

Elżbieta Ostrowska

ETYKA NA RYNKU FINANSOWYM

homo oeconomicus i homo neuropsychologicus



Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ETYKA NA RYNKU FINANSOWYM

*Jadwidze, Jagodzie, Jagusi
jedynej Siostrze mojej*

Elżbieta Ostrowska

ETYKA NA RYNKU FINANSOWYM

homo oeconomicus i homo neuropsychologicus

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2022

Recenzent
prof. dr hab. Anna Szelągowska

Redaktor Wydawnictwa
Justyna Zyśk

Projekt okładki i stron tytułowych
Jan Rutka

Skład, łamanie i opracowanie rysunków
Michał Janczewski

Publikacja sfinansowana ze środków
Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-430-8

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 11 37, tel. kom. +48 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
wydawnictwo.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: wydawnictwo.ug.edu.pl/sklep/

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. +48 58 523 14 49

Spis treści

Wprowadzenie	9
Rozdział 1	
Zrównoważony rozwój sektora finansowego jako obszar etycznych zachowań	13
Rozdział 2	
Etyka i odpowiedzialność na rynku finansowym	23
2.1. Pojęcie i rodzaje etyki	23
2.1.1. Etyka podstawowa i etyka stosowana	25
2.1.2. Etyka przekonań i etyka odpowiedzialności	27
2.1.3. Etyka behawioralna	29
2.2. <i>Homo oeconomicus</i> i <i>homo neuropsychologicus</i> z perspektywy etyki	30
2.3. Determinanty zachowań etycznych na rynku finansowym	42
2.4. Relacje inwestorskie jako element etycznych zachowań na rynku kapitałowym	48
2.5. Obszary etycznego inwestowania w kontekście społecznej odpowiedzialności	53
2.6. Etyczny portfel inwestycyjny w kontekście społecznej odpowiedzialności	59
Rozdział 3	
Potrzeby inwestora na rynku finansowym	71
3.1. Pieniądze i etyka	71
3.2. Potrzeby a oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych	77
3.3. Piramida potrzeb inwestora i etyka na podstawie teorii potrzeb Clayтона P. Alderfera	84
Rozdział 4	
Regulacje na rynku finansowym w kontekście etyki	89
4.1. Istota regulacji i jej rodzaje na rynku finansowym	89
4.1.1. Regulacje według kryterium podmiotowego	90
4.1.2. Regulacje według kryterium przedmiotowego	96

4.2. Zasady i kodeksy etyki zawodowej na rynku finansowym	100
4.2.1. Etyka zawodowa na rynku finansowym	100
4.2.2. Zasady etyki zawodowej maklerów i doradców – Związek Maklerów i Doradców (ZMiD) i CFA Institute	101
4.2.3. <i>Kodeks dobrej praktyki domów maklerskich</i>	110
4.2.4. <i>Kodeks etyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA</i>	113

Rozdział 5

Zmaganie się z dylematami etycznymi w świetle regulacji

na rynku finansowym	117
5.1. Etyczna ocena zachowań na rynku finansowym	117
5.2. Schemat metody etycznej oceny na rynku finansowym – metoda 4D przy uwzględnieniu etycznie zrównoważonego rynku	119
5.3. Błędne koło etyki w sektorze finansowym	122

Rozdział 6

Etyka z perspektywy od finansowej euforii i paniki

do poszukiwania ładu w sektorze finansowym	125
6.1. Przyczyny umniejszania roli etyki	125
6.2. Etyczne luki behawioralne	128
6.3. Misselling na rynku finansowym	130
6.4. Piramidy finansowe – przyczyny i skutki	134
6.5. Nowe wyzwania w kontekście potrzeb klientów (inwestorów) oraz etyki i regulacji w sektorze finansowym	137
6.5.1. Finanse alternatywne – pojęcie, cechy, etapy rozwoju, fintech	137
6.5.2. Finansowanie społecznościowe jako forma crowdfundingu	141
6.5.3. Robodoradztwo jako nowa usługa na rynku finansowym w kontekście etyki	144

