# Ile kosztuje jutro: o matematyce i etyce rynków


**AUTOR**

Fundacja Dobre Państwo



## STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi głęboką analizę matematycznego szkieletu współczesnych finansów, traktując narzędzia ilościowe jako gramatykę opisu niepewnej przyszłości. Autor skupia się na triadzie: optymalizacji, prawdopodobieństwie i statystyce, które pozwalają na rzetelne zarządzanie ryzykiem i unikanie błędów poznawczych. Tekst wyjaśnia, jak ograniczenia zasobów wymuszają hierarchizację celów i stosowanie zaawansowanych metod numerycznych, takich jak algorytmy gradientowe czy dywersyfikacja portfela. Jednocześnie podkreśla znaczenie etyki i pokory wobec modeli, ostrzegając przed złudną pewnością płynącą z uproszczonych wzorów. To kompendium wiedzy o tym, jak zrozumienie asymetrii informacyjnej i zdarzeń ekstremalnych wpływa na realne decyzje ekonomiczne w świecie pełnym limitów i szumu informacyjnego.

This article provides a deep analysis of the mathematical framework of contemporary finance, treating quantitative tools as a grammar for describing an uncertain future. The author focuses on the triad of optimization, probability, and statistics, which enable reliable risk management and the avoidance of cognitive biases. The text explains how resource constraints force the prioritization of goals and the use of advanced numerical methods, such as gradient algorithms and portfolio diversification. At the same time, it emphasizes the importance of ethics and humility in dealing with models, warning against the false certainty stemming from simplified formulas. This is a compendium of knowledge on how understanding information asymmetry and extreme events influences real-world economic decisions in a world full of limits and information noise.


Współczesne finanse empiryczne wykraczają daleko poza rolę techniczną, stając się uniwersalną gramatyką rozumowania w świecie fundamentalnej niepewności. Artykuł dowodzi, że narzędzia takie jak optymalizacja, rachunek prawdopodobieństwa i

statystyka nie służą jedynie do dekoracji wykresów, lecz stanowią niezbędny aparat dyscyplinujący ludzką intuicję. Autorzy stawiają tezę, że rynek nie karze za samą niewiedzę, lecz za iluzję pewności, którą tak chętnie karmią się inwestorzy. Poprzez analizę mikrostruktury rynku, teorii portfela oraz nowoczesnych metod uczenia maszynowego, tekst obnaża pułapki „estetycznej elegancji" modeli, które w obliczu kryzysów często okazują się jedynie kruchymi konstrukcjami. Kluczowym przesłaniem jest potrzeba przejścia od finansowej spekulacji ku kulturze rzetelnego dowodu i intelektualnej pokory. W dobie algorytmów i danych alternatywnych, finanse nie odczłowieczają gospodarki, lecz – przy właściwym stosowaniu – pełnią funkcję republikańskiej kontroli nad tyranią narracji. Autorzy przekonują, że matematyka ma służyć nie do zastąpienia rozumu, lecz do zarządzania naszymi ograniczeniami, czyniąc z finansów laboratorium odpowiedzialnej racjonalności, niezbędnej do przetrwania w nieprzewidywalnej przyszłości.

**SŁOWA KLUCZOWE**

optymalizacja | prawdopodobieństwo | statystyka | finanse empiryczne | ryzyko rynkowe | zmienna losowa | twierdzenie Bayesa | dywersyfikacja | rozkład normalny | leptokurtoza | mnożniki Lagrange'a | asymetria informacyjna | refleksyjność | grube ogony | modele numeryczne

## Matematyka jako gramatyka niepewnego świata finansów

Warto na chwilę zatrzymać się przy tym, co w akademickich podręcznikach bywa traktowane jako techniczne zaplecze, a w rzeczywistości stanowi centrum operacyjne całego finansowego paradygmatu. Narzędzia ilościowe nie są bowiem zakurzonym magazynem technik, do którego ekonomista zagląda wyłącznie wtedy, gdy pragnie uatrakcyjnić wykład skomplikowanym wzorem lub efektownym wykresem. Pełnią one funkcję znacznie poważniejszą: są gramatyką rozumowania o świecie, w którym przyszłość pozostaje zakryta, dane są boleśnie niepełne, a każda decyzja niesie ze sobą realny koszt. Optymalizacja, prawdopodobieństwo i statystyka tworzą nierozerwalną triadę, bez której finanse empiryczne tracą swoją naukową godność i osuwają się w stronę giełdowej

publicystyki. Ta ostatnia jest wszak tylko sztuką mówienia niezwykle pewnym tonem o rzeczach, które z natury swojej pozostają głęboko niepewne.

Wspomniane narzędzia stanowią bezpośrednią odpowiedź na trzy pierwotne pytania, które od wieków dręczą badaczy rynków i praktyków kapitału. Optymalizacja pyta o to, co należy wybrać w sytuacji, gdy nie można posiadać wszystkiego naraz, zmuszając nas do hierarchizacji celów. Prawdopodobieństwo docieka, jak mówić uczciwie o tym, czego po prostu nie wiemy, unikając przy tym pułapki taniego i zwodniczego proroctwa. Statystyka natomiast sprawdza, co naprawdę wynika z dostępnych danych, a co jest jedynie eleganckim złudzeniem zrodzonym przez przypadek lub ludzką skłonność do dostrzegania wzorów w szumie. Te trzy kwestie tworzą intelektualny szkielet finansów empirycznych, bez którego pojęcia takie jak ryzyko, premia czy portfel pozostają jedynie pustymi słowami pozbawionymi aparatu kontroli.

Ekonomia zaczyna się od niedoboru, dlatego to właśnie optymalizacja jest pierwszym i najważniejszym narzędziem w naszym arsenale. Gdyby człowiek, bank czy fundusz inwestycyjny mogły posiadać wszystko jednocześnie, problem wyboru przestałby istnieć, a świat stałby się nudnym miejscem bez ograniczeń. Rzeczywistość jest jednak domeną limitów: kapitał jest skończony, czas nieubłaganie ucieka, a informacja zawsze posiada swoją wymierną cenę. Nawet płynność bywa warunkowa, a regulacje prawne nakładają twarde granice na nasze najbardziej śmiałe zamierzenia rynkowe. W takim ujęciu każda poważna decyzja ekonomiczna staje się problemem optymalizacyjnym, nawet jeśli decydent nie zapisuje na kartce żadnej formalnej funkcji celu.

Każdy uczestnik rynku gra w tę samą, fascynującą grę, którą można streścić jako poszukiwanie „najlepszego możliwego” w świecie „nie wszystkiego możliwego”. Konsument stara się maksymalizować swoją użyteczność przy twardym ograniczeniu budżetowym, podczas gdy producent minimalizuje koszty, walcząc z technologią i cenami nakładów. Inwestor mozolnie konstruuje portfel, stosując dywersyfikację, czyli zasadę budowania struktury w oparciu o korelację aktywów, co pozwala mu stabilizować kapitał. Firmy z kolei coraz częściej wykorzystują opcje realne, czyli podejście traktujące projekty jako prawo do podjęcia działań w przyszłości, co umożliwia elastyczną adaptację do zmian. Nawet regulator próbuje minimalizować ryzyko systemowe, dbając jednocześnie, by nie zdławić innowacji i niezbędnego gospodarce kredytu.

W swojej najprostszej, podręcznikowej wersji optymalizacja bez ograniczeń pyta o ekstrema konkretnej funkcji, posiłkując się klasycznym aparatem matematycznym. Rachunek różniczkowy podpowiada nam, że w punkcie ekstremum funkcja staje się lokalnie płaska, co objawia się znikaniem pierwszej pochodnej. Jednak już na tym etapie matematyka uczy nas nie tyle triumfu, co głębokiej skromności wobec opornej materii świata. Funkcja może przecież nie być różniczkowalna,

a jej dziedzina może pozostawać otwarta, przez co upragnione ekstremum nigdy nie zostanie w pełni osiągnięte. Często znajdujemy jedynie optimum lokalne, podczas gdy rozwiązanie globalne, ten prawdziwy święty Graal, ukrywa się gdzieś zupełnie indziej.

W finansach empirycznych, gdzie problemy rzadko mieszczą się na tablicy, kluczowe stają się zaawansowane metody numeryczne. Grid search, czyli praktyka polegająca na przeszukiwaniu siatki punktów, wydaje się intuicyjnie uczciwa, gdyż sprawdzamy wiele możliwości przed dokonaniem wyboru. Metoda ta jednak błyskawicznie ujawnia przekleństwo wymiarowości, gdzie każda dodatkowa zmienna decyzyjna dramatycznie powiększa liczbę kombinacji do zbadania. W portfelu z wieloma aktywami i nieliniowym ryzykiem prosty przegląd wszystkich opcji zamienia się w rachunkowy labirynt bez wyjścia. Algorytmy gradientowe są wprawdzie szybsze, ale i one mają swoje demony, takie jak chorobliwa zależność od punktu startowego.

Musimy pamiętać, że algorytm może dojść do wyniku z podziwu godną konsekwencją, ale jeśli funkcja celu była źle postawiona, dotarł on tylko do pałacu błędu. W świecie finansów najbardziej niebezpieczne są nie modele, które przyznają się do niepewności, lecz modele, które mówią zbyt gładko. Optymalizacja z ograniczeniami jest znacznie bliższa rzeczywistości niż jej bezwarunkowa, teoretyczna kuzynka, która rzadko znajduje zastosowanie w praktyce. Niemal nigdy nie maksymalizuje się zwrotu „po prostu", lecz zawsze czyni się to przy uwzględnieniu lewaru, podatków czy kosztów transakcyjnych. Każde prawdziwe optimum jest w istocie trudną negocjacją z narzuconymi nam ograniczeniami, które rzadko bywają dla nas łaskawe.

Mnożniki Lagrange'a pozwalają nam przejść do problemów wielowymiarowych, a ich intuicyjna wartość dla ekonomisty jest wręcz ogromna. Pokazują one bowiem „cenę cienia", czyli realną wartość poluzowania konkretnego warunku lub bariery, która nas w danej chwili wstrzymuje. W języku finansów ograniczenia nie są jedynie martwymi murami, lecz murami, które posiadają swoją konkretną cenę rynkową. Prowadzi to do ważnego wniosku o charakterze niemal antropologicznym: optymalizacja nie jest chłodnym ćwiczeniem formalnym. Jest ona raczej nauką o tym, że człowiek i instytucja zawsze wybierają w warunkach niepełnej, ograniczonej przez świat zewnętrzny wolności.

Kiedy bank optymalizuje swój bilans, nie dokonuje jedynie matematycznej operacji, lecz wybiera między rentownością a bezpieczeństwem i wymogami nadzorczymi. Podobnie inwestor, decydując się na konkretną alokację aktywów, testuje w rzeczywistości własną odporność psychiczną na przyszłe zawirowania. Najlepszy portfel na papierze może okazać się fatalnym wyborem dla człowieka, który w przypływie paniki sprzeda go przy pierwszym poważniejszym spadku. Funkcja celu pozbawiona psychologii użytkownika bywa konstrukcją akademicko poprawną, lecz w

codziennym życiu okazuje się całkowicie bezużyteczna. Rynek nie karze wszak za niewiedzę, bo ta jest powszechna, lecz za udawanie, że niewiedzy nie ma.

Drugim filarem naszej gramatyki jest prawdopodobieństwo, czyli formalny i precyzyjny język opisywania niepewności, bez którego finanse byłyby jedynie wróżbiarstwem. Model probabilistyczny opiera się na pojęciu takim jak zmienna losowa, czyli narzędzie matematyczne służące do przełożenia niepewności świata na konkretne wartości liczbowe. Pozwala to na kwantyfikację ryzyka rynkowego, zamieniając mgliste przeczucia w fundamenty modelowania stóp zwrotu czy zmienności. Dodatkowo twierdzenie Bayesa, metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody, chroni nas przed błędem prokuratora i fałszywymi alarmami. Prawdopodobieństwo jest zatem nie tyle suchą liczbą, ile etyką jawnego mówienia o tym, czego nie wiemy.

W świecie finansów ta specyficzna etyka jest wartością bezcenną, chroniącą nas przed pychą i intelektualnym lenistwem. Kto twierdzi, że akcje „na pewno wzrosną", niechybnie opuszcza bezpieczny port nauki i wchodzi w mroczną krainę szarlatańskich zaklęć. Prawdziwy badacz posiłkuje się analizą zdarzeń, mierząc reakcję rynku na informacje, i dba o reprodukowalność swoich wyników poprzez jawność danych. To właśnie ta subtelna różnica między wróżbą a rzetelną analizą stanowi o sile i godności finansów empirycznych. Gauss daje nam elegancję, ale to dopiero grube ogony rozkładów zmuszają nas do zrobienia szczerego rachunku sumienia.

