Granice arbitrażu i mechanizmy błędnych wycen w świetle książki The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions Alexa Edmansa



AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje rozbieżność między poprawną diagnozą ekonomiczną a skutecznością inwestycyjną, wprowadzając rozróżnienie na racjonalność epistemiczną i instrumentalną. Autor wyjaśnia, że w realnych warunkach rynkowych arbitraż nie jest bezryzykowy, a błędne wyceny mogą utrzymywać się przez długi czas. Kluczowym problemem są bariery instytucjonalne: zarządzający kapitałem często polegają na środkach zewnętrznych, co sprawia, że krótkoterminowe straty wynikające z pogłębiającej się anomalii mogą doprowadzić do wycofania funduszy przed nastąpieniem korekty cenowej. Tekst podkreśla rolę asymetrii informacji oraz kosztów pozyskiwania danych, które ograniczają pełną efektywność informacyjną rynku i sprawiają, że profesjonalni inwestorzy nie zawsze są w stanie natychmiastowo eliminować nieefektywności cenowe.

The article analyzes the discrepancy between a correct economic diagnosis and investment effectiveness, introducing a distinction between epistemic and instrumental rationality. The author explains that under real market conditions, arbitrage is not risk-free, and mispricings can persist for long periods. A key issue is institutional barriers: capital managers often rely on external funding, meaning that short-term losses resulting from a deepening anomaly may lead to the withdrawal of funds before a price correction occurs. The text emphasizes the role of information asymmetry and data acquisition costs, which limit the full informational efficiency of the market and ensure that professional investors are not always able to instantaneously eliminate pricing inefficiencies.

Czy posiadanie racji w ocenie wartości aktywów wystarczy, by zarobić na giełdzie? Tekst analizuje fundamentalny paradoks rynków finansowych: rozbieżność między racjonalnością epistemiczną (trafną diagnozą ekonomiczną) a racjonalnością instrumentalną (skutecznością działania). Główna teza zakłada, że samo rozpoznanie przewartościowania instrumentu nie gwarantuje zysku, ponieważ proces korekty cen jest blokowany przez tzw. granice arbitrażu. Autor wskazuje na bariery instytucjonalne i finansowe – takie jak asymetria informacji między zarządzającym a klientem, ryzyko płynności oraz specyfika krótkiej sprzedaży – które mogą sprawić, że racjonalny inwestor zbankrutuje przed momentem, w którym rynek przyzna mu rację. Analiza rozszerza się o aspekty strategiczne: od teorii „większego głupca" i konkursów piękności Keynesa, po ryzyko reputacyjne profesjonalistów. Przykłady Juliana Robertsona i George'a Sorosa służą jako dowód na to, że sukces rynkowy nie jest testem prawdy o wartości aktywa, lecz wypadkową trafnej analizy, odporności finansowej oraz umiejętnego zarządzania horyzontem czasowym w starciu z nieprzewidywalnym tłumem.

SŁOWA KLUCZOWE

granice arbitrażu | błędne wyceny | finanse behawioralne | ryzyko szumu informacyjnego | krótka sprzedaż | racjonalność epistemiczna | racjonalność instrumentalna | teoria większego głupca | asymetria informacji | noise trader risk | efektywność informacyjna rynku | ryzyko ścieżki | horyzont czasowy inwestora | momentum rynkowe

Trafna analiza nie gwarantuje zysku rynkowego

SZALONY RYNEK MĄDRYCH INWESTORÓW GRANICE ARBITRAŻU. DLACZEGO RACJONALNY INWESTOR MOŻE PRZEGRAĆ Z NIERACJONALNYM RYNKIEM

Jedną z najtrudniejszych intelektualnie konsekwencji badań nad zachowaniami inwestorów jest konieczność odróżnienia trafności diagnozy ekonomicznej od skuteczności działania na rynku. Rozpoznanie, że dany instrument finansowy jest przewartościowany, nie oznacza bowiem automatycznie możliwości osiągnięcia zysku na jego przyszłej przecenie. Inwestor może poprawnie

oceniać relację ceny aktywa do zdyskontowanej wartości jego przyszłych przepływów pieniężnych i jednocześnie ponieść stratę, jeśli rynek przez dłuższy czas będzie podążał w przeciwnym kierunku. Powstaje w ten sposób zasadnicze napięcie pomiędzy racjonalnością epistemiczną, oznaczającą uzasadnione przekonanie o stanie rzeczy, a racjonalnością instrumentalną, polegającą na wyborze działania skutecznego w danych warunkach.

W świecie nieograniczonego kapitału, pełnej płynności, braku kosztów transakcyjnych i doskonałej synchronizacji uczestników oba te wymiary byłyby ze sobą ściśle powiązane. Rzeczywisty rynek finansowy nie spełnia jednak tych założeń; decyzje inwestycyjne podejmują podmioty o ograniczonych zasobach, zróżnicowanych zobowiązaniach, niepewnych horyzontach czasowych i odmiennych możliwościach finansowania. W klasycznym ujęciu arbitraż polega na wykorzystaniu rozbieżności cenowych między identycznymi lub ekonomicznie równoważnymi aktywami tak, aby skonstruować strategię przynoszącą zysk bez ponoszenia ryzyka rynkowego. Jeśli to samo roszczenie finansowe można nabyć taniej na jednym rynku i jednocześnie sprzedać drożej na drugim, różnica cen stwarza okazję do arbitrażu. Transakcje te powinny zwiększać popyt na aktywo tańsze i podaż droższego, co w efekcie prowadzi do zaniku rozbieżności.

W teorii wyceny instrumentów pochodnych rozumowanie to jest kluczowe, gdyż pozwala wyprowadzać relacje między cenami aktywów a instrumentami, których wypłaty można replikować. Nie należy jednak utożsamiać arbitrażu bezryzykowego z każdą strategią opartą na przypuszczalnym przewartościowaniu lub niedowartościowaniu instrumentu. Jeżeli przewidywana zbieżność cen zależy od przyszłych zachowań uczestników rynku, terminu ujawnienia informacji bądź dostępności finansowania, strategia ta pozostaje inwestycją obciążoną ryzykiem — nawet wtedy, gdy analiza ekonomiczna stojąca za nią jest wyjątkowo przekonująca.

Instytucjonalne i informacyjne bariery skutecznego arbitrażu

To rozróżnienie wyznaczyło jeden z podstawowych kierunków rozwoju finansów behawioralnych. Andrei Shleifer i Robert Vishny w artykule The Limits of Arbitrage z 1997 roku zakwestionowali intuicję, według której sama obecność profesjonalnych inwestorów wystarcza do natychmiastowego eliminowania błędnych wycen. W ich modelu istotna część kapitału wykorzystywanego przez arbitrażystów nie jest ich własnością, lecz środkami powierzonymi przez zewnętrznych inwestorów. Zarządzający może dysponować lepszą wiedzą na temat wartości aktywa niż jego klienci, jednak ci ostatni zazwyczaj oceniają kompetencje zarządzającego na podstawie obserwowanych wyników.

Jeżeli zatem błędna wycena początkowo jeszcze się pogłębia, fundusz działający w oczekiwaniu na jej korektę ponosi straty i może utracić finansowanie właśnie wtedy, gdy przewidywany zysk z przyszłej korekty staje się największy. W modelu tym proces przywracania prawidłowych cen nie jest więc automatyczny; zależy od instytucjonalnej organizacji zarządzania kapitałem oraz od tego, czy środki pozostaną dostępne do chwili urzeczywistnienia się hipotezy inwestycyjnej. Problem ten nie dotyczy wyłącznie psychologicznych uprzedzeń inwestorów indywidualnych, lecz wynika z racjonalnych ograniczeń w relacji pomiędzy właścicielem kapitału a jego zarządzającym. Klient zazwyczaj nie posiada pełnej informacji pozwalającej rozstrzygnąć, czy słaby wynik funduszu jest przejściowym skutkiem wzrostu błędnej wyceny, czy dowodem na to, że przyjęty model inwestycyjny jest błędny. Gdyby inwestorzy bezwarunkowo akceptowali wszystkie wyjaśnienia zarządzających, otworzyliby drogę do ukrywania rzeczywistej niekompetencji oraz nadmiernego ryzyka. Jeśli natomiast reagują na krótkoterminowe straty umorzeniami, mogą nieświadomie uniemożliwiać realizację strategii długoterminowo korzystnych. Nie istnieje prosty mechanizm usuwający to napięcie, które wynika z asymetrii informacji oraz konieczności podejmowania decyzji o dalszym finansowaniu strategii, której wyniku nie można jeszcze wiarygodnie ocenić.

