NOWE PARADYGMATY NAUK O FINANSACH. WIZJE I KONCEPCJE

Waldemar Frąckowiak
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

OD „STARYCH" DO „NOWYCH" PARADYGMATÓW NAUK O FINANSACH

Wstęp

Tytuł niniejszej książki *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach* sugeruje, że nastały warunki, zwłaszcza w świetle ostatniego kryzysu finansowego, w których trzeba zamienić jeden bądź wiele dotychczasowych paradygmatów na inny bądź inne. Z rozważań T. Kuhna wynika, że skoro paradygmat to pewien wzorzec, zbiór przesłanek, pojęć i teorii tworzących fundament danej nauki społecznej (tu: nauk o finansach), to tytuł ten zawiera *explicite* postulat zmiany paradygmatów tkwiących w obrębie tego fundamentu.

Rzucenie dodatkowego światła na to, czy i w jakim stopniu ów postulat wydaje się słuszny, w jakim kierunku owa zmiana może podążać, to cel tego eseju. Nie tylko ograniczone ramy objętościowe wyznaczają skalę złożoności podejmowanego problemu. Rzecz bowiem dotyczy samej istoty nauki i naukowości, tego, co nadaje sens naukowemu oglądowi rzeczywistości, a więc spraw najważniejszych. Stąd też wyrażone tu poglądy mają raczej charakter przekonań i hipotez roboczych niźli zweryfikowanych tez.

1. Przegląd rozwoju paradygmatów

Nauka o finansach jest stosunkowo młoda. Jej rozwój datuje się od drugiej połowy XX w. Wszak nie powstała sama z siebie. Wręcz przeciwnie, wyrosła z dotychczasowego dorobku teorii ekonomii i tam też należy szukać paradygmatów, na których później zbudowała własne fundamenty. Tam też należy odnajdywać przyczyny, o czym później, z których powodu jej paradygmaty zostały wystawione na ciężką, nie zawsze zwycięską próbę w czasach ostatniego kryzysu finansowego.

Historia rozwoju współczesnych paradygmatów w śródziemnomorskiej, zachodniej tradycji kulturowej rozpoczyna się od ekonomii klasycznej A. Smitha, a więc

końca XVIII w., i daje się podzielić na cztery etapy. Pierwszy, trwający do końca XIX w., przyniósł burzliwy rozkwit teorii ekonomii politycznej, a później teorii mikroekonomicznej (A. Marshall) jako odpowiedź na pierwszą rewolucję przemysłową w Anglii, ale też na zmiany uwarunkowań politycznych (rewolucja francuska i nieodłączne jej Oświecenie, epoka postnapoleońska). Pośród licznych ustaleń cztery z pewnością zasługują na miano paradygmatów:

1) *homo oeconomicus*, a więc człowiek, który podporządkowuje swoje działania własnym interesom, głównie chciwości, wykazuje zdolność do racjonalnych wyborów i skłonność do specjalizacji i podziału pracy;
2) równowaga jako stan pożądany, ale sprowadzona do opisu poszczególnych podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw, konsumentów), i to raczej w krótkim okresie, niż do całości gospodarki, dla której mechanizm rynkowy jako „niewidzialna ręka" zespala sprzeczne interesy uczestników rynku i pozwala ją osiągać i podtrzymywać;
3) prawo popytu i podaży z ceną równowagi jako rezultat jego działania, które optymalizuje rozmiary i koszty działalności gospodarczej i pozwala ów stan pożądanej równowagi osiągać;
4) maksymalizacja zysku jako główny motyw działalności przedsiębiorstwa w różnych modelach natężenia konkurencji, jednak ze szczególnym przywiązaniem do konkurencji doskonałej.

