

Waldemar Frąckowiak

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

WYZWANIA DLA TEORII I PRAKTYKI FINANSÓW W ŚWIETLE KRYZYSU EKONOMICZNEGO

Streszczenie: Celem opracowania jest wskazanie wyzwań, przed jakimi stoi nauka i praktyka finansów w świetle światowego kryzysu ekonomicznego. W pierwszej części analizą objęte są przyczyny kryzysu, spośród których wyróżnia się ogólne, a więc tkwiące w motywach ludzkiego działania, i nadkonsumpcję. W drugiej części rozważa się obszary wymagające nowych ujęć teoretycznych tworzących przesłanki powrotu gospodarki światowej do równowagi. Nowe podejścia badawcze potrzebne są zwłaszcza w sferze teorii przedsiębiorstwa, kosztu i struktury kapitału, wyceny aktywów, międzynarodowej cyrkulacji kapitału finansowego. Za ważną, dopiero wyłaniającą się dziedzinę eksploracji uznano problem dopuszczalnych granic zadłużania się obecnego pokolenia na koszt przyszłych, co w efekcie powinno doprowadzić do opracowania międzygeneracyjnego podziału zasobów.

Słowa kluczowe: kryzys, użyteczność krańcowa konsumpcji, nowa ekonomia polityczna, model międzygeneracyjnego podziału zasobów.

1. Pytania i dylematy wokół kryzysu

U schyłku pierwszej dekady XXI wieku społeczność światowa uczestniczyła w procesach i wydarzeniach na nienotowaną od końca drugiej wojny światowej skalę. W ciągu 2008 r. zaszły dramatyczne zmiany. W krótkim czasie niespełna roku gospodarka światowa przeszła z fazy względnie zrównoważonego wzrostu do fazy nadzwyczajnych turbulencji. Manifestowało się to m.in. trzykrotnym wzrostem, a potem spadkiem ceny ropy naftowej, przeszło dwukrotnym spadkiem cen metali i indeksów giełdowych czy dwukrotnym wzrostem, a potem spadkiem marż bankowych. Na rynkach finansowych zapanowała atmosfera braku zaufania i pesymizmu. Według ówczesnych prognoz gospodarka światowa miała szybko zmierzać ku recesji.

Wiadomo, przynajmniej częściowo, co już się stało. Nie są znane natomiast przyszłe skutki kryzysu w wymiarze globalnym i lokalnym, w tym w polskiej gospodarce. Co ważniejsze, nie ma pełnego rozpoznania przyczyn kryzysu, a ów deficyt utrudnia prawidłowy wybór metod i środków zaradczych.

W toczącej się debacie nad istotą i przyczynami kryzysu krzyżują się różnorodne poglądy. Wedle skrajnego skrzydła liberałów kryzys jest tylko naturalnym procesem

oczyszczającym gospodarke z nieefektywnych zastosowań kapitału, a więc przedsiębiorstw i projektów inwestycyjnych, które zrodziły się i mogły przynosić efekt tylko w okresie prosperity. W istocie więc jest to zjawisko cykliczne, a nie fundamentalne. Po okresie recesji trzeba więc oczekiwać ożywienia i ponownego rozkwitu dzięki mechanizmowi samoregulacji wolnorynkowej. Z cyklicznym charakterem rozwoju gospodarki rynkowej powiązana jest też inna grupa poglądów. Te skłonne są wyjaśniać obecny kryzys kumulacją znaczących procesów i zjawisk w bardzo długim okresie, właściwym dla 50-, 60-letnich cykli N. Kondratiewa. Jest także silna reprezentacja opinii, która odrzuca cykliczny rodowód kryzysu. Według przedstawicieli tej grupy stan i przemiany gospodarki wyznaczone są przez przypadkową kumulację niespodziewanych wydarzeń, które są nieprzewidywalne, rzadkie i nierejestrowane w porę przez ludzką świadomość. To ich nagłe zbicie się rodzi globalne kryzysy, takie jak wstrząsy gospodarcze, zwłaszcza występujące u światowych hegemonów gospodarczych (teraz USA), czy wojny lokalne i napięcia etniczne, upadki znaczących krajów oraz konflikty między biednymi i bogatymi.

Mówi się też, że kryzys jest kompromitacją idei wolnej gry sił rynkowych i „niewidzialnej ręki”, ale też z drugiej strony dowodem indolencji państwa i jego instytucji. Dla jednych wyrazem tej indolencji jest nadmiar, a dla innych niedobór regulacji. Jego podłoża doszukuje się też w procesach globalizacji oraz zachowaniach uczestników rynku. Te ostatnie są silnie uwarunkowane psychologicznie i polegają na niewłaściwej ocenie ryzyka. W konsekwencji są tacy, którzy wieszczą zapaść kapitalizmu i zapowiadają początek rodzenia się nowej formacji społeczno-ekonomicznej. Czyż zatem koniec historii [Fukuyama 1996] ma oznaczać koniec kapitalizmu, a nie jego ostateczny i ponadczasowy triumf?