## Matematyka niepewności: między elegancją modelu a ryzykiem ruiny

Rynek nie karze za niewiedzę, bo niewiedza jest powszechna; karze natomiast bezlitośnie za udawanie, że tej niewiedzy w ogóle nie ma. Zmienna losowa, czyli narzędzie matematyczne służące do przełożenia niepewności świata na konkretne wartości liczbowe, stanowi fundament modelowania stóp zwrotu i zmienności. Może ona przyjmować formę dyskretną, gdy operujemy na oddzielnych wartościach, lub ciągłą, gdy jej wyniki tworzą nieprzerwane kontinuum możliwości. Trzeba jednak pamiętać, że rynek finansowy w niczym nie przypomina rzutu kostką do gry, ponieważ kostka nie zmienia swojego zachowania pod wpływem analizy jej poprzednich wyników. Rynek natomiast wykazuje cechę refleksyjności, co oznacza, że reaguje na własne modele, zmieniając reguły gry w trakcie jej trwania. Ta subtelna różnica sprawia, że prawdopodobieństwo finansowe jest znacznie trudniejsze do okiełznania niż proste prawdopodobieństwo kasynowe.

Wartość oczekiwana stanowi pierwszą i najbardziej zwodniczą pokusę każdego analityka, gdyż oferuje złudne poczucie bezpieczeństwa w postaci jednej, syntetycznej liczby. Choć wydaje się ona streszczać przyszłość, często ignoruje kluczowe aspekty rozkładu wyników, takie jak asymetria czy mityczne już grube ogony. Paradoks petersburski, klasyczny przykład z teorii decyzji, dobitnie pokazuje, że nawet ogromna wartość oczekiwana nie musi skłaniać racjonalnego gracza do zapłaty wysokiej ceny za udział w grze. W rzeczywistym świecie liczy się bowiem nie tylko matematyczna średnia, lecz przede wszystkim użyteczność, ryzyko całkowitej ruiny oraz psychologiczny ciężar potencjalnej straty. W finansach wartość oczekiwana pozbawiona głębokiej analizy ryzyka przypomina mapę, na której zapomniano zaznaczyć krawędź przepaści.

Wariancja i odchylenie standardowe dostarczają nam podstawowego pomiaru rozproszenia danych, dzięki czemu ryzyko przestaje być mglistym pojęciem i staje się konkretną liczbą. Niemniej jednak to, co zostaje ujęte w ramy matematyczne, wcale nie przestaje być problemem interpretacyjnym, zwłaszcza gdy weźmiemy pod uwagę naturę ludzkiego lęku. Wariancja traktuje odchylenia dodatnie i ujemne z tą samą symetrią, podczas gdy inwestorzy odczuwają ból niemal wyłącznie po stronie dotkliwych strat kapitałowych. Z tego powodu nowoczesne finanse uzupełniają ten obraz o downside risk, czyli miarę ryzyka koncentrującą się wyłącznie na wynikach poniżej oczekiwanego progu. Kto twierdzi, że ryzyko to po prostu odchylenie standardowe, mówi prawdę w pierwszym rozdziale podręcznika, ale serwuje niebezpieczną półprawdę w rozdziale ostatnim.

Rozkład normalny pozostaje klasycznym narzędziem statystycznym, lecz w brutalnym świecie finansów wymaga on nieustannej i niezwykle surowej kontroli ze strony praktyków. Reguła trzech sigm, zakładająca, że niemal wszystkie zdarzenia mieszczą się w określonym przedziale, jest dydaktycznie znakomita, ale rynki regularnie wykazują cechy leptokurtozy. Zjawisko to objawia się występowaniem zdarzeń ekstremalnych znacznie częściej, niż sugerowałby to elegancki, dzwonowaty wykres opracowany niegdyś przez Gaussa. Rozkłady Pareto oraz inne modele ciężkoogonowe znacznie lepiej oddają dynamikę zmian cen, wielkość firm czy skalę strat katastroficznych, z którymi mierzą się ubezpieczyciele. Różnica między cienkim a grubym ogonem rozkładu nie jest jedynie akademicką subtelnością, lecz granicą między stratą teoretyczną a bankructwem. Gauss daje elegancję. Ogony dają rachunek sumienia.

Prawdopodobieństwo warunkowe wprowadza do naszych rozważań pojęcie informacji, która staje się cenna dopiero wtedy, gdy realnie zmienia naszą ocenę prawdopodobieństwa danego zdarzenia. Jeżeli wiedza o nowym fakcie nie modyfikuje naszych wcześniejszych założeń, to z punktu widzenia decyzyjnego fakt ów nie jest informacją, lecz jedynie zbędnym szumem. W świecie finansów to rozróżnienie ma charakter fundamentalny, gdyż rynek jest wręcz przeładowany hałasem, który zręcznie udaje istotne sygnały rynkowe. Profesjonalizm polega zatem na zdolności odróżnienia

wiadomości zwiększającej jedynie pobudzenie emocjonalne od informacji, która faktycznie przesuwa środek ciężkości naszych oczekiwań. Twierdzenie Bayesa, czyli metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody, jawi się w tym kontekście jako reguła intelektualnej przyzwoitości.

Model Glostena-Milgroma rzuca światło na jeszcze jeden fascynujący aspekt tego myślenia, pokazując, że sam przepływ zleceń na giełdzie może nieść w sobie potężny ładunek informacyjny. Skoro część uczestników rynku jest z definicji lepiej poinformowana, to każda ich transakcja staje się sygnałem, który czujny market maker musi natychmiast uwzględnić w swoich wycenach. W takim ujęciu spread bid-ask, czyli różnica między ceną kupna i sprzedaży, przestaje być tylko kosztem transakcyjnym, a staje się ceną asymetrii informacyjnej. Transakcja nie jest więc zwykłą wymianą aktywów, lecz aktem komunikacji, w którym cena nieustannie goni uciekającą przed nią prawdę o wartości. Kto modli się do statycznego modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu, zapominając, że rynek to żywy organizm, a nie martwe równanie.

## Matematyczna pokora: jak statystyka chroni przed iluzją wiedzy

Twierdzenie Bayesa, czyli metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody i napływające sygnały rynkowe, pozwala uniknąć tak zwanego błędu prokuratora. Ów błąd, polegający na myleniu prawdopodobieństwa dowodu pod warunkiem hipotezy z prawdopodobieństwem hipotezy pod warunkiem dowodu, w salach sądowych bywa zarzewiem tragedii. W świecie finansów prowadzi on bowiem do budowania strategii na piasku, nadinterpretacji sygnałów i mylenia rzadkiej okazji z pospolitym fałszywym alarmem. Jeżeli prawdziwie dochodowe okazje występują niezwykle rzadko, to nawet narzędzie o wysokiej skuteczności będzie generować głównie szum, toteż musimy zachować czujność. To bezlitosna arytmetyka częstości bazowej, której lekceważenie rynek karze z surowością godną starotestamentowego bóstwa. Finanse nie znoszą próżni, ale jeszcze bardziej nie znoszą pewności siebie opartej na błędnych przesłankach.

Kolejną pułapką jest zwodnicza prostota niezależności zdarzeń. Teoretycznie dwa zdarzenia są niezależne, jeśli wiedza o jednym nie zmienia prawdopodobieństwa drugiego, co w modelach matematycznych pozwala na elegancką agregację ryzyk. Niemniej jednak w warunkach realnego kryzysu ta matematyczna elegancja paruje szybciej niż zyski z lewarowanych pozycji. Aktywa, które w spokojnych czasach wydawały się rozproszone, nagle okazują się zależne od tego samego źródła płynności lub globalnego sentymentu. Dywersyfikacja, czyli zasada budowania portfela w oparciu o

korelację aktywów, gdzie ich wkład oceniany jest przez pryzmat całej struktury, pozwala na stabilizację kapitału tylko do momentu, gdy korelacje postanowią urządzić wspólne posiedzenie kryzysowe. Dlatego rzetelne zarządzanie portfelem wymaga badania zachowań w reżimach stresu, a nie ufności w wygodną średnią historyczną.

W tym miejscu na scenę wchodzi statystyka, której zadaniem jest przekształcanie surowych danych z próby w wiedzę o procesie generującym te dane. Bez niej finanse empiryczne byłyby jedynie chaotycznym archiwum wykresów i anegdot; wszak to ona odpowiada za odróżnianie sygnału od szumu. Statystyka wprowadza rygor estymacji, błędu standardowego i przedziału ufności, pozwalając nam na chłodną ocenę rzeczywistości. Dane prowadzą do estymacji, estymacja do błędu standardowego, a ten ostatni – nieuchronnie – do intelektualnej pokory. Zmienna losowa, czyli narzędzie matematyczne służące do przełożenia niepewności świata na konkretne wartości liczbowe, pozwala na kwantyfikację ryzyka i stanowi fundament modelowania stóp zwrotu. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu.

Rozróżnienie między populacją a próbą jest elementarne, lecz jego ignorowanie bywa niezwykle kosztowne. Populacja to pełny, często nieobserwowalny zbiór możliwych wyników, podczas gdy próba to jedynie ten skromny wycinek rzeczywistości, który akurat mamy przed oczami. W finansach próba może obejmować dekady notowań, ale zawsze pozostaje ona jedynie wyborem świata, a nie światem samym w sobie. Bywa skażona, niereprezentatywna lub pozbawiona tych obserwacji, które po prostu nie przetrwały próby czasu. Średnia z próby jest jedynie przybliżonym oszacowaniem, a nie ostatecznym objawieniem prawdy o rynku. Błąd standardowy pełni tu rolę sygnału skromności, przypominając, że każda liczba niesie ze sobą nieunikniony cień niepewności.

Testowanie hipotez pozwala oddzielić naukowe twierdzenia od pobożnych życzeń. Hipoteza zerowa zazwyczaj reprezentuje sceptyczny punkt wyjścia: brak efektu, brak przewidywalności lub brak nadzwyczajnego zwrotu z inwestycji. Statystyka testowa ocenia, czy zgromadzone dane dostarczają wystarczająco mocnych dowodów, by ten sceptycyzm odrzucić. Wartość p-value, choć porządkuje proces decyzyjny, nigdy nie staje się stemplem absolutnej prawdy ani miarą znaczenia ekonomicznego. Nie jest ona prawdopodobieństwem prawdziwości hipotezy, lecz jedynie miarą zaskoczenia danymi przy założeniu, że hipoteza zerowa jest słuszna. Algorytm może dojść do wyniku z podziwu godną konsekwencją, ale jeśli funkcja celu była źle postawiona, dotarł tylko do pałacu błędu.

# Matematyczna rzetelność w świecie finansowych złudzeń

P-value, czyli warunkowa miara ekstremalności danych przy założeniu hipotezy zerowej, stanowi w świecie finansów swoisty test na intelektualną skromność badacza. Kto myli te poziomy prawdopodobieństwa, ten czyni z metodologii statystycznej maszynkę do produkowania fałszywego autorytetu, zamiast rzetelnie opisywać kapryśną rzeczywistość. Przedziały ufności są bowiem w tym ujęciu znacznie bardziej uczciwe niż pojedyncze, punktowe estymaty, ponieważ obnażają one zakres wartości rzeczywiście zgodnych z posiadanymi danymi. W finansach ta rzetelność staje się kluczowa przy szacowaniu premii za ryzyko, parametrów modeli GARCH czy korelacji, gdzie jedna liczba bywa efektowna, ale to zakres jest bliższy prawdy. Profesjonalista powinien woleć nieco mniej efektowną niepewność niż fałszywie elegancką precyzję, która usypia czujność analityczną. W świecie rynku precyzja pozbawiona rzetelności jest tylko dobrze ubranym złudzeniem.

Korelacja i regresja wprowadzają nas w labirynt relacji między zmiennymi, gdzie wyjątkowo łatwo jest pomylić zwykły współruch z faktycznym związkiem przyczynowo-skutkowym. Regresja, czyli metoda modelowania zależności zmiennej wyjaśnianej od zestawu czynników objaśniających, pozwala nam co prawda mierzyć siłę tych powiązań, lecz wymaga ona wysokiej kultury użycia. Zjawiska takie jak endogeniczność, zmienne pominięte czy korelacje pozorne potrafią zamienić najbardziej zaawansowane obliczenia w fabrykę przekonujących, lecz całkowicie błędnych wniosków. Niestety, w praktyce inwestycyjnej model może mieć nienaganne parametry statystyczne i jednocześnie posiadać wyjątkowo brzydką, nieprzystającą do realiów duszę. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu, zapominając, że matematyka to tylko mapa, a nie terytorium.

Szeregi czasowe stanowią osobny, wymagający obszar, ponieważ dane rynkowe są uporządkowane chronologicznie i rzadko zachowują się w sposób stacjonarny. Ceny aktywów zwykle wykazują trendy, toteż nie są stacjonarne, co wymusza na nas analizę stóp zwrotu lub logarytmicznych transformacji zamiast operowania na surowych notowaniach. Badanie autokorelacji tych stóp pozwala weryfikować słabą formę hipotezy rynku efektywnego, sprawdzając, czy przeszłość faktycznie rzuca jakikolwiek cień na przyszłe wyniki. Dane prowadzą do szeregów, szeregi prowadzą do trendów, a trendy wymuszają transformacje, bez których analiza staje się jedynie szumem. Rynek rzadko mówi jasno, dokąd pójdzie; znacznie częściej zdradza nam jedynie to, czy będzie kroczył spokojnie, czy też wpadnie w gwałtowne konwulsje.