Rozdział 7

Rezultaty nieetycznych i etycznych zachowań

uczestników rynku finansowego – studia przypadków	149
7.1. Wpływ nieetycznych zachowań Idea Banku na jego wizerunek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	149
7.2. Znaczenie w praktyce Komisji Nadzoru Finansowego, audytu i ratingu w ograniczaniu nieetycznych zachowań wobec inwestorów na przykładzie niewypłacalności spółki GetBack SA	152
7.3. Behawioralne zachowania inwestorów w sytuacji nieetycznych wydarzeń w sektorze bankowym	157
7.4. Ekonomiczno-społeczne skutki funkcjonowania piramid finansowych na świecie i w Polsce	158

7.5. Rodzaje etycznych funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym	166
7.6. Efektywność wybranych etycznych funduszy inwestycyjnych na polskim rynku w aspekcie indeksów giełdowych	172
7.7. Obszary i kryteria polityki inwestycyjnej grupy katolickich etycznych funduszy Epiphany	174
7.8. Efektywność katolickiego etycznego funduszu i katolickiego indeksu giełdowego w aspekcie wybranych benchmarków	177
Epilog	179
Bibliografia	185
Literatura	185
Akty prawne	190
Źródła internetowe	192
Spis rysunków	193
Spis tabel	194

Wprowadzenie

Świat nauki i praktyki finansów jest nieustannie kształtowany i weryfikowany przez zmienność natury ludzkiej (potrzeb i emocji). Zmienia się bowiem sektor finansów, różnicują się zachowania uczestników rynku finansowego, instytucji i regulacje finansowe. Tradycyjni klienci, inwestorzy i pośrednicy na rynku finansowym muszą funkcjonować w nowym otoczeniu, coraz bardziej złożonym i dynamicznym, w którym etyka staje się centralnym problemem. W związku z tym rośnie zapotrzebowanie na przeprowadzanie rozmaitych porównań, czyli rozwija się komparatystyka. Komparatystyka ta zaś przekracza możliwości rachunku efektywności ekonomicznej i powinna uwzględniać cechy nie tylko zachowań *homo oeconomicus versus homo neuropsychologicus*, lecz także *homo oeconomicus versus homo ethicus*.

Takie podejście do tematyki współczesnych rynków finansowych ma służyć pogłębianiu samoświadomości finansowej klientów, inwestorów, a także różnych instytucji, dokonujących spontanicznych porównań w swoich zachowaniach i ocenach. Dotyczy to również badań prowadzonych nad rolą etyki w środowisku naukowym i zawodowym w obszarze zachowań na tym rynku. Stąd więc wynika konieczność skoncentrowania uwagi na problemie *homo oeconomicus i homo ethicus*, czyli na swoistej konfrontacji człowieka *stricte* ekonomicznego z człowiekiem etyki. Właśnie to zagadnienie według autorki wpisuje się w rozwój nauki o finansach.

W tym kontekście – ze względu na obserwowane anomalie etyczne w sektorze finansowym – niniejsza monografia ma charakter komplementarny wobec wcześniejszej publikacji *Behawioralny portfel inwestycyjny. Mózg, emocje, luka behawioralna* (Gdańsk 2020), w której, obok

finansów, autorka wskazała na istotne znaczenie osiągnięć psychologii i neurobiologii.

Głównym celem książki – jest przedstawienie w sposób wieloaspektowy i syntetyczny roli etyki i związanych z nią problemów, jak również odpowiedzialności na rynku finansowym, z uwzględnieniem dylematów etycznych w świetle potrzeb klientów, inwestorów oraz regulacji na tym rynku. Tematyka ta ma kluczowe znaczenie w sytuacji behawioralnych zachowań uczestników rynku finansowego, którzy kierują się nie tylko aspiracjami materialnymi, lecz także aspiracjami emocjonalnymi. Nie zawsze bowiem podejmują oni racjonalne (optymalne) decyzje finansowo-inwestycyjne, ulegając różnym emocjom, impulsom etycznym (chciwość, strach, pewność siebie, zaskoczenie, niezdecydowanie, żal), a zarazem lekceważąc kwestię etyki. W praktyce można zaobserwować liczne przypadki zachowań nieetycznych, negatywnie wpływających na zrównoważony rozwój sektora finansowego.

