Jakub KURIATA

ETYKA
KURACJA DLA RYNKÓW FINANSOWYCH*

Nikt nie kwestionuje dziś poważnie twierdzenia, że w pewnych okolicznościach niewidzialna ręka wolnego rynku zawodzi i od czasu do czasu potrzebuje korekty. W tym też celu istnieją instytucje ściśle regulujące i kontrolujące rynki finansowe. Zaostrzając restrykcje i zwiększając uprawnienia instytucji nadzoru rynku finansowego, niekoniecznie zbliżamy się do ideału pielęgnacji cnót moralnych, ale być może zwiększamy szansę na osiągnięcie wyniku, jakim jest lepsze funkcjonowanie rynku.

Na skutek ułomności charakteru ludzie często wybierają dobro,
które mają pod ręką, choć wiedzą, że jest ono mniej cenne.
J.S. Mill, *Utylitaryzm*, tłum. M. Ossowska

W ciągu ostatnich kilku lat w debatach z pogranicza etyki i dziedziny finansów koncentrowano się przede wszystkim na działaniach banków: nadmiernie „zlewarowanych”[1] i wykazujących przesadną skłonność do podejmowania ryzyka, co stanowiło jedną z podstawowych przyczyn kryzysu finansowego z lat 2007-2009. Uczuciem dominującym wśród uczestników i obserwatorów życia gospodarczego była świadomość, że rynki finansowe znalazły się na skraju załamania. Wysiłki podjęte wówczas przez banki centralne, instytucje nadzoru finansowego oraz rządy miały na celu ustabilizowanie sytuacji i stworzenie nowych ram regulacyjnych dla funkcjonowania rynku. Jak trafnie zauważył Craig K. Lehman, mechanizmy pośrednictwa finansowego leżą u podstaw „większości interesujących pytań filozoficznych na temat funkcjonowania korporacyjnego kapitalizmu”[2], ponieważ instytucje finansowe gromadzą i zarządzają wyjątkowo dużymi funduszami, co wymaga zaangażowania coraz bardziej wyspecjalizowanych pośredników. W tym kontekście nie dziwi, iż spośród

* Niniejszy artykuł w wersji angielskiej, zatytułowanej *Ethics: A Diet for Highly Leveraged Financial Markets*, uzyskał pierwszą lokatę w trzeciej edycji konkursu o Nagrodę Robina Cosgrove'a za najciekawszy tekst na temat etyki w dziedzinie finansów. Zob. Ethics in Finance Robin Cosgrove Prize 2011, http://robincosgroveprize.org/. Kolejna edycja konkursu zostanie rozpisana wiosną 2012 roku.

[1] Termin „zlewarowanie” (ang. financial leverage) używany jest przez finansistów na określenie dźwigni finansowej, czyli stosunku zadłużenia do kapitału własnego.

[2] C. L e h m a n, *Moral and Conceptual Issues in Investment and Finance: An Overview*, „Journal of Business Ethics” 7(1988) nr 1-2, s. 4. O ile nie podano inaczej, tłumaczenie fragmentów obcojęzycznych – J.K.

szerokiego spektrum zagadnień, którymi zajmuje się etyka finansowa, do najpilniejszych kwestii należy refleksja na temat etycznego wymiaru ostatniego kryzysu finansowego, ale także odpowiedź na pytanie, w jakim stopniu teorie etyczne mogą być przydatne w budowaniu nowego modelu funkcjonowania rynków finansowych.

O ETYCE W EKONOMII

Dyskusje na temat niedawnego krachu na rynkach finansowych są nadzwyczaj trudne między innymi ze względu na to, że ich uczestnicy nierzadko posługują się zupełnie innymi językami. Jak podkreśla Richard P. Nielsen, wielu współczesnych ekonomistów „oddzieliło badania nad ekonomią i powiązanymi zagadnieniami etycznymi – na przykład praktykami monopolistycznymi – od moralnej oceny tych zagadnień”[3]. Stało się już normą, że we współczesnej literaturze ekonomicznej używa się eleganckich modeli matematycznych, z reguły zaś nie podejmuje się wątków etycznych – brak ich nawet na liście tematów pominiętych. Jednocześnie, jak w błyskotliwie zwięzłej formule ujął to Knud Haakonssen, „współczesna filozofia moralności jest poszukiwaniem uniwersalnej doktryny normatywnej”[4]. Dla ekonomisty mającego jedynie ogólną wiedzę na temat historii idei pytania: „Czym właściwie są etyczne finanse?” oraz „Na jakiej podstawie teoretycznej mamy budować ocenę moralną funkcjonowania rynków finansowych?”, nie jawią się jako zupełnie bezzasadne. Czy powinniśmy przyjąć koncepcję deontologiczną, czy raczej teleologiczną? Czy możemy abstrahować od wpływów religii i wyobrażeń społecznych na percepcję rynków finansowych, zmieniającą się na przestrzeni wieków?

Aby przeciąć ten węzeł gordyjski, najlepiej jest wyjść od prostej formuły, która byłaby akceptowalna dla możliwie najszerszego grona zainteresowanych. Takim wspólnym mianownikiem wydają się dwa podstawowe składniki etyki Arystotelesowskiej: po pierwsze, przekonanie, że eudajmonia (czyli szczęście) jest najważniejszym celem (gr. telos) życia ludzkiego, a po drugie, definicja szczęścia jako życia według pewnych cnót. Warto w tym miejscu podkreślić, że według Arystotelesa cnoty trzeba doskonalić przez praktykę. W tym sensie są one porównywalne z wyjątkowymi umiejętnościami, których nie sposób nabyć jedynie na podstawie lektur podręczników albo słuchając wy-

[3] R.P. N i e l s e n, *High-Leverage Finance Capitalism, the Economic Crisis, Structurally Related Ethics Issues and Potential Reforms*, „Business Ethics Quarterly” 20(2010) nr 2, s. 300.

[4] K. H a a k o n s s e n, *Introduction*, w: A. Smith, *The Theory of Moral Sentiments*, Cambridge University Press, Cambrigde 2002, s. VII.

kładu. Na podobnej zasadzie ktoś, kto pragnie zostać dobrym kierowcą, musi regularnie odbywać jazdy ćwiczeniowe.

