punând-o pe seama incompletitudinii și precarității cunoștințelor lor și a colegilor din firmă. Ulterior devin pe deplin convingși că mediul bursier în care lucrează poartă amprenta incertitudinii. Informațiile empirice de care dispun în luarea deciziilor pot fi nu numai incomplete, ci și mai puțin exacte decât cred sau de-a dreptul eronate. Cantitatea și calitatea cunoștințelor utilizate într-o etapă sau alta a procesului de investire în titluri financiare nu se poate situa la nivelul necesarului din numeroase motive. Prezentăm în rândurile care urmează doar două dintre cele de ordin obiectiv.

O informație relevantă pentru piață se încorporează aproape instantaneu în preț, încât numai cel ce declanșează primul operațiunea bazată pe ea devine beneficiarul complet al efectelor utilizării ei. În al doilea rând, se știe că investitorii în titluri se află unii față de alții în situații foarte variate, deoarece au prețuri medii de achiziție inegale, capacitatea lor de pătrundere a semnificației fenomenului bursier este diferită, cum sunt de altfel și stările emoționale generate de el. Drept urmare, investitorii la bursă dau dovadă de o mare instabilitate a opiniilor, preferințelor pentru cumpărare, respectiv pentru vânzare, oscilează cu mare amplitudine, fapt ce accentuează și el, din interior, incertitudinea cu care se confruntă participanții. Mai mult, analistul bursier și managerul de portofoliu se întrebă adesea dacă cunoștințele lor despre piață și deciziile luate la un moment dat nu vor fi modificate sau invalidate de o nouă informație disponibilă cunoașterii de către ei. Cu siguranță că acumularea de noi cunoștințe despre problema analizată poate avea efecte distructive asupra deciziei, producând o creștere, și nu o scădere a incertitudinii cu care se întâlnesc operatorii pe piață. Nu întotdeauna suplimentul de informație generează un spor de confort psihic, o fermitate în decizie și o eficiență mai ridicată investiției.

Prin această aserțiune recunoaștem că se poate obține o certitudine decizională ridicată sau scăzută în procesele bursiere atât la nivele înalte ale cunoștințelor specifice, cât și în cazul în care ele sunt precare. Recomandările, respectiv deciziile privind sensul operațiunii oportune la un moment dat, susținute de o bază informațională suficient de bogată și de congruentă, oferă o paletă mai largă de plasamente alternative, sigure, formulate explicit și ierarhizate după criterii consacrate. Chiar dacă multitudinea soluțiilor de investire a capitalului îl pune pe posesorul lui într-o stare

de alegere neplăcută, incertitudinea în care a ajuns el este de preferat celei oferite de un amator, de un neinițiat, care având o imagine fragmentară și confuză despre piață nu poate susține, cu argumente plauzibile, nici o alternativă de plasament. Cine urmează recomandările lui va pierde, iar dacă va câștiga aceasta se va datora numai șanseii, cum se întâmplă frecvent cu indivizii care își gestionează singuri portofoliile sau tranzacționează online.

Nivelul cunoștințelor dobândite prin studiul participativ al pieței și în urma analizelor tehnice și fundamentale imprimă reducerii incertitudinii un caracter obiectiv, datorită corelației directe dintre aceste două procese. În același timp convingerea că incertitudinea este reductibilă prin îmbunătățirea imaginii cognitive asupra fenomenului bursier influențează comportamentul celor care au drept de decizie pe piața fiindcă se stimulează și efortul de a obține noi informații și dorința de a-și îmbunătăți alegerea. Faptul că momentul luării unei decizii definitive se amână, în cazul în care se acceptă acest model comportamental, nu trebuie perceput ca un neajuns. Posibilitatea reconsiderării deciziei privind sensul operațiunii și a momentului efectuării ei nu conduce la blocarea acțiunii inițiate. Dimpotrivă, ea conferă procesului decizional și celui investițional un caracter flexibil și inovator. Astfel se poate vinde o parte din cantitatea deținută dintr-un anumit titlu pentru a încasa ceva din profitul conținut în acel pachet sau se achiziționează treptat volumul preconizat din activul financiar vizat. După cum se poate efectua doar una din cele două operațiuni care oferă posibilitatea unui arbitraj pe două piețe, urmând ca cealaltă tranzacție, pe piața spot sau pe cea la termen, să se efectueze sau nu în funcție de decizia finală.