Drugi etap przypada na przełom XIX i XX w. i pierwszą połowę XX w. jako reakcja teorii ekonomii i teorii cen oraz teorii przedsiębiorstwa na zmiany wywoływane przez drugą rewolucję przemysłową w USA, a zwłaszcza na koncentrację kapitału, nowe formy produkcji przemysłowej, powstawanie spółek anonimowych z rozproszonym akcjonariatem i giełd. Z perspektywy późniejszych paradygmatów nauk o finansach za fundamentalne ustalenia należy uznać:

1) tezę teorii ogólnej równowagi, że podstawowe wielkości ekonomiczne (popyt, podaż, ceny czynników produkcji, stopy procentowe etc.) zmierzają zawsze i samoczynnie do równowagi całej gospodarki, co można opisać układem równań matematycznych (L. Walras, V. Pareto, E. Barone, J.R. Hicks, A. Hansen) i pozwala ustalić punkt równowagi makroekonomicznej (model IS-LM J.R. Hicksa i A. Hansena) ważny dla współczesnej polityki gospodarczej, a później opracować model rynku kapitałowego;
2) rozdział własności i zarządzania (pryncypał i agent) najpierw w przedsiębiorstwach produkcyjnych i handlowych, później w instytucjach finansowych (banki, fundusze i domy inwestycyjne), co wywołało epokowe zmiany treści, stylu i motywów zarządzania działalnością gospodarczą;
3) wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, bogactwa właścicieli i osiągania wytyczonych celów rzeczowych obok maksymalizacji zysku jako wyraz zróżnicowania form własności (od własności rodzinnej przez akcjonariat rozproszony do skoncentrowanego akcjonariatu, a dalej ku własności komunalnej i państwowej);

4) zysk nagrodą za ryzyko, przedsiębiorczość (F. Knight) i/lub innowacyjność (J. Schumpeter).

Jak już wspomniano, w drugiej połowie XX w. odnotowujemy burzliwy rozwój nauki o finansach, szczególnie w dziedzinie rynków finansowych i korporacji (trzeci etap). U podstaw tego fenomenu z pewnością tkwi niezwykle szybki rozkwit instytucji finansowych, zwłaszcza różnorakich funduszy inwestycyjnych i banków, transakcji P-P (pieniądz-pieniądz) bez udziału towarów, ponadnarodowych integracji gospodarczych (np. UE) i wreszcie globalizacji, czego wyrazem jest nasilenie międzynarodowych przepływów kapitałów i dóbr materialnych oraz postępująca konsolidacja dotąd krajowych rynków finansowych. Spośród licznych dokonań teorii finansów za podstawowe do dalszego rozwoju praktyki gospodarczej trzeba uznać:

- hipotezę efektywności informacyjnej rynku kapitałowego z założeniem pełnej płynności rynków finansowych (H. Markowitz, E. Fama), co umożliwia inwestorom formułowanie długoterminowych oczekiwań i sporządzanie długoterminowych wycen aktywów (model CAPM W. Sharpa);
- teorię ryzyka inwestycyjnego opartą na „gaussowskim" rozkładzie nagrody i straty,
- teorię kosztu i struktury kapitału dającą nowe spojrzenie na lewarowanie jako dźwignię wzrostu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa (F. Modigliani, M.H. Miller).

Te i inne ważkie osiągnięcia teorii finansów stały się podstawą do wyodrębnienia się nauki o finansach w samodzielną dyscyplinę naukową w obrębie nauk ekonomicznych.

Czwarty etap rozwoju paradygmatów wiąże się z czasami najnowszymi, z przełomem XX i XXI wieku. Jest to okres szczególny dla rozwoju gospodarki światowej. Załamuje się dwubiegunowy model świata (upadek ZSRR), a w jego miejsce stopniowo tworzy się układ wielobiegunowy wskutek szybkiego wzrostu gospodarek Chin, Indii, Brazylii i tzw. gospodarek wschodzących. Rozwija się bezprecedensowy przepływ kapitałów, surowców i dóbr końcowych, czemu towarzyszy nienotowana wcześniej amplituda cen, zwłaszcza nośników energetycznych, żywności i dóbr inwestycyjnych, inna niż dotąd redystrybucja bogactwa w układzie światowym. Do globalnych rynków towarów dołącza globalny rynek finansowy z właściwymi sobie instrumentami finansowymi. Świat w sensie gospodarczym rozciągnął się (choć nierówno) we wszystkich kierunkach geograficzno-politycznych, a zarazem skurczył się ze względu na rewolucję informatyczną, dającą dotąd nieznane możliwości szybkiego dostępu do informacji i komunikacji. Te trendy stanowiły niewątpliwie asumpt do rozwoju teorii ekonomii i finansów, które w tym czasie wniosły do praktyki następujące główne ustalenia:

- nowe spojrzenie na inflację, w myśl którego tzw. gospodarki postindustrialne dzięki autonomicznym mechanizmom rynkowym poradziły już sobie z inflacją przez natychmiastowe (czyli w czasie t_o od momentu opracowa-

nia) wdrożenie postępu techniczno-organizacyjnego, substytucję i natychmiastowy dostęp do informacji, co oznacza, że jedynym celem regulatora jest stymulowanie wzrostu gospodarczego, a koordynacja i kontrola rynku może być skutecznie prowadzona przez uczestników gry rynkowej, w tym inwestorów, gospodarstwa domowe, przedsiębiorców, instytucje pośrednictwa finansowego i agencje ratingowe (A. Greenspan);
- rola i wycena instrumentów pochodnych jako narzędzi nie tylko zabezpieczających, ale także spekulacyjnych i „rozciągających" proces sekurytyzacji (m.in. model Blacka-Scholesa),
- fundamentalne znaczenie ładu korporacyjnego (*corporate governance*) jako powszechnej praktyki kształtowania relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem gospodarczym (transparentność i równe traktowanie w relacjach z inwestorami, akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi i pozostałymi interesariuszami), wszak przy pozostawieniu głównej roli weryfikującej działalność podmiotów gospodarczych wolnej grze rynkowej;
- nowe podejście finansów behawioralnych uchylające dwa podstawowe założenia klasycznej teorii finansów, a więc o racjonalności większości inwestorów i zdolności rynku do szybkiego neutralizowania nieefektywnych działań inwestorów nieracjonalnych (m.in. D. Kahneman, A. Tversky), co stawia w innym świetle zjawisko zwane anomaliami rynku kapitałowego.

Ten z konieczności krótki i z pewnością niepełny przegląd pozwala jednak skonstatować, że paradygmaty:
- nauk o finansach zostały zdefiniowane stosunkowo niedawno (od drugiej połowy XX w.), wszak ich korzenie wyrastają z teorii ekonomii;
- odkrywane były w różnych warunkach czasu i przestrzeni, w okresach dominacji małego, zarządzanego przez właściciela przedsiębiorstwa i dużych, własnościowo rozproszonych korporacji, w gospodarkach małych, zamkniętych, a później wielkich i otwartych, w których wymiana międzynarodowa ma istotny wpływ na produkt narodowy, w warunkach słabego dostępu do informacji, a następnie wszechogarniającej, w pełni osiągalnej informacji w układzie światowym.

2. Lekcje ostatnich kryzysów finansowych

Zarówno kryzys wywołany przez tzw. bańki internetowe, jak też ostatni, pierwotnie związany z rynkiem nieruchomości, dowodnie wskazują, że paradygmaty, na których oparto dotychczasowy ład gospodarczy są nieadekwatne do rzeczywistych warunków. Świat rzeczywisty stał się zasadniczo inny od założeń go opisujących. Jest bardziej turbulentny, głębokość wahań kluczowych zmiennych stała się większa, ryzyko lokalne jest silniej zależne od ryzyka globalnego. Doświadczane kryzysy ostatnich lat XXI w. dowodzą, że:

- koncepcja *homo oeconomicus* zasadniczo zawodzi jako narzędzie wyjaśniania zachowań uczestników gry rynkowej, albowiem układ rzeczywistych sił rynkowych istotnie deformuje kształt i położenie krzywych użyteczności, popytu i podaży, a w konsekwencji cen równowagi;
- efektywność informacyjna rynku kapitałowego, w tym model CAPM oparty na założeniach doskonałej konkurencji, nie daje wystarczających podstaw do długofalowego przewidywania ruchu cen aktywów bez wysokiego prawdopodobieństwa popełnienia istotnych błędów w zakresie poziomu oczekiwań inwestorów, zwłaszcza w warunkach gospodarek zdominowanych przez transakcje P-P, a nie T-P-T, a więc w których związek pieniądza i towaru jest luźny;
- ryzyko i efektywność nie są zależnością liniową, a raczej awersja do ryzyka właściciela kapitału jest wyższa od awersji do ryzyka agenta decydującego o jego alokacji;
- agent ma silne bodźce do uprawiania hazardu moralnego, inwestując cudze kapitały bez użycia własnych, co wywołuje nie tylko koszty agencji, ale może prowadzić do spektakularnych strat;
- zachęta do lewarowania w świetle współczesnej teorii finansów przedsiębiorstwa, a w tym kosztu i struktury kapitału, musi mieć ograniczenia regulacyjne (zwłaszcza w odniesieniu do instytucji pośrednictwa finansowego);
- ład korporacyjny oparty na intencjonalnym przestrzeganiu dobrowolnego kodeksu dobrych praktyk i pozbawiony właściwego nadzoru i regulacji nie gwarantuje racjonalnych zachowań przedsiębiorców;
- gospodarka, a zwłaszcza rynek finansowy pozostawiony kontroli jej graczy, to jest inwestorom, akcjonariuszom, przedsiębiorcom, instytucjom finansowym i gospodarstwom domowym, przy słabym nadzorze nad całością tego rynku dąży nieuchronnie do nierównowagi.

3. Nowe czasy

Dotychczasowy dyskurs, choć skrótowy, ma dowodzić związku istoty formułowanych paradygmatów z „duchem czasu" i warunkami gospodarowania. Trzeba więc dyskutując o nowych paradygmatach rozpatrzyć, w jakich okolicznościach przyjdzie je odkrywać i stosować. Owe nowe czasy można opisać przynajmniej w dwóch perspektywach: procesowej i instytucjonalnej. Z tej pierwszej ważne są:

- postępujący proces globalizacji gospodarczej, w tym rynków finansowych, co wymaga nowego spojrzenia na rolę ryzyka globalnego w szacowaniu ryzyka ogólnego;
- skokowy rozwój technologii informatycznych (Internet) i jego wpływ na decyzje inwestycyjne i finansowe;

- proces starzenia się społeczeństw gospodarek industrialnych i postindustrialnych, co zmienia dynamikę gospodarczą, krzywe preferencji, kryteria wyborów i struktury gospodarcze.

Od strony instytucjonalnej w gospodarce światowej, bo z takiej perspektywy muszą być rozwijane nauki o finansach, ważne są:

- dalszy szybki rozwój świata wielobiegunowego, od dominacji interesów jednego supermocarstwa do mnogości coraz silniej równoważących się interesów nowych potęg gospodarczych, od modelu monopolu przez oligopol do modelu niedoskonałej konkurencji jako narzędzi wyjaśniania światowych procesów gospodarczych;
- umacnianie się ponadnarodowych układów gospodarczych (np. UE) i korporacji ponadnarodowych, w tym instytucji finansowych (banków, funduszy, giełd), tworzących nowe warunki przepływu dóbr, usług, pracy i kapitału, przy równoczesnym wykształcaniu się i umacnianiu firm i rynków lokalnych oraz transgranicznych, co wymaga jakościowo nowego podejścia do roli i zasięgu regulacji i nadzoru nad rynkami finansowymi;
- powstawanie i różnicowanie tygli kulturowych jako skutek światowej globalizacji i integracji ponadnarodowych.