Chociaż wobec podejścia tego można sformułować uzasadnioną krytykę[5], ta dwuaspektowa perspektywa: celu i cnót, będzie nam nadal towarzyszyć w dalszych rozważaniach.

Kolejną kwestią, którą należy poruszyć na wstępie, jest pytanie o naturę współczesnych rynków finansowych. Jak podkreślają na przykład Bruno Biais, Jean-Charles Rochet i Paul Woolley, postęp techniczny, napływ wysoko wykwalifikowanych pracowników i liberalizacja rynków przyczyniły się do rozwoju nowych produktów (sekurytyzacji) i nowych strategii inwestycyjnych (funduszów hedgingowych, funduszów własności prywatnej inwestujących w spółki, które nie weszły do obrotu publicznego – ang. private equity), które głęboko odmieniły oblicze sektora finansowego[6]. Nielsen z kolei stawia tezę, iż najważniejszą cechą charakterystyczną współczesnych finansów jest bardzo wysoki poziom „zlewarowania" instytucji finansowych[7]. Ponadto musimy pamiętać o procesach globalizacyjnych, które w sektorze finansów okazały się co najmniej tak szybkie, jak w dziedzinie handlu międzynarodowego, a być może nawet szybsze. Choć zdania co do roli globalizacji były podzielone – wielu specjalistów twierdziło, że pozwoli ona na redystrybucję i rozproszenie ryzyka, a co za tym idzie, na łatwiejsze nim zarządzanie, rozwój transgranicznych przepływów finansowych okazał się nośnikiem, który sprawił, że lokalne zawirowania finansowe przekształciły się w kryzys globalny.

Pozwalam sobie na dokładniejsze omówienie podstawowych pojęć, ponieważ w debacie publicznej nazbyt często podchodzi się do tematu finansów w sposób bardzo płytki, skupiając się na skandalach powodowanych nadużyciami i oszustwami, nie zwracając zaś uwagi na coraz większą złożoność współczesnych finansów i pomijając rolę, jaką odgrywały one w historii.

W pozostałej części rozważań postaram się dowieść, że jedyną realistyczną metodą oceny rynków finansowych pod kątem etycznym jest wspomniane na wstępie podejście teleologiczne: rynki finansowe mają pozytywny wpływ na życie ludzkie pod warunkiem, że wypełniają efektywnie swoją rolę. Wyłącznie deontologiczne podejście do finansów nigdy nie zostało w pełni zastosowane. Nie sposób jednak nie dostrzegać, że żyjemy w świecie regulacji i narzuco-

[5] W rozprawie *O podstawie moralności* Schopenhauer twierdzi: „Kant oddał etyce jedną wielką usługę, a mianowicie oczyścił ją z wszelkiego eudajmonizmu" (tłum. Z. Bassakówna, Wydawnictwo Zielona Sowa, Kraków 2004, s. 17).

[6] Zob. B. B i a i s, J.C. R o c h e t, P. W o o l l e y, *The Lifecycle of the Financial Sector and Other Speculative Industries*, „Institut d'Economie Industrielle (IDEI) Working Papers", nr 549, 24 IV 2009.

[7] Zob. N i e l s e n, dz. cyt.

nych nam norm postępowania, i dlatego też postaram się nakreślić następnie prosty program ramowy naprawy rynków finansowych, którego podstawowym celem jest przywrócenie im stabilności. Nie uważam przy tym, że dostosowywanie się do regulacji wystarcza, by krzewić postawy etyczne wśród uczestników rynku. Potrzeba bowiem zaangażowania ich wszystkich w równoległe procesy edukacji ekonomicznej (ze względu na wysoki poziom analfabetyzmu finansowego w społeczeństwie) oraz dialogu na temat sposobu, w jaki rynki finansowe mogą przyczynić się do wspierania dobra wspólnego. Poniższa analiza dotyczy przede wszystkim krajów wysoko rozwiniętych, nie można jednak wykluczyć, że niektóre jej elementy mogą znaleźć zastosowanie także w krajach rozwijających się.

BODŹCE A MOTYWACJE MORALNE

James Tobin, zapytany o to, jak jednym słowem określić, czym zajmuje się ekonomia, odpowiedział: bodźcami. Stosunkowo szybko ekonomiści stworzyli koncepcję homo economicusa, starając się zrozumieć, jakie motywacje stoją za jego wyborami dotyczącymi konsumpcji, pracy i wypoczynku. W znakomitej większości modeli ekonomicznych zakłada się, że jednostki realizują indywidualny interes, dokonując maksymalizacji wybranej przez siebie funkcji użyteczności przy istniejących ograniczeniach zasobów. Taka charakterystyka zachowania ludzkiego jest w przybliżeniu odwzorowaniem utylitarnej etyki rodem z dzieł Johna Stuarta Milla. Istnieją oczywiście modele, w których próbuje się wyjaśniać, dlaczego w pewnych sytuacjach ludzie postępują altruistycznie, wykazując na przykład, że jednostki podejmują decyzje na podstawie tak zwanych niepełnych informacji. W literaturze pojawiały się nawet próby zastosowania etyki Kantowskiej w mikroekonomii, ale pozostały one na marginesie myśli ekonomicznej[8]. Jednym słowem, można mówić o całym szeregu odstępstw od pewnego idealnego typu, jakim jest homo economicus. Z reguły jednak, mimo nielicznych wyjątków, modele ekonomiczne nie odnoszą się do wątpliwości związanych z moralnymi motywacjami, jakie mogą stać za decyzjami konsumentów czy producentów.