Problem efektywności rynku zawiera ponadto głębszą trudność teoretyczną, niezależną od konkretnych epizodów spekulacyjnych. Sanford Grossman i Joseph Stiglitz wykazali w 1980 roku, że doskonała efektywność informacyjna pozostaje w napięciu z kosztami pozyskiwania i analizowania informacji. Gdyby ceny w pełni i bezbłędnie odzwierciedlały wszystkie istotne dane, inwestorzy nie mieliby motywacji do ponoszenia wydatków na ich zdobywanie. Jeżeli jednak nikt nie ponosiłby takich kosztów, informacje przestałyby być odpowiednio szybko włączane do cen. Właściwe funkcjonowanie rynku wymaga zatem istnienia określonych możliwości uzyskiwania korzyści z działalności informacyjnej, gdyż to one wynagradzają uczestników zajmujących się rozpoznawaniem wartości aktywów. Całkowite wyeliminowanie różnic pomiędzy ceną a informacyjnie uzasadnioną wyceną nie jest więc realistycznym punktem wyjścia do opisu działania rynku; pewien zakres niedoskonałości informacyjnej stanowi konsekwencję samego procesu produkowania i wykorzystywania wiedzy.

Na tym tle teoria ograniczeń arbitrażu wprowadza rozróżnienie pomiędzy istnieniem sposobności inwestycyjnej a możliwością jej wykorzystania. Sposobność pojawia się, gdy oczekiwana przyszła korekta ceny może przynieść zysk przewyższający koszty i ryzyko pozycji. Możliwość wykorzystania zależy natomiast od dostępnego kapitału, kosztów finansowania, limitów ryzyka, płynności rynku, dostępu do instrumentów pozwalających zająć odpowiednią pozycję oraz horyzontu czasowego inwestora. Przy niepewnym terminie korekty wszystkie te warunki mają charakter dynamiczny. Strategia opłacalna przy początkowych parametrach może stać się niewykonalna, jeżeli wzrosną wymogi zabezpieczenia, kontrahent ograniczy finansowanie albo zewnętrzni inwestorzy zażądają

zwrotu środków. W rezultacie poprawne rozpoznanie ceny docelowej nie wystarcza do ustalenia właściwej wielkości pozycji ani do zagwarantowania jej przetrwania. W modelu zaproponowanym przez J.

Ryzyko szumu informacyjnego i asymetria pozycji

W modelu Bradforda De Longa, Andreia Shleifera, Lawrence'a Summersa i Roberta Waldmanna szczególną rolę odgrywa ryzyko związane z zachowaniem inwestorów kierujących się szumem informacyjnym (noise trader risk). Podmioty działające w oparciu o błędne przekonania mogą wpływać na ceny aktywów, a skala tego oddziaływania pozostaje niepewna. Nawet jeśli profesjonalista prawidłowo zidentyfikuje odchylenie ceny od jej realnej wartości, nie jest w stanie określić, czy ta rozbieżność nie pogłębi się jeszcze bardziej. Pojawia się zatem ryzyko, którego nie da się sprowadzić do zwykłego błędu w prognozowaniu przyszłych przepływów pieniężnych; dotyczy ono bowiem przyszłego rozkładu przekonań pozostałych uczestników rynku oraz ich zdolności do angażowania kolejnych środków finansowych.

Ważnym wnioskiem z tego modelu jest możliwość przetrwania na rynku aktywnych graczy kierujących się błędnymi przekonaniami. Nie można założyć, że inwestor racjonalny zawsze osiągnie lepszy wynik niż ten podatny na szum, ponieważ stopa zwrotu zależy również od ryzyka ponoszonego przez poszczególne grupy. Jeśli inwestorzy o nadmiernie optymistycznych przekonaniach zwiększają ekspozycję na ryzykowne aktywa, mogą w określonych warunkach uzyskiwać wyższe oczekiwane stopy zwrotu jako wynagrodzenie za podjęcie większego ryzyka.

Nie świadczy to jednak o prawdziwości ich prognoz ani o wysokiej jakości procesu decyzyjnego. Pokazuje natomiast, że krótkookresowy sukces finansowy nie jest jednoznacznym testem racjonalności przekonań. Ewolucja rynku nie musi automatycznie eliminować uczestników posługujących się gorszymi modelami rzeczywistości, szczególnie gdy ich zachowania same kształtują ceny. Mechanika krótkiej sprzedaży wyjaśnia z kolei, dlaczego arbitrażysta sceptyczny wobec wysokiej wyceny znajduje się w trudniejszym położeniu niż nabywca przekonany o dalszych wzrostach. Inwestor zajmujący pozycję długą kupuje akcję, a jego maksymalna strata wynikająca ze spadku ceny jest zasadniczo ograniczona do zainwestowanego kapitału (pomijając dodatkową dźwignię i szczególne zobowiązania towarzyszące transakcji). Inwestor zajmujący pozycję krótką pożycza natomiast akcję, sprzedaje ją i zobowiązuje się do jej późniejszego zwrotu. Liczy na odkupienie papieru po niższej cenie, lecz jeśli kurs rośnie, jego strata zwiększa się wraz z ceną instrumentu. Teoretycznie wzrost ceny akcji nie ma górnej granicy, zatem strata z niezabezpieczonej krótkiej pozycji również jest nieograniczona. Ponadto inwestor ponosi koszty

pożyczenia papieru, może być zobowiązany do pokrycia należnych świadczeń, a pożyczkodawca może w określonych warunkach zażądać zwrotu akcji. Asymetria ta nie sprowadza się zatem jedynie do różnicy poglądów na wartość – jest ona wpisana w samą konstrukcję praw i zobowiązań wynikających z transakcji.

Bariery krótkiej sprzedaży i rozbieżność horyzontów czasowych

Inwestor utrzymujący pozycję krótką musi mieć dostęp do rynku pożyczek papierów wartościowych, spełniać wymogi dotyczące zabezpieczeń i być w stanie finansować pozycję przez cały czas oczekiwania na spadek ceny. Gdy popyt na krótką sprzedaż konkretnej akcji rośnie, koszty jej pożyczenia idą w górę.

Jeśli podaż papierów dostępnych do pożyczenia okaże się niewystarczająca, zawarcie transakcji staje się utrudnione lub wręcz niemożliwe. Te zależności sprawiają, że nawet jednoznaczne przekonanie o przewartościowaniu instrumentu nie zawsze przełoży się na odpowiednio silną presję podażową. Badania empiryczne nad ograniczeniami krótkiej sprzedaży wskazują, że akcje drogie w pożyczeniu lub objęte silnymi restrykcjami wykazują w określonych próbach wysokie wyceny i relatywnie niskie późniejsze stopy zwrotu, co potwierdza hipotezę o utrzymywaniu się przewartościowania. Nie jest to jednak dowód na to, że każda kosztowna do pożyczenia akcja musi być błędnie wyceniona.

W tym miejscu ujawnia się znaczenie rozbieżności opinii między inwestorami. Jeśli część uczestników rynku oczekuje wyjątkowo wysokich przyszłych zysków przedsiębiorstwa, a pozostali uznają te nadzieje za niewiarygodne, cena rynkowa nie musi odzwierciedlać prostej średniej przekonań obu grup. Przy ograniczonych możliwościach krótkiej sprzedaży sceptycy mogą jedynie powstrzymać się od zakupu, podczas gdy optymiści aktywnie zgłaszają popyt.