Modele GARCH są tu doskonałym przykładem narzędzia, które wyrasta bezpośrednio z pokornej obserwacji stylizowanych faktów rynkowych, a nie z teoretycznych życzeń. Choć same stopy zwrotu

bywają słabo autokorelowane, to ich kwadraty wykazują silne zależności, co oznacza, że rynkowa zmienność posiada swoistą, długotrwałą pamięć. Po okresach wielkich turbulencji zazwyczaj następują kolejne silne ruchy, podczas gdy spokój ma tendencję do trwania aż do momentu, w którym gwałtownie się wyczerpuje. Uchwycenie tej dynamiki jest niezbędne w zarządzaniu ryzykiem, wycenie opcji czy analizach Value at Risk, gdzie błąd w ocenie wariancji kosztuje najwięcej. Gauss daje elegancję, ale to grube ogony rozkładów dają nam ostateczny rachunek sumienia.

## Narzędzia ilościowe jako fundament rzetelności i cywilizacji rynku

Wszystkie narzędzia ilościowe, choć imponują matematyczną precyzją, dzielą tę samą, niemal ludzką słabość: ich wartość kończy się dokładnie tam, gdzie zawodzą ich fundamenty, czyli założenia, jakość danych oraz rzetelność interpretacji. To właśnie z tego powodu współczesne finanse empiryczne kładą tak potężny nacisk na reprodukowalność, czyli standard badawczy zakładający pełną jawność danych, kodu źródłowego oraz dokumentacji całego procesu analitycznego. Wykorzystanie języków takich jak Python czy R, stosowanie otwartych pakietów oraz udostępnianie surowych danych nie jest jedynie technologicznym kaprysem czy modą na transparentność. W rzeczywistości są one odpowiednikiem rygorystycznego protokołu laboratoryjnego, bez którego trudno mówić o jakiejkolwiek wiarygodności w świecie cyfrowych liczb. Pozwalają one postronnym badaczom sprawdzić, czy uzyskany wynik jest solidnym fundamentem, czy może jedynie kruchym artefaktem zależnym od arbitralnie wybranego okna czasowego. Dzięki nim wiemy, czy model przetrwa zmianę parametrów i czy wykazuje jakąkolwiek skuteczność poza próbą, czy też jest jedynie produktem cynicznej selekcji danych pod z góry założoną tezę. W epoce informacyjnego przesytu największym luksusem nie jest już sam dostęp do informacji, lecz rzadka umiejętność odróżniania ziarna prawdy od plew przypadkowego wzoru.

Błąd przeżywalności, czyli metodologiczne ostrzeżenie przed analizowaniem wyłącznie tych podmiotów, które przetrwały próbę czasu, pozostaje jedną z najważniejszych lekcji dla każdego analityka. Skupienie uwagi jedynie na aktywach, funduszach czy spółkach, które odniosły sukces, nieuchronnie prowadzi do niebezpiecznego zawyżania wyników i budowania zamków na piasku fałszywego optymizmu. Historia finansowa, jeśli piszą ją wyłącznie zwycięzcy, staje się formą wyrafinowanej propagandy, nawet jeśli jej narzędziem jest pozornie obiektywny arkusz kalkulacyjny. W tym miejscu warto przywołać postać Abrahama Walda i jego słynną analizę samolotów wracających z misji bojowych z kadłubami podziurawionymi jak sito. Wald zrozumiał

coś, co do dziś umyka wielu inwestorom: najważniejsze uszkodzenia znajdowały się tam, gdzie nie było dziur w maszynach, które zdołały wrócić do bazy. Najistotniejsze dane finansowe często kryją się w wymownym milczeniu tych, którzy zniknęli z rynku – w spółkach, funduszach i walutach, których już nie ma w naszej próbie badawczej. Gauss daje nam elegancję teoretycznych rozkładów, ale to właśnie te „brakujące" ogony dają nam prawdziwy rachunek sumienia.

Narzędzia ilościowe uczą nas również, że ryzyko modelu nie jest abstrakcją, lecz realnym zagrożeniem dla kapitału i stabilności całego systemu. Każdy model może okazać się błędny przez zbyt uproszczone założenia, nieadekwatny rozkład prawdopodobieństwa czy źle oszacowane parametry, które nie wytrzymują zderzenia z nagłą zmianą reżimu rynkowego. W codziennej praktyce finansowej takie błędy prowadzą do fatalnej wyceny aktywów, drastycznego zaniżenia rezerw kapitałowych oraz budowania fałszywego poczucia kontroli nad chaosem. Paradoksalnie, najgroźniejszy model to często nie ten, który od początku budzi wątpliwości, lecz ten, który przez długi czas działał bez zarzutu, usypiając czujność swoich twórców. Długa seria sukcesów może być oczywiście dowodem jakości, ale bywa też złudnym odliczaniem do zdarzenia, którego model z definicji nie dopuszczał do świadomości. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu, zapominając, że matematyka ma dyscyplinować myślenie, a nie zastępować rozumienie psychologii i historii rynku.

Dlatego też narzędzia ilościowe powinny być używane z podwójną, niemal ironiczną świadomością ich potęgi i ograniczeń zarazem. Z jednej strony musimy uznać, że bez nich nie istnieją poważne finanse empiryczne, z drugiej zaś pamiętać, że same w sobie nie gwarantują one dotarcia do prawdy obiektywnej. Statystyka mierzy siłę dowodu, ale nie tworzy mechanizmu przyczynowego z samego faktu korelacji, co jest częstym błędem początkujących badaczy. Optymalizacja znajduje najlepsze rozwiązanie w zadanym modelu, ale rzadko kiedy sprawdza, czy sam model jest właściwym i wyczerpującym opisem skomplikowanego świata. Prawdopodobieństwo porządkuje naszą niepewność, ale nie usuwa z horyzontu tak zwanych „nieznanych nieznanych", które potrafią zrujnować najpiękniejsze równania. Narzędzia te są jedynie instrumentami w rękach rzemieślnika, a nie bóstwami, którym należy składać bezkrytyczne ofiary z własnego rozsądku.

Tu właśnie objawia się głęboki sens paradygmatu sformułowanego przez Lintona, Li i Ge, który przypomina, że teoria finansowa musi być nierozerwalnie spleciona z empiryczną analizą danych. Sama umiejętność programowania czy dostęp do gigantycznych baz danych to zdecydowanie za mało, jeśli nie towarzyszy im kultura badawcza, w której pytanie zawsze poprzedza obliczenie. Potrzebujemy podejścia, w którym każde założenie jest jawne, każdy wynik poddawany jest surowym testom, a interpretacja zachowuje pokorną świadomość własnych ograniczeń. Narzędzia ilościowe stają się wtedy czymś więcej niż tylko techniką – stają się formą intelektualnej uczciwości,

pozwalającą uniknąć błądzenia w gęstej, narracyjnej mgle. Z perspektywy profesjonalnego odbiorcy, w tym również algorytmów, narzędzia te stanowią warstwę semantyczną, która porządkuje świat finansów i nadaje mu sens. Optymalizacja uczy nas, jak rozumieć wybór w warunkach ograniczeń, prawdopodobieństwo definiuje niepewność, a statystyka dostarcza miary dla siły naszych dowodów.

Razem umożliwiają one analizę takich zjawisk jak teoria portfela, hipoteza rynku efektywnego czy analiza zdarzeń, czyli metoda badania reakcji rynku na informacje poprzez pomiar nienormalnych stóp zwrotu. Są jak alfabet, składnia i logika jednego, spójnego języka, którym opisujemy rzeczywistość gospodarczą i staramy się ją zrozumieć. Bez alfabetu możemy jedynie wydawać nieskładne okrzyki, bez składni możemy coś sugerować, a bez logiki pozostaje nam jedynie próba uwiedzenia słuchacza pustą retoryką. Dopiero posiadając te trzy elementy, zyskujemy prawo do formułowania argumentów, które mają szansę przetrwać próbę ognia w świecie rzeczywistym. Najbardziej prowokująca teza tego wywodu brzmi: narzędzia ilościowe wcale nie odczłowieczają finansów, lecz wręcz przeciwnie – one je cywilizują. Pozwalają nam ograniczyć arbitralność sądów, ujawnić ukryte założenia i odróżnić merytoryczny argument od chwilowego afektu czy emocjonalnego impulsu.

Nie eliminują one intuicji, ale zmuszają ją do złożenia rzetelnych zeznań przed trybunałem faktów, odbierając niepewności prawo do udawania pewności. Nie zastępują one wieloletniego doświadczenia, ale skutecznie chronią to doświadczenie przed pychą anegdoty i złudzeniem poznawczym. W świecie, w którym każdy trend potrafi błyskawicznie wykreować własnego proroka, narzędzia ilościowe pełnią funkcję republikańskiej kontroli nad tyranią opowieści. Można zatem zaryzykować stwierdzenie, że stanowią one swoistą konstytucję finansów empirycznych, gdzie każda zasada ma swoje głębokie uzasadnienie. Optymalizacja ustanawia regułę wyboru pod ograniczeniami, prawdopodobieństwo wprowadza zasadę jawnej niepewności, a statystyka nakazuje, by każdy dowód poddać rygorystycznemu testowi. Reprodukowalność z kolei ustanawia zasadę kontroli publicznej, bez której nauka zamieniłaby się w hermetyczną alchemię dostępną tylko dla wtajemniczonych.

Razem tworzą one porządek, w którym rynek przestaje być mitem lub chaosem, a staje się przedmiotem systematycznego, niemal detektywistycznego badania. To właśnie ta fundamentalna różnica między spekulacją jako nagłym impulsem a spekulacją jako dyscypliną poznawczą definiuje nowoczesne podejście do inwestowania. Warto więc utrwalić myśl najważniejszą: narzędzia ilościowe nie są jedynie opcjonalnym dodatkiem do finansów, lecz ich właściwym językiem operacyjnym. Dzięki nim czas staje się dyskontem, ryzyko rozkładem, a informacja aktualizacją naszych przekonań w duchu twierdzenia Bayesa, czyli metody aktualizacji prawdopodobieństwa

hipotezy w oparciu o nowe dowody. Portfel zmienia się w strukturę korelacji, cena staje się hipotezą, a zmienna losowa pozwala nam przełożyć niepewność świata na konkretne wartości liczbowe. Bez tych narzędzi finanse byłyby jedynie teatrem przekonań i starciem ego, z nimi zaś stają się nauką o przekonaniach wystawionych na bezlitosną próbę danych. Warto ich bronić nie dlatego, że dają nam złudną pewność, lecz dlatego, że uczą nas, jak odpowiedzialnie i godnie żyć w świecie, w którym pewność nie istnieje.

## Matematyka jako fundament wyceny i zarządzania ryzykiem

Finanse stanowią dziś jeden z tych obszarów, w których matematyka przestała być jedynie biernym językiem opisu, a przeobraziła się w aktywny język działania. Nie służy ona już wyłącznie do porządkowania świata po fakcie, lecz staje się narzędziem, które wycenia przyszłość i dyscyplinuje chaos ludzkich decyzji. Jeżeli przyjmiemy, że gospodarka jest w istocie wielką siecią wzajemnych obietnic, to finanse jawią się jako sztuka wyceny tychże intencji. Matematyka dostarcza tu chłodnego aparatu pojęciowego, który pyta bez emocji: ile ta obietnica jest dziś warta, kto właściwie dźwiga jej ciężar i czy cena nie udaje prawdy z nadmierną pewnością siebie. Współczesne finanse należy zatem postrzegać jako splot trzech odrębnych, choć przenikających się porządków, które definiują naszą rzeczywistość.

Pierwszym z nich jest porządek matematyczny, dostarczający fundamentalnej gramatyki prawdopodobieństwa, optymalizacji oraz procesów stochastycznych, czyli modeli opisujących zjawiska zmieniające się w czasie w sposób losowy. Następnie wyłania się porządek finansowy, który te abstrakcyjne symbole przekłada na namacalny świat aktywów, portfeli inwestycyjnych oraz premii za ryzyko. Trzecim filarem jest porządek cyfrowy, w którym algorytmy wykonują obliczenia z prędkością sprawiającą, że ludzka myśl wydaje się wręcz ociężała. W tym świecie rynek przeobraża się w żywy system obliczeniowy, reagujący już nie w skali dni, lecz milisekund. Kto rozumie tylko matematykę, dostrzeże w tym układzie elegancję, kto zaś widzi tylko finanse, dostrzeże interes, niemniej dopiero ich połączenie pozwala zrozumieć naturę nowoczesnego rynku.