Odwiecznym pragnieniem człowieka jest umiejętność przewidywania przyszłości. Dokonuje on tego, opierając się na modelu zbudowanym na podstawie doświadczenia płynącego z przeszłości. Przez ten pryzmat przeprowadza analizę i ocenę nowych zdarzeń oraz procesów i na tej podstawie formułuje przyszłe scenariusze. Problem powstaje wtedy, gdy ów model nijak nie przystaje do rzeczywistości, gdy doświadczenie z przeszłości nie pozwala na modelowanie przyszłości, gdy wpada się w pułapkę dziury poznawczej. Tak jest obecnie, albowiem aktualny kryzys jest bezprecedensowy, nie ma odpowiednika w przeszłości. Wówczas pozostaje tylko heurystyka, której hipotezy wyrastają nie tyle z wiedzy o przeszłości i teraźniejszości, ile z logicznego domniemania o prawdopodobnym biegu zdarzeń w przyszłości. Co więcej, obecny kryzys eksplodował tyleż nagle, co niespodziewanie. Czyż nie jest to dowodem słabości nauk ekonomicznych i o finansach, a zwłaszcza niskiej zdolności naukowego rozpoznania, a dalej przewidywania prawdopodobnych trendów rozwojowych? Odpowiedź, jak się wydaje, nasuwa się sama, a w ślad za nią potrzeba ponownego ogarnięcia stanu tych nauk, swoistej inwentaryzacji ich zaplecza metodologicznego i epistemologicznego. Temu poświęca się ten esej, który z racji krótkiego dystansu czasowego między powstawaniem i epicentrum kryzysu oraz ograniczonych ram objętościowych stanowić ma li tylko zaczyn do szerszej

i głębszej refleksji. Zwraca się w nim uwagę zwłaszcza na te zjawiska, które się pomija albo nie docenia w stopniu niezbędnym lub też nadaje się im niewłaściwą interpretację w modelowaniu ekonomicznym. Mając wszak na względzie naturę i głębię kryzysu, o czym dalej, rozważania rozpocząć trzeba od kwestii fundamentalnych.

2. Główne źródła kryzysów

2.1. Pierwotne motywy ludzkiego działania

Od zarania gatunku ludzkiego człowiek podejmuje działania dla zaspokojenia potrzeb, począwszy od tych elementarnych do najwyższych. Działania te i ich rezultaty są funkcją siły czynników racjonalnych i emocjonalnych. Lęk, obawa przed głodem, pragnieniem, zimnem czy utratą zdrowia skłaniają do niezbędnego wysiłku. Tu dożyłość i przetrwanie biorą górę nad przyszłością i rozwojem. Potrzeby niższe są z natury względnie ograniczone, nie można bowiem bez ograniczeń jeść i pić na zapas. Z istoty więc środki służące ich zaspokojeniu wykazują szybko spadającą użyteczność krańcową i zdecydowanie wyższą wartość bieżącą od wartości przyszłej. Inaczej jest z potrzebami wyższymi. Te stają się nieograniczone, a konsumpcja środków z nimi związanych odznacza się wolniej spadającą użytecznością marginalną.

Współczesność dostarcza wszak wiele dowodów na to, że w określonym kontekście kulturowym, w którym nieustanny wzrost konsumpcji jest wartością nadrzędną, owa użyteczność krańcowa może się utrzymywać na stałym poziomie, a nawet rosnać. Rodzi to tendencję do wyrównywania się wartości bieżącej i przyszłej środków konsumpcji. U podstaw tego zjawiska leży chciwość, nieposkromiona żądza maksymalizacji korzyści, a więc zysku, stałe i długofalowe dążenie do hedonizmu. Pozyskanie większych zasobów dziś oznacza przy tym możliwość zwiększenia konsumpcji jutro, i odwrotnie. To właśnie wyjaśnia fenomen krótkookresowej maksymalizacji zysków, majoryzacji korzyści bieżących i ostatecznie większej wartości bieżącej od przyszłej środków konsumpcji wyższej.

Konsumpcję można powiększać przez wzrost własnej produktywności i/lub ograniczanie jej u innych oraz zawłaszczanie. To skłania do uzyskania władzy, czyli możliwości wpływania na bieg wydarzeń, na kształt stanów docelowych z punktu widzenia własnych interesów. Władza może sankcjonować ograniczanie naturalnych praw równości i wolności jednych grup społecznych na rzecz innych. Władza wreszcie, po osiągnięciu określonego subiektywnie poziomu nasycenia konsumpcją, może być wystarczającą wartością samą w sobie, by dla jej zdobycia prowadzić działania.

Nieodłączną cechą człowieka jest lenistwo. To ono skłania go do minimalizowania nakładów pracy dla osiągnięcia zamierzonego efektu. To ono jest motorem innowacji, wynajdowania coraz to lepszych sposobów substytucji pracy i powiększania zasobów wolnego czasu.

Do działania skłaniają też przekonania. Wiara, religia, osądy i normy zachowań oraz dyrektywy etyczne ukształtowane w procesie wychowania i interakcji społecz-

nej w określonym otoczeniu kulturowym to wyznaczniki kierunku, skali i tempa działalności człowieka i całych grup społecznych.

Połączenie w różnych konfiguracjach natężenia lęku z chciwością, władzą, lenistwem i przekonaniem może przynosić synergie pozytywne i negatywne. Każdy z tych motywów z osobna i wszystkie razem mogą mieć różną charakterystykę aksjologiczną. Przewaga pozytywnych skutków działania, które z motywów tych wypływają, wystąpi wtedy, gdy aktywność ludzka będzie podporządkowana jasnym regułom, właściwie monitorowana i kontrolowana, gdy rzeczywistość, w której się rozwija, będzie objęta umyślnym sprawstwem przez suwerenną instytucję państwa. Powinno ono być suwerenem, który jako nadrzędny regulator tworzy warunki ładu i harmonii, przejrzystości i zaufania oraz zrównoważonych nagród i kar, który nieustannie działa na rzecz przywracania i umacniania równowagi ekonomicznej i społecznej.