Wycena może więc być kształtowana przez osoby najbardziej przekonane o korzystnym scenariuszu, a nie przez konsensus wszystkich dysponujących informacjami. Efekt ten jest szczególnie istotny w przypadku aktywów o silnie niepewnych perspektywach i ograniczonej podaży w obrocie. Badania nad szerokością bazy właścicielskiej sugerują, że zmniejszający się udział inwestorów utrzymujących dane papiery może w pewnych warunkach zapowiadać słabsze przyszłe wyniki, co wynika z rozbieżności oczekiwań i ograniczeń krótkiej sprzedaży. Niepewność co do wartości przedsiębiorstwa w połączeniu z nierównymi możliwościami uczestniczenia w rynku tworzy sytuację, w której cena może pozostawać daleka od oceny formułowanej przez dobrze

poinformowanego sceptyka, choć sam nie dysponuje on skutecznym instrumentem jej natychmiastowego skorygowania.

Oznacza to istotne przesunięcie perspektywy badawczej. Podstawowy problem przestaje polegać wyłącznie na ustaleniu, czy rynek posiada wystarczająco dużo informacji; zaczyna obejmować pytanie o to, kto może te informacje wykorzystać, jakimi instrumentami dysponuje i jakie konsekwencje ponosi w oczekiwaniu na zmianę ceny. Analiza ograniczeń arbitrażu prowadzi do kolejnej trudności: nawet całkowicie trafna ocena wartości spółki nie przesądza o momencie, w którym pozostali uczestnicy rynku dojdą do podobnego wniosku. Czas ekonomiczny, rozumiany jako okres niezbędny do ujawnienia się rzeczywistej rentowności przedsiębiorstwa, może być znacznie dłuższy od czasu finansowego wyznaczanego przez terminy rozliczeń, wymagalność kredytu czy częstotliwość umorzeń jednostek uczestnictwa. Inwestor może zakładać, że w perspektywie pięciu lat wycena spółki istotnie spadnie, lecz jego kontrahent może wymagać uzupełnienia zabezpieczenia już następnego dnia. Ta rozbieżność horyzontów nie jest jedynie niedogodnością techniczną. Może ona całkowicie odwrócić ocenę racjonalności transakcji, ponieważ dodatnia oczekiwana stopa zwrotu w długim okresie nie gwarantuje zachowania wypłacalności w każdym momencie poprzedzającym jej realizację.

Przyjmijmy dla ilustracji, że inwestor ocenia wartość akcji na 100 jednostek pieniężnych, podczas gdy jej cena rynkowa wynosi 150. Zajęcie krótkiej pozycji wydaje się atrakcyjne, gdyż spadek ceny do szacowanego poziomu przyniósłby 50 jednostek zysku brutto na akcji (przed kosztami finansowania i pożyczki). Jeśli jednak cena najpierw wzrośnie do 250, inwestor poniesie stratę w wysokości 100 jednostek, mimo że jego przesłanki merytoryczne nie uległy zmianie. Jeżeli zostanie w tym czasie zmuszony do zamknięcia pozycji, późniejszy spadek ceny nawet poniżej 100 nie przyniesie mu już żadnej korzyści.

Ryzyko ścieżki i wpływ trendów na decyzje inwestora

Wynik transakcji zależy bowiem od całej ścieżki zmian ceny, a nie tylko od jej poziomu końcowego. Dla inwestora finansującego pozycję kapitałem obcym lub borykającego się z ograniczeniami płynnościowymi kluczowe staje się maksymalne niekorzystne odchylenie ceny od poziomu otwarcia. W wymiarze ekonomicznym oznacza to, że szansa na osiągnięcie zakładanego zysku musi być rozpatrywana łącznie z ryzykiem przymusowego zamknięcia inwestycji. Nawet jeśli inwestor jest przekonany o nadchodzącym spadku ceny, strategia może okazać się nieopłacalna, gdy istnieje realne zagrożenie wcześniejszej utraty finansowania.

Co więcej, uczestnicy rynku rzadko znają rzeczywisty rozkład prawdopodobieństwa zmian cen. Opierając szacunki na danych historycznych, często nie doceniają zdarzeń skrajnych, a w obliczu nagłej zmiany struktury rynku dotychczasowe korelacje przestają być wiarygodnym drogowskazem. Ocena strategii arbitrażowej wymaga zatem nie tylko analizy oczekiwanej stopy zwrotu, ale przede wszystkim odporności finansowej na przebieg wydarzeń, który – choć ostatecznie nie podważa pierwotnej hipotezy – jest w krótkim terminie niekorzystny. Problem ten potęguje się w przypadku aktywów wykazujących silne dodatnie sprzężenie zwrotne między zmianą ceny a popytem. W klasycznej analizie fundamentalnej wzrost ceny, przy niezmienionych przyszłych przepływach pieniężnych, obniża oczekiwaną stopę zwrotu z zakupu aktywa i tym samym powinien osłabiać popyt inwestorów kierujących się wyceną.

W strategiach podążania za trendem wzrost ceny może natomiast zwiększać atrakcyjność aktywa, gdyż stanowi sygnał prawdopodobnej kontynuacji zwyżki. De Long, Shleifer, Summers i Waldmann wykazali, że racjonalne podmioty mogą w określonych warunkach zajmować pozycje wyprzedzające zachowania inwestorów reagujących dodatnio na wcześniejsze zmiany cen. Jeśli profesjonalista oczekuje, że uczestnicy rynku kierujący się trendem zaczną kupować aktywa po początkowym wzroście ich wartości, sam może zdecydować się na wcześniejszy zakup. W ten sposób strategia oparta na przewidywaniu zachowań mniej racjonalnych graczy może wzmacniać dynamikę cen, którą w innych okolicznościach profesjonaliści próbowaliby ograniczać.

Właśnie w tym miejscu pojawia się popularna koncepcja określana jako teoria większego głupca (greater fool theory). Jej nazwa jest publicystycznie wyrazista, jednak dla analizy naukowej bardziej użyteczne okazuje się potraktowanie jej jako opisu konkretnego motywu spekulacyjnego niż jako samodzielnej, sformalizowanej teorii ekonomicznej.

Strategiczne rozróżnienie wartości fundamentalnej od przewidywanej ceny

Inwestor może nabywać aktywo nie dlatego, że oczekuje wysokich dywidend czy innych świadczeń z jego posiadania, lecz w nadziei na odsprzedaż po wyższej cenie kolejnemu kupującemu. W skrajnym przypadku może uznawać obecną wycenę za nadmierną, zakładając jednocześnie, że pozostali uczestnicy rynku będą skłonni zapłacić jeszcze więcej. Motywem transakcji nie jest zatem pomyłka co do wartości aktywa, lecz konkretna prognoza przyszłego popytu. Taka strategia wymaga rozróżnienia dwóch rodzajów przekonań: pierwszego, dotyczącego ekonomicznej wartości instrumentu, oraz drugiego – przewidywanej ceny, jaką inni będą gotowi za niego zapłacić. Podmiot może uważać bieżącą cenę za nieuzasadnioną w świetle oczekiwanych przepływów

pieniężnych, a jednocześnie uznać jej dalszy wzrost w krótkim terminie za prawdopodobny. Nie ma tu sprzeczności logicznej, gdyż oba sądy dotyczą odmiennych wielkości.

Napięcie pojawia się w ocenie ryzyka: inwestor zakłada, że zdoła odpowiednio wcześnie wycofać się z pozycji, choć sukces jego strategii zależy od zachowań innych osób, których decyzje również mogą opierać się na chęci szybkiej odsprzedaży. Dodatkową trudność stwarza fakt, że określenie „większy głupiec" sugeruje jednostronną relację między świadomym spekulantem a nieracjonalnym nabywcą. Tymczasem kolejny inwestor może kierować się identyczną kalkulacją jak jego poprzednik. Obaj mogą mieć świadomość wysokiej wyceny i obaj liczyć na znalezienie następnego kupującego. Mechanizm ten nie wymaga więc, aby każdy kolejny uczestnik dysponował coraz gorszą wiedzą.