4. Od paradygmatów twardych do miękkich

Mimo znacznego upływu czasu od zdefiniowania paradygmatów opartych na założeniach gospodarki doskonale konkurencyjnej myślenie badaczy i polityków gospodarczych jest zdominowane przez ten typ podejścia. Pełna racjonalność decydenta, pozbawiona wpływu czynników irracjonalnych, krótki okres, pełny dostęp do informacji, doskonała podzielność czynników produkcji i brak wpływu na cenę to, z pewnością, wygodne założenia do analizy procesów gospodarczych, jednakże daleko odbiegające od realnego świata, zwłaszcza współczesnego. Opisywanie świata w kategoriach równowagi jest naturalne, bo równowaga jest fundamentem istnienia wszechrzeczy. Problem w tym, że równowaga nie jest, jak byśmy tego chcieli, stanem dominującym, a nierównowaga stanem przejściowym, ale odwrotnie. Równowaga jest szczególnym przypadkiem nierównowagi, tak jak postęp – rozwoju. Gospodarki przechodzą przez kolejne stany niezrównoważenia, dążąc wszak do równowagi i może ją chwilowo osiągają, by zaraz znaleźć się w stanie nierównowagi. Tymczasem sformułowane dotąd paradygmaty opisują tę właśnie równowagę i jej warunki, choć jest to stan szczególny, pożądany, lecz, jeśli w ogóle osiągalny, to trwający krótko. Niewątpliwie takie podejście idealizacyjne stwarza swoisty komfort w opisywaniu gospodarki, jednak kosztem zasadniczego uproszczenia obrazu rzeczywistości. Ma to niewątpliwie istotny wpływ na treść podejmowanych decyzji gospodarczych, czego bolesną egzemplifikacją są kolejne kryzysy.

Doświadczenia płynące z ostatnich kryzysów wskazują potrzebę, a nawet konieczność, poszukiwania nowych teorii opisujących obecną i przyszłą, coraz bardziej złożoną rzeczywistość społeczno-gospodarczą. Decydenci kształtujący oblicze gospodarki światowej, ale też lokalnej, oczekują nowych paradygmatów, na których będą mogli oprzeć swoje decyzje. Te nowe fundamenty stanowiące wyzwanie dla teorii ekonomii i finansów powinny uwzględniać następujące przesłanki:

- zróżnicowanie faz rozwojowych poszczególnych gospodarek na świecie (postindustrialne, industrialne, wschodzące, trzeciego i czwartego świata), a w tym zwłaszcza stopień rozwoju rynków finansowych (rozwój usług finansowych, w tym giełd i ich wpływ na PKB, udział transakcji P-P, współzależności różnych rodzajów aktywów finansowych, rola inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych etc.);
- kontekst kulturowy poszczególnych gospodarek (np. w Azji grupa społeczna jest źródłem sukcesu, a jednostka niepowodzenia, odwrotnie niż w kulturze zachodniej, różne modele organizacji państw);
- dominujący typ własności (przedsiębiorstwa rodzinne, z anonimowym i rozproszonym lub skoncentrowanym akcjonariatem, komunalne i państwowe);
- instytucjonalne zabezpieczenie praw własności i płynące stąd różnice w zachowaniach inwestorów i akcjonariuszy w sensie oczekiwań co do okresu i poziomu wymaganej stopy zwrotu, stosunku do ryzyka;
- sposób zorganizowania rynku, a zwłaszcza intensywność konkurencji (monopol, oligopol, niedoskonała i doskonała konkurencja);
- stopień otwartości gospodarki.