Jeśli ów suweren z różnych powodów dopuści się zaniechania swych powinności, to tworzy się naturalna przestrzeń do przewagi negatywnych skutków działalności ludzkiej. Lęk przed niezaspokojeniem elementarnych potrzeb łatwo zamienia się w agresję, a ta może prowadzić do konfliktów społecznych i wojen. Chciwość uruchamia pokusę nadużycia (hazard moralny), rodzi krótkowzroczność i przesadny optymizm, zaburza właściwą ocenę ryzyka. Władza, dotąd trzymana w demokratycznych ryzach, przeradza się w stan entropii lub autorytaryzmu, który umożliwia manipulację faktami i zachowaniami ludzi. Lenistwo przechodzi w marazm, stagnację, a w końcu w zacofanie. W przekonaniach na czoło wybijają się resentymenty i nienawiść, które ekstremalnie mogą przybierać formę zbrojnej ekspansji i terroryzmu. Łącznie potęgują się negatywne zachowania stadne, które niechybnie prowadzą do strukturalnego kryzysu.

2.2. Nadkonsumpcja

Konsumpcja dla zaspokojenia potrzeb ma swoją granicę. Wyznacza ją punkt, w którym wartość przypisywana krańcowej użyteczności jednostki konsumpcji zrównuje się z kosztem jej pozyskania. Jej dalszy wzrost uruchamia proces nadkonsumpcji. Rozpoczyna się on od punktu, w którym staje się znakiem, komunikatem określającym pozycję i status społeczny, w którym w grę zaczyna wchodzić przemożna potrzeba demonstracji odrębności, wyższości w stosunkach interpersonalnych i intergrupowych, której miarą jest stan posiadania majątku i możliwości dostępu do dóbr materialnych. Proces ten potęguje się przez efekt naśladownictwa, a więc zachowania stadne. Rodzi to cztery ważne konsekwencje dla ogólnego stanu gospodarki. Po pierwsze, obniża się tempo malejącej użyteczności konsumpcji, a w niektórych przypadkach nie odnotowuje się jej spadku, a wręcz wzrost. To, po drugie, pozwala sztucznie podwyższać wykorzystanie zdolności produkcyjnych, co – po trzecie – pogłębia nieracjonalną alokację zasobów materialnych i finansowych. Wreszcie, po czwarte, nadkonsumpcja finansowana w coraz większym stopniu z pożyczonych

oszczędności prowadzi niejako do „przekredytowania” gospodarki i gospodarstw domowych. Ten swoisty „hedonizm na kredyt” jest jedną z podstawowych przyczyn mechanizmu kryzysowego.

3. Główne przyczyny i mechanizmy ostatniego kryzysu

3.1. Impotencja polityki monetarnej i fiskalnej

W ostatnich trzech dekadach dominującą doktryną ekonomiczną było przekonanie o autoregulacyjnej sile wolnego rynku. Wedle niej siła ta miała być zdolna do eliminacji nieefektywnych projektów inwestycyjnych i innowacji w zakresie instrumentów finansowych. Wierzono, że w tzw. gospodarkach postindustrialnych postęp techniczny elastycznie i szybko substytuuje drożące czynniki produkcji w formie nowych i tańszych rozwiązań. To miało oznaczać, że gospodarki te, zwłaszcza amerykańska, uporały się z inflacją, wobec czego głównym celem polityki monetarnej jest stymulowanie wzrostu gospodarczego. W konsekwencji prowadzono agresywną politykę niskich stóp procentowych, zwłaszcza na rynku kredytów hipotecznych, co wywołało rosnący popyt i wzrost cen nieruchomości. Wobec znacznej podaży taniego pieniądza akcja kredytowa po nasyceniu rynku typu prime została na masową skalę przesunięta do rynku subprime, a więc do segmentu klientów o niższej zdolności kredytowej. Tanie kredyty nie zapewniały wszak wymaganej stopy zwrotu ich dostawcom, czyli bankom komercyjnym. Uruchomiło to proces sekurytyzacji i emisji nowych produktów bankowych, najczęściej obligacji z wbudowanymi instrumentami pochodnymi.

Polityce niskich stóp procentowych towarzyszyła ekspansywna polityka fiskalna, polityka ogromnego deficytu budżetowego. Z jednej strony obniżono podatki, z drugiej zaś systematycznie rosły wydatki na podtrzymanie nadkonsumpcji zbiorowej, obsługi długu publicznego oraz realizację celów polityki zagranicznej USA (m.in. wojny na Bliskim Wschodzie i Azji oraz program walki z terroryzmem). Deficyt budżetowy finansowany był przez emisję dłużnych papierów skarbowych nabywanych głównie przez kraje azjatyckie (Chiny, Japonia, Tajwan, Singapur) oraz bogate kraje arabskie. W ten sposób ogromny deficyt handlowy USA, oznaczający wypływ kapitału z tego kraju, równoważony był przez kapitał powracający do Ameryki, jako zapłata za amerykańskie papiery dłużne. Nakładanie się obu deficytów (budżetu i w obrotach międzynarodowych), zwane deficytem bliźniaczym [Lewis 2004], umacniało presję na deprecjację dolara, co paradoksalnie skłaniało i nadal skłania głównych depozytariuszy amerykańskich papierów skarbowych do obrony ich realnej wartości w drodze stałego zakupu ich kolejnych emisji. W ten sposób koło cyrkulacji kapitału w układzie międzynarodowym zamyka się. Bliźniaczy deficyt służący celom wewnętrznym (nadkonsumpcja i wzrost gospodarczy) i zewnętrznym USA (wojny, terroryzm) finansowany jest w znacznym stopniu przez resztę świata, zwłaszcza tych,

którzy posiadają nadwyżki kapitału oraz rezerwy walutowe denominowane w dolarach amerykańskich. Tak oto hedonizm na kredyt stał się przywilejem jednych, a obrona równowagi walutowej i gospodarczej zadaniem innych.