Fundamentem tej matematycznej surowości jest koncepcja wartości pieniądza w czasie, która przypomina nam, że przyszły przepływ gotówki nigdy nie jest równy temu dzisiejszemu. Zasada dyskontowania, czyli praktyka sprowadzania przyszłych obietnic do ich wartości obecnej przy uwzględnieniu kosztu kapitału, przenika każdy zakamarek tej branży. Niezależnie od tego, czy analizujemy prostą obligację, czy skomplikowany instrument pochodny, w istocie dokonujemy sądu nad przyszłością przez pryzmat dzisiejszych alternatyw. Akcja nie jest przecież tylko symbolem na

ekranie, lecz roszczeniem do niepewnych zysków, które musimy zważyć na szali ryzyka. Matematyka dyskontowania pełni więc funkcję pierwszego arbitra każdej obietnicy, pytając nie tylko o jej nominalną wysokość, lecz przede wszystkim o to, kiedy i z jakim prawdopodobieństwem zostanie spełniona.

W praktyce zarządczej ta prosta logika staje się potężnym narzędziem nawigacji strategicznej, pozwalającym odróżnić rozmach wizji od jej ekonomicznej wartości. Przedsiębiorstwo wykorzystuje ją do wyboru między konkurencyjnymi projektami, bank zaś stosuje ją do oceny ukrytej kruchości swojego portfela kredytowego. Nawet państwo musi poddać się tym rygorom, analizując strukturę zapadalności długu i realny koszt swoich zobowiązań wobec wierzycieli. Proces ten wprowadza niezbędną trzeźwość do debaty publicznej i biznesowej, bowiem brutalnie obnaża fakt, że nie każda przyszłość jest warta tyle samo. Przyszłość odległa, warunkowa i obarczona niepewnością musi zostać potraktowana z większą surowością niż przepływ bliski, pewny i w pełni zabezpieczony.

Skoro finanse nie mogą uciec przed niepewnością wpisaną w ludzką egzystencję, próbują ją przynajmniej precyzyjnie zmierzyć i skwantyfikować. Arsenał ilościowego zarządzania ryzykiem, obejmujący wariancję, korelację czy wskaźnik VaR, został zaprojektowany, by odpowiadać na konkretne i często niewygodne pytania. Przykładowo VaR, czyli miara określająca maksymalną stratę przy danym poziomie ufności, pozwala oszacować bezpieczne granice spekulacji. Z kolei symulacje Monte Carlo, polegające na generowaniu tysięcy możliwych scenariuszy przyszłości, odzierają nas ze złudzenia, że istnieje tylko jedna, słuszna prognoza. Tu matematyka spełnia swoją najważniejszą, antyiluzoryczną funkcję, zmuszając nas do konfrontacji z pełnym spektrum możliwości, a nie tylko z tymi najbardziej pożądanymi.

Inwestorzy z natury lgną do uwodzicielskich obietnic oczekiwanego zysku, lecz rynek ma brutalny zwyczaj przypominania o pełnym rozkładzie strat. Klasyczne modele oparte na rozkładzie normalnym oferują wprawdzie estetyczną harmonię, niemniej potrafią dramatycznie zawieść w momentach ekstremalnego napięcia. Rzeczywiste rynki posiadają bowiem „grube ogony", czyli tendencję do generowania zdarzeń skrajnych znacznie częściej, niż sugerowałaby to gładka krzywa dzwonowa. Nowoczesne zarządzanie ryzykiem nie może zatem zadowolić się jednym, ozdobnym współczynnikiem w raporcie rocznym, lecz musi traktować ryzyko jako dynamiczny profil scenariuszy. Gauss daje elegancję, ale ogony dają rachunek sumienia.

Ostatecznie najbardziej niebezpieczne w świecie finansów nie są modele, które otwarcie przyznają się do własnej niepewności, lecz te, które mówią zbyt gładko. Algorytm może dojść do wyniku z podziwu godną konsekwencją, ale jeśli funkcja celu była źle postawiona, dotarł on jedynie do pałacu błędu. Musimy pamiętać, że matematyczna reprezentacja ryzyka jest narzędziem intelektualnej uczciwości, a nie magiczną kulą pozwalającą przewidzieć nieprzewidywalne. Jeśli model ryzyka

wygląda zbyt spokojnie, należy sprawdzić, czy nie pomylił on przypadkiem świata z własnym, wygodnym założeniem. Rynek nie karze bowiem za niewiedzę, gdyż ta jest powszechna, lecz bezlitośnie karze za udawanie, że niewiedzy nie ma.

## Matematyczne fundamenty nowoczesnych strategii finansowych

Trzecim filarem matematycznej architektury finansów jest teoria portfela, czyli swoista metafizyka kompozycji kapitału, która uczy nas, że żadne aktywo nigdy nie jest samotną wyspą. Jej fundamentalna intuicja podpowiada, by nie oceniać pojedynczej akcji w izolacji, lecz badać jej wkład w architekturę całego zbioru, gdzie kompozycja prowadzi do korelacji, a korelacja do ostatecznej stabilności. To właśnie dywersyfikacja, czyli zasada budowania portfela w oparciu o współzależność aktywów, pozwala nam stabilizować kapitał poprzez łączenie inwestycji, które nie reagują identycznie na te same wstrząsy rynkowe. Dwie inwestycje mogą wydawać się ryzykowne, gdy patrzymy na nie osobno, lecz połączone w pary potrafią stworzyć strukturę zaskakująco odporną, o ile tylko ich wyniki nie tańczą w tym samym rynkowym rytmie. Granica efektywna wyznacza tu matematyczny horyzont najlepszych kombinacji ryzyka i zwrotu, prowadząc nas nieuchronnie ku koncepcji portfela stycznego oraz linii rynku kapitałowego. W świecie modelu CAPM rynek nie nagradza nas za całkowitą zmienność, lecz jedynie za ryzyko systematyczne, mierzone współczynnikiem beta. Gauss daje tu matematyczną elegancję, ale to ogony rozkładu wymuszają na nas ostateczny rachunek sumienia.

W codziennej praktyce te abstrakcyjne modele stanowią kręgosłup działań funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych oraz nowoczesnych robo-doradców, którzy algorytmicznie cykliczne zarządzają naszymi oszczędnościami. Algorytm alokacyjny, niczym bezstronny dyrygent, dobiera udziały akcji, obligacji czy surowców, dbając, by całość współbrzmiała z profilem ryzyka konkretnego klienta i jego zdolnością do przetrwania rynkowej burzy. System ten potrafi samodzielnie rebalansować portfel, gdy rynkowe przypływy i odpływy zmieniają pierwotnie założone wagi poszczególnych składników majątku. Dzięki matematyce możemy precyzyjnie ograniczać koncentrację kapitału, kontrolować ekspozycję walutową oraz uwzględniać prozaiczne, lecz bolesne koszty transakcyjne i podatki. Portfel przestaje być wtedy zwykłym koszykiem przypadkowych papierów wartościowych, a staje się dynamicznym systemem negocjującym trudny kompromis między ambicją zysku a potrzebą bezpieczeństwa. Rynek rzadko wybacza brak dyscypliny, toteż matematyczna struktura służy tu jako pancerz chroniący nas przed własnymi, często zgubnymi emocjami.

Czwartym obszarem, w którym matematyka objawia swoją potęgę, jest wycena instrumentów pochodnych, czyli narzędzi pozwalających nam handlować samą niepewnością zamiast fizycznymi dobrami. Opcje, kontrakty futures czy swapy umożliwiają przenoszenie ryzyka na inne podmioty, zabezpieczanie marż lub – co bywa znacznie bardziej ryzykowne – potężne wzmacnianie rynkowej ekspozycji. Cała matematyka derywatów wyrosła z eleganckich koncepcji arbitrażu oraz skomplikowanych procesów stochastycznych, gdzie cena traktowana jest jako zmienna losowa, czyli narzędzie służące do przełożenia niepewności świata na konkretne wartości liczbowe. W klasycznym modelu Blacka-Scholesa cena opcji nie jest wynikiem wróżbiarstwa, lecz pochodną możliwości dynamicznego zabezpieczania pozycji w świecie, gdzie darmowe obiady teoretycznie nie istnieją. Praktycy rynkowi używają tych modeli do wyznaczania tak zwanych grek, czyli współczynników wrażliwości takich jak delta, gamma czy vega, które opisują reakcję ceny na zmiany czasu, zmienności i stóp procentowych. Instrument pochodny przypomina w tym ujęciu nóż chirurgiczny, który w rękach mistrza ratuje bilans przed krwotokiem, lecz u amatora staje się narzędziem głębokiego i bolesnego samookaleczenia.

Piąte zastosowanie matematyki to bezlitosna analiza efektywności rynku, która pełni rolę surowego sędziego nad wszelkimi obietnicami uzyskania ponadprzeciętnej przewagi inwestycyjnej. Hipoteza rynków efektywnych zakłada, że ceny błyskawicznie wchłaniają wszelkie dostępne informacje, co matematycy testują poprzez analizę zdarzeń, czyli metodę badania reakcji rynku na informacje poprzez pomiar nienormalnych stóp zwrotu w określonym czasie. Finanse empiryczne działają tutaj jak laboratorium, w którym każda strategia musi przejść przez ogień pytań o koszty transakcyjne, płynność oraz realność wyników poza pięknie dobraną, historyczną próbą danych. Jeżeli ktoś twierdzi, że posiada algorytm pokonujący rynek, musimy zapytać, czy ten sukces przetrwa po uwzględnieniu podatków, poślizgów cenowych i faktu, że raz upubliczniona strategia często traci swoją moc. Analiza ta pozwala odróżnić rzadkie okazje od statystycznego szumu, chroniąc nas przed uleganiem iluzji, że przeszłość zawsze powtórzy się w skali jeden do jednego. W świecie finansów najbardziej zdradliwe bywają nie te narzędzia, które otwarcie przyznają się do własnej niepewności, lecz te, których prognozy brzmią podejrzanie kojąco i gładko.

Współczesne strategie ilościowe, napędzane przez machine learning, potrafią dziś analizować gigantyczne zbiory danych, od zdjęć satelitarnych parkingów po sentyment ukryty w milionach komunikatów tekstowych. Modele te potrafią klasyfikować informacje, rozpoznawać reżimy rynkowe i przewidywać zmienność z precyzją, o której dawni maklerzy mogli jedynie marzyć w chwilach największego optymizmu. Jednak ogromna moc obliczeniowa nie rozwiązuje problemów natury poznawczej, a wręcz przeciwnie – potęguje ryzyko znalezienia wzorców tam, gdzie w rzeczywistości panuje czysty przypadek. Zjawiskiem tym jest overfitting, czyli cyfrowa odmiana wróżbiarstwa, w której model uczy się historii na pamięć tak doskonale, że całkowicie traci

zdolność rozumienia nadchodzącej przyszłości. Algorytm może dojść do wyniku z podziwu godną konsekwencją, ale jeśli funkcja celu była źle postawiona, dotarł on jedynie do lśniącego pałacu błędu. Bezkrytyczna wiara w cyfrowe wyrocznie kończy się zazwyczaj bolesnym zderzeniem z rzeczywistością, przypominając nam, że matematyka ma być jedynie mapą, a nigdy samym terytorium.

## Mikrostruktura rynku: jak algorytmy tworzą nową ontologię ceny

Analiza zdarzeń, czyli metoda badania reakcji rynku na informacje poprzez pomiar nienormalnych stóp zwrotu w określonym oknie czasowym, stanowi jedno z najbardziej fascynujących narzędzi w arsenale współczesnego analityka. Pozwala ona z niemal chirurgiczną precyzją sprawdzić, jak organizm giełdy reaguje na zewnętrzne bodźce: od fuzji i przejęć, przez skandale korporacyjne, aż po nagłe decyzje banków centralnych czy katastrofy naturalne. Cały proces opiera się na oszacowaniu tak zwanej normalnej stopy zwrotu, czyli tego, co działoby się z ceną aktywów, gdyby dane zdarzenie nie miało miejsca. Następnie obliczamy nienormalny zwrot i badamy jego kumulację w ściśle zdefiniowanym oknie czasowym, co pozwala ocenić efektywność informacyjną rynku. Dzięki temu wiemy, czy nowa informacja została wchłonięta natychmiast, czy może rynek zareagował z opóźnieniem, niepotrzebną przesadą lub niezrozumiałym niedoszacowaniem. W zastosowaniach prawnych te matematyczne dowody stają się fundamentem spraw o manipulacje rynkowe czy naruszenia obowiązków informacyjnych przez emitentów. Ostatecznie metoda ta uczy nas, że informacja staje się realnym zdarzeniem ekonomicznym dopiero w momencie, gdy rynek ją rozpozna, uzna za wiarygodną i przeliczy na konkretną cenę. Sama prawda, pozbawiona nośnika, autorytetu i widoczności, pozostaje w świecie finansów jedynie bezużytecznym szumem.