[8] Jean-Jacques Laffont przedstawia model, w którym konsument maksymalizuje funkcję użyteczności zbudowaną zgodnie z Kantowskim uniwersalnym imperatywem kategorycznym: „Postępuj tylko według takiej maksymy, dzięki której możesz zarazem chcieć, żeby stała się powszechnym prawem". Zob. J.J. L a f f o n t, *Macroeconomic Constraints, Economic Efficiency and Ethics: An Introduction to Kantion Economics*, „Economica", New Series, 42(1975) nr 168, s. 430-437. Z kolei Mark D. White sugeruje, że nawet homo economicus może działać, kierując się „względnymi nakazami" (ang. imperfect duties), ale nie próbuje przełożyć tej hipotezy na język formalnych modeli, a ponadto znacząco osłabia rygory moralne stawiane przez Kanta (zob. M.D. W h i t e, *Can Homo Economicus Follow Kant's Categorical Imperative?*, „Journal of Socio-Economics" 33(2004) nr 1, s. 89-106).

MOTYWACJE MORALNE

Simone de Colle i Patricia H. Werhane[9] analizują rolę motywacji moralnych w trzech ważnych systemach etycznych: w Arystotelesowskiej teorii cnót, Kantowskiej deontologii i w etyce utylitarnej Johna Stuarta Milla. Według tych autorów zarówno Kant, jak i Arystoteles byliby zgodni, że motywy ludzkich działań powinny wynikać wyłącznie z wewnętrznych imperatywów moralnych. Także Mill, choć dopuszcza możliwość, że postępowanie etyczne, moralnie dobre, może być efektem podporządkowania się regułom narzuconym z zewnątrz, przypisuje moralną wyższość działaniom, które wynikają z przekonań wewnętrznych. Arystoteles, Kant i Mill są też zgodni, że życie ludzkie ma określony cel (choć różnią się co do definicji tego celu), co oznacza, że jednostki muszą cechować się racjonalnością, aby być w stanie ów cel dostrzec i zrozumieć.

Motywacje moralne w systemach etycznych są odpowiednikiem bodźców w ekonomii. Próbując zastosować ten model myślenia do funkcjonowania współczesnych rynków finansowych, stajemy jednak przed następującym problemem intelektualnym: w jaki sposób pogodzić sytuację, w której instytucje państwowe nakładają system regulacji i kar na uczestników rynku, chcąc wymusić ich „etyczne" postępowanie, z hipotezą, że warunkiem postępowania etycznego jest motywowanie ludzkich działań imperatywem wewnętrznym?

Oczywiste jest, że posłuszeństwo narzuconym regułom nie wystarcza, by zakwalifikować dany czyn jako moralnie dobry. W szczególności, jeśli przyjmujemy punkt widzenia deontologii Kantowskiej, nie tylko niewystarczające, ale wręcz nieistotne jest to, czy postępujemy zgodnie z obowiązującym prawem. Kant podaje w tym kontekście przykład kupca (mógłby to być również bankier), który traktuje w równy sposób wszystkich swoich klientów, ponieważ wie, że inne postępowanie mogłoby zaszkodzić jego reputacji, a to działałoby na niekorzyść jego interesów. Również tego rodzaju motywacja nie pozwala zakwalifikować jego czynu jako moralnie dobrego. U podstaw postępowania moralnie dobrego może znajdować się jedynie dobra wola. Nietrudno jednak zgadnąć, że instytucje odpowiedzialne za nadzór finansowy nie podjęłyby ryzyka, jakim byłoby zawierzenie na słowo uczestnikom rynku finansowego, że będą się oni kierować Kantowskim imperatywem moralnym czy Arystotelesowską teorią cnót.

Nikt nie kwestionuje dziś poważnie twierdzenia, że w pewnych okolicznościach niewidzialna ręka wolnego rynku zawodzi i od czasu do czasu potrzebuje korekty. W tym też celu istnieją instytucje ściśle regulujące i kontrolujące

[9] Zob. S. de Colle, P.H. Werhane, *Moral Motivation Across Ethical Theories: What Can We Learn for Designing Corporate Ethics Programs?*, „Journal of Business Ethics" 81(2008) nr 4, s. 751-764.

rynki finansowe[10]. Zaostrzając restrykcje i zwiększając uprawnienia instytucji nadzoru rynku finansowego, niekoniecznie zbliżamy się do ideału pielęgnacji cnót moralnych, ale być może zwiększamy szansę na osiągnięcie wyniku, jakim jest lepsze funkcjonowanie rynku. Postawę taką można by sklasyfikować jako teleologiczną, gdyż kładzie się w niej nacisk na ocenę postępowania rynku w oparciu o osiągane przez niego rezultaty w dążeniu do celu. Nie otrzymamy jednak w ten sposób odpowiedzi na pytanie, jakie właściwie są cele istnienia rynków finansowych, czyli inaczej mówiąc, jakich kategorii powinniśmy używać, dokonując oceny ich funkcjonowania. Odpowiedź na to pytanie wymaga cofnięcia się na moment do wieków przeszłych i przyjrzenia się historii rozwoju sektora finansowego.

PODEJŚCIE TELEOLOGICZNE – JAK OCENIAĆ RYNKI FINANSOWE?

Nie można zapominać, że teoria ekonomii precyzyjnie odpowiada na pytanie, jakie zadania w gospodarce spełniają rynki finansowe. Podstawową ich rolą jest pośrednictwo w alokacji dostępnych środków (oszczędności), tak aby można było je wykorzystać w sposób najbardziej produktywny. Innym, choć nie mniej ważnym zadaniem jest redystrybucja ryzyka – od jednostek mających awersję do ryzyka do tych, które chcą i potrafią nim zarządzać. Kwestią mocno wątpliwą pozostaje jednak to, czy powyższe postulaty zawsze są właściwie rozumiane. Wielu ludzi uważa bowiem, że ludzka bieda spowodowana jest istnieniem instytucji finansowych, nie zaś ich brakiem. Zakaz lichwy (rozumianej przez pewien czas jako zakaz pobierania jakichkolwiek gratyfikacji od pożyczonej sumy pieniędzy), wprowadzony w średniowieczu przez Kościół rzymskokatolicki, pozostaje symptomatyczny dla uprzedzeń wobec rynków finansowych. Constant J. Mews i Ibrahim Abraham pokazują interesującą zależność między wzmożeniem potępienia lichwy przez zakonników dominikańskich i franciszkańskich w trzynastym wieku a wzrostem poziomu stóp procentowych[11]. Ten ostatni spowodowany został nagłym wzrostem podaży pieniądza, co z kolei było bezpośrednim wynikiem odnalezienia nowych złóż srebra w Niemczech. Zakazu lichwy nie stosowano jednak rygorystycznie i często zatwierdzano odstępstwa od niego w drodze wyjątku. Co ciekawe, na przykład

[10] Lęk, jaki wielu ludzi odczuwa przed zglobalizowanymi rynkami finansowymi, wynika z tego, że – jak to ujął Paul Krugman – „uosabiają one to, czego ludzie ogólnie nie lubią w gospodarce wolnorynkowej, czyli to, że nikt nie jest odpowiedzialny za całość" (P. K r u g m a n, *We are not the World*, „New York Times" z 13 II 1997).