3.2. Słabość systemu regulacji i nadzoru

W 1980 r. Kongres USA urzędowo zadekretował doktrynę deregulacji rynków, w tym zwłaszcza finansowych. W drodze przyjęcia Ustawy o deregulacji instytucji depozytowych i kontroli pieniężnej (Depositary Institutions Deregulatory and Monetary Control Act) stworzono możliwości rozszerzenia akcji kredytowej na segmenty o niższej wiarygodności kredytowej, rozwoju instrumentów podwyższonego ryzyka, bankowości inwestycyjnej i innych pozabankowych instytucji finansowych. U podstaw tego aktu leżało przekonanie, że rynek osiągnął stan na tyle dojrzały, że sam się reguluje, a dostateczną kontrolę nad relacją ryzyko–stopa zwrotu mogą sprawować inwestorzy i akcjonariusze. Konsekwencje takiej filozofii są dziś znane. Eksplozja instrumentów finansowych bazowych (elementarnych) i pochodnych, ich dystrybucja na rynkach międzynarodowych sprawiły, że nie było instytucji, która w jednym czasie i miejscu miałaby pełną wiedzę o tych instrumentach i tym samym kontrolę. Dotyczy to również agencji ratingowych, których oceny okazały się kompletnym fiaskiem. W rezultacie rynek stracił zdolność do oceny ryzyka tych instrumentów i ich w miarę adekwatnej wyceny. Do tego, wobec braku międzynarodowego systemu nadzoru nad rynkami finansowymi, globalny przepływ realny pracy, materiałów, surowców i dóbr inwestycyjnych oraz kapitału zarządzany przez globalne korporacje pozostawał pod nadzorem słabych instytucji krajowych.

4. Ku nowej równowadze

Obecny kryzys postawił fundamentalne kwestie na nowo, tym razem w globalnym wymiarze. Przede wszystkim uświadomił społeczności światowej, a zwłaszcza kulturom Zachodu, że stanęliśmy wobec konieczności ustalenia nowych paradygmatów. Dotyczą one zwłaszcza proporcji między wolnością i dyscypliną gospodarczą, konkurencją i współpracą, samoregulacją i interwencjonizmem, centralizacją i decentralizacją, własnością prywatną i publiczną, samofinansowaniem jednostki i finansowaniem zbiorowym, konsumpcją bieżącą i przyszłą. W istocie więc stajemy wobec potrzeby ponownego zdefiniowania roli i organizacji państwa, społeczeństwa i gospodarki, ustalenia nowych punktów równowagi i prowadzących do nich ścieżek. Sposób rozwiązania tych kwestii zadecyduje o tym, jak obecne i przyszłe pokolenia spożytkują rozporządzane zasoby, jak usytuują się w społeczności międzynarodowej i na liście beneficjentów międzynarodowego podziału pracy.

By owe postulaty przybrały realny kształt, konieczna jest refleksja nad następującymi tendencjami:

- pogłębiającej się nierównowagi globalnej i rodzących się stąd napięć między centrami nadkonsumpcji, deficytu handlowego i fiskalnego oraz narastającego długu wewnętrznego i zagranicznego, a także ośrodkami olbrzymich nadwyżek handlowych i rezerw walutowych,
- globalizacji przepływu kapitału w sytuacji słabych i zdeintegrowanych krajowych instytucji regulacji i nadzoru,
- autonomizacji systemu finansowego, który zaczął żyć własnym życiem [Flejterski 2010],
- stałego zmierzania rynku finansowego do nierównowagi wobec pozostawienia jego kontroli inwestorom, akcjonariuszom, przedsiębiorcom, gospodarstwom domowym i instytucjom finansowym, przy słabym nadzorze ogólnym.

Z kolei te tendencje sprzyjają:

- skracaniu horyzontu decyzyjnego, dominacji celów doraźnych nad długofalowymi, podejmowaniu decyzji na rachunek przyszłych pokoleń, ograniczeniu zdolności do identyfikacji wpływu krótkookresowych decyzji na przyszłe warunki gospodarowania (dzisiejsze decyzje pogłębiające deficyt fiskalny i dług publiczny wpływają na przyszły poziom stóp procentowych),
- wzrostowi udziału decyzji spekulujących, rosnącej dominacji transakcji typu: pieniądź-pieniądź (P-P) w stosunku do transakcji: towar-pieniądź-towar (T-P-T), co prowadzi do „odtwarowienia” albo „odrealnienia” gospodarki i jej „wirtualizacji”,
- wzrostowi roli czynników technicznych i behawioralnych w kształtowaniu cen aktywów, co sprzyja ich rosnącej zmienności i powstawaniu baniek spekulacyjnych,
- uprawianiu hazardu moralnego przez agentów-inwestorów,
- malejącej zdolności do zrozumienia ryzyka, jego źródeł i sposobów redukcji oraz jego zróżnicowanej interpretacji przez specjalistów reprezentujących instytucje o odmiennych interesach (MFW, JMF, CFO, brokerzy, dealerzy, analitycy i menedżerowie funduszy inwestycyjnych, eksperci banków inwestycyjnych, inwestorzy, akcjonariusze), a to prowadzi do transformacji od państwa opiekuńczego (Europa Zachodnia) lub dobrobytu (USA) do społeczeństwa ryzyka [Bauman 2008].