Kolejnym kluczowym obszarem jest zarządzanie kredytem i ryzykiem niewypłacalności, gdzie tradycyjna intuicja bankiera ustępuje miejsca zaawansowanym modelom scoringowym i sieciom neuronowym. Banki, instytucje pożyczkowe oraz nowoczesne fintechy wykorzystują dziś regresję logistyczną, drzewa decyzyjne i uczenie maszynowe, aby z ogromnym wyprzedzeniem szacować prawdopodobieństwo bankructwa dłużnika. Matematycznie rzecz biorąc, celem jest precyzyjne ustalenie, czy zobowiązanie zostanie spłacone, jaka będzie ewentualna strata w przypadku niewypłacalności oraz jaka ekspozycja kredytowa będzie wtedy aktywna. Finansowo pozwala to na optymalne ustalenie ceny kredytu, limitów oraz niezbędnych wymogów kapitałowych, które chronią stabilność całego systemu. Jednak na poziomie prawnym i etycznym pojawiają się pytania o to, czy stosowane algorytmy nie dyskryminują określonych grup społecznych i czy ich decyzje są

w ogóle wyjaśnialne dla przeciętnego klienta. Cyfrowe finanse nie są bowiem neutralne aksjologicznie; mogą one zarówno demokratyzować dostęp do kapitału, jak i utrwalać dawne nierówności pod fasadą technicznej precyzji. Profesjonalny paradygmat finansów musi więc łączyć skuteczność predykcyjną z głęboką odpowiedzialnością społeczną, pamiętając, że nie każda korelacja znaleziona w danych jest moralnie uprawnionym kryterium decyzji.

Przechodząc do mikrostruktury rynku, wkraczamy w obszar, w którym algorytmy tworzą zupełnie nową ontologię ceny, zmieniając samą naturę giełdowej rzeczywistości. Analiza ta skupia się na tym, jak faktycznie powstaje cena w skomplikowanym systemie zleceń, spreadów, animatorów rynku oraz płynności i asymetrii informacji. Teoria mikrostruktury uczy nas, że cena rynkowa nie jest jedynie prostym odzwierciedleniem fundamentalnej wartości aktywów, lecz w dużej mierze wynikiem samej mechaniki obrotu. Spread bid-ask, czyli różnica między ofertą kupna a sprzedaży, stanowi tu wynagrodzenie dla dostawców płynności za ponoszone przez nich ryzyko informacyjne oraz koszty operacyjne. W tym świecie każdy przepływ zleceń może ujawniać ukrytą informację, a pojedyncza transakcja kupna bywa sygnałem, że ktoś na rynku wie znacznie więcej od pozostałych uczestników. Algorytmy wykonania starają się maskować te ruchy, dzieląc duże zlecenia na tysiące mniejszych fragmentów, aby zminimalizować ich wpływ na ogólny poziom cen. Modele smart order routing nieustannie przeszukują rozproszone miejsca wykonania, szukając ułamków sekund przewagi w realizacji transakcji.

Cyfryzacja handlu sprawiła, że cena, która dawniej była społecznym wynikiem interakcji ludzi na parkiecie, stała się dziś efektem starć algorytmów w rozproszonej infrastrukturze serwerowni. Zjawisko to drastycznie poprawiło szybkość transakcji i obniżyło spready, ale jednocześnie stworzyło nowe, nieznane wcześniej rodzaje ryzyka systemowego. Płynność rynku może okazać się niezwykle płytka mimo pozornej głębokości, co pokazały spektakularne incydenty typu flash crash, gdy automatyczne reguły zaczęły wzajemnie wzmacniać swoje reakcje. W takich momentach rynek cyfrowy doświadcza załamań nie dlatego, że ludzie wpadają w panikę, lecz dlatego, że algorytmy wykonują swoje instrukcje z nieludzką konsekwencją. Prędkość jest cnotą tylko do momentu, w którym błąd również zaczyna poruszać się z prędkością światła, zamieniając drobną anomalię w lawinę strat. Musimy zatem rozumieć, że współczesna cena jest bytem hybrydowym, zawieszonym między fundamentami gospodarki a kaprysami algorytmicznej infrastruktury.

W obszarze modelowania makrofinansowego liczba spotyka się z brutalną siłą władzy publicznej i decyzjami instytucjonalnymi o ogromnym znaczeniu społecznym. Zmienne takie jak stopy procentowe, inflacja czy dług publiczny bezpośrednio wpływają na wycenę wszystkich klas aktywów, tworząc skomplikowaną sieć powiązań. Modele krzywej dochodowości oraz struktury terminowej stóp pomagają nam zarządzać ryzykiem, jednak wymagają one zawsze głębokiej

interpretacji ekonomicznej. Banki centralne analizują transmisję polityki pieniężnej przez ceny aktywów i oczekiwania rynkowe, starając się sterować nastrojami inwestorów za pomocą precyzyjnie ważonych komunikatów. Algorytmy przetwarzania języka naturalnego, czyli techniki NLP służące do automatycznego przetwarzania i rozumienia ludzkiej mowy, pozwalają dziś na masową analizę protokołów z posiedzeń decydentów, mierząc ton polityki pieniężnej z dokładnością, która jeszcze dekadę temu była nieosiągalna. Niemniej jednak, ten sam wzrost rentowności obligacji może oznaczać zarówno optymizm co do wzrostu, jak i strach przed inflacją czy ryzykiem fiskalnym. Model może dekomponować zjawisko na czynniki pierwsze, ale to człowiek musi ostatecznie nadać im sens w kontekście wiarygodności państwa i stabilności systemu.

Finanse ukazują swój najbardziej społeczny i odpowiedzialny wymiar w dziedzinie ubezpieczeń oraz zarządzania zobowiązaniami długoterminowymi, gdzie matematyka służy budowaniu bezpieczeństwa. Aktuariat, wykorzystując rachunek prawdopodobieństwa, statystykę oraz tablice trwania życia, zajmuje się wyceną składek i rezerw w sposób, który musi przetrwać próbę czasu. Fundusze emerytalne stają przed wyzwaniem dopasowania aktywów do przyszłych zobowiązań, analizując ryzyko długowieczności oraz zmienne scenariusze stóp procentowych w horyzoncie wielu pokoleń. W tym obszarze nie chodzi o szybką spekulację, lecz o dotrzymanie obietnicy bezpieczeństwa finansowego rozciągniętej na całe dekady ludzkiego życia. Błąd w modelu aktuarialnym może mieć katastrofalne skutki, prowadząc do niedofinansowania świadczeń, konfliktów społecznych lub konieczności kosztownych interwencji państwa. Statystyka staje się tu narzędziem intelektualnej uczciwości, pozwalającym nam rzetelnie zmierzyć się z niepewnością jutra i godnie zaplanować przyszłość. Właściwie zarządzane ryzyko ubezpieczeniowe to fundament stabilności, na którym opiera się spokój milionów rodzin i trwałość umowy społecznej.

Kolejnym bastionem nowoczesnych finansów jest compliance oraz nadzór nad rynkiem, gdzie algorytmy pełnią rolę niezmordowanych strażników uczciwości obrotu. Systemy oparte na uczeniu maszynowym analizują miliardy transakcji pod kątem manipulacji, prania pieniędzy czy nietypowych wzorców zachowań, takich jak spoofing czy wash trading. Jednak w systemach nadzorczych rzadkie zdarzenia są wyjątkowo trudne do poprawnej klasyfikacji, co często prowadzi do generowania ogromnej liczby fałszywych alarmów. Tutaj z pomocą przychodzi twierdzenie Bayesa, czyli metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody, która uczy nas pokory wobec rzadkich sygnałów. Ponieważ częstość bazowa nadużyć jest zazwyczaj bardzo niska, nawet dodatni wynik testu algorytmicznego wymaga dalszej, wnikliwej analizy przeprowadzonej przez człowieka. Algorytm może wskazać podejrzany wzór, ale to procedura prawna musi ostatecznie odróżnić statystyczny sygnał od twardego dowodu winy. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu, zapominając, że matematyka w nadzorze jest jedynie drogowskazem, a nie ostatecznym wyrokiem.

Personalizacja finansów i doradztwo cyfrowe, znane jako robo-advisory, to obietnica demokratyzacji dostępu do profesjonalnych narzędzi inwestycyjnych dla szerokich rzesz społeczeństwa. Wykorzystując ankiety ryzyka, modele alokacji oraz automatyczne rebalansowanie portfela, systemy te potrafią skutecznie ograniczać destrukcyjne, emocjonalne decyzje inwestorów indywidualnych. Dobrze zaprojektowany algorytm doradczy może drastycznie obniżyć koszty i zwiększyć efektywność zarządzania oszczędnościami, oferując rozwiązania wcześniej zarezerwowane tylko dla najzamożniejszych. Istnieje jednak ryzyko, że źle skonstruowany system będzie tworzył jedynie iluzję indywidualizacji, ukrywając uproszczone założenia pod płaszczykiem nowoczesnej technologii. Prawdziwe doradztwo cyfrowe wymaga więc nie tylko sprawnego kodu, ale przede wszystkim silnej odpowiedzialności powierniczej oraz pełnej przejrzystości wobec klienta. Musimy pamiętać, że automatyzacja nie zdejmuje z dostawcy obowiązku dbania o adekwatność produktów do realnej sytuacji życiowej i tolerancji ryzyka użytkownika.

Współczesne finanse coraz chętniej sięgają po analizę tekstu i dane alternatywne, przetwarzając wszystko: od raportów okresowych po zdjęcia satelitarne i ślady konsumenckie w sieci. Modele NLP pozwalają mierzyć sentyment rynku, niepewność oraz subtelne zmiany w narracjach strategicznych zarządów spółek, co daje unikalny wgląd w kondycję emitentów. Jednak tekst jest materią zdradliwą, a słowo nie zawsze oznacza to samo w różnych branżach, kulturach organizacyjnych czy momentach cyklu koniunkturalnego. Ton konferencji wynikowej może być świadomie zarządzany przez działy relacji inwestorskich, a dane z mediów społecznościowych bywają podatne na celowe manipulacje i ataki botów. Algorytmiczna hermeneutyka rynku wymaga więc od nas nie mniej, lecz znacznie więcej krytycyzmu i umiejętności odróżniania wartościowych sygnałów od informacyjnego szumu. Dane alternatywne mogą dawać ogromną przewagę, ale ich wykorzystanie budzi również istotne pytania o prywatność oraz etyczne granice współczesnego kapitalizmu informacyjnego.

Na koniec warto wspomnieć o stress testingu i analizie scenariuszowej, które stanowią swoisty trening wyobraźni instytucjonalnej dla banków, funduszy i regulatorów. W tym obszarze nie możemy polegać wyłącznie na średniej z przeszłości, lecz musimy pytać o skutki zdarzeń ekstremalnych, takich jak gwałtowne załamania płynności czy kryzysy geopolityczne. Scenariusze te nie są prognozami w ścisłym sensie, lecz narzędziami pozwalającymi przeliczyć skutki teoretycznych szoków na kapitał i stabilność całego systemu finansowego. Wybór odpowiedniego scenariusza wymaga jednak czegoś więcej niż tylko sprawności matematycznej – wymaga rozumienia historii, struktury powiązań oraz psychologii tłumu. Najgroźniejsze katastrofy często przychodzą z obszarów, które uznano za zbyt mało eleganckie lub zbyt mało prawdopodobne, by zmieścić je w standardowym modelu. Pamiętajmy, że Gauss daje nam elegancję i porządek, ale to

właśnie te nieprzewidziane ogony rozkładu zmuszają nas do prawdziwego rachunku sumienia i pokory wobec nieprzewidywalności świata.

## Finanse jako laboratorium racjonalności: między modelem a etyką

Zarządzanie kapitałem przedsiębiorstwa stanowi istotny obszar, w którym matematyka spotyka się z twardą rzeczywistością biznesu. Finanse korporacyjne wykorzystują aparat obliczeniowy do oceny projektów inwestycyjnych, szacowania kosztu kapitału czy optymalizacji struktury długu i kapitału własnego. Narzędzia takie jak WACC, NPV czy IRR pozwalają firmom wyjść poza sferę domysłów i oprzeć politykę dywidendową oraz fuzje na fundamencie liczb. Szczególnie fascynujące są opcje realne, czyli podejście traktujące inwestycje jako prawo, a nie obowiązek podjęcia określonych działań w przyszłości, co nadaje strategii niezbędną elastyczność. W świecie pełnym niepewności ta zdolność do adaptacji – możliwość opóźnienia, rozszerzenia lub porzucenia projektu – staje się najcenniejszym aktywem przedsiębiorstwa. Matematyka uczy nas bowiem, że prawo do podjęcia decyzji w przyszłości posiada wymierną wartość już dzisiaj.