[11] Zob. J.C. M e w s, I. A b r a h a m, *Usury and Just Compensation: Religious and Financial Ethics in Historical Perspective*, „Journal of Business Ethics" 72(2007) nr 1, s. 1-15.

wczesne formy spółek typu joint-venture i podział zysku w ramach partnerstwa handlowego nie były potępiane. Dopuszczano też stosowanie kar finansowych za opóźnienie w spłacie kapitału. Mews i Abraham przywołują w tym kontekście poglądy św. Tomasza z Akwinu, który dopuszczał możliwość ograniczonej rekompensaty dla pożyczkodawcy, narażającego się wszak na niebezpieczeństwo utraty kapitału. W tym rozumowaniu Akwinaty kryło się intuicyjne rozumienie, czym jest ryzyko kredytowe. Natomiast już idea, by pożyczkodawca mógł żądać odsetek od kredytobiorcy ze względu na koszt alternatywny, czyli utratę możliwości zainwestowania kapitału w spółkę, ziemię albo sklep, okazała się zbyt kontrowersyjna dla większości trzynastowiecznych teologów[12]. Konsekwencje tego były dotkliwe przede wszystkim dla najbiedniejszych, którzy w potrzebie zwracali się do drobnych, działających poza systemem prawnym lichwiarzy, żądających nierzadko niewyobrażalnie wysokich odsetek od pożyczonych pieniędzy.

Z powyższego opisu można wysnuć następujący wniosek: krytycy lichwy nie chcieli zaakceptować istnienia pośredników finansowych trudniących się wyłącznie pożyczaniem pieniędzy na procent, faworyzowali natomiast inwestowanie – używając współczesnego żargonu – w „projekty biznesowe" i ewentualny podział zysków. Obecna w naszej kulturze na przestrzeni stuleci wrogość do finansistów wynikała, jak twierdzi Niall Ferguson, z przeświadczenia, że zarabiający na życie pożyczaniem pieniędzy pasożytują na „prawdziwej" aktywności ekonomicznej, polegającej na rolnictwie czy produkcji przemysłowej[13]. W książce *The Ascent of Money: A Financial History of the World* [„Potęga pieniądza. Finansowa historia świata"] Ferguson przekonująco dowodzi, że w późnym średniowieczu rozwój bankowości doprowadził do rozkwitu nie tylko ekonomicznego, ale i kulturalnego północnych Włoch, oraz pokazuje, dlaczego wczesny rozwój giełdy i bankowości centralnej wywarł pozytywny wpływ na wzrost potęgi handlowej i militarnej Imperium Brytyjskiego. Ujmując to bardziej ogólnie, można powiedzieć, że za cywilizacyjnym sukcesem najbogatszych krajów tak zwanego Zachodu stały wynalazki takie, jak bankowość, ubezpieczenia czy nowoczesna księgowość w przedsiębiorstwach. Zbyt dużym uproszczeniem byłoby twierdzić, że istnieje ścisły związek liniowy między innowacyjnością sektora finansów a poziomem rozwoju danego państwa, ale znakomita większość akademickich ekonomistów jest zgodna, że ist-

[12] Zob. J. M u n r o, *The Late-Medieval Origins of the Modern Financial Revolution: Overcoming Impediments from Church and State*, Working Paper 2001, nr 2, Department of Economics and Institute for Policy Analyses, University of Toronto, http://repec.economics.utoronto.ca/files/UT-ECIPA-MUNRO-01-02.pdf.

[13] Por. N. F e r g u s o n, *The Ascent of Money: A Financial History of The World*, Penguin Books, New York 2009, s. 3.

nieje statystycznie istotna i pozytywna korelacja między poziomem rozwoju systemu finansowego a tempem wzrostu gospodarczego[14].

STABILNOŚĆ I NIESTABILNOŚĆ

W czasach dzisiejszych zawirowań finansowych wykazujemy tendencję, aby za niestabilność gospodarczą obwiniać rynki finansowe, a nowoczesne produkty finansowe porównywać do broni masowego rażenia. Istnieją dość łatwe wyjaśnienia takiego stanu rzeczy: kryzys finansowy z lat 2007-2009 spowodował likwidację części miejsc pracy i obniżenie poziomu życia wielu ludzi. Kryzysy finansowe nie są jednak zjawiskiem nowym, podobnie jak nie jest żadną nowością, że w cyklach ekonomicznych zdarzają się recesje, a nawet bankructwa państw. Wszystkie rozwinięte gospodarki przez takie zawirowania przeszły, co ukazują Carmen Reinhart i Kenneth Rogoff w jednej z najbardziej wpływowych książek ostatnich lat *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* [„Tym razem jest inaczej. Osiem stuleci finansowego szaleństwa"][15]. Banki komercyjne, rządy i banki centralne wierzą natomiast z reguły, że tym razem dysponują pogłębioną wiedzą, lepszymi metodami zarządzania oraz uzyskaną dzięki postępowi technicznemu lepszą infrastrukturą, a dzięki temu będą w stanie nie powtórzyć po raz kolejny starych błędów. Tymczasem kryzysy finansowe wywołane przez pękające „bańki spekulacyjne" – jak powtarza ich najwybitniejszy współczesny badacz Robert J. Schiller – są niemożliwe do uniknięcia, ponieważ ich formowania się nie można dokładnie przewidzieć.