W zaprezentowanych tu badaniach wykorzystano różne ilościowo-jakościowe metody – w części teoretycznej metodę analizy i krytyki źródłowej, metodę dedukcyjną, metodę syntezy logicznej oraz metodę weryfikacji, natomiast w części empirycznej metody te zostały wzbogacone pomiarem stóp zwrotu i ryzyka oraz benchmarkami (studia przypadków).

Uczestnicy rynku finansowego codziennie funkcjonują w przestrzeni wolnego wyboru, w tym wyboru etycznego związanego z odpowiedzialnością. Dlatego celowe jest przeprowadzenie analizy etyki w szerokiej perspektywie: od finansowej euforii, paniki do poszukiwania ładu w sektorze finansowym. Monografia składa się z siedmiu rozdziałów.

Pierwszy rozdział dotyczy zrównoważonego rozwoju sektora finansowego (ZRSF) ukazanego jako obszar etycznych zachowań oraz problematyki etyki i odpowiedzialności, zdefiniowanego jako kategoria ilościowo-jakościowa. Powinien on być powiązany z rozwojem gospodarczo-społecznym, w którym istotne miejsce zajmuje przestrzeganie zasad etyki, dzięki czemu jego funkcjonowanie nie jest zakłócone.

W drugim rozdziale dokonano analizy różnych rodzajów etyki ze szczególnym uwzględnieniem potrzeby zachowania równowagi między

etyką przekonań a etyką odpowiedzialności. Zaprezentowano determinanty zachowań etycznych na rynku finansowym i obszary etycznego inwestowania w kontekście społecznej odpowiedzialności, koncentrując się przy tym na problematyce etycznego portfela inwestycyjnego. Jednocześnie ważna stała się analiza podstawowych obszarów modyfikacji *homo oeconomicus* na podstawie wzrostu znaczenia *homo neuropsychologicus* w odniesieniu do etyki.

Przedmiotem trzeciego rozdziału są potrzeby inwestora ukazane w kontekście relacji pieniądze a etyka. Pieniądze bowiem kojarzą się z zachowaniami etycznymi lub skłonnościami do zachowań nieetycznych na poziomie deklaratywnym lub behawioralnym. Jest to związane głównie z dwoistą rolą pieniądza, a mianowicie ekonomiczną i etyczną. Zatem niezbędne w tej części książki okazały się również rozważania na temat potrzeb w odniesieniu do oszczędzania i inwestowania. W rezultacie zaproponowano piramidę potrzeb inwestora i etyki na podstawie teorii potrzeb Clayтона P. Alderfera.

Istotne w niniejszych rozważaniach było również przeprowadzenie analizy podstawowych regulacji na rynku finansowym w świetle etyki. Toteż w czwartym rozdziale scharakteryzowano regulacje na rynku finansowym według kryterium podmiotowego i przedmiotowego oraz zasady i kodeksy etyki zawodowej maklerów i doradców (Związek Maklerów i Doradców – ZMiD i CFA Institute), *Kodeks dobrej praktyki domów maklerskich* i *Kodeks etyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*.

W piątym rozdziale przedstawiono przykłady zmagania się z dylematami etycznymi w kontekście regulacji na rynku finansowym oraz zaproponowano metodę etycznej oceny na rynku finansowym (metoda 4D) i analizę błędnego koła etyki w sektorze finansowym.

Tematem szóstego rozdziału jest ujęcie etyki w szerokim spektrum zagadnień: od finansowej euforii i paniki do poszukiwania ładu w sektorze finansowym, z uwzględnieniem przyczyn umniejszania roli etyki i rodzajów etycznych luk behawioralnych. W związku z tym zaprezentowano groźne zjawiska missellingu i piramid finansowych, ich przyczyny i skutki. Ponadto dokonano analizy nowych wyzwań w kontekście

potrzeb klientów (inwestorów) oraz etyki i regulacji w sektorze finansowym, takich jak: rozwój finansów alternatywnych, finansowanie społecznościowe, robodoradztwo jako nowa usługa na rynku finansowym.