Wszystkie te zastosowania łączy jedna fundamentalna zasada: finanse stanowią w istocie praktyczną epistemologię przyszłości. Choć nie potrafią one przewidzieć, co dokładnie nastąpi, organizują racjonalne działanie w warunkach strukturalnej niewiedzy. W tym układzie matematyka dostarcza eleganckiej formy, finanse wypełniają ją treścią ekonomiczną, a algorytmy gwarantują skalę i szybkość operacyjną. Ta triada tworzy mechanizm, który pozwala dyskontować obietnice i przekładać ryzyko na język konkretnych decyzji. Czas prowadzi do dyskontowania, dyskontowanie do wartości obecnej, a wartość obecna do wyboru, który kształtuje jutrzejszą rzeczywistość firmy. Jest to proces niemal alchemiczny, w którym surowe dane zamieniają się w strategiczne złoto.

Jednak ta potęga wymaga nieustannej, niemal rygorystycznej kontroli ze strony człowieka. Każdy model powinien być bezlitośnie testowany, dane czyszczone z szumów, a algorytmy monitorowane pod kątem błędów. Wynik obliczeń nigdy nie jest prawdą objawioną, lecz jedynie interpretacją, która musi mieć konkretnego właściciela odpowiedzialności. Bez tego rygoru nowoczesne finanse dryfują w stronę automatycznego teatru pewności, gdzie nikt nie rozumie mechanizmu decyzji, ale wszyscy oklaskują tempo jej wykonania. Rynek nie karze za niewiedzę, bo niewiedza jest powszechna; karze za udawanie, że tej niewiedzy nie ma. Prawdziwy profesjonalizm polega na ujawnianiu ryzyka modelu, a nie na jego maskowaniu pod płaszczem skomplikowanych wzorów.

Największą siłą matematyki w finansach jest jej zdolność do dyscyplinowania ludzkiej intuicji, która bywa zwodnicza i podatna na emocje. Istnieje jednak mroczna strona tego medalu: możliwość nadania tej samej intuicji fałszywego prestiżu obliczenia. Liczba może rozświetlać mroki niepewności, ale równie dobrze może zasłaniać to, co niewygodne lub niemierzalne. Algorytm potrafi skutecznie ograniczyć błąd ludzki, lecz jednocześnie potrafi przeskalować błąd projektowy do rozmiarów systemowej katastrofy. Model, który obiecuje ujarzmienie złożoności, często po prostu usuwa z pola widzenia wszystko, co nie mieści się w jego sztywnych założeniach. Wtedy elegancja wzorów przestaje być wsparciem, a staje się pułapką dla nieuważnego analityka.

Dlatego w profesjonalnych finansach nie wystarczy pytać, czy dany model działa. Należy dociekać, kiedy działa, dlaczego odnosi sukces i – co najważniejsze – kiedy przestanie być użyteczny. Trzeba mieć odwagę zapytać, kto poniesie realną stratę, jeśli założenia okażą się błędne, i czy system ostrzegawczy pozwoli nam to zauważyć wystarczająco wcześnie. Esej o zastosowaniach finansowych musi zatem kusić pochwałą nowoczesnych narzędzi, ale nigdy nie może przerodzić się w ich bezkrytyczny kult. Matematyka jest niezbędna, by rynek nie utonął w mgle narracji, ale to finanse nadają jej ekonomiczny sens. Bez świadomości ograniczeń nawet najszybszy algorytm prowadzi jedynie do ślepego zaułka błędu.

W takim ujęciu finanse stają się czymś znacznie głębszym niż tylko techniką pomnażania kapitału. Są one cywilizowaną metodą podejmowania trudnych decyzji w świecie, który nie oferuje pewności, lecz nieustannie żąda od nas odpowiedzialności. Finanse empiryczne to jedno z najważniejszych laboratoriów nowoczesnej racjonalności, gdzie spotykają się matematyka, prawo, antropologia i etyka. Ta interdyscyplinarność nie wynika z mody, lecz z samej natury rynku, który jest zjawiskiem jednocześnie liczbowym, społecznym i symbolicznym. Rynek nie jest wyłącznie miejscem wymiany aktywów, lecz przestrzenią, w której testujemy naszą zdolność do rozumnego działania. Pamiętajmy jednak, że najdroższe awarie zaczynają się od słów: „tym razem model na pewno ma rację”.

## Finanse empiryczne jako szkoła odpowiedzialnego sceptycyzmu

Finanse funkcjonują jako system przekładania jutra na język dzisiejszych wartości, w którym nadzieje zostają zdyskontowane, a ryzyko ubrane w ceny. To cywilizacyjna maszyna do zadawania pytania: ile warta jest obecnie obietnica przyszłości? Odpowiedź nigdy nie jest neutralna, zależy bowiem od stóp procentowych, regulacji i zbiorowej wyobraźni. Cena jest więc liczbą, lecz w swej istocie stanowi skamieniały ślad oczekiwań, w którym zastygły lęki i ambicje uczestników rynku.

Paradygmat finansów empirycznych prowadzi nas od narzędzi ku intelektualnej odpowiedzialności. Optymalizacja uczy, że każdy wybór odbywa się pod dyktando ograniczeń, a prawdopodobieństwo przypomina, iż niepewności nie wolno maskować tonem pewności. Statystyka nakazuje dane rygorystycznie przesłuchiwać, a nie bezkrytycznie wielbić. Teoria portfela pokazuje, że ryzyko jest relacyjne, a dywersyfikacja, czyli praktyka stabilizowania kapitału poprzez łączenie aktywów reagujących odmiennie na te same wstrząsy, bywa mądrością tylko do czasu, gdy korelacje nie zdradzą nas w kryzysie.

Hipoteza rynków efektywnych wymusza pokorę wobec ceny, a finanse behawioralne – pokorę wobec człowieka. Analiza zdarzeń, czyli badanie reakcji rynku na informacje poprzez pomiar nienormalnych stóp zwrotu, dowodzi, że dane stają się siłą dopiero po ich rynkowym przetrawieniu. Modele zmienności uświadamiają nam, że ryzyko nie jest stałą cechą świata, lecz procesem, który czasem śpi, a czasem gwałtownie wybucha. Zadaniem tych narzędzi nie jest produkcja fałszywej pewności, lecz systematyczne ograniczanie złudzeń.

Dobre narzędzie ilościowe nie obiecuje znajomości przyszłości; ono wykłada założenia i warunki, w których jego diagnoza traci sens. W świecie finansów najbardziej niebezpieczne są nie modele, które przyznają się do niepewności, lecz modele, które mówią zbyt gładko. Współczesne finanse empiryczne to szkoła odpowiedzialnego sceptycyzmu – nie cynizmu, lecz rygorystycznej dyscypliny pracy. To dojrzałość pozwalająca zrozumieć, że matematyka nie służy tu do przewidywania losu, lecz do zarządzania naszą niewiedzą.

Ten sceptycyzm nakazuje testować hipotezy i pamiętać o błędzie przeżywalności, który każe patrzeć na zwycięzców, ignorując armię bankrutów. Wymaga, by nie mylić korelacji z przyczynowością i nie brać wartości p za wyrok prawdy. Nie wolno lękać przed wykresem ani nazywać szumu sygnałem, gdyż w gąszczu cyfr najłatwiej paść ofiarą pragnienia porządku. Prawdziwa siła finansów empirycznych tkwi w tym, że zamiast dawać gotowe odpowiedzi, zmuszają nas do zadawania trudnych pytań o fundamenty naszej wiary w liczby.

## Finanse empiryczne: między matematyką a odpowiedzialnością

To przesłanie posiada głęboki wymiar matematyczny, ale jego rzeczywistym fundamentem pozostaje porządek prawny, bowiem rynek finansowy istnieje wyłącznie dzięki mocy prawa. Akcje, obligacje, skomplikowane instrumenty pochodne czy fundusze inwestycyjne nie są bytami naturalnymi, lecz wyrafinowanymi konstrukcjami normatywnymi, które bez odpowiednich

regulacji straciłyby rację bytu. Bez ochronnego pancerza legislacji każda cena byłaby jedynie ryzykownym zakładem zawieranym w cieniu potencjalnej przemocy lub kruchego, osobistego zaufania. To właśnie prawo tworzy niezbędną ramę dla ujawniania informacji, ochrony interesów inwestora oraz rygorystycznego nadzoru nad pośrednikami finansowymi. W świecie współczesnych finansów nie istnieje pojęcie „czystego rynku", który wyprzedzałby regulacje prawne. Jest to co najwyżej rynek, który w swojej pysze zapomniał, że każda jego transakcja stoi na fundamencie stabilnych instytucji.

Z tej perspektywy finanse empiryczne nabierają szczególnego znaczenia publicznego, przestając być jedynie hermetycznym narzędziem służącym do generowania prywatnego zysku. Stają się one sposobem na rozpoznawanie miejsc, w których gromadzi się ryzyko społeczne, często ukryte pod warstwami skomplikowanych abstrakcji matematycznych. Kryzysy finansowe dobitnie pokazują, że błędy modeli, nadmierna dźwignia finansowa czy źle ocenione korelacje nigdy nie kończą się wyłącznie na monitorach traderów. Ich skutki brutalnie przenoszą się na realne zatrudnienie, budżety państw narodowych, stabilność systemów emerytalnych oraz ogólne zaufanie do instytucji demokratycznych. Jeśli prywatne podmioty inkasują premię za ryzyko, podczas gdy koszty katastrofalnych błędów zostają przeniesione na społeczeństwo, mamy do czynienia z problemem natury konstytucyjnej. Jest to fundamentalna kwestia odpowiedzialności za skutki decyzji podejmowanych w systemie głębokich, choć często niewidocznych współzależności.

Współczesne myślenie o mechanizmach rynkowych musi wreszcie przekroczyć naiwny, niemal rytualny spór między bezkrytycznymi apologetami rynku a jego zawodowymi oskarżycielami. Rynek nie jest ani nieomylnym bóstwem, ani prymitywnym oszustwem, lecz niedoskonałą instytucją służącą do przetwarzania informacji i alokacji kapitału. Pozostaje on stale podatny na błędy poznawcze, asymetrie informacyjne, niebezpieczną koncentrację władzy oraz nagłe paniki płynnościowe, które potrafią sparaliżować całe gospodarki. Rozsądna obrona rynku nie polega na zaprzeczaniu jego patologiom, tak jak rzetelna krytyka nie powinna odrzucać mechanizmu ceny jako kluczowego narzędzia poznawczego. Dojrzała pozycja badawcza zakłada, że rynek należy nieustannie badać, regulować i dyscyplinować, ale pod żadnym pozorem nie wolno go mistyfikować. Gauss daje elegancję, ale ogony rozkładów dają rachunek sumienia.

Antropologia finansów dodaje do tego obrazu jeszcze jedną, niezwykle istotną warstwę, przypominając, że człowiek nie jest z natury istotą bayesowską. Twierdzenie Bayesa, czyli metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody, rzadko znajduje zastosowanie w gorączce rynkowej euforii czy lęku. Ludzie nie aktualizują swoich przekonań z matematyczną czystością, lecz ulegają narracjom, autorytetom, modom oraz paraliżującemu wstydowi przed porażką. Inwestor kupuje aktywa często nie dlatego, że rzetelnie policzył wartość

obecną przyszłych przepływów, ale dlatego, że boi się przegapić okazję, w którą uwierzyli inni. Rynek okazuje się więc maszyną liczbową napędzaną przez ludzką wyobraźnię, która potrafi budować imponujące inwestycje lub niszczycielskie bańki. Gdy wyobraźnia ostatecznie odrywa się od chłodnego rachunku, powstaje dramat mitu, który zawsze kończy się bolesnym przebudzeniem.

Każda epoka finansowa posiada swoje opowieści zbawcze, w których raz główną rolę gra kolej, innym razem internet, a obecnie sztuczna inteligencja czy zielona transformacja. Część tych historii posiada realne jądro, bowiem przełomowe technologie rzeczywiście zmieniają strukturę gospodarki i tworzą nowe pokłady bogactwa. Problem pojawia się jednak wtedy, gdy prawda technologiczna zostaje zamieniona w licencję na dowolne windowanie cen, ignorujące elementarne zasady wyceny aktywów. Nawet Prometeusz, przynosząc ludziom ogień, musiałby w dzisiejszym świecie odpowiedzieć na pytanie o właściwą stopę dyskontową dla swojego przedsięwzięcia. Finanse empiryczne stanowią w tym kontekście kulturę demitologizacji, która nie gasi entuzjazmu wobec przyszłości, ale każe ją rzetelnie i uczciwie wycenić. Nie szydzą one z innowacji, lecz przypominają, że odwaga bez miary ryzyka jest tylko elegancką nazwą dla zwykłej brawury.