Charakterystyczne dla obecnego stanu wiedzy jest to, że zdolność eksplanacyjna i predykcyjna ekonomii głównego nurtu jest silnie zróżnicowana. Założenia neoklasyczne z naczelnym paradygmatem homo oeconomicus dość adekwatnie opisują zachowania nabywców i sprzedawców, producentów i konsumentów na rynkach lokalnych. Mechanizm wymiany, a w tym kształtowania cen, oraz równowaga cząstkowa to efektywne kategorie wyjaśniające, zwłaszcza gdy [Frąckowiak 2010]:

- wybory ekonomiczne dotyczą dóbr/usług zaspokajających potrzeby podstawowe (według struktury potrzeb Masłowa),
- 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, pozbawiona istotnych wpływów zewnętrznych, w tym konkurencji spoza tej przestrzeni, ryzyka globalnego oraz różnicowań kulturowych.

Zapewne jest tak, że owa zdolność wyjaśniająca teorii, ale też predyktywna na poziomie mikro jest wzmacniana przez dominujące w tej sferze instytucje w sensie T. Veblena [Veblen 1998]. Opiekuńczość rodzinna, chciwość, zasady dobrej roboty itd., a także silna personifikacja kooperacji gospodarczej, co wzmacnia znaczenie reputacji i rzetelności kupieckiej, stanowią wystarczające regulatory lokalnej gry rynkowej, a zarazem instytucje nadzorcze.

Uchylenie powyższych założeń i przyjęcie innych, typowych do wyjaśnienia procesów gospodarczych w skali makro, a więc:

- wybory ekonomiczne dotyczą dóbr/usług (w tym instrumentów finansowych) wyższego rzędu,
- dobra będące przedmiotem wymiany są dostępne na globalnym rynku (np. pepsi cola) i oferowane przez oligopolistyczne, często ponadnarodowe korporacje,
- krzywe popytu i użyteczności są deformowane przez agresywne kampanie marketingowe, co w miejsce pełnej racjonalności nabywcy wprowadza pierwiastek irracjonalności (np. tak zwane decyzje kupna przez serce),
- gospodarka jest otwarta, poddana wpływom globalnym i różnorodnym czynnikom kulturowym,
- gra rynkowa rozwija się w krótkim i długim okresie, w którym postęp techniczny wpływa na koszty wytwarzania i inflację,
- gospodarka światowa podlega stałym procesom integracyjnym,
- rynki finansowe są współzależne (arbitraż finansowy i regulacyjny), a transakcje P-P są dominujące,

proceedzi do konkluzji, że wraz ze wzrostem złożoności opisywanego fragmentu rzeczywistości społeczno-ekonomicznej zdolność wyjaśniająca i predyktywna teorii maleje. O ile nierównowaga jest odchyleniem od równowagi w mikroskali, o tyle w skali makro jest odwrotnie. Nierównowaga i jej odtwarzanie na różnych poziomach są względnie trwałe, a instytucje publiczne słabe, niezdolne do efektywnego regulowania i nadzoru, odwrotnie niż w instytucjach regulujących zachowania jednostki w skali mikro.

Na tym tle potrzeba nowej ekonomii politycznej opierającej mikro- i makroekonomię na wspólnych założeniach, nowej polityki gospodarczej wraz z pomysłem na nowe rozwiązania instytucjonalne w zakresie regulacji i nadzoru jest oczywista. Wielki kryzys lat trzydziestych XX wieku zrodził keynesizm, stagflacja lat siedemdziesiątych – neoliberalizm, który dziś ulega destrukcji. Konieczna jest globalna wizja świata i zarządzania w XXI wieku. Koncepcje te nie pojawią się bez kolejnego przełomu w zapleczu teoretycznym, w którym istotną rolę muszą odegrać nauki o finansach.

5. Kierunki refleksji w naukach o finansach

Nauki o finansach wyodrębniały się stopniowo z teorii ekonomii, rozwijając własne fundamentalne ustalenia, rzeklibyśmy paradygmaty (zob. [Frąckowiak 2010]). Wszak z wielu przejętych założeń z tej teorii dwa są centralne, a mianowicie idea homo oeconomicus i równowaga jako stan pożądany. Kategorie te doczekały się już wielostronnej krytyki, zwłaszcza w świetle ostatniego kryzysu, lecz mimo to nadal są podstawowym narzędziem tworzenia teorii. Te, wraz z prawem popytu i podaży oraz modelem doskonałej konkurencji, stanowią jakby wyjściowe kierunkowskazy, wzdłuż których rozwija się proces poznawczy, ale też predykcyjny.

Współczesne paradygmaty nauk o finansach, do których należy zaliczyć przede wszystkim:

- współczesne teorie przedsiębiorstwa związane z teorią rynku kapitałowego (teorię neoklasyczną zalicza się do mikroekonomii),
- teorię wartości w czasie,
- teorię ryzyka,
- teorię kosztu i struktury kapitału,
- teorię wyceny aktywów,
- teorię efektywności informacyjnej rynku kapitałowego,
- teorię międzynarodowej cyrkulacji kapitału,
- teorię fuzji i przejęć,

są w stopniu istotnym naznaczone tymi paradygmatami.