Problemy gospodarcze są ponadto wynikiem działania wielu innych czynników, wśród których chciałbym wyróżnić jeden, a mianowicie niespotykany wcześniej wzrost liczebny ludności, a co za tym idzie, wzrost gospodarek. Jak pisze w artykule zatytułowanym *Need Versus Greed* [„Potrzeba a chciwość"] Jeffrey Sachs, roczny światowy produkt brutto wzrósł z dziesięciu bilionów dolarów amerykańskich w roku 1960 do siedemdziesięciu bilionów dziś[16]. Rzesze ludzi wyszły dzięki temu z nędzy, ale zasoby naturalne naszej planety w alarmującym tempie wyczerpują się w trakcie tego procesu. Sachs uważa, że winna jest przede wszystkim chciwość – nie tylko jednak chciwość bankie-

[14] Dość wyczerpujący przegląd literatury na ten temat można odnaleźć na przykład w artykule Rossa Levine'a *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* („Journal of Economic Literature", t. 35 (1997) nr 2, s. 688-726).

[15] Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2009.

[16] Zob. J. S a c h s, *Need Versus Greed*, http://www.project-syndicate.org/commentary/sachs175/English.

rów, ale tak zwanych społeczeństw zachodnich, które muszą konsumować większą część światowych zasobów, aby utrzymać bardzo wysoki materialny standard życia. Jaka jest w tym wszystkim rola rynków finansowych? Otóż finansiści nie mogą samodzielnie rozwiązać wszystkich problemów dotyczących zrównoważonego rozwoju, przed którymi stoi ludzkość. Powinni jednak pogłębiać wiedzę na temat etycznych aspektów globalizacji, ale przede wszystkim mogą zapewnić większą stabilność gospodarczą – i z tego przede wszystkim powinni być rozliczani.

KURACJA „ODCHUDZAJĄCA" DLA RYNKÓW FINANSOWYCH

Stosując opartą na etyce Arystotelesowskiej metodę, w której realizacja celu (pojmowanego jako dobro do osiągnięcia) łączy się z rozwijaniem odpowiednich cnót, można powiedzieć, że kuracja, jakiej muszą zostać poddane rynki finansowe, powinna obejmować cztery podstawowe elementy: debatę, edukację, odpowiednie bodźce i właściwą dystrybucję produktów finansowych. Dwa ostatnie czynniki, poprzez ograniczanie nadmiernej skłonności do ryzyka, powinny skutecznie pomóc w osiągnięciu celu, jakim jest większa stabilność systemu finansowego, natomiast debata i edukacja (wszystkich uczestników rynku) są koniecznym warunkiem, by rozwijać zachowania rynkowe zgodne z wymaganiami etyki cnót. Zanim przejdziemy do szczegółowych rozwiązań, należy podkreślić dwie rzeczy. Po pierwsze, w tak delikatnej materii zmiany ewolucyjne są lepsze od zmian rewolucyjnych, a rynki finansowe, które znalazły się w szoku po upadku Lehman Brothers, nie potrzebują już kolejnej terapii szokowej. Po drugie, wiele proponowanych poniżej rozwiązań stało się przedmiotem publicznej debaty, a nawet są już one częściowo wprowadzane w życie w formie regulacji. W takich przypadkach zadanie, jakie sobie stawiam, polega na wybraniu najważniejszych obszarów tych regulacji i wskazaniu w nich elementów wymagających korekty.

STRUKTURA BODŹCÓW

Chciałbym rozpocząć od przedstawienia kilku niezbędnych reform otoczenia regulacyjnego. Ze względu na ograniczenia wynikające z formatu rozważań nie możemy tutaj podjąć nawet niewielkiej liczby wątków z bardzo szerokiego zakresu problematyki regulacji finansowych i dlatego proponuję skupić się na tych jej aspektach, które odnoszą się do najważniejszych problemów strukturalnych wymienionych na wstępie, czyli nadmiernej skłonności do ryzyka i zbyt wysokiego poziomu „zlewarowania" instytucji finansowych.

Nowy zestaw regulacji systemu bankowego znany jako Bazylea III[17] jest krokiem w dobrym kierunku, zwłaszcza w zakresie nowych zobowiązań dotyczących płynności. Nowe propozycje dotyczące zobowiązań kapitałowych pozostawiają jednak niedosyt i nie sądzę, by mogły stanowić remedium na wiele problemów, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu.

Po pierwsze, rozwój kredytowych produktów pochodnych pozwolił bankom na rzeczywisty transfer ryzyka kredytowego do innych instytucji, przez co banki mogły obniżać swoje zapotrzebowanie na kapitał własny. Jak dowodzi Darrell Duffie, banki, które mogą używać instrumentów pochodnych do przerzucania ryzyka, mają dużo słabszą motywację do monitorowania wiarygodności kredytowej swoich dłużników[18]. Ułatwia to utrzymywanie w portfelu większych ilości bardzo ryzykownych i (lub) niepłynnych aktywów. W wyniku tych praktyk całkowita suma ryzyka kredytowego w systemie finansowym wzrosła do nieefektywnego poziomu. Po drugie, metody pomiaru ryzyka nie biorą pod uwagę ryzyka systemowego, na które również narażone są banki. „Efekt domina" po upadku dużego banku podczas ostatniego kryzysu został dość dokładnie opisany. Po trzecie, istniejące metody pomiaru ryzyka kredytowego i rynkowego są nadal niedokładne mimo wysiłków na rzecz ich udoskonalenia. Nie jest to bynajmniej krytyka tych wysiłków, ale stwierdzenie faktu. Przykładem niech będzie niedocenianie korelacji ryzyka kredytowego w papierach wartościowych opartych na kredytach hipotecznych. Te dwa ostatnie argumenty rozwija w bardzo interesującym artykule Martin Hellwig[19]. W związku z powyższym trudno mieć nadzieję, że nowe regulacje kapitałowe będą w stanie skutecznie obniżyć poziom „zlewarowania" banków.