Algorytmy cyfrowe wprowadzają do tego świata nową siłę, umożliwiając analizę gigantycznych zbiorów danych i błyskawiczną automatyzację zleceń. Z jednej strony pozwalają na personalizację portfeli i dynamiczne zarządzanie ryzykiem, z drugiej zaś potrafią skalować błędy i wzmacniać destrukcyjne zachowania stadne. Algorytm nie jest bowiem istotą wolną od wpływów kulturowych; dziedziczy on cele, ograniczenia oraz ślepe punkty swoich ludzkich twórców. Dlatego cyfrowe finanse wymagają nowej formy odpowiedzialności, która wykracza poza proste pytanie o to, czy dany model predykcyjny jest skuteczny. Musimy pytać, dla kogo on pracuje, kogo wyklucza i czy podejmowane przez niego decyzje są w ogóle wyjaśnialne dla ludzkiego regulatora. W erze algorytmicznej dawne pytanie o wysokość zysku musi zostać uzupełnione pytaniem o mechanizm i etykę jego generowania.

To właśnie w tym punkcie nauki prawne spotykają się z matematyką w koniecznym, choć czasem trudnym uścisku. Model może być statystycznie bezbłędny, a jednocześnie normatywnie wadliwy, jeśli wykorzystuje zmienne wzmacniające istniejące nierówności społeczne. Może on optymalizować zysk instytucji, naruszając jednocześnie fundamentalne interesy klienta lub generując niestabilność w mikrostrukturze całego rynku. Prawo nie jest więc przeszkodą dla finansowej racjonalności, lecz warunkiem jej społecznej legitymacji i długofalowego przetrwania. Ekonomia natomiast przypomina nam, że każde narzędzie posiada swój koszt alternatywny, a regulacje mogą czasem przenieść aktywność do niekontrolowanej strefy cienia. Opcje realne, czyli podejście traktujące projekty inwestycyjne jako prawo do podjęcia działań w przyszłości, pozwalają zarządzać tą niepewnością, ale nie zdejmują z nas ciężaru decyzji.

Paradygmat finansów empirycznych jest w swojej istocie głęboko antyutopijny, gdyż nie obiecuje świata wolnego od ryzyka ani rynku bez bolesnych kryzysów. Nie oferuje on modelu, który przewidzi wszystko, ani algorytmu pozbawionego arbitralnych założeń swoich programistów. Jego siła polega na czymś znacznie skromniejszym, a mianowicie na tworzeniu procedur, które zmniejszają skalę niewiedzy i czynią błąd widocznym, zanim stanie się on katastrofą. Zmienna losowa, czyli narzędzie służące do przełożenia niepewności świata na konkretne wartości liczbowe, pozwala nam przynajmniej nazwać to, czego nie wiemy. Reprodukowalność, czyli standard badawczy zakładający pełną jawność danych i kodu, staje się tu fundamentem naukowej uczciwości. Dzięki temu finanse stają się sztuką podejmowania trudnych decyzji bez luksusu posiadania absolutnej pewności.

Warto w tym miejscu powrócić do podstawowego łańcucha pracy finansowej, w którym czas prowadzi nieuchronnie do dyskontowania przyszłości. Dyskontowanie wyznacza wartość obecną, a wszechobecna niepewność zmusza nas do operowania kategoriami prawdopodobieństwa i skomplikowanych rozkładów ryzyka. Ryzyko to generuje premię, która staje się podstawą budowy portfela, gdzie dywersyfikacja, czyli zasada stabilizacji kapitału poprzez łączenie różnych aktywów, pełni rolę głównego bezpiecznika. Rynek ostatecznie prowadzi do ceny, która jest hipotezą efektywności, a wszelkie odchylenia od niej kierują nas ku analizie anomalii i zdarzeń rynkowych. Analiza zdarzeń, metoda badania reakcji rynku na nowe informacje, pozwala nam ocenić, jak szybko rzeczywistość zostaje wchłonięta przez system. Całość tworzy pętlę zwrotną, której nie wolno analizować w sposób liniowy, jeśli nie chce się zgubić istoty rzeczy.

Największe zagrożenie intelektualne współczesnych finansów nie polega na braku danych, lecz na ich nadmiarze przy jednoczesnym deficycie mądrości metodologicznej. Można dziś policzyć niemal wszystko, ale nie wszystko, co zostało policzone, zostało przez nas naprawdę zrozumiane i zinterpretowane. Model o imponującej skuteczności na danych historycznych może okazać się jedynie „autobiografią przeszłości", która nie przetrwa konfrontacji z nową rzeczywistością. Dlatego musimy bronić reprodukowalności jako zasady konstytucyjnej, wymagając, aby procedury analityczne były jawne i możliwe do krytycznej weryfikacji. Nauka nie żyje bowiem z prywatnych objawień, lecz z procedur, które pozwalają innym badaczom powiedzieć: „sprawdzam". W finansach to proste słowo powinno być fundamentem etyki zawodowej, chroniącym nas przed arogancją twórców modeli.

W wymiarze społecznym finanse empiryczne uczą nas, że odpowiedzialność nie polega na naiwnym unikaniu ryzyka, lecz na zrozumieniu, kto je ostatecznie ponosi. Ryzyko nigdy nie znika, gdy zostaje spakowane w skomplikowany instrument pochodny lub przeniesione poza bilans instytucji. Ono jedynie zmienia swojego właściciela, formę widoczności lub horyzont czasowy, często przybierając

maskę „innowacji” lub „optymalizacji kapitałowej”. Jedną z najważniejszych misji finansów empirycznych jest śledzenie tego ryzyka, gdy próbuje ono ukryć się pod nowym, atrakcyjnym kostiumem. Przyszłość jest fascynująca, ale musimy pamiętać, że nie każda fascynacja zasługuje na alokację naszego wspólnego kapitału. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako kolejna ofiara własnego kultu, zapominając o ludzkim wymiarze każdej cyfry.

## Finanse empiryczne jako fundament odpowiedzialnej przyszłości

W tym miejscu dochodzimy do wymiaru etycznego, który w świecie liczb bywa często spychany na margines jako kategoria zbyt miękka lub nieprecyzyjna. Nie chodzi tu jednak o tanie moralizowanie wymierzone przeciwko sektorowi finansowemu, lecz o uświadomienie sobie moralnej powagi skutków, jakie generuje ta potężna machina. Każda decyzja inwestycyjna, kredytowa czy regulacyjna przestaje być czystą operacją prywatną w momencie, gdy jej konsekwencje zaczynają rezonować w całym systemie gospodarczym. Banki, fundusze emerytalne czy agencje ratingowe pełnią funkcje infrastrukturalne, co czyni je krwiobiegiem nowoczesnego społeczeństwa. Ich błędy nie są jedynie stratą w arkuszu kalkulacyjnym, lecz mają realne, bolesne skutki publiczne, dotykające miliony ludzi. Dlatego profesjonalizm finansowy musi wykraczać poza wąsko rozumianą skuteczność, obejmując szeroką odpowiedzialność instytucjonalną za stabilność całego ładu.

Prawdziwie nowoczesne finanse, jeśli mają aspirować do miana dojrzałej dyscypliny, powinny cechować się głębokim, intelektualnym antykonformizmem. Nie mamy tu na myśli efektownej, lecz pustej pozy buntownika, która dobrze wygląda jedynie w nagłówkach mediów społecznościowych. Chodzi raczej o systemowy opór wobec stadności myślenia, która jest największym grzechem rynków kapitałowych od stuleci. W świecie, gdzie algorytmy i ludzie wzajemnie wzmacniają swoje uprzedzenia, zdolność do samodzielnego osądu staje się towarem deficytowym. Prawdziwa odwaga intelektualna polega na zachowaniu sceptycyzmu właśnie wtedy, gdy otoczenie pogrąża się w euforycznym samozadowoleniu. To właśnie ten dystans pozwala dostrzec pęknięcia w fundamentach, zanim runie cała konstrukcja, na której opieramy nasze wspólne bezpieczeństwo.

Gdy wszyscy wokół z niezmąconym spokojem twierdzą, że ryzyko jest niskie, profesjonalista musi zapytać, czy nie zostało ono po prostu fatalnie zmierzone. W chwilach, gdy dominuje narracja o nowym instrumencie rozpraszającym ryzyko, należy dociekać, w którym punkcie systemu uległo ono niebezpiecznej koncentracji. Kiedy słyszymy, że dany model działa bez zarzutu, warto sprawdzić, w jakim reżimie historycznym był on testowany i czy nie jest jedynie dzieckiem hossy. Gdy rynek przekonuje nas o głębokiej płynności, musimy zadać to jedno, kluczowe pytanie: kto

będzie kupował w dniu, w którym wszyscy rzucą się do wyjścia? Nawet jeśli słyszymy sakramentalne „tym razem jest inaczej", musimy pamiętać, że rachunek dyskontowy nadal obowiązuje, a grawitacja ekonomiczna nie zna wyjątków.

Taka postawa nie oznacza bynajmniej konserwatywnej odmowy innowacji czy lęku przed tym, co nowe i nieznane. Wręcz przeciwnie, finanse empiryczne są najpotężniejszym sprzymierzeńcem prawdziwego postępu, ponieważ pomagają oddzielić realną zmianę strukturalną od spekulacyjnej mgły. Innowacja, aby mogła zmienić świat, rozpaczliwie potrzebuje kapitału, a kapitał z kolei wymaga rzetelnych metod oceny ryzyka, by nie spłonąć w ogniu manii. Nowe technologie, transformacja energetyczna czy rozwój sztucznej inteligencji wymagają finansowania, które nie jest jedynie ślepym zakładem, lecz przemyślaną strategią. Bez sprawnego rynku kapitałowego wiele z tych przełomowych idei pozostałoby jedynie w sferze pobożnych życzeń i niezrealizowanych projektów. Ale kapitał finansujący przyszłość musi posiadać rzadką umiejętność odróżniania autentycznej możliwości od zbiorowej halucynacji rynkowej.

Odwaga inwestycyjna nie polega na bezkrytycznym kupowaniu każdej obietnicy, która mieni się blaskiem nowoczesności i gwarantuje szybkie zyski. Prawdziwa odwaga to przyjmowanie ryzyka, które zostało rozpoznane, rzetelnie wycenione i jest w pełni zgodne z obranym celem długofalowym. W tym sensie finanse empiryczne są niezwykle bliskie klasycznej cnocie roztropności, rozumianej jako umiejętność trafnego działania w świecie z natury niepewnym. Roztropność nie jest tchórzostwem ani paraliżującą ostrożnością, lecz sztuką odróżniania sensownego zaangażowania kapitału od hazardu przebranego za wizjonerską strategię. Nadaje ona strukturę ludzkiej ambicji, sprawiając, że nie staje się ona destrukcyjną siłą, lecz fundamentem trwałego wzrostu opartego na faktach.

Roztropny analityk nie mówi „nie inwestuj", lecz zasypuje projekt pytaniami, które dla laików mogą wydawać się nudne lub wręcz zniechęcające. Pyta o to, dlaczego wchodzimy w dany projekt, za jaką cenę, na jak długo i przy jakiej maksymalnej stracie jesteśmy w stanie przetrwać. Docieka, jaki scenariusz alternatywny bierzemy pod uwagę, jakie mamy zabezpieczenie i co zrobimy w momencie, gdy okaże się, że po prostu się mylimy. To są pytania, które irytują jedynie tych, którzy lubią katastrofy z elementem zaskoczenia i nie chcą przyjąć do wiadomości kruchości swoich założeń. Całość naszej obrony finansów empirycznych można ująć jako próbę ochrony tej dziedziny przed dwoma potężnymi, skrajnymi wrogami.

Pierwszym z nich jest naiwna, niemal religijna wiara w modele matematyczne, która zamienia użyteczne narzędzia w nienaruszalne bożki. Kto modli się do modelu, zwykle kończy jako ofiara własnego kultu, tracąc kontakt z rzeczywistością, która rzadko bywa tak gładka jak równania. Drugim wrogiem jest antynaukowa pogarda dla jakichkolwiek ram analitycznych, która zamienia

niepewność w całkowitą dowolność i chaos decyzyjny. Między tymi skrajnościami istnieje jednak trzecia droga: rygor badawczy pozbawiony pychy, sceptycyzm wolny od cynizmu oraz matematyka bez społecznej ślepoty. Gauss daje elegancję, ale to dopiero ogony rozkładu dają nam prawdziwy rachunek sumienia i zmuszają do pokory wobec tego, co nieprzewidywalne.

To podejście buduje coś, co możemy nazwać cywilizacją dowodu, a nie – jak chcieliby niektórzy – cywilizacją absolutnej pewności. Dowód w finansach rzadko przybiera formę ostateczną, ma raczej postać lepiej uzasadnionego przekonania, które pozostaje otwarte na ciągłą aktualizację. W tym procesie kluczowe jest twierdzenie Bayesa, czyli metoda aktualizacji prawdopodobieństwa hipotezy w oparciu o nowe dowody, która chroni nas przed trzymaniem się błędnych założeń. Dobra analiza finansowa nigdy nie kończy rozmowy o wartości, lecz radykalnie poprawia jakość następnego pytania, jakie zadajemy rynkowi. Gdy model wskazuje wynik, profesjonalista nie świętuje, lecz zaczyna drążyć temat założeń, na których ten wynik się opiera.