Wystarczy, że decyzje zakupowe zależą od przewidywań dalszego wzrostu cen oraz przekonania o możliwości wyjścia z inwestycji przed odwróceniem trendu. Powstaje w ten sposób struktura wzajemnie uzależnionych oczekiwań, której stabilność wymaga utrzymywania się popytu, choć coraz rzadziej wynika on z informacji o przyszłych dochodach generowanych przez aktywo.

Podstawą analizy takich zachowań jest słynna analogia Johna Maynarda Keynesa z dwunastego rozdziału „Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza" z 1936 roku. Keynes porównał profesjonalną spekulację do konkursów piękności organizowanych przez ówczesną prasę, w których uczestnicy mieli wytypować twarze cieszące się największym uznaniem pozostałych głosujących. Zwycięstwo nie zależało od wskazania osoby najatrakcyjniejszej w prywatnym przekonaniu uczestnika, lecz od przewidzenia wyborów innych. Bardziej zaawansowana strategia wymagała przewidywania nie tyle cudzych preferencji, co cudzych prognoz dotyczących preferencji osób trzecich. Keynes opisywał w ten sposób mechanizm kształtowania cen na rynkach, gdzie kluczowe jest przewidzenie zmian dominującej konwencji wyceny. Z perspektywy współczesnej teorii gier analogia ta dotyczy przekonań wyższych rzędów. Przekonanie pierwszego rzędu odnosi się do stanu rzeczy (np. przyszłej rentowności firmy). Przekonanie drugiego rzędu dotyczy tego, co inni sądzą o tej rentowności. Przekonanie trzeciego rzędu obejmuje przewidywanie, jak inwestorzy oceniają przekonania pozostałych uczestników rynku.

Takie rozróżnienie wyjaśnia, dlaczego informacja fundamentalna może wpływać na cenę inaczej niż wynikałoby to z jej bezpośredniej wartości ekonomicznej. Informacja nieistotna dla przyszłych dochodów przedsiębiorstwa może zmienić cenę, jeśli uczestnicy oczekują, że zostanie ona zauważona i skłoni innych do transakcji. Podobnie dzieje się, gdy inwestorzy reagują nie na własną interpretację komunikatu gospodarczego, lecz na oczekiwaną reakcję rynku. Przykładowo zapowiedź obniżenia stóp procentowych może być odczytana jako czynnik podnoszący wyceny (poprzez spadek stopy dyskontowej), sygnał pogarszającej się koniunktury lub po prostu

wydarzenie, które spowoduje napływ kapitału do konkretnych segmentów rynku. Jeśli uczestnik uzna trzeci mechanizm za dominujący, może kupować aktywa mimo niekorzystnej oceny ich przyszłych przepływów pieniężnych. Decyzja ta ma charakter strategiczny: jej przedmiotem jest przewidywanie reakcji innych inwestorów, a nie wyłącznie ocena ekonomiczna instrumentu. Keynes nie twierdził jednak, że każda transakcja giełdowa to konkurs przewidywania cudzych przewidywań. Rozróżniał on długoterminowe inwestowanie, oparte na ocenie przyszłych dochodów przedsiębiorstwa, od spekulacji koncentrującej się na przewidywaniu zmian dominujących konwencji rynkowych.

Ryzyko reputacyjne i brak koordynacji przedłużają bańki

Autor zwracał również uwagę na presję, jakiej podlegają profesjonalni zarządzający w sytuacji, gdy ich decyzje odbiegają od powszechnych zachowań. Podmiot działający wbrew większości naraża się nie tylko na ryzyko finansowe, lecz także na utratę reputacji, jeśli jego strategia przez pewien czas przynosi słabsze wyniki. Konwencjonalne postępowanie bywa łatwiejsze do usprawiedliwienia przed klientami i przełożonymi niż samodzielna decyzja, nawet jeśli ta ostatecznie okaże się mniej korzystna. Keynes uchwycił zjawisko, które współczesna ekonomia instytucjonalna i teoria agencji rozpatrują jako skutek relacji pomiędzy wynikami, bodźcami a odpowiedzialnością zarządzających. Zależność tę można pogłębić za pomocą modeli koordynacji strategicznej.

Dilip Abreu i Markus Brunnermeier wykazali, że bańka może utrzymywać się mimo obecności racjonalnych arbitrażystów, o ile nie potrafią oni zsynchronizować momentu sprzedaży. Inwestorzy mogą sukcesywnie uzyskiwać informacje wskazujące na przewartościowanie, lecz nie wiedzą dokładnie, ilu innych profesjonalistów podziela już tę diagnozę i kiedy zamierzają oni zamknąć swoje pozycje. Przedwczesne działanie przeciwko trendowi może oznaczać stratę, podczas gdy cierpliwość pozwala korzystać z dalszych wzrostów. Powstaje zatem strategiczna zachęta do odwlekania korekty, nawet wśród inwestorów przekonanych, że ceny nie znajdują uzasadnienia w długoterminowych fundamentach. W modelach tego rodzaju kluczowe jest rozróżnienie pomiędzy prywatną wiedzą o przewartościowaniu a wspólną wiedzą o gotowości innych uczestników do podjęcia działań korygujących.

Jeżeli pojedynczy inwestor zacznie sprzedawać zbyt wcześnie, a pozostali nadal podtrzymują trend, poniesie koszt swojej trafnej, lecz przedwczesnej diagnozy. Jeśli zaś zaczeka zbyt długo, może utracić możliwość wycofania się przed gwałtownym załamaniem. W rezultacie nawet racjonalni uczestnicy nie muszą działać równocześnie, a ich nieskoordynowane decyzje mogą podtrzymywać

odchylenie cen. Abreu i Brunnermeier wskazali ponadto, że pewne publiczne wydarzenia mogą ułatwiać synchronizację oczekiwań i wywoływać gwałtowną reakcję cenową, nieproporcjonalną do bezpośredniej zawartości informacyjnej samego zdarzenia. Nie oznacza to, że każde załamanie cen ma charakter czysto psychologiczny; oznacza natomiast, że wiadomość może oddziaływać zarówno poprzez zmianę oceny fundamentów, jak i poprzez ujednolicenie przekonań dotyczących przyszłego zachowania innych inwestorów.

Wiedza fundamentalna nie gwarantuje sukcesu rynkowego

Dopiero połączenie teorii ograniczeń arbitrażu z teorią koordynacji pozwala zrozumieć szczególny paradoks profesjonalnego inwestowania. Inwestor dobrze poinformowany może celowo odkładać działanie korygujące, mimo że dostrzega błędną wycenę; z kolei inny inwestor, dysponujący równie trafną oceną, lecz słabszym dostępem do kapitału, może zostać zmuszony do zamknięcia pozycji jeszcze przed nadejściem korekty. W pierwszym przypadku barierą jest ryzyko strategicznego niedopasowania czasu działania do zachowań pozostałych uczestników, w drugim – ograniczenia finansowe i instytucjonalne. Oba mechanizmy prowadzą do wniosku, że rynkowa skuteczność wiedzy zależy nie tylko od jej prawdziwości, ale również od warunków umożliwiających jej wykorzystanie.

Empiryczne potwierdzenie tego problemu przyniosły badania Markusa Brunnermeiera i Stefana Nagela nad zachowaniem funduszy hedgingowych podczas bańki technologicznej końca lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Autorzy analizowali pozycje funduszy i wykazali, że nie działały one jako jednolita siła stabilizująca wyceny. Przeciwnie – wiele profesjonalnych podmiotów utrzymywało znaczące ekspozycje na spółki technologiczne w okresie wzrostów. W badanej grupie obserwowano również redukowanie pozycji w niektórych spółkach przed ich późniejszymi spadkami. Wyniki te potwierdzają hipotezę, że profesjonalni inwestorzy mogą świadomie uczestniczyć w trendzie, którego długoterminowej trwałości nie ufają. Sama obecność wysoko wykwalifikowanych graczy nie gwarantuje więc, że ich zagregowane transakcje przyspieszą powrót cen do poziomu uzasadnionego ekonomicznie. Interpretacja tych wyników wymaga jednak precyzji.