În situația opusă, când baza de informare este redusă și procedeele de prelucrare a datelor disponibile este puțin elaborat, incertitudinea crește. În mod firesc, starea de spirit a decidentului se caracterizează prin descurajare. Neîncrederea în posibilitatea reducerii incertitudinii privind evoluția bursei, corelată cu așteptarea unui insucces diminuează motivația de a căuta soluții de operare câștigătoare. Astfel că în momentul în care se instalează convingerea că incertitudinea este ireductibilă, atitudinea operatorilor devine predominant pozitivă. Nu vând, chiar dacă prețurile scad, pierzând total sau parțial câștigul conținut în prețul curent. Or, așteptarea ca piața să își revină poate dura de la unul la mai multe cicluri bursiere. Sau nu cumpără, în mod treptat, cantități parțiale din titlul preferat în speranța că vor putea realiza achiziția preconizată într-un moment ulterior, la un preț mai mic.

Când faza descendentă a ciclului bursier, declanșată cu mult înainte de sfârșitul trimestrului în curs, se prelungește în mod dureros, activitatea de informare și de analiză înregistrează un recul. Până când se publică datele oficiale despre realizările emitentului, informațiile despre faptele lui sunt departe de a fi credibile, mai mult au un pronunțat caracter manipulativ. Rezultatul imediat al dezinteresului pentru cunoaștere, dus adesea până la stoparea completă a acestei activități, nu numai că amplifică incertitudinea cu care se confruntă operatorii din piață, dar le și fortifică propensiunea spre indecizie. Efectul imediat ia forma scăderii volumului tranzacțiilor bursiere, dispariția feedback-ului oferit de piață, generalizarea dezorientării. Toți ochii din piață se îndreaptă acum, să spunem, spre

PNA (DNA) în speranța că va lansa o știre, fie și negativă, care o să scoată piața din letargie. Așadar, indecizia este păguboasă pe piața bursieră, ea are și în acest domeniu un pronunțat caracter disfuncțional.

Decizia declanșând procesul de investire sau de dezinvestire, care la nevoie poate fi ulterior îmbunătățit, aduce în piață noi informații, noi resurse și interese, dă forță și consistență crescută etapei de acumulare a titlurilor, pregătind faza de avânt bursier. Din această dialectică a activității bursiere rezultă cu claritate ceea ce piața confirmă adesea, anume că nu este funcțional pentru nimeni să se mențină sub formă de bani într-o perioadă îndelungată capitalul destinat investițiilor în titluri în speranța că achiziția preconizată se va face la cel mai mic preț. Dimpotrivă, este recomandabil să se înfrunte incertitudinea generată de necunoașterea duratei și amplitudinii corecției prețurilor luând decizia de a tranzacționa chiar dacă ea nu îndeplinește toate criteriile personale de exigență informativă.

Cele două probleme cu care se confruntă în permanență persoanele care decid sau care numai îi orientează pe alții în privința investițiilor în titluri cotate la bursă sunt:

a) luarea unei hotărâri suficient de bune în condiții de incompletitudine informațională și

b) cum să procedeze când incertitudinea fiind în exces îi afectează negativ rentabilitatea plasamentelor ori funcționarea entității în care lucrează.

Cu siguranță că prima reacție de răspuns la aceste încercări în fața cărora este pus un astfel de decident este să identifice și să desfășoare acele strategii care minimizează consecințele nedorite ale incertitudinii specifice pieței bursiere sau care eventual să diminueze o parte din mărimea acesteia. Dacă el acceptă principiul rezonabilității și acțiunea de investiții va putea recurge la „optimizarea treptată și continuă” a plasamentelor sau la strategia „suficient de bună” a acesteia.

Optimizarea treptată și continuă se poate obține și în condiții de incertitudine ridicată dacă se acceptă desfășurarea unui proces deliberativ și acțional structurat în felul următor. Opiniile participanților la actul decizional, fie că ele s-au obținut studiindu-se evoluția pieței în timp real, fie în urma analizei tehnice sau fundamentale pertinente și orientate spre ținte clar formulate, ajung să se accepte chiar dacă au un caracter incert, dat de fundamentarea cognitivă insuficientă. Predicțiile formulate de participanți în legătură cu tendința prestabilită a pieței bursiere sunt evaluate, ierarhizate și tratate ca și cum ar proveni dintr-un calcul riguros, în care s-au folosit informații complete și coerente. Dacă un participant aduce noi date despre problema în discuție previziunea referitoare la exemplu se reformulează încât, în final, se selectează varianta de decizie considerată a fi cea mai bună în condițiile informaționale disponibile. Totuși, acesteia i se recunoaște nu numai caracterul incert, dar și cel provizoriu, putându-se oricând modifica coordonatele ei dacă tendința pieței se schimbă subtil în cursul zilei de tranzacționare. Eforturile participanților la actul decizional sunt îndreptate, fără doar și poate, spre identificarea variantei procedurale optime. Însă chiar dacă ea s-a selectat din mulțimea celor disponibile, rezultatele care se obțin nu vor îndeplini condiția de optim efectiv, derivat din calcule, decât în mod