Rozpocznijmy od teorii przedsiębiorstwa, tej współczesnej i wcześniejszej, neoklasycznej. Teorie współczesne dają opis przedsiębiorstwa korporacyjnego, gdzie występuje rozdział własności i zarządzania. Ponadto, mimo że własność wykazuje różny stopień skupienia, dominująca teoria agencji i praw własności zasada się na założeniu rozproszonego akcjonariatu. Są to zwykle firmy duże, o znacznym udziale aktywów trwałych, działające w sektorze produkcyjnym bądź/i handlowym. Tymczasem znacznie ponad 50% PKB (w USA, krajach UE, Polsce) tworzą jednostki sektora SME, w tym firmy rodzinne, zatrudniające ponad 60% ogółu czynnych zasobów pracy, z których większość funkcjonuje w sektorze usług, gdzie aktywa trwałe nie są zwykle dominujące w aktywach ogółem. Przekłada się to na ich cele oraz podejście do ryzyka. Cele te istotnie różnią istniejące teorie. I tak teoria neoklasyczna opisuje główny motyw przedsiębiorstwa w formie maksymalizacji zysku. Teorie współczesne za główny cel jego działalności uznają alternatywnie maksymalizację wartości rynkowej, maksymalizację bogactwa akcjonariuszy lub jeszcze szerzej – interesariuszy. Wedle H. Simona celem przedsiębiorstwa są zyski zadowalające. Jest oczywiste, że każdy z tych celów wyznacza inne podejście do gospodarowania, w tym zarządzania ryzykiem, sytuuje przedsiębiorstwo w innym punkcie względem równowagi. Ponadto maksymalizacji zysku może towarzyszyć jednoczesny spadek wartości rynkowej i odwrotnie. Wzrost wartości rynkowej może oznaczać ograniczenie zysków do poziomu wyznaczonego przez minimalny poziom kosztów prze-

ciężnych. Są to relacje znane na gruncie teorii kosztów i cen. Z kolei wzrost wartości rynkowej nie musi koniecznie prowadzić do wzrostu bogactwa akcjonariuszy, ten zaś nie jest jednoznaczny ze wzrostem bogactwa interesariuszy. Do tego wprowadzić trzeba motywy przedsiębiorstw rodzinnych, o których wiedza teoretyczna jest dość wąska. Z ostatnich badań [Stradomski 2010] wynika, że własność rodzinna jest bardziej konserwatywna, nastawiona najpierw na przetrwanie i sukcesję. Inną jeszcze charakterystykę celów mają przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (np. oczyszczania miasta).

Ten ogólny przegląd ukazuje różnorodność przedsiębiorstw i ich zachowań. Zachęca do konstatacji, że kategorie racjonalności, równowagi, relacji ryzyko-efektywność mają odmienne konotacje. Wyznacza to pokąźną przestrzeń badawczą, potrzebę rozpoznania tych zachowań i prawidłowości je wyznaczających. Dopiero na tej kanwie można oczekiwać spójnej, uogólnionej teorii przedsiębiorstwa, co wymaga też nowego spojrzenia na inne paradygmaty nauk o finansach. Przede wszystkim na dalsze pogłębione badania zasługują teorie wyceny i związane z nią teoria kosztu i struktury kapitału oraz teoria wartości w czasie. Model CAPM wywodzi się z neoklasycznych założeń konkurencji doskonałej, racjonalności decydenta, symetrii rozkładu ryzyka, gdzie podstawą jest analiza fundamentalna gospodarki realnej, przedsiębiorstw wytwarzających dobra materialne, wyposażonych w pokąźny majątek trwały. Ostatni kryzys dobitnie unaoczniał, że założenia te wydatnie odstają od rzeczywistości. Dominacja transakcji P-P i spekulacyjnych oraz związana z nimi kreacja pieniądza w wyniku monetyzacji aktywów, przelewarowanie, zwłaszcza instytucji finansowych, wpływ czynników psychologiczno-behawioralnych na decyzje skutkujący anomaliami rynkowymi, rosnący udział usług w PKB, a więc firm o relatywnie małym majątku trwałym, wyraźne skrócenie horyzontu decyzyjnego i przewaga analizy technicznej w podejmowaniu decyzji to wystarczające przesłanki do krytycznego rozważenia teorii kosztu kapitału opartej na CAPM i WACC. Ponadto wskazana już tendencja do wyrównywania się krańcowej użyteczności konsumpcji wskutek agresywnego marketingu, efektu demonstracji i naśladownictwa oraz narastającego hedonizmu rzuca inne światło na zróżnicowanie wartości w czasie, a tym samym na teorię stopy procentowej. Problem dodatkowo komplikuje się na tle ustaleń D. Kahnemana i A. Tverskiego dotyczących awersji do strat.