Obserwacja, że fundusz posiadał znaczne pakiety akcji technologicznych, nie pozwala bezpośrednio odtworzyć wszystkich jego przekonań, strategii zabezpieczających ani rzeczywistego poziomu ryzyka. Publiczne informacje o portfelach mogą nie ujawniać pełnej ekspozycji wynikającej z instrumentów pochodnych, finansowania czy transakcji zawieranych pomiędzy datami sprawozdawczymi. Nie należy też zakładać, że każdy fundusz osiągający korzystny wynik podczas

bańki rozpoznał jej charakter i świadomie wybrał optymalny moment wyjścia. Część sukcesów mogła wynikać z umiejętności, część z ograniczonej ekspozycji na najbardziej ryzykowne aktywa, a część po prostu ze sprzyjającego zbiegu okoliczności. Przedmiotem badania jest zatem rzeczywiste zachowanie grupy inwestorów, a nie pomiar ich intencji psychologicznych. W tym kontekście istotna jest historia dwóch wybitnych uczestników rynku: Juliana Robertsona, twórcy Tiger Management, oraz George'a Sorosa, założyciela grupy funduszy związanych z Quantum Fund.

Ich doświadczenia z przełomu lat 1999 i 2000 bywają przywoływane jako kontrast między inwestowaniem opartym na analizie wartości a strategią wykorzystywania trwającej spekulacji. Historyczna wartość tego porównania jest znaczna, lecz wymaga ono oddzielenia udokumentowanych decyzji od późniejszych interpretacji. Co ważne, dzieje funduszy Sorosa nie potwierdzają uproszczonej opowieści o bezbłędnym wykorzystaniu wzrostów i całkowicie bezpiecznym wycofaniu się przed załamaniem rynku. Oba przypadki ukazują raczej odmienne sposoby doświadczania ryzyka finansowego i instytucjonalnego. Julian Robertson należał do najbardziej cenionych zarządzających funduszami hedgingowymi końca XX wieku. Jego podejście opierało się na szczegółowej analizie przedsiębiorstw, wyborze akcji atrakcyjnie wycenionych oraz zajmowaniu krótkich pozycji w papierach, które uznawał za niekorzystne inwestycyjnie. Przez znaczną część historii Tiger Management strategia ta przynosiła znakomite rezultaty.

Podczas narastającej gorączki internetowej Robertson pozostał jednak sceptyczny wobec wycen przedsiębiorstw technologicznych, szczególnie tych, których wysokie kursy znajdowały słabe oparcie w bieżących dochodach. Niechęć do uczestniczenia w najpopularniejszych segmentach rynku prowadziła do relatywnie słabszych wyników funduszu w okresie, gdy kapitał napływał do spółek reprezentujących tak zwaną nową gospodarkę. W liście do inwestorów z 30 marca 2000 roku Robertson przedstawił przyczyny decyzji o zakończeniu działalności dotychczasowych funduszy Tiger. Wskazał, że od sierpnia 1998 roku inwestorzy wycofali około 7,7 miliarda dolarów, co – w połączeniu ze słabymi wynikami – doprowadziło do znacznego uszczuplenia zarządzanych aktywów.

Jednocześnie podtrzymywał przekonanie o atrakcyjności przedsiębiorstw generujących wysokie dochody w relacji do ceny zakupu i krytycznie oceniał sytuację, w której uczestnicy rynku coraz częściej pomijali tradycyjne miary rentowności na rzecz tempa wzrostu zainteresowania spółkami internetowymi. W dokumencie tym Robertson przyznawał również, że nie potrafi przewidzieć momentu zmiany dominującego nastawienia inwestorów. Ostatecznie zdecydował o zwrocie kapitału klientom, uznając dalsze utrzymywanie funduszu w niesprzyjających warunkach za nieuzasadnione. List Robertsona stanowi wyjątkowo wartościowe źródło, ponieważ pozwala oddzielić decyzję inwestycyjną od późniejszej wiedzy o rozwoju wydarzeń. Z perspektywy

historycznej wiadomo, że wyceny wielu spółek internetowych uległy następnie dramatycznemu obniżeniu. Robertson nie mógł jednak w chwili zamykania funduszy wiedzieć, w jakim tempie i w jakiej skali nastąpi korekta ani czy jego konkretne pozycje przyniosłyby oczekiwany rezultat.

Jego wypowiedź wskazuje ponadto, że nie uważał wszystkich innowacji technologicznych za bezwartościowe. Dostrzegał gospodarcze znaczenie internetu i innych osiągnięć technicznych; kwestionował natomiast sposób przekładania prognoz rozwoju technologii na ceny akcji. Przedmiotem sporu była więc przede wszystkim relacja pomiędzy perspektywą przedsiębiorstwa a ceną, po której inwestor nabywa udział w jego przyszłych wynikach.

Presja klientów i refleksyjność rynku jako bariery dla inwestora

Nie byłaby w pełni uzasadniona interpretacja, według której Tiger Management upadł wyłącznie przez utrzymywanie krótkich pozycji w spółkach internetowych. Strategia funduszu obejmowała bowiem także długie pozycje w przedsiębiorstwach z tradycyjnych sektorów gospodarki, a pogorszenie wyników miało wiele przyczyn. Dokumentowany historycznie jest przede wszystkim konflikt między stylem selekcji aktywów a dominującym wówczas kierunkiem zainteresowania inwestorów, co dodatkowo pogłębił odpływ kapitału. To właśnie to zjawisko najlepiej oddaje mechanizm opisany przez Shleifera i Vishny'ego: zarządzający może tracić zasoby w okresie, gdy jego styl inwestowania jest niepopularny, mimo że przesłanki stojące za tym podejściem mogą okazać się trafne w późniejszym czasie. Analiza Robertsona pozwala zidentyfikować tu szczególny rodzaj ryzyka zawodowego. Fundusz nie jest bowiem abstrakcyjnym podmiotem realizującym jedną, niezmienną funkcję maksymalizacji wieloletniego zysku.

Jego działalność wymaga stałego podtrzymywania relacji z klientami, którzy dysponują alternatywami inwestycyjnymi, obserwują wyniki konkurencji i zmieniają preferencje pod wpływem koniunktury. Gdy popularne strategie przynoszą wysokie stopy zwrotu, klient funduszu działającego inaczej ponosi koszt alternatywny, nawet jeśli jego własna inwestycja nie generuje bezwzględnej straty. Im silniej ocenia on wynik w odniesieniu do liderów rynku, tym większą presję wywiera na zarządzającego. Ostatecznie może to prowadzić do wycofania kapitału i osłabienia możliwości realizacji pierwotnej strategii. Doświadczenia grupy Sorosa ukazują natomiast inny wymiar tego samego problemu. Soros wiązał swoje podejście z koncepcją refleksyjności, zgodnie z którą przekonania uczestników rynku mogą oddziaływać na procesy gospodarcze będące przedmiotem tych przekonań.

Rosnąca cena aktywa może na przykład poprawiać warunki finansowania przedsiębiorstwa i zwiększać jego możliwości ekspansji, zmieniając tym samym część przesłanek wyceny. Zainteresowanie inwestorów nie jest w tym ujęciu jedynie zewnętrzną reakcją na niezależne fundamenty, lecz może współtworzyć warunki, w których firma funkcjonuje. Taka perspektywa pomaga zrozumieć, dlaczego trend wzrostowy może trwać dłużej, niż wskazywałaby statyczna analiza wartości. Nie należy jednak wyciągać z tej koncepcji wniosku, że inwestor rozpoznający refleksyjny charakter rynku zyskuje zdolność bezbłędnego przewidywania momentu odwrócenia trendu. Przeciwnie, refleksyjność zwraca uwagę na niestabilne sprzężenia pomiędzy przekonaniami i rzeczywistością, których kierunek i siła mogą ulegać zmianom. Podmiot świadomy, że wysokie ceny mogą przez pewien czas podtrzymywać własne uzasadnienie, nadal musi wyznaczyć moment zmniejszenia zaangażowania. Im bardziej korzysta z trwającej zwyżki, tym większą cenę może zapłacić za spóźnioną reakcję na odwrócenie rynku.