Bogactwo różnorodności form i metod gospodarowania w różnych kontekstach kulturowych i zróżnicowanych co do poziomu rozwoju gospodarki sprawia, że postulat poszukiwania nowych paradygmatów w finansach zastępujących dotychczasowe, co *implicite* zawarte jest w tytule niniejszej książki, jest poznawczo poprawny, zaś teleologicznie i metodologicznie fałszywy. Rzecz bowiem nie w substytucji, lecz w uzupełnieniu, rozszerzeniu, tak by owo bogactwo objąć naukowym poznaniem. Oznacza to, że paradygmaty wywodzące się z tradycyjnej, neoklasycznej ekonomii, nazwijmy je twardymi, opisujące proces gospodarczy w kategoriach *homo oeconomicus* i równowagi wraz z odpowiadającymi im paradygmatami finansów zachowują swoją efektywność wyjaśniającą w odniesieniu do rynków lokalnych (lokalne rynki zaopatrzenia, produkcji i zbytu), gdzie:

- wybory ekonomiczne dotyczą dóbr/usług zaspokajających potrzeby podstawowe (wg struktury potrzeb Maslowa);
- żaden z uczestników gry rynkowej nie ma wpływu na cenę;
- zapewniony jest równy dostęp do informacji;
- gra rynkowa rozwija się w krótkim okresie, co oznacza stacjonarność gospodarki (brak postępu technicznego);

- przestrzeń gry jest względnie zamknięta, a więc pozbawiona istotnych wpływów zewnętrznych, w tym konkurencji spoza tej przestrzeni i ryzyka globalnego oraz zróżnicowań kulturowych.

Uchylenie tych założeń i wprowadzenie nowych, a w tym:

- wybory ekonomiczne dotyczą dóbr/usług (w tym instrumentów finansowych) wyższego rzędu (wg struktury potrzeb Maslowa);
- dobra będące przedmiotem wyboru są dostępne na globalnym rynku (np. coca-cola) oferowane przez oligopolistyczne, zwykle ponadnarodowe organizacje;
- krzywe użyteczności i popytu są deformowane przez agresywne kampanie marketingowe sprzedawców (co w miejsce pełnej racjonalności decydenta wprowadza element irracjonalności);
- gospodarka jest otwarta, poddana wpływom globalnym i czynnikom kulturowym;
- gra rynkowa rozwija się w krótkim i długim okresie, w którym postęp techniczny oddziałuje na koszty wytwarzania i w konsekwencji poziom inflacji;
- gospodarka światowa podlega stałym procesom integracyjnym (np. OECD, UE);
- rynki finansowe są współzależne (arbitraż finansowy), a transakcje P-P są dominujące,

prowadzi do konstatacji, że jest potrzeba poszukiwania paradygmatów miękkich, nawet eklektycznych, odwołujących się do różnych nauk, w nich odnajdujących owo bogactwo i zróżnicowanie. Tworzy to nową przestrzeń poszukiwań, zachętę do asymilacji „starych" i „nowych" paradygmatów, do uwzględnienia najnowszych ustaleń finansów behawioralnych i neuropsychologii. Jest to niewątpliwie kierunek tyleż uzasadniony w świetle najnowszych doświadczeń, co obiecujący.

Zakończenie

Tempo, w jakim rozwija się światowa gospodarka, a zwłaszcza rynki finansowe, przewyższa rozwój refleksji naukowej nad tymi procesami. Oznacza to, że decydenci niedostatecznie wyposażeni w adekwatną wiedzę, a zarazem będący pod presją oczekiwań swoich wyborców, nie mają klarownych kryteriów ocen podejmowanych decyzji. Oczekiwanie na nowe paradygmaty staje się ważkim zadaniem dla nauki. Nauka o finansach nie jest gotowa do rewolucyjnych propozycji. Ale też nie ma takiej potrzeby. Projekt liberalnej gospodarki, w której siły wolnorynkowe mają decydujące znaczenie, nie ma alternatywy. Ostatnie kryzysy dowodzą nie tyle jego słabości, ile braku właściwych regulacji, obecności państwa tam, gdzie powinno zaistnieć. Na tym tle potrzeba nowych ustaleń, paradygmatów, które uzupełnią już istniejące na zasadzie koegzyntencji, jawi się jako imperatyw.