Rozwiązaniem mogłoby być wprowadzenie bardzo prostych metod pomiaru poziomu „zlewarowania", które brałyby pod uwagę zwykły stosunek kapitału własnego do wartości księgowej aktywów, nie zaś aktywów ważonych ryzykiem, jak ma to dziś miejsce w standardowych miarach adekwatności kapitałowej. Bazylea III przewiduje taki eksperyment od roku 2013, ale propozycja konkretnego wskaźnika jest zbyt ostrożna. Oczywiście przed podjęciem tak ważnej decyzji należałoby dokonać bardzo szczegółowej analizy wpływu tych rozwiązań na realną gospodarkę, jednakże utrzymywanie relacji kapitałów własnych do aktywów w wysokości 8%-10% pozwoliłoby skutecz-

[17] Mianem Bazylei lub porozumienia bazylejskiego określa się zespół regulacji dotyczących wymogów kapitałowych i zarządzania ryzykiem w banku działających transgranicznie (przyp. red.).

[18] Zob. D. D u f f i e, *Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability*, „Bank for International Settlements Working Papers", nr 255 (lipiec 2008), http://www.bis.org/publ/work255.pdf.

[19] Zob. M. H e l l w i g, *Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010.

niej przeciwdziałać bankructwom banków i uniknąć kosztownych programów ratunkowych.

Warto pamiętać, że tak skomplikowane regulacje, jak Bazylea III mają ogromny wpływ na cały sektor pośrednictwa finansowego, co z kolei przekłada się także na tempo rozwoju gospodarczego (warto pod tym kątem przeczytać analizę wpływu Bazylei III przygotowaną przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych). Ograniczenie możliwości prowadzenia akcji kredytowej przez banki i podniesienie kosztów kredytów wpłynie najprawdopodobniej na zwolnienie tempa wzrostu. Krytycy rozwiązań proponowanych w Bazylei III, jak choćby Hellwig, wskazują jednak, że zmniejszenie poziomu „zlewarowania", ograniczenie ryzyka nadużyć i zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia szoków systemowych w sektorze finansowym powinno doprowadzić do tego, że inwestorzy nabywający akcje banków będą żądali mniejszej premii za ryzyko. Dzięki temu koszty kapitału – a więc także koszty udzielanych kredytów – okażą się niższe, niż mogłoby się wydawać, zyski zaś, w postaci większej stabilności systemu, będą bardzo znaczące. Jeśli rzeczywiście istnieje taka alternatywa, to wybór powinien być decyzją stricte polityczną.

Oprócz regulacji kapitałowych uwagę opinii publicznej przyciąga także sprawa wynagrodzeń bankierów, a w szczególności wynagrodzeń wyższej kadry zarządzającej. Podstawowy argument krytyków brzmi następująco: bankierzy pobierają sowite premie w okresach gospodarczej prosperity, natomiast koszty ratowania upadających instytucji przerzucane są na barki podatników (co notabene przysparza okazji do popełniania nadużyć). Obiekcje wobec systemu wynagrodzeń w sektorze finansowym są uzasadnione, jednakże właściwe postawienie problemu powinno wyglądać nieco inaczej, a mianowicie należałoby zapytać, czy pakiety wynagrodzeń proponowane bankierom dostarczają bodźców optymalnych z punktu widzenia wspierania stabilności finansowej. Jest to podejście bardzo nieortodoksyjne. Jak w klasycznym ujęciu wyjaśniają Jian Cai, Kent Cherny i Todd Milbourn, konstruowanie pakietów wynagrodzeń dla kadry zarządzającej polega na „takim ustawieniu systemu bodźców dla zarządu, aby odpowiadały one interesom akcjonariuszy"[20].

Niewielka jest szansa na powrót do rodzinnego stylu zarządzania w stylu Medyceuszy. Problem agencji, czyli relacji agenta i przełożonego jest w przypadku instytucji finansowych zwielokrotniony wskutek występowania takich zjawisk, jak silne „zlewarowanie", fundusze gwarancji depozytów, gwarancje państwa czy łatwy dostęp do płynności udostępnianej przez banki centralne. Eugene Kandel uważa, że można zredukować znacząco płace zarządów bez

[20] J. C a i, K. C h e r n y, T. M i l b o u r n, *Compensation and Risk Incentives in Banking and Finance*, „Economic Commentary" 2010, nr 13, The Federal Reserve Bank of Cleveland, http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2010/2010-13.pdf.

niszczenia właściwej struktury bodźców[21]. Niektórzy ekonomiści jednak, na przykład Thomas P. Gehrig, Torben Lutje i Lukas Menkhoff[22], bronią tezy, jakoby istniał bardzo słaby związek między wysokością zmiennych premii dla zarządzających funduszami inwestycyjnymi a ich skłonnością do podejmowania ryzyka. Jednakże w zasadzie uważa się, że systemy wynagradzania istniejące w instytucjach finansowych zachęcają do podejmowania krótkoterminowego ryzyka: nadmiernego zadłużania się, agresywnego zachowania na rynku czy obniżania standardów przy przyznawaniu kredytów.

Bardzo ważny wydaje się jeszcze jeden aspekt problemu. Maksymalizując funkcję użyteczności akcjonariuszy, kadry zarządzające nie muszą brać pod uwagę interesów depozytariuszy, wierzycieli i innych zainteresowanych, nie mówiąc o trosce o stabilność całego systemu. Niestety nie jest przy tym wcale oczywiste, na jakiej podstawie społeczeństwo mogłoby narzucić instytucjom finansowym zachowania mające na celu przede wszystkim dbałość o zachowanie tej stabilności. Byłoby to na pewno zgodne z interesem ogółu, a sposoby osiągnięcia tego rezultatu, powinny stać się tematem poważnej debaty. Instytucje regulujące rynek mogłyby na przykład zaproponować wprowadzenie przez instytucje finansowe wewnętrznych kryteriów stabilności finansowej jako elementu oceny pracy zarządu. Przykładowo mogłyby to być wskaźniki takie, jak poziom „zlewarowania", poziom stabilnego finansowania w stosunku do całości funduszy obcych czy maksymalny średni poziom ryzyka rynkowego. Postępy w osiąganiu tych celów byłyby brane pod uwagę przy ustalaniu premii.