Jednocześnie wskazano, że przyzwolenie na umniejszanie roli etyki w zachowaniach uczestników rynku finansowego negatywnie wpływa na zaufanie do instytucji finansowych, a zarazem na potrzebę prowadzenia dyskusji na temat tego, czy można przeregulować rynek. Uogólniając, należy uznać, że wzrosła potrzeba etycznej reorganizacji jako nowego jakościowo wyzwania.

Ostatni rozdział zawiera studia przypadków ukazujące skutki nieetycznych i etycznych zachowań uczestników rynku finansowego, opracowane na podstawie dostępnych źródeł (osiem wybranych przykładów).

Publikacja powinna stanowić uzupełnienie wiedzy i wsparcie w zarządzaniu aktywami. Biorąc pod uwagę realia w sektorze finansowym, pilne jest poszukiwanie rzeczywistych wieloaspektowych przyczyn irracjonalnych (emocjonalnych) zachowań przy uwzględnieniu etyki. Wynika to głównie z dokonującej się ewolucji w zachowaniach klientów, inwestorów i pośredników oraz z form zaspokajania ich potrzeb w obszarze finansów, a także ze wzrostu możliwości wykorzystywania coraz nowszych technologii w tym zakresie (digitalizacja). Jest ona adresowana do studentów uczelni ekonomicznych, uniwersytetów, politechnik oraz słuchaczy studiów podyplomowych i doktoranckich, specjalizujących się głównie w finansach i bankowości, jak również do analityków, klientów i inwestorów aktywnych na rynku finansowym.



Prof. dr hab. Elżbieta Ostrowska – profesor nauk ekonomicznych, wykładowca w Katedrze Bankowości i Finansów na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. W latach 1997–2002 kierownik pierwszego Zaocznego Studium Doktoranckiego Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, w latach 2005–2010 rektor Wyższej Szkoły Finansów i Administracji w Gdańsku, kandydatka do Rady Polityki Pieniężnej (2015 r., 2022 r.). Otrzymała dwie nominacje do nagrody Beta za wybitne osiągnięcia w dziedzinie zarządzania finansami. Autorka projektów badawczych i wdrożeniowych, ponad 300 publikacji naukowych, w tym 15 monografii autorskich, m.in.: *Risk inwestycyjnych projektów* (Moskwa 2004) i *Behawioralny portfel inwestycyjny. Mózg, emocje, luka behawioralna* (Gdańsk 2020, nagroda Wydawnictwa Uniwersytetu Gdańskiego).

Recenzowana książka jest niezwykle wartościową, oryginalną pozycją, świadczącą o dużym zasobie wiedzy Autorki w zakresie etycznych i nieetycznych zachowań uczestników rynku finansowego. Kompleksowo opisana problematyka konfrontacji koncepcji *homo oeconomicus* z koncepcją *homo neuropsychologicus*, a także *homo ethicus* doskonale wpisuje się w istniejące trendy na krajowym i zagranicznym rynku wydawniczym. Autorka zaproponowała m.in. metodę etycznej oceny na rynku finansowym i zaprezentowała podejście do etyki w cyklu zaczynającym się od finansowej euforii poprzez panikę aż do poszukiwania ładu w sektorze finansowym. Niezwykle cennym wkładem w tym opracowaniu są rozważania na temat dylematów przeregulowania rynku finansowego, trafny wybór problematyki badawczej, mający na celu syntetyczną i wieloaspektową prezentację społecznej roli oraz problemów etyki i odpowiedzialności na rynku finansowym w sytuacji behawioralnych zachowań jego uczestników.

Z recenzji prof. dr hab. Anny Szelągowskiej



Wydawnictwo
Uniwersytetu
Gdańskiego



46,20 zł (w tym 5% VAT)