Takie napięcie wystąpiło w działalności Quantum Fund podczas końcowej fazy bańki technologicznej. Fundusz uczestniczył we wzrostach akcji spółek technologicznych, lecz poniósł również znaczne straty podczas gwałtownego spadku ich cen wiosną 2000 roku. W kwietniu tego roku Soros ogłosił zasadniczą restrukturyzację funduszu oraz odejście dwóch kluczowych zarządzających, w tym Stanleya Druckenmillera. W relacjach opublikowanych bezpośrednio po tych wydarzeniach wskazywano, że wartość Quantum Fund istotnie spadła, a kierownictwo uznało dotychczasową skalę ryzyka za nieodpowiednią. Druckenmiller publicznie przyznał, że zbyt późno wycofał się z inwestycji technologicznych. W maju 2000 roku pojawiły się ponadto informacje o możliwych dalszych umorzeniach środków powierzonych grupie Sorosa, szacowanych przez obserwatorów rynku nawet na kilka miliardów dolarów. Zapowiadana restrukturyzacja Quantum Fund obejmowała przejście do mniej ryzykownego modelu zarządzania.

Profesjonalna racjonalność jako zarządzanie płynnością i ryzykiem modelu

Nie można zatem rzetelnie przedstawić tego epizodu jako jednoznacznego triumfu strategii polegającej na świadomym uczestnictwie w bańce i całkowicie skutecznym wyjściu przed krachem. Udokumentowany obraz jest bardziej złożony: profesjonalni zarządzający korzystali z wcześniejszego wzrostu cen, ale ponieśli również dotkliwe konsekwencje późniejszego odwrócenia trendu. Zestawienie doświadczeń Robertsona i Sorosa ujawnia dwa odmienne sposoby, w jakie rynek może przeciwstawić się kompetencjom profesjonalnych inwestorów. Pierwszy polega na przedłużaniu się trendu sprzecznego z oceną fundamentalną, co pogarsza wyniki strategii

kontrariańskiej i prowadzi do odpływu kapitału. Drugi opiera się na próbie wykorzystania trwającego trendu mimo świadomości niestabilności jego podstaw oraz na ryzyku zbyt późnego ograniczenia ekspozycji. Oba przypadki podważają przekonanie, że samo rozpoznanie spekulacyjnego charakteru wyceny automatycznie rozwiązuje problem właściwej decyzji inwestycyjnej. Inwestor może bowiem zarówno przedwcześnie przeciwstawić się rynkowi, jak i zbyt długo korzystać z kierunku jego zmian.

Należy zwrócić uwagę na problem selekcji przykładów historycznych. Analizując wyłącznie tych zarządzających, którzy utrzymywali pozycje w okresie hossy i zamknęli je przed załamaniem, łatwo dojść do wniosku, że skuteczna strategia polega na świadomym podążaniu za bańką. Pomijamy wówczas inwestorów stosujących podobne zasady, lecz ponoszących straty wskutek niekorzystnego momentu wyjścia. Z kolei skupienie uwagi na funduszach, które zakończyły działalność tuż przed korektą cen, może prowadzić do błędnego przekonania, że każda strategia kontrariańska była ekonomicznie trafna, a jej niepowodzenie wynikało wyłącznie z niewłaściwego czasu realizacji. Taka interpretacja ignoruje możliwość błędu w samej wycenie fundamentalnej. Racjonalna rekonstrukcja wydarzeń powinna uwzględniać oba rodzaje niepewności: co do przyszłej wartości aktywów oraz co do terminu i przebiegu jej ujawniania się w cenach. Pojęcie profesjonalnej racjonalności inwestycyjnej wymaga zatem bardziej złożonego ujęcia niż zwykłe przeciwstawienie inwestora fundamentalnego spekulantowi. Profesjonalista nie wybiera jedynie między przekonaniem, że aktywo jest tanie, a przekonaniem, że jest drogie.

Rozstrzyga również, czy powinien posiadać dane aktywo, jak wielką część portfela może na nie przeznaczyć, czy może zabezpieczyć ryzyko i jakie zobowiązania powstaną w razie niekorzystnych zmian cen oraz czy dysponuje kapitałem pozwalającym przetrwać scenariusze odbiegające od najbardziej prawdopodobnego. Strategia inwestycyjna jest więc systemem decyzji dotyczącym zarówno wartości, jak i płynności, odporności finansowej oraz organizacji odpowiedzialności. W teorii zarządzania portfelem zagadnienie to można powiąć z różnicą pomiędzy maksymalizacją oczekiwanej stopy zwrotu a maksymalizacją długookresowej użyteczności inwestora. Strategia obiecująca wysoki zysk pod warunkiem utrzymania pozycji do określonego terminu może być nieodpowiednia dla podmiotu, którego zobowiązania wymagają wcześniejszego dostępu do środków. Nawet jeśli oczekiwana stopa zwrotu z danej inwestycji jest dodatnia, prawdopodobieństwo utraty płynności może czynić jej realizację nieakceptowalną.

Z perspektywy właściciela funduszu emerytalnego, banku czy instytucji zarządzającej oszczędnościami gospodarstw domowych szczególnie istotne jest zatem dopasowanie horyzontu aktywów i zobowiązań. W przeciwnym razie matematycznie atrakcyjna możliwość inwestycyjna może zwiększać prawdopodobieństwo naruszenia zobowiązań wobec osób, których majątek

powierzono zarządzającemu. Kluczowe znaczenie ma tutaj ryzyko modelu. Wycena fundamentalna nie jest bezpośrednio obserwowanym faktem, lecz rezultatem zastosowania określonych założeń dotyczących przyszłych dochodów, wzrostu gospodarczego, kosztu kapitału, ryzyka i konkurencji.

Dwie kompetentne osoby mogą uzyskać odmienne wyniki nie dlatego, że jedna z nich ulega irracjonalnym emocjom, lecz dlatego, że przyjmują odmienne, choć możliwe do obrony scenariusze rozwoju przedsiębiorstwa. Ograniczenia arbitrażu nie stanowią więc uniwersalnego wyjaśnienia każdej różnicy pomiędzy ceną a wyceną sporządzoną przez analityka. Niekiedy cena rynkowa rzeczywiście jest nadmierna, lecz innym razem to model inwestora jest zbyt uproszczony, pomija wartość opcji rozwojowych albo błędnie szacuje ryzyko. Uczciwość badawcza wymaga zachowania tej możliwości, ponieważ bez niej każda niezgodność z prognozą analityka mogłaby zostać arbitralnie zakwalifikowana jako dowód irracjonalności rynku. Problem ten jest szczególnie istotny przy inwestycjach kontrariańskich. Jeżeli inwestor kupuje aktywa po znacznym spadku ceny, ponieważ uznaje je za niedowartościowane, nie ma gwarancji, że rynek rzeczywiście przesadził z pesymizmem. Spadek może odzwierciedlać pogorszenie trwałej rentowności przedsiębiorstwa, utratę przewagi technologicznej, zmianę regulacyjną albo zwiększone ryzyko niewypłacalności. Analogicznie inwestor sprzedający krótko akcje o bardzo wysokich wskaźnikach wyceny musi uwzględnić możliwość, że przedsiębiorstwo osiągnie wzrost zysków przekraczający dotychczasowe prognozy.

Instytucjonalne bariery racjonalności i pułapka spojrzenia wstecz

Samo zajęcie pozycji przeciwnej do większości nie jest dowodem wyższej racjonalności. Kluczowe pozostaje pytanie, czy strategia opiera się na poprawnej identyfikacji mechanizmu ekonomicznego, uwzględnia ryzyko alternatywnych scenariuszy i może być utrzymana przez czas niezbędny do weryfikacji jej przesłanek. Warto zatem przyjrzeć się relacji między zarządzaniem kapitałem a strukturą bodźców zawodowych.

Menedżer funduszu rozliczany kwartalnie podejmuje inne decyzje niż właściciel prywatnego majątku z wieloletnim horyzontem. Zarządzający, którego wynagrodzenie zależy od wysokości aktywów pod zarządzaniem, może preferować strategie popularne wśród klientów, nawet jeśli ich oczekiwana rentowność nie jest najwyższa. Z kolei osoba obciążona asymetrycznym ryzykiem utraty stanowiska będzie unikać rozwiązań odbiegających od działań konkurencji. W takim układzie strategia zgodna z dominującym trendem redukuje indywidualne ryzyko reputacyjne, gdyż słaby wynik można przypisać ogólnym warunkom rynkowym. Podejście kontrariańskie wymaga

natomiast osobistego uzasadnienia w sytuacji, gdy większość uczestników osiąga lepsze rezultaty. Te zależności tworzą instytucjonalne podłoże zachowań stadnych, nawet jeśli nie zakładamy, że profesjonaliści bezrefleksyjnie naśladują siebie nawzajem.

Nie oznacza to jednak, że każde podążanie za trendem jest ekonomicznie nieracjonalne lub społecznie niepożądane. Wzrost ceny może stanowić nośnik rzeczywistej informacji, zwłaszcza gdy proces jej rozpowszechniania przebiega stopniowo, a uczestnicy rynku różnią się szybkością analizy. Jeśli nowe dane o perspektywach przedsiębiorstwa nie są natychmiast w pełni uwzględniane w cenach, kontynuacja wzrostu może wynikać z procesu ich przyswajania. Odmienną sytuację tworzy wzrost wywołany przede wszystkim oczekiwaniem na kolejne wzrosty.

W praktyce rozdzielenie tych mechanizmów bywa niezwykle trudne, gdyż mogą one współistnieć i wzajemnie się napędzać. To rozróżnienie będzie miało zasadnicze znaczenie dla późniejszej analizy zjawiska momentum – tendencji do utrzymywania się określonego kierunku zmian cen w wybranych horyzontach czasowych. Ocena ekonomiczna krótkiej sprzedaży również wymaga oddzielenia jej funkcji informacyjnej od potencjalnych nadużyć. Możliwość zajmowania pozycji na spadek ceny pozwala sceptycznym inwestorom wyrażać przekonania poprzez transakcje, co wspiera proces ujawniania błędnych wycen. Ograniczenie tego mechanizmu nie musi prowadzić do uspokojenia rynku; może wręcz sprawić, że pesymistyczne informacje będą w mniejszym stopniu uwzględniane w cenach.

Jednocześnie agresywne strategie krótkoterminowe, zwłaszcza te powiązane z nierzetelnym rozpowszechnianiem informacji, mogą rodzić problemy z zakresu ochrony integralności rynku. Uzasadniona jest zatem regulacja manipulacji i nadużyć, lecz nie wynika z tego automatycznie zasadność eliminowania samej krótkiej sprzedaży. Teoria ograniczeń arbitrażu wprowadza tutaj istotne rozróżnienie: istnienie błędnej wyceny nie jest tożsame z dostępnością strategii pozwalającej osiągnąć ponadprzeciętny zysk po skorygowaniu o ryzyko i koszty. Z faktu, że pewne aktywa były przewartościowane, nie wynika więc automatycznie, że ich wcześniejsza krótka sprzedaż byłaby dobrą decyzją. Prawidłowy test wymaga odtworzenia informacji dostępnych w chwili podejmowania decyzji, rzeczywistych kosztów transakcyjnych, możliwości pożyczania papierów, wymogów zabezpieczenia oraz ścieżki późniejszych zmian ceny. Badanie przeprowadzone po zakończeniu epizodu spekulacyjnego może w przeciwnym razie ulec błędowi spojrzenia wstecz: znajomość przyszłego załamania sprawia, że wcześniejsze sygnały przewartościowania wydają się jednoznaczniejsze, niż były w rzeczywistości.

Z tego względu teoria ograniczeń arbitrażu nie jest prostym zaprzeczeniem hipotezy efektywności rynku. Można ją raczej uznać za próbę określenia warunków, w których mechanizm przywracania efektywności działa słabo lub z opóźnieniem. Jeśli dostatecznie wielu uczestników dysponuje

kapitałem odpornym na krótkoterminowe straty, instrumentami do wyrażania odmiennych przekonań oraz długim horyzontem inwestycyjnym, rozbieżności cenowe mogą być ograniczane. Jeżeli jednak arbitrażyści działają przy znacznej dźwigni finansowej, podlegają umorzeniom kapitału i konkurują o wyniki mierzone w krótkich okresach, ich zdolność do korygowania wycen może spadać właśnie w momentach największych odchyleń. Jest to zależność warunkowa, a nie uniwersalne prawo każdego rynku.

Synergia analizy i struktury finansowania jako warunek sukcesu inwestycyjnego

Sami Shleifer i Vishny wskazywali, że wpływ konstrukcji finansowania na efektywność cen zależy od przyjętych warunków modelowych oraz rozkładu wstrząsów. W ujęciu aksjologicznym zjawisko to rodzi problem odpowiedzialności za gospodarowanie powierzonym kapitałem. Zarządzający nie może bezwarunkowo usprawiedliwiać wysokiego ryzyka, jakie obecnie ponoszą klienci, jedynie przyszłą trafnością własnej analizy. Właściciel majątku ma uzasadnione prawo oczekiwać jasnych informacji o zagrożeniach, płynności inwestycji oraz warunkach, w jakich strategia może zostać przerwana. Z drugiej strony presja na krótkoterminowe rezultaty może utrudniać finansowanie przedsięwzięć wymagających cierpliwości, co osłabia zdolność rynku do uwzględniania długofalowych informacji. Między odpowiedzialnością za bezpieczeństwo powierzonego kapitału a gotowością do ponoszenia uzasadnionego ryzyka istnieje więc rzeczywiste napięcie, którego nie można rozwiązać przez prostą pochwałę odważnego inwestora ani przez bezwarunkową preferencję strategii zachowawczych. Rozwiązania instytucjonalne mogą to napięcie łagodzić poprzez lepsze dopasowanie zobowiązań funduszu do płynności jego aktywów, przejrzyste przedstawianie ryzyka, rozsądne limity dźwigni oraz systemy wynagradzania uwzględniające rezultaty w dłuższym okresie.

Nie usuną one jednak niepewności dotyczącej przyszłych cen. Nawet kapitał o długim horyzoncie inwestycyjnym pozostaje zasobem ograniczonym, a jego właściciele ponoszą koszt alternatywny utrzymywania pozycji. Cierpliwość sama w sobie nie zastępuje trafnej analizy, podobnie jak wysoka kompetencja analityczna nie zastępuje odpowiedniej struktury finansowania.

Dopiero połączenie tych elementów zwiększa zdolność inwestora do wykorzystania rzeczywistej rozbieżności pomiędzy ceną a wartością. Ostatecznie badania nad ograniczeniami arbitrażu pozwalają wyjaśnić, dlaczego obecność racjonalnych inwestorów nie musi oznaczać racjonalności zagregowanego wyniku rynkowego w każdym momencie. Profesjonalni uczestnicy mogą dysponować odmiennymi informacjami, podlegać różnym ograniczeniom finansowym i realizować strategie uwzględniające nie tylko wartość aktywów, ale również przewidywane zachowania innych

graczy. W takich warunkach wiedza o możliwym przewartościowaniu nie zawsze prowadzi do natychmiastowej sprzedaży, a trafne oczekiwanie korekty nie gwarantuje dodatniego wyniku finansowego. Szczególnie interesujący staje się przypadek, w którym systematyczne podążanie za wcześniejszym kierunkiem zmian cen przynosi korzyści przez pewien czas, choć w dłuższej perspektywie może wzmacniać niestabilność rynku. Zjawisko to wymaga odrębnego rozpatrzenia relacji pomiędzy napływem informacji, opóźnioną reakcją cen, zachowaniami inwestorów oraz dynamiką strategii trendowych. Stanowi ono punkt wyjścia do analizy momentum i jego miejsca w sporze pomiędzy klasyczną teorią wyceny aktywów a finansami behawioralnymi.