Rozważania te korespondują z teorią kosztu i struktury kapitału. Kryzys unaoczniał ostrość zjawiska przelewarowania. Dotyczy to zwłaszcza instytucji finansowych i dużych firm notowanych na giełdzie, które w pogoni za maksymalizacją rocznej stopy zwrotu z kapitałów własnych (a więc w okresie oceny sprawności zarządzania przez akcjonariuszy) w sposób naturalny zainteresowane są wzrostem udziału długu w strukturze kapitałowej. Praktyka pokazuje słabość tej teorii, co przemawiałoby za dalszym poszukiwaniem nowych elementów, które pozwoliłyby nadać jej uniwersalną funkcjonalność. Rodzi to także potrzebę rozwoju finansów instytucjonalnych, dostarczających normatywne rozwiązania regulacyjne i nadzorcze. Szczególnego

zbadania wymagałoby też ustalenie wpływu struktury akcjonariatu (skupiony, rozproszony, dominujący udział inwestora branżowego lub finansowego itp.), formy przedsiębiorstwa (ponadnarodowe, prywatne i publiczne, rodzinne, małe i średnie), a więc o zróżnicowanym dostępie do rynków finansowych oraz udziału aktywów trwałych w bilansie na poziom wymaganej stopy zwrotu, a tym samym kosztu kapitału własnego. To zaś uzasadnia potrzebę dalszych badań nad teorią wyceny w powiązaniu z teorią ryzyka. Świat, gospodarka globalna podlegają coraz szybszym zmianom. Sprawia to, że historia powtarza się w coraz grubszych zarysach i jest coraz mniej przydatna w budowie scenariuszy przyszłości. Rozkład gaussowski, podobnie jak model konkurencji doskonałej i homo oeconomicus, to tyleż wygodny, co coraz bardziej nieprawdziwy opis rzeczywistości. Do tego gwałtowny przyrost informacji czyni obraz mniej wyraźnym, trudniej rozpoznawalnym. Otwiera to pole dla heurystyki, rozumowania w logicznych kategoriach przyczynowo-skutkowych, funkcjonalnych i bilansowych, a zarazem stawia znak zapytania nad przydatnością dynamicznych metod wyceny (wszelkie odmiany NPV), w których tzw. wartość rezydualna, oparta na bardzo wrażliwych założeniach, stanowi najczęściej ponad 60% całkowitej wartości wewnętrznej wycenianego przedsiębiorstwa. Rozstrojenie to jest tym bardziej możliwe, im bardziej odrealniona, wirtualna staje się gospodarka, w której transakcje P-P są dominujące. Na tym tle wyłania się potrzeba nowego spojrzenia na przydatność i rozwój ilościowo-wartościowych metod wyceny opartych na kosztach wytworzenia np. jednostki produktu czy zdolności produkcyjnych. Ta tradycja, silna w krajach germańskich, jest niedoceniana w dominującej szkole anglosaskiej, opartej na skądinąd nierealistycznych dwóch założeniach. Po pierwsze, że istnieje silny związek rynków rzeczowych i finansowych, a po drugie, że te ostatnie adekwatnie i fundamentalnie odzwierciedlają (w formie cen instrumentów finansowych) procesy zachodzące na tych pierwszych. Oznacza to, że ceny pochodzące z rynków finansowych mogą być wystarczająco użyteczne do wyceny aktywów (przedsiębiorstw i ich składników) rynków rzeczowych.

Na odrębną refleksję zasługuje też teoria międzynarodowej cyrkulacji kapitału. O ile ta jej część, która opisuje przepływ kapitału związanego z inwestycjami rzeczowymi (w nowe zdolności produkcyjne w kraju goszczącym inwestora zagranicznego) daje adekwatny opis i ma dostateczną siłę wyjaśniającą, o tyle drugi jej fragment, poświęcony globalnej cyrkulacji kapitału finansowego, nie tworzy spójnego obrazu. W literaturze przedmiotu dominują raczej opisy kolejnych przypadków zapaści walutowych, baniek spekulacyjnych i kryzysów finansowych oraz stosowanych narzędzi przywracania równowagi na lokalnych rynkach finansowych w różnych regionach i krajach oraz w różnym czasie. Nie ma natomiast spójnej teorii uogólniającej. Konsekwencją tego jest spór w praktyce wymiany międzynarodowej o to, czy np. *juan* jest nad- czy podwartościowy, jaka jest granica nowych emisji dolara przez USA i jakie będą tego skutki dla gospodarki światowej, jak zahamować rosnące zadłużenie krajów rozwiniętych, czy wreszcie, jak uniknąć kryzysu

finansowego w krajach eurolandu. Nie ma dostatecznej wiedzy teoretycznej na temat skutków globalnych protekcjonistycznej polityki celnej w relacjach Północ (kraje bogate) – Południe (kraje biedne) czy mechanizmów ograniczających i kontrolujących międzynarodowy przepływ kapitału, a także narzędzi walki z kapitałem spekulacyjnym.

Doskonałym przykładem jest tu trwający kryzys finansowy w stworzonej przez 17 krajów unii walutowej w ramach Unii Europejskiej. Zapaść finansowa Grecji i Irlandii, niepewna sytuacja w Portugalii i Hiszpanii dowodzą niesprawności podstaw, na jakich oparto wprowadzenie wspólnej waluty (euro). W istocie w obrębie eurolandu obowiązuje jedna polityka monetarna (prowadzona przez Europejski Bank Centralny, EBC), przy 17 politykach fiskalnych państw–członków unii walutowej. Polityka EBC odzwierciedlająca interesy całości obszaru walutowego (wspólne stopy procentowe) została oparta na z góry nierealistycznych następujących założeniach:

- poszczególne kraje reprezentują podobny poziom rozwoju i podobne struktury gospodarcze (czyli podlegają tym samym prawidłowościom cyklu koniunkturalnego),
- rynki pracy i innowacji tych krajów są podobne pod względem elastyczności, co umożliwi przeprowadzenie w podobnej skali i tempie substytucji pracy droższej przez tańszą lub przez pracę uprzedmiotowioną (postęp techniczny).