întâmplător, datorită incertitudinii recunoscute și acceptate în plan decizional și celei generate de efectele priorității de ordin, de evoluția pieței până în momentul în care ordinul introdus în sistem s-a executat, precum și de nivelul la care a ajuns rata dobânzii fără risc. Faptul că procesului decizional i se asigură un caracter deschis, interactiv, în sensul că decizia luată se poate revizui în funcție de noile coordonate ale pieței, inclusiv după ce ea s-a consemnat în scris, asigură operațiunilor bursiere derulate după acest model o șansă suplimentară de a se apropia de optimul specific domeniilor în care evoluția evenimentelor este complet predictibilă.

Strategia deciziei suficient de bune ar putea porni de la următoarele două premise. În primul rând, de la opinia că operațiunile bursiere care se finalizează cu un câștig mai mare decât cel rezultat din calcule teoretice, sau din cel oferit de rata dobânzii fără risc, trebuie efectuate fără întârziere. A doua, că eforturile depuse pentru identificarea altor variante acționale trebuie să înceteze după ce s-a acceptat și aplicat o astfel de decizie. La prima vedere această procedură pare inacceptabilă, fiindcă oferă șanse sigure de ineficiență. Însă perspectiva asupra ei se schimbă dacă se analizează condițiile de operare când piața este foarte volatilă, iar succesiunea evenimentelor imprevizibile determină o incertitudine accentuată. În astfel de împrejurări efectuarea unei prime achiziții sau vânzării la prețul asigurat de varianta de decizie considerată satisfăcătoare reprezintă adesea o soluție mai bună decât amânarea operației în speranța că piața se va stabili și prețul se va îmbunătăți. Procedând astfel se risipește cel puțin un risc: creșterea, respectiv scăderea prețului, în cazul vânzării, nu antrenează o pierdere integrală, fiindcă o parte din pachetul de titluri s-a tranzacționat anterior la un preț mai bun.

Se poate întâmpla ca ulterior acestei prime operațiuni piața să evolueze într-o direcție mai favorabilă, sub aspectul prețului, dar nu și sub cel al volumului posibil de tranzacționat. Fapt care constituie o dovadă suplimentară a corectitudinii raționamentului că în condițiile unei capacități informative limitate și fragile strategia deciziei suficient de bune este preferabilă unei ezitări cauzate de imposibilitatea structurării și ierarhizării alternativelor operaționale concurente. Continuându-se tranzacțiile după această procedură se ajunge la un portofoliu acceptabil, foarte puțin diferit de cel obținut în urma folosirii strategiei optimizării treptate. De unde decurge concluzia că nu are o justificare rațională continuarea căutării celei mai bune decizii de investire ori de dezinvestire după identificarea variantei considerate satisfăcătoare după criteriul prețului de tranzacționare. Argumentele care o susțin provin din perimetrul costurilor generate de informarea suplimentară și de evaluarea alternativelor identificate, toate privite sub aspectul restricției ridicate de factorul timp, care creează în plus și o stare de disconfort sinonimă cu stresul. Iar dacă se ia în considerare posibilitatea folosirii experienței dobândite în procesele investiționale anterioare și a valorificării feedback-ului rezultat din tranzacțiile efectuate după regulile acestei variante, considerate suficient de bune, se impune de la sine convingerea că procedura este preferabilă altora, inclusiv alegerii la întâmplare dintre alternativele în competiție disponibile la un moment dat.

Alegerea întâmplătoare, cunoscută și sub denumirea „regula săgeții”, se recomandă a fi folosită și ea, când cunoștințele disponibile și cele deținute de operator sunt reduse, dar numai pentru că face posibilă economisirea taxelor percepute de consultant. Însă nu trebuie admis un inconvenient major, anume că utilizarea ei frecventă împiedică acumularea de cunoștințe, deoarece competențele în actul de decizie nu fac necesare folosirea lor.