W tym ujęciu finanse empiryczne stają się bardziej kulturą zadawania pytań niż magazynem gotowych, uniwersalnych odpowiedzi na każde wyzwanie. Zamiast triumfalizmu zostaje nam dyscyplina intelektualna, która pozwala przetrwać w świecie, którego nie da się w pełni oswoić ani przewidzieć. Ryzyka nie da się usunąć z gospodarki, ponieważ jest ono nieodłącznym cieniem wolności działania i ludzkiej kreatywności. Niepewności nie zamkniemy w jednym, nawet najbardziej złożonym modelu, bo świat społeczny reaguje na własne opisy, zmieniając się pod ich wpływem. Rynku nie pozbawimy emocji, gdyż jest on instytucją tworzoną przez ludzi oraz algorytmy uczone na śladach naszych własnych, często irracjonalnych zachowań.

Możemy jednak działać mądrzej, dyskontując obietnice, mierząc zmienność i badając korelacje, zamiast opierać się na intuicji, która w finansach bywa zwodnicza. Dywersyfikacja, czyli zasada budowania portfela w oparciu o korelację aktywów, gdzie ich wkład oceniany jest przez pryzmat całej struktury, pozwala nam stabilizować kapitał w niepewnych czasach. Najkrótsza maksyma mogłaby brzmieć: mierz, ale nie ubóstwiaj miary; modeluj, ale nigdy nie myl uproszczonego modelu z nieskończenie złożonym światem. Inwestuj, ale pamiętaj, że premia za ryzyko jest realną zapłatą za możliwość doświadczenia bólu straty, a nie darmowym bonusem za sam optymizm.

Finanse empiryczne nie są zatem jedynie suchą nauką o pieniądzu, lecz przede wszystkim nauką o dojrzałości wobec nadchodzącej, nieznanej przyszłości. Uczą nas, że cena jest tylko hipotezą, ryzyko rozkładem prawdopodobieństwa, a informacja procesem, który nigdy nie dobiega końca. Ich największa wartość polega na tym, że zmuszają nas do uczciwego życia z tym, czego przewidzieć nie możemy, bez uciekania w kojące iluzje. W epoce nadmiaru danych i algorytmicznej szybkości, te surowe zasady przypominają nam, że przyszłość nie należy do tych, którzy mówią najpewniej.

Należy ona do tych, którzy najlepiej aktualizują swoje przekonania, zanim brutalny koszt błędu zrobi to za nich w najmniej odpowiednim momencie.

> Matematyka daje nam złudną elegancję, ale to dopiero nieprzewidziane ogony rozkładów zmuszają nas do szczerego rachunku sumienia. Rynek nie jest martwym równaniem, lecz żywym organizmem, który bezlitośnie weryfikuje każdą naszą pychę. Pytanie brzmi: czy potrafimy żyć w świecie, w którym jedyną stałą jest konieczność nieustannego aktualizowania własnych błędów?

## Inspiracje

**[1]** **"Empirical Finance"** Shaoran Li, Oliver Linton, Shuyi Ge

*2026 | Routledge | ISBN: 9781003543121*

**Shaoran Li** jest adiunktem w Szkole Ekonomii Uniwersytetu Pekińskiego. Specjalizuje się w ekonometrii finansowej, empirycznej wycenie aktywów oraz uczeniu maszynowym. Jego praca naukowa koncentruje się na rozwijaniu metodologii opartych na danych do analizy rynków finansowych, często integrując teorię finansów z technikami obliczeniowymi, takimi jak Python i R. Li przyczynił się do badań nad estymacją dużych macierzy kowariancji, modelowaniem semiparametrycznym i wyceną aktywów opartą na cechach. Jest współautorem podręcznika „Empirical Finance: Theory and Application", który stanowi nowoczesne, oparte na dowodach wprowadzenie do tej dziedziny dla studentów i praktyków. Jego badania zostały opublikowane w różnych międzynarodowych czasopismach naukowych i jest doceniany za pracę nad łączeniem teorii finansów z praktyczną, rzeczywistą analizą danych.

***Shaoran Li*** *is an assistant professor in the School of Economics at Peking University. He specializes in financial econometrics, empirical asset pricing, and machine learning. His academic work focuses on developing data-driven methodologies to analyze financial markets, often integrating financial theory with computational techniques such as Python and R. Li has contributed to research on large covariance matrix estimation, semiparametric modeling, and characteristics-based asset pricing. He is a co-author of the textbook "Empirical Finance: Theory and Application," which provides a modern, evidence-based introduction to the field for students and practitioners. His research has been published in various international academic journals, and he is recognized for his work in bridging theoretical finance with practical, real-world data analysis.*

*Peking University*

---

**Oliver Linton** jest profesorem ekonomii politycznej i ekonometrii na Uniwersytecie Cambridge oraz członkiem Trinity College. Jest wiodącym ekonometrykiem i ekonomistą finansowym, znanym z obszernych badań nad estymacją nieparametryczną, analizą szeregów czasowych i finansami empirycznymi. Opublikował liczne artykuły i książki, w tym „Empirical Finance" (2026), „Financial Econometrics: Models and Methods" (2019) oraz „Probability, Statistics and Econometrics" (2017).

***Oliver Linton*** *is a Professor of Political Economy and Econometrics at Cambridge University and a Fellow of Trinity College. He is a leading econometrician and financial economist, known for his extensive research on nonparametric estimation, time series analysis, and empirical finance. He has published numerous articles and books, including "Empirical Finance" (2026), "Financial Econometrics: Models and Methods" (2019), and "Probability, Statistics and Econometrics" (2017).*

---

**Shuyi Ge** jest badaczką akademicką i profesorem nadzwyczajnym w Szkole Finansów Uniwersytetu Nankai. Jej badania koncentrują się głównie na empirycznej wycenie aktywów, ekonometrii finansowej, sieciach finansowych oraz zastosowaniu uczenia maszynowego w finansach. Wniosła wkład w rozwój tej dziedziny poprzez liczne artykuły

naukowe publikowane w czasopismach międzynarodowych, często współpracując przy takich tematach, jak przewidywalność między akcjami, rozprzestrzenianie się ryzyka i dynamiczne grupy rówieśnicze. W 2026 roku była współautorką podręcznika „Empirical Finance: Theory and Application", który stanowi oparte na danych wprowadzenie do finansów dla studentów i praktyków, łącząc teorię finansów z praktyczną implementacją w Pythonie i R.

***Shuyi Ge*** *is an academic researcher and Associate Professor at the School of Finance, Nankai University. Her research primarily focuses on empirical asset pricing, financial econometrics, financial networks, and the application of machine learning in finance. She has contributed to the field through numerous scholarly articles published in international journals, often collaborating on topics such as cross-stock predictability, risk spillovers, and dynamic peer groups. In 2026, she co-authored the textbook "Empirical Finance: Theory and Application," which provides a data-driven introduction to finance for students and practitioners by integrating financial theory with practical implementation using Python and R.*

*Nankai University*

# Literatura uzupełniająca

## Książki

### Literatura pokrewna (Google Scholar):


**[1] "Philosophiæ Naturalis Principia Mathematica"**

Isaac Newton

1687 | Royal Society | ISBN: 978-0521078184

**[2] "Opticks: or, A Treatise of the Reflexions, Refractions, Inflexions and Colours of Light"**

Isaac Newton

1704 | Sam. Smith and Benj. Walford | ISBN: 978-0486602059

**[3] "Mécanique analytique"**

Joseph-Louis Lagrange

1788 | Veuve Desaint

**[4] "Théorie des fonctions analytiques"**

Joseph-Louis Lagrange

1797 | Imprimerie de la République

**[5]** **"Disquisitiones Arithmeticae"**

Carl Friedrich Gauss

1801 | Gerhard Fleischer | ISBN: 978-0300094732

**[6]** **"Theoria motus corporum coelestium in sectionibus conicis Solem ambientium"**

Carl Friedrich Gauss

1809 | Perthes & Besser

**[7]** **"The Mind and Society: A Treatise on General Sociology"**

Vilfredo Pareto

1916 | G. Barbera | ISBN: 978-0486414270

**[8]** **"Manual of Political Economy"**

Vilfredo Pareto

1906 | Società Editrice Libraria | ISBN: 978-0198284895

**[9]** **"Divine Benevolence: Or, an Attempt to Prove That the Principal End of the Divine Providence and Government is the Happiness of His Creatures"**

Thomas Bayes

1731 | John Noon

**[10]** **"An Introduction to the Doctrine of Fluxions, and a Defence of the Mathematicians Against the Objections of the Author of The Analyst"**

Thomas Bayes

1736 | John Noon

**[11]** **"The Microstructure of Securities Markets"**

Lawrence Glosten, David K. Whitcomb

1986 | Prentice-Hall | ISBN: 978-0135815663

**[12]** **"Economics, Organization and Management"**

Paul Milgrom, John Roberts

1992 | Prentice-Hall | ISBN: 978-0-13-224650-7

**[13]** **"Putting Auction Theory to Work"**

Paul Milgrom

2004 | Cambridge University Press | ISBN: 978-0-521-53672-1

**[14] "Sequential Analysis"**

Abraham Wald

1947 | John Wiley and Sons | ISBN: 978-0-486-43912-7

**[15] "Statistical Decision Functions"**

Abraham Wald

1950 | John Wiley and Sons | ISBN: 978-0-471-91811-0

**[16] "Business Cycles and Equilibrium"**

Fischer Black

1987 | Basil Blackwell

**[17] "Exploring General Equilibrium"**

Fischer Black

1995 | MIT Press

**[18] "Taxes and Business Strategy: A Global Planning Approach"**

Myron S. Scholes, Mark A. Wolfson, Merle Erickson, Edward Maydew, Terry Shevlin

2014 | Prentice Hall | ISBN: 978-0133426192

**[19] "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance"**

Viral V. Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson, Ingo Walter, Myron Scholes

2010 | John Wiley & Sons | ISBN: 978-0470768778

**[20] "Justice: What's the Right Thing to Do?"**

Michael J. Sandel

2010 | Farrar, Straus and Giroux

**[21] "Private Government: How Employers Rule Our Lives"**

Elizabeth S. Anderson

2017 | Princeton University Press

**[22] "What Money Can't Buy: The Moral Limits of Markets"**

Michael J. Sandel

2012 | Farrar, Straus and Giroux

[23] **"Vilfredo Pareto's Contributions to Modern Social Theory: A Centennial Appraisal"**
Christopher Adair-Toteff
2025 | Routledge

[24] **"The Ethics of Financial Markets"**
John R. Boatright
2017 | Oxford University Press

[25] **"The Invention of Good and Evil: A World History of Morality"**
Hanno Sauer
2023 | St. Martin's Press

[26] **"Financial Econometrics: Models and Methods"**
Oliver Linton
2019 | Cambridge University Press

[27] **"The Ethics of Markets"**
John Meadowcroft
2018 | Routledge

[28] **"The Idea of Justice"**
Amartya Sen
2009 | Harvard University Press

## Artykuły naukowe

### Autorzy przywoływani:

[1] **"The Relevance of Philosophy in Shaping Contemporary Social Ethics"**
Jakoep Ezra Harianto
2025 | International Journal for Science Review
Google Scholar

[2] **"Proxy Responsibility"**
Miguel Garcia-Godinez
2024 | Journal of Ethics and Social Philosophy
Google Scholar

[3] **"Instrumentalism in the Social and Moral Sciences"**

Various

2024 | Philosophy of the Social Sciences

Google Scholar

[4] **"The New Theories of Economics"**

Vilfredo Pareto

1897 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/250462

Google Scholar

[5] **"An Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances"**

Thomas Bayes

1763 | Philosophical Transactions of the Royal Society of London | DOI: 10.1098/rstl.1763.0053

Google Scholar

[6] **"Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders"**

Lawrence Glosten, Paul Milgrom

1985 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405X(85)90044-3

Google Scholar

[7] **"Is the electronic limit order book inevitable?"**

Lawrence Glosten

1994 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1994.tb04760.x

Google Scholar

[8] **"Market Microstructure: A Survey"**

Ananth Madhavan

2000 | Journal of Financial Markets

Google Scholar

[9] **"A theory of auctions and competitive bidding"**

Paul R. Milgrom, Robert J. Weber

1982 | Econometrica | DOI: 10.2307/1911865

Google Scholar

[10] **"Contributions to the Theory of Statistical Estimation and Testing Hypotheses"**

Abraham Wald

1939 | Annals of Mathematical Statistics | DOI: 10.1214/aoms/1177732144

Google Scholar

[11] **"On the Statistical Treatment of Linear Stochastic Difference Equations"**

Henry B. Mann, Abraham Wald

1943 | Econometrica | DOI: 10.2307/1905466

Google Scholar

[12] **"Lessons for Responsible Geroscience from the History of Longevity"**

N. Wohns, D. Promislow

2025 | AMA Journal of Ethics

Google Scholar

[13] **"Dual peer effects and cross-stock predictability"**

Doron Avramov, Shuyi Ge, Shