

Krótką sprzedaż – co w tym złego?

Autor: Maciej Bitner

W lutym Giełda Papierów Wartościowych dogadała się w końcu z KNF w kwestii krótkiej sprzedaży – ma ona ruszyć jeszcze w tym roku. Jest to kolejny przykład na to, że w Polsce panuje wciąż lepszy klimat dla wolnego rynku niż ma to miejsce w innych krajach Zachodu. Tak się bowiem składa, że w tym samym czasie USA (a także w nieco inny sposób kraje strefy euro i Wielka Brytania) przystąpiły do rozprawy ze spekulantami pragnącymi zarabiać na spadkach cen.

Restrykcje, które wejdą w życie w Stanach Zjednoczonych za kilka miesięcy, nie poszły tak daleko jak w szczycie kryzysu, kiedy to wprowadzono całkowity zakaz grania na spadek kursów prawie tysiąca spółek. Amerykańska komisja regulacji giełdy (SEC) przewagą jednego głosu (trzech komisarzy było za, dwóch przeciw) [wprowadziła regulę 201](#) ograniczającą krótką sprzedaż akcji, które spadły danego dnia o co najmniej 10%. Ograniczenie to w praktyce spowoduje, że przez dwa dni nie można będzie dokonywać transakcji krótkiej sprzedaży, na akcjach, które po tak dużym spadku nadal tracą na wartości.

Nim zaczniemy przekonywać Czytelników, że ograniczenia nakładane na krótką sprzedaż są szkodliwe, warto powiedzieć, na czym transakcja ta w ogóle polega. Osoba pragnąca dokonać krótkiej sprzedaży musi najpierw znaleźć kogoś, kto posiada akcje, o które chodzi, a następnie je od tego kogoś pożyczyć. Na rozwiniętych rynkach nie jest to specjalnie trudne, gdyż pośredniczą w tym domy maklerskie, a podmioty skłonne do pożyczania akcji łatwo znaleźć pośród funduszy emerytalnych czy innych instytucji zainteresowanych wyłącznie długoterminowym inwestowaniem. Następnie inwestor pożyczone akcje sprzedaje i czeka na spadek cen. Gdy do niego dojdzie będzie mógł z łatwością odkupić pożyczone walory za niższą cenę, a różnicę w łącznej wartości zachować dla siebie. Oczywiście transakcja ta jest odpowiednio zabezpieczana tak, by było pewne, że inicjujący krótką sprzedaż jest wypłacalny, w razie gdyby musiał odkupić akcje po wyższej cenie niż je sprzedał.

Krótką sprzedaż pozwala więc na zarabianie na przewartościowanych kursach akcji. Na opisanej powyżej transakcji można osiągnąć zysk (w sposób nieprzypadkowy) tylko wtedy, kiedy cena akcji przewyższa długookresową wartość firmy. Funkcjonowanie krótkiej sprzedaży przyczynia się zatem do zmniejszenia częstotliwości występowania takiej sytuacji – inwestorzy grający na spadki przyczyniają się do obniżenia cen akcji, zbliżając ich wartości do długookresowej wartości spółki.

Dlaczego jednak takie działanie miałyby czemuś służyć? Czyż nie jest dla wszystkich lepiej, gdy kursy akcji zwyżkują, nawet jeśli nie ma to specjalnego fundamentalnego uzasadnienia? Pracownikom jest przecież w gruncie rzeczy

wszystko jedno, managerowie uzyskują wyższe premie, akcjonariusze cieszą się z większej wartości swoich walerów, a firma ma niższy koszt kapitału. Jeśli jednak się temu bliżej przyjrzeć sytuacja nie wygląda już tak dobrze.

Należy zacząć od wskazania oczywistego faktu, że przewartościowanie jednej spółki oznacza automatycznie niedowartościowanie jakiejś innej (niekoniecznie notowanej na giełdzie). Przewartościowanie akcji w jakimś sektorze powoduje, że inny rozwija się wolniej niż mógłby, gdyby kapitał popłynął do niego szerszym strumieniem. Przewartościowanie kursu jest szkodliwe jednak nie tylko z perspektywy reszty gospodarki lecz również samej firmy. Sprzyja bowiem konfliktowi interesów między managerami a akcjonariuszami. Ci pierwsi będą się starali wybierać takie projekty inwestycyjne, których realizacja uzasadni zawyżoną wycenę spółki, gdyż tylko wtedy mogą liczyć na premie. O wiele zaś trudniej jest przekroczyć zawyżone oczekiwania stojące za przewartościowanym kursem niż oczekiwania konserwatywne, gdy cena akcji odpowiada wartości firmy. Taka sytuacja nie tylko skłania managerów do ryzykownych zachowań lecz zachęca również do fałszowania wyników i sztuczek księgowych w celu utrzymania rynku w błędnym przekonaniu co do wartości spółki.

Sytuacje przewartościowania cen aktywów należą do takich, z którymi dzisiejsze rynki mają pewne trudności. Wiele wskazuje na to, że ma w tym udział rząd i bank centralny, ale akurat w przypadku rynku akcji dochodzą jeszcze inne problemy. Managerowie nie mają specjalnie interesu w przekonywaniu rynku, że akcje spółki, którą kierują są przewartościowane. Nawet zaś gdyby chcieli to robić, często musieliby ujawnić informacje, które popsułyby reputację spółki także w oczach jej klientów. Analitycy giełdowi zaś nader często zachowują urzędowy optymizm (w miesiącach poprzedzających pęknięcie bańki internetowej pozytywnej rekomendacji dla spółek z sektora IT było ponad sto razy więcej niż negatywnych). Do tego dochodzi jeszcze psychologia graczy giełdowych, którzy, zwłaszcza jeśli nie posiadają specjalnego doświadczenia, łatwo mogą ulec emocjom w obliczu aury jaka zwykle otacza bańkę.

Trzeba pogodzić się z tym, że podmioty na rynku nie zachowują się przez cały czas racjonalnie. Nie znaczy to jednak, że w gospodarce nie działają siły, które cały czas zmierzają do racjonalizacji wykorzystania zasobów. Na rynku akcji taką siłą są właśnie gracze obstawiający spadki. Jest to grupa znacznie lepiej zmotywowana do poszukiwania racjonalnej wyceny spółek niż analitycy i managerowie, gdyż podmioty decydujące się na krótką sprzedaż ryzykują w tym przedsięwzięciu swoje pieniądze. Ponadto grający na spadki mają bezpośredni wpływ na ceny, gdyż dokonują transakcji, a nie jedynie wydają komunikaty czy rekomendacje. Zyski z krótkiej sprzedaży, które ograniczone zostały niestety przez nowe regulacje, powiększają kapitał spekulantów, dzięki czemu w przyszłości będą oni mieli większy wpływ na rynek. W rezultacie odpowiednio mniejszy będzie wpływ na ceny wywierany przez podmioty nieracjonalne. W taki sposób rynek radzi sobie z nieracjonalnością. To właśnie między innymi miał na myśli Nassim Taleb pisząc, że „powinniśmy kochać wolny

rynek, gdyż pozwala działającym podmiotom być tak niekompetentnymi, jak sobie tego życzą”.

W takiej sytuacji można przypuszczać, że największy koszt ograniczenia krótkiej sprzedaży nie będzie wiązał się z implementacją restrykcji przez brokerów ani częściową utratą płynności przez rynek (SEC szacuje koszty z tego tytułu na miliard dolarów za każdy rok obowiązywania reguły 201 oraz dodatkowy miliard za wprowadzenie jej w życie). Znacznie groźniejsze może być ułatwienie powstawania baniek spekulacyjnych oraz wprowadzenie następnych regulacji mających z kolei temu zaradzić i ich skutki uboczne.

Z faktu powrotu do regulowania krótkiej sprzedaży w USA (w 2007 roku SEC zniosła wszystkie restrykcje) płynie jeszcze jedna ważna lekcja. Założenie, że regulacje są odbiciem jakiegoś naukowego konsensusu jest zupełnie fałszywe. Być może część z tego, co tu napisano było dla kogoś nowe, jednak dla teoretyków finansów są to sprawy ogólnie znane. Wielu z nich publicznie wypowiadało się przeciwko regule 201, jednak zasiadający w SEC politycy nie wysłuchali ich głosu. Takie sytuacje będą się niestety nadal zdarzać, póki wpływ władzy na rynek będzie tak duży jak to ma miejsce w dzisiejszych państwach.