W konsekwencji konsumenci niemieccy oszczędzają, a ich gospodarka jest jednym z największych eksporterów w świecie. Natomiast Grecy konsumują na koszt przyszłych pokoleń i bardziej oszczędnych innych członków Unii. Wobec braku wspólnych dla całego obszaru mechanizmów zachowywania dyscypliny budżetowej i przeprowadzania reform strukturalnych oraz autonomii 17 polityk fiskalnych dochodzi do kryzysu finansowego całej unii walutowej i gwałtownego spadku zaufania do wspólnej waluty euro.

Wreszcie na koniec tych refleksji należy podnieść problem nierozpoznany dostatecznie ani w teorii ekonomii, ani finansów. Problem, który w świetle pogłębiających się w skali globalnej nierównowag, deficytów budżetowych i długu publicznego oraz rosnącej dominacji doraźnych decyzji bez właściwego uwzględnienia implikacji długoterminowych, staje się kluczowy. Jest nim dylemat granic zadłużania się na koszt przyszłych pokoleń. Należy oczekiwać, że coraz natarczywiej będą się nasuwać pytania: Na jakich warunkach obecne żyjące pokolenia mogą zaspokajać swoje potrzeby, przesuując ich koszty na przyszłość? Czy w grze rynkowej o zasoby i maksymalizację konsumpcji bieżącej, która coraz częściej przeistacza się w hedonizm, obecna generacja nie powinna dopuścić do głosu tych, którzy dopiero przyjdą? Jeśli tak, to jak zapewnić ich reprezentację w owej toczącej się obecnie grze rynkowej? Czy istnieje cena za krańcową jednostkę konsumpcji (finansowana długiem), za którą gotowa byłaby zapłacić przyszła generacja? Czy cena ta nie powinna wchodzić do bieżącego rachunku kosztów wykorzystania zasobów? A jeśli tak, to

jak ją oszacować? Słowem, czy nie rodzi się potrzeba rozpoznania tej tak subtelnej i delikatnej materii, której rezultat wyraziłby się w modelu międzygeneracyjnego podziału zasobów, opisującym warunki równowagi między interesami obecnych i przyszłych pokoleń? Wydaje się, że postulat ten jest oczywisty, jeśli chcemy zostawić świat lepszy od zastanego.

6. Zakończenie

W ostatnich kilku dekadach nastąpiło zdecydowane przyspieszenie rozwoju rynków i instrumentów finansowych. Świat finansów staje się coraz bardziej złożony, ale też odległy od świata, w którym kiedyś niepodzielnie dominowała gospodarka rzeczowa, produkcja i związana z nimi wymiana. Obecnie ten immanentny związek pieniądza i towaru nie jest – jak udowadnia praktyka – warunkiem koniecznym pomnażania bogactwa. O ile kiedyś produkt materialny, towar, a później akcja, obligacja, czyli tzw. instrumenty bazowe, oddawały stan tych rynków, o tyle dzisiaj bardziej charakterystyczne są kontrakty terminowe, instrumenty pochodne czy sekurytyzacja. Dynamiczne przekształcenia praktyki finansów sprawiają, że nauka o nich jest najbardziej innowacyjną, a zarazem najszybciej rozwijającą się dyscypliną w naukach ekonomicznych. Prawdę tę w sposób nader oczywisty unaocznili ostatni kryzys. Tej właśnie myśli podporządkowano przeprowadzone rozważania, które w zamyśle autora mają inspirować do dyskusji i polemiki, do poszukiwania nowych ujęć i rozwiązań, tak potrzebnych współczesnej globalnej gospodarce.

Literatura

- Bauman Z., *Zindywidualizowane społeczeństwo*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2008.
- Flejterski S., *Paradygmaty w naukach o finansach (ze szczególnym uwzględnieniem nauki o bankowości)*, [w:] W. Frąckowiak, J. Szambelańczyk (red.), *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach*, Wydawnictwo UE, Poznań 2010.
- Frąckowiak W., *Od „starych” do „nowych” paradygmatów nauk o finansach*, [w:] W. Frąckowiak, J. Szambelańczyk (red.), *Ku nowemu paradygmatowi nauk o finansach*, Wydawnictwo UE, Poznań 2010.
- Fukuyama F., *Koniec historii*, Znak, Warszawa 1996.
- Lewis W.W., *The Power of Productivity. Wealth, Poverty and the Threat to Global Stability*, University of Chicago Press, Chicago 2004.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010.
- Veblen T., *Teoria klasy próżniaczej*, Muza, Warszawa 1998.

CHALLENGES FOR THEORY AND PRACTICE OF FINANCE IN THE LIGHT OF ECONOMIC CRISIS

Summary: The paper aims to present the challenges the finance theory and practice face in the light of world economic crisis. General and specific reasons of crisis are discussed at first. Human being motives of activity and overconsumption are those of having general character. On the contrary ineffective monetary and fiscal policy and poor regulatory and control system belong to a specific group of reasons. From this perspective a view was formulated that the theory of economics and finance do not have enough explanatory and predictive power. Therefore new research frontiers are required to create premises to get the world economy back to equilibrium which is the topic of the next section. It leads to the conclusion that there is a need to elaborate new political economy integrating micro and macroeconomics on the new paradigm basis. It also makes open space for the theory of finance in dealing with new challenges. New research approaches are needed within the theory of firm, cost and capital structure, asset valuation and international financial capital circulation. The elaboration of intergeneration resource allocation model is a matter of great importance. It should provide answers as far as limits of debt absorption at the cost of next generations are considered.