Cu toate avantajele pe care le oferă strategia deciziei suficient de bune are și unele slăbiciuni. Randamentul plasamentului efectuat potrivit prescripțiilor ei nu este dintre cele mai ridicate. Iar unii decidenți pot ignora feedback-ul pentru a preveni, în cadrul analizelor ulterioare a operației efectuate, descoperirea unor lipsuri în planul cunoașterii și prelucrării informațiilor utilizate de ei. Mai mult va tinde să-și asume reușitele și să cultive status-quo-ul în detrimentul explorării alternativelor și al asumării riscului, apreciind soluția adoptată ca singura valabilă. Totuși, deși avem în vedere faptul că există o categorie de oameni cu intoleranță la incertitudine și că este normal ca mărirea riscului acceptat să se coreleze cu nivelul randamentului investiției, care este superior ratei dobânzii la depozitele bancare, includerea acestei strategii printre procedurile folosite în formarea și gestiunea portofoliilor de valori mobiliare este justificată din punct de vedere teoretic și practic.

După ce am prezentat câteva strategii decizionale utilizabile în operațiunile bursiere, în mod firesc se pune întrebarea privind criteriile după care trebuie alese ele. Deoarece în activitatea la care ne referim profitabilitatea depinde în bună măsură de factori extrinseci analiștilor și operatorilor bursieri, acestora le revine sarcina să procedeze de așa manieră încât să reducă riscul specific asociat operațiilor propuse sau efectuate. Drept urmare, înaintea adoptării unei strategii trebuie identificat tipul de incertitudine care caracterizează piața în momentul respectiv și nicidecum nivelul și natura informațiilor despre ea pe care le dețin factorii de decizie. Astfel, cum am arătat, în cazul incertitudinii investițiilor se recomandă strategia deciziei suficient de bune, iar dacă riscul este reductibil mai adecvată este strategia optimizării treptate și continue.

În al doilea rând, se impune cu necesitate evaluarea mărimii cunoștințelor deținute de sistemul decident. Când se utilizează strategia deciziei suficient de bune sunt necesare informații mai reduse, apropiate de cele comune, în timp ce în cazul strategiei optimizării treptate se impune nevoia unor cunoștințe mai ample, de tip științific. În plus

se cere, în acest caz, crearea unui mecanism de sporire continuă a nivelului de informare și de acceptare a schimbărilor, a inovațiilor, a explorării permanente a alternativelor.

O altă mutație necesară este cea în modul de gândire. Deoarece problemele pieței bursiere sunt influențate de numeroși factori cuantificabili și necuantificabili, unii cunoscuți alții nu, gândirea de tip probabilistic este obligatorie pentru a obține performanțe rezonabile. Elementele cu care se cuantifică operatorii pe piață, incertitudinea, riscul, nedeterminarea, trebuie luate în calcul în mod permanent, fapt irealizabil în afara capacității de acțiune în condiții de incertitudine. Iar instrumentele acestui nou tip de raționalitate sunt teoria probabilității, teoria jocurilor, analiza de sistem etc.

Un al treilea factor care influențează alegerea strategiei, care depinde și el de situația entității decidente, este capitalul disponibil pentru investirea în titluri și atitudinea față de risc. De exemplu, feedback-ul oferă informații în mod sistematic despre efectele operațiunilor anterioare, dar soluțiile dispuse devin efective numai în cazul în care există resurse financiare sau titluri pentru a fi folosite în procesul de gestionare a portofoliului. Dacă decidentul, respectiv investitorul, își asumă incertitudinea va accepta să creeze condițiile care o favorizează, dar în același timp, rațional fiind, va lucra într-o bandă de preț rezonabilă pentru a valorifica oscilațiile prețului.

În adoptarea unei strategii investiționale sau a alteia nu putem face abstracție de incidența unor factori generali, proprii colectivității din care provin și decidentul, și inițiatorul operațiunilor în cauză. Printre aceste determinări extrinseci am identificat gradul de informare și de cultură specifică, rentabilitatea regăsită în atitudinea față de risc, în orizontul de așteptare formulat și respectat, precum și în forța contagiunii informale.

Piața de capital, fiind în același timp concurențială și foarte complexă, are, după cum am demonstrat, coordonate imprevizibile. În aceste circumstanțe, pentru a lua decizii suficient de bune operatorii de piață și analiștii bursieri trebuie să dispună de informații și evaluări obținute în timp, dar care să fie relevante în prezent. În plus, decidentul performant în condiții de incertitudine trebuie să atingă nivelul de raționalitate care să-i permită diferențierea informațiilor relevante de cele nesemnificative, iar dacă este cazul, să promoveze în unele împrejurări inițiative și acțiuni de sorginte extracognitivă.