DYSTRYBUCJA PRODUKTÓW FINANSOWYCH

Aby właściwie odgrywać jedną ze swoich najważniejszych ról, czyli redystrybucję ryzyka, uczestnicy rynku powinni kierować do klientów produkty, które będą dla nich zrozumiałe. Pole do zastosowania tej reguły jest bardzo szerokie. Oferowanie rachunków maklerskich klientom indywidualnym czy udzielanie kredytów w walutach obcych klientom mającym dochody w walucie lokalnej, czyli wystawianie ich na ryzyko kursowe – to przykłady ryzyka, którym klienci mogą nie być w stanie właściwie zarządzać. Ten element systemu regulacji rynków finansowych został już poddany wnikliwej analizie i poczyniono znaczące postępy w eliminacji tego rodzaju niebezpieczeństw. Najlepszym tego przykładem jest dyrektywa w sprawie rynków instrumentów

[21] Zob. E. K a n d e l, *In Search of Reasonable Executive Compensation*, „CESifo Economic Studies" 55(2009) nr 3-4, s. 405-433.

[22] Zob. T. G e h r i g, T. L u t j e, L. M e n k h o f f, *Bonus Payments and Fund Managers' Behavior: Transatlantic Evidence*, „CESifo Economic Studies" 55(2009) nr 3-4, s. 569-594.

finansowych (ang. Markets in Financial Instruments Directive – MiFID). Do jej podstawowych celów należy udoskonalenie podziału klientów na kategorie w zależności od stopnia rozumienia przez nich produktów finansowych, tak aby zapewnić im możliwie najpełniejszą ochronę. Dyrektywa ta stosuje podział na trzy podstawowe kategorie: klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów.

Ostatnia z wymienionych kategorii klientów obejmuje przede wszystkim instytucje finansowe, a zatem warto skupić się na chwilę na dwóch pierwszych, gdyż ich członkowie w oczywisty sposób przejawiają nieco mniejszą skłonność do ryzyka. Według przyjętej definicji klient profesjonalny musi posiadać doświadczenie i dysponować znajomością produktów oraz wiedzą ekspercką, aby podejmować decyzje inwestycyjne i odpowiednio oceniać związane z nimi ryzyko. Pozostali klienci należą do kategorii klientów detalicznych i zakłada się, że nie mają oni wystarczającej wiedzy, by podejmować dobrze uzasadnione decyzje. Powinni być zatem objęci – przynajmniej w teorii – szczególną ochroną. Nieumiejętność oceny poziomu ryzyka obecnego w produktach oferowanych przez banki dotknęła jednak nawet odbiorów podstawowych produktów bankowości detalicznej. Pytanie, czy to banki, czy też klienci ponoszą winę za to, że w niektórych państwach masowo przyznawano kredyty hipoteczne wysokiego ryzyka (ang. subprime) osobom, których nie było na nie stać, ma charakter retoryczny, jeśli weźmiemy pod uwagę ogromną dysproporcję między bankami a klientami w zakresie wiedzy i doświadczenia. Innym przykładem takich praktyk jest oferowanie produktów z wbudowanym ryzykiem kursowym (na przykład kredytów hipotecznych w walutach obcych) odbiorcom, którzy nie mają możliwości zabezpieczenia się przed nim na rynku produktów pochodnych.

Ten sam rodzaj analizy można zastosować w odniesieniu do klientów profesjonalnych. W istocie różnica między klientem detalicznym a profesjonalnym często trudna jest do uchwycenia. Duże i średnie firmy są przez obsługujące je banki zaliczane do kategorii profesjonalnych. Zakłada się, że kierownicze stanowiska w tych firmach zajmują osoby o wysokim poziomie znajomości instrumentów finansowych. Jednakże rzeczywistość bywa często bardziej skomplikowana. Na przełomie lat 2008 i 2009, kiedy inwestorzy wyprzedawali w pośpiechu aktywa na tak zwanych rynkach wschodzących, waluty tych krajów zostały poddane bardzo silnej presji deprecjacyjnej. Jednym z najgorętszych tematów dyskusji w Polsce stały się wówczas opcje walutowe. Okazało się, że wiele firm zawarło tego rodzaju kontrakty z bankami, mimo że nie potrzebowały one żadnego zabezpieczenia przed ryzykiem kursowym wynikającym z transakcji towarowych. Ponadto bardzo wiele tych kontraktów okazało się zwykłym „obstawianiem" scenariusza polegającego na aprecjacji złotego względem innych walut i nosiło znamiona czystej spekulacji. W rezultacie wiele firm zostało

narażonych na znaczne straty. Linia obrony banków opierała się na twierdzeniu, że miały one do czynienia z klientami profesjonalnymi. W licznych jednak wypowiedziach dla mediów zarówno pracownicy banków, jak i pracownicy firm potwierdzali, że kupujący nie byli dostatecznie informowani o skali ryzyka związanego z zakupem tych produktów. Chociaż granica między nieetycznym zachowaniem a błędną decyzją handlową bywa czasem bardzo wątła, wydaje się, że w tym przypadku po raz kolejny zawiniła struktura bodźców. Pracownicy banków mieli bardzo silną motywację, żeby maksymalnie zwiększać sprzedaż, ponieważ ich końcowe wynagrodzenie w znacznej mierze zależało od liczby zawartych umów. W związku z tym w rozmowach z klientami podkreślali tylko potencjalne zyski z zawarcia kontraktu.