> W świecie finansów najgroźniejszą pułapką nie jest brak wiedzy, lecz przekonanie, że sama prawda o wartości aktywa posiada moc natychmiastowego korygowania cen. Można mieć absolutną rację w analizie fundamentalnej i jednocześnie ponieść całkowitą klęskę finansową, jeśli czas ekonomiczny potrzebny na ujawnienie prawdy okaże się dłuższy niż czas finansowy, w którym rynek pozwala nam przetrwać. Ostatecznie sukces inwestycyjny nie jest nagrodą za bycie najmądrzejszym w pokoju, lecz za posiadanie struktury kapitału, która pozwala przetrwać okresy, gdy cały świat jest przekonany o naszej pomyłce.

Inspiracje

[1] 

"The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions" alex edmans

Random House | ISBN: 97814059877783

Alex Edmans jest brytyjskim ekonomistą i profesorem finansów w London Business School, a także profesorem biznesu Mercers' School Memorial Emeritus w Gresham College. Uzyskał tytuł licencjata z ekonomii i zarządzania w Merton College w Oksfordzie, a doktorat z finansów uzyskał w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Wcześniej Edmans był profesorem nadzwyczajnym finansów w Wharton School of the University of Pennsylvania i pracował w bankowości inwestycyjnej w Morgan Stanley. Jest członkiem Brytyjskiej Akademii i Akademii Nauk Społecznych, a jego kluczowe osiągnięcia badawcze obejmują finanse korporacyjne, finanse behawioralne, wynagrodzenia kadry kierowniczej i odpowiedzialny biznes. Jest powszechnie uznawany za demonstrację długoterminowych korzyści finansowych płynących z satysfakcji pracowników i celowego ładu korporacyjnego, a także za jego badania naukowe dotyczące zwalczania błędów poznawczych i dezinformacji.

***Alex Edmans** is a British economist and Professor of Finance at London Business School, as well as Mercers' School Memorial Emeritus Professor of Business at Gresham College. He earned his BA in Economics and Management from Merton College, Oxford, and completed his PhD in Finance at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. Edmans previously served as a tenured associate professor of finance at the Wharton School of the University of Pennsylvania and worked in investment banking at Morgan Stanley. A Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences, his key research contributions span corporate finance, behavioral finance, executive compensation, and responsible business. He is widely recognized for demonstrating the long-term financial benefits of employee satisfaction and purposeful corporate governance, as well as for his public scholarship combating cognitive biases and misinformation.*

London Business School

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autora i dzieła przywołane w tekście:



[1] "Grow the Pie"

Alex Edmans

2021 | Cambridge University Press | ISBN: 9781009054676



[2] "May Contain Lies"

Alex Edmans

2024 | Univ of California Press | ISBN: 9780520403956



[3] "Principles of Corporate Finance"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | ISBN: 9781266586156



[4] "Loose-Leaf for Principles of Corporate Finance: 2025 Release"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | McGraw-Hill Companies | ISBN: 9781266215643



[5] "A Calibrative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"

Alex Edmans

2007

[6] "Feedback Effects, Asymmetric Trading, and the Limits to Arbitrage"

Alex Edmans

2018

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[7] "Who Owns the Media?"

Andrei Shleifer



[8] "Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance"

Andrei Shleifer

2000 | OUP Oxford | ISBN: 9780191606892



[9] "The Survival of Noise Traders in Financial Markets"

J. Bradford De Long

1988

[10] **"Bubbles and Crashes"**

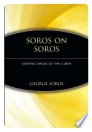
Dilip Abreu, Markus Konrad Brunnermeier

2001

[11] **"Asymmetric Information, Heterogeneity in Risk Perceptions and Insurance"**

Alexander Muermann, Daniella Acker, Dilip Abreu, Jean-Charles Rochet, Kostas Koufopoulos, Mark Hon, Max Bruche, Mike Burkart, Oliver B. Linton, Vittoria Cerasi, Esfandiar Maasoumi, Fausto Panunzi, Ian Tonks, Jean Tirole, Markus Konrad Brunnermeier, Mathew Stalker, Sonja Daltung, Xavier Vives, Andrei Shleifer, Yoon-Jae Whang

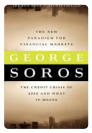
2002



[12] **"Soros on Soros"**

George Soros

1995 | John Wiley & Sons | ISBN: 9780471119777



[13] **"The New Paradigm for Financial Markets"**

George Soros

2008 | PublicAffairs | ISBN: 9781586486839

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"Bubbles and Crashes"**

Dilip Abreu, Markus Konrad Brunnermeier

2003 | Econometrica | DOI: 10.1111/1468-0262.00393

Źródło

[2] **"Synchronization risk and delayed arbitrage"**

Dilip Abreu, Markus Konrad Brunnermeier

2002 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(02)00227-1

Źródło

[3] **"The Structure of Nash Equilibrium in Repeated Games with Finite Automata"**

Dilip Abreu, Ariel Rubinstein

1988 | Econometrica | DOI: 10.2307/1913097

Źródło

[4] **"The Folk Theorem for Repeated Games: A Neu Condition"**

Dilip Abreu, Prajit K. Dutta, Lones Smith

1994 | Econometrica | DOI: 10.2307/2951739

Źródło

[5] **"Markal, a Computer Model Designed for Multi-national Energy System Analyses"**

Vance L. Sailor, Stefan Rath-Nagel

1982 | Elsevier eBooks | DOI: 10.1016/b978-0-08-027416-4.50057-0

Źródło

[6] **"Models as decision support tools for energy planning in developing countries"**

Alfred Voß, Anthony O. Adegbulugbe, Felix B. Dayo, Albrecht Reuter, Yadollah Saboohi, Stefan Rath-Nagel

1986 | OPUS Publication Server of the University of Stuttgart (University of Stuttgart) | DOI: 10.18419/opus-2380

Źródło

[7] **"Summary report on technology characterizations IEA, nergy technology systems analysis project"**

Stefan Rath-Nagel, Giulio Tosato, KERNFORSCHUNGSANLAGE, MULLER, M, MAHLER, K. J

1982 | Infoscience (Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne)

Źródło

[8] **"THE IMPACT OF WORLD STOCK MARKETS ' GLOBALIZATION TRENDS ON THE UKRAINE SECURITIES MARKET"**

G. Soros, A. O. Федоренко

2015

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[9] **"Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices"**

Alex Edmans

2011 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.03.021

Źródło

[10] "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia"

Alex Edmans

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x

Źródło

[11] "Sports Sentiment and Stock Returns"

Alex Edmans, Diego García, Øyvind Norli

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01262.x

Źródło

[12] "The Real Effects of Financial Markets"

Philip Bond, Alex Edmans, Itay Goldstein

2012 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110311-101826

Źródło

[13] "Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders"

Alex Edmans, Gustavo Manso

2010 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhq145

Źródło

[14] "The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility"

Alex Edmans

2012 | Academy of Management Perspectives | DOI: 10.5465/amp.2012.0046

Źródło

[15] "The end of ESG"

Alex Edmans

2023 | Financial Management | DOI: 10.1111/fima.12413

Źródło

[16] "The Real Effects of Financial Markets: The Impact of Prices on Takeovers"

Alex Edmans, Itay Goldstein, Wei Jiang

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01738.x

Źródło

[17] "Blockholders and Corporate Governance"

Alex Edmans

2014 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034455

Źródło

[18] "A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"

Alex Edmans, Xavier Gabaix, Augustin Landier

2008 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhn117

Źródło

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 65f9b714-4ac1-448c-9fcd-a6be53251ebe