Alternatywne podejście oznaczałoby zatem zmianę struktury bodźców na taką, która zachęcałaby do skuteczniejszego kierowania produktów do odpowiednich odbiorców. Nie istnieje uniwersalna metoda radzenia sobie z tym problemem, częściowym rozwiązaniem byłoby jednak zachęcanie instytucji finansowych do większego konserwatyzmu przy ocenie zdolności klienta do radzenia sobie z ryzykiem finansowym. Zachęt takich mogłyby dostarczać instytucje zajmujące się regulowaniem rynków finansowych. Znakomicie ilustruje to przykład polskiej Komisji Nadzoru Finansowego, która postanowiła ograniczyć rozmiary akcji kredytowej w walutach obcych. Rekomendacja T wydana przez tę komisję zawiera szereg wymagań dla banków, między innymi konieczność przeprowadzania testów zdolności kredytobiorcy do spłaty rat kredytu w przypadku wystąpienia znacznych niekorzystnych wahań stóp procentowych i kursu walutowego, oraz wyznacza maksymalny dopuszczalny pułap miesięcznych rat w stosunku do dochodów gospodarstwa domowego[23].

Chociaż wymienione narzędzia są dalekie od doskonałości, mogą okazać się pomocne w dopasowywaniu produktów do możliwości i potrzeb klientów.

DEBATA I EDUKACJA

Te dwa elementy omawiane są wspólnie ze względu na pewną oczywistą synergię, która się między nimi pojawia. Debata na temat etyki w finansach powinna mieć miejsce nie tylko w instytucjach finansowych, ale również w sferze publicznej, przy udziale różnych partnerów społecznych, a jednym ze skutków tak szerokiej debaty byłby wzrost zainteresowania dylematami etycznymi w społeczeństwie.

[23] Zob. Komisja Nadzoru Finasowego, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, http://www.knf.gov.pl/images/Rekomendacja% T_tcm75-18474.pdf.

Prawie każdy człowiek jest w dzisiejszych czasach klientem instytucji finansowych, które pomagają zaspokajać podstawowe ludzkie potrzeby. Jak pisze Robert A. Hinde, jeśli mechanizmy konkurencji działają prawidłowo, „wymogi etyczne stawiane przez klientów mogą mieć wpływ na działalność firmy”[24]. Jest rzeczą oczywistą, iż to, w jakim stopniu firmy są skłonne dostosować swoją strategię i działalność do presji konsumenckiej, zależy w dużym stopniu od tego, jak wiele osób ma świadomość istniejących problemów etycznych i jak wiele z nich zdecyduje się podjąć konkretne działania wymuszające zmiany. Chociaż krytycy odpowiedzieliby zapewne, że jest to wpisywanie imperatywu moralnego w logikę działania rynku, taki rodzaj zaangażowania wydaje się konieczny do zrealizowania postulatu rozwoju cnót moralnych wynikającego z wewnętrznego przekonania, nie zaś z zewnętrznych ograniczeń, instytucjonalnych czy nawet rynkowych.

Jedną z podstawowych przeszkód jest wysoki poziom finansowego analfabetyzmu występujący w społeczeństwach. Annamaria Lusardi przedstawia wyniki badań pokazujących, jak dalece niski poziom rozumienia podstaw finansów przekłada się na niski poziom oszczędności (wliczając w to oszczędności na starość), szkodliwe decyzje dotyczące zadłużania się czy nieuczestnictwo w bardziej wyszukanych formach oszczędzania[25]. W tym kontekście podejmowanie decyzji opartych na wyczerpujących informacjach jest bardzo trudne. Aby przeciwdziałać zjawisku finansowego analfabetyzmu, należałoby wprowadzić nauczanie podstaw ekonomii i finansów do obowiązkowego zestawu przedmiotów na wczesnym etapie nauczania w szkole średniej. Celem tych zajęć byłoby przekazanie uczniom podstawowej wiedzy na temat produktów finansowych, z którymi prawie na pewno będą mieć oni do czynienia podczas dorosłego życia (rachunków oszczędnościowych, kredytów hipotecznych, polis emerytalnych czy ubezpieczeń).

Także instytucje finansowe powinny jednocześnie angażować się w edukację swoich pracowników, która nie powinna się ograniczać do kilku schematycznych obowiązkowych szkoleń przygotowanych przez dział prawny. Jeden dzień w roku mógłby zostać ogłoszony „Dniem Etyki Finansowej”, a jego obchody polegałyby na przygotowaniu przez pracowników prezentacji i paneli dyskusyjnych poświęconych problematyce etycznej. Poprzedzałyby go wielotygodniowa lektura fragmentów tekstów filozoficznych i warsztaty grupowe, w których kluczowym elementem byłaby refleksja filozoficzna nad pewnymi ustalonymi praktykami rynkowymi. Wyniki tych prac można by

[24] R.A. H i n d e, *Bending the Rules*, Oxford University Press, New York 2007, s. 187.

[25] Zob. A. L u s a r d i, *Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice?*, National Bureau of Economic Research Working Paper, nr 14084, czerwiec 2008, http://www.nber.org/papers/w14084.

przedstawiać na forum publicznym. Oczywiście każda instytucja powinna dostosować ten ramowy program do swoich wewnętrznych uwarunkowań i potrzeb.

W sensie administracyjnym „Dzień Etyki Finansowej" mógłby być koordynowany przez banki centralne albo przez instytucje regulujące rynek, ale nie powinien przyjmować formuły nakazu, a raczej pozostać w obszarze rekomendacji jako tak zwana dobra praktyka. Jego koncepcję można także poszerzyć, aby stał się elementem szeroko zakrojonej działalności edukacyjnej prowadzonej przez instytucje finansowe i adresowanej do szerokiej publiczności (na przykład lekcji w szkołach, społecznych kampanii reklamowych czy seminariów naukowych). Jego integralną częścią mogłaby stać się swoista debata okrągłego stołu, która zgromadziłaby przedstawicieli różnych środowisk zainteresowanych otwartą dyskusją na temat miejsca rynków finansowych w społeczeństwie. Debata taka powinna otrzymać stosowny rozgłos (na przykład poprzez transmisję w telewizji publicznej), aby dotrzeć do możliwie najszerszej publiczności, ponieważ jej podstawowym celem byłaby próba wypracowania wspólnego języka, za pomocą którego różne środowiska mogłyby o tych problemach rozmawiać. Jednym z najważniejszych tematów do omówienia podczas takiej dyskusji powinien stać się zakres odpowiedzialności instytucji finansowych we wspieraniu zrównoważonego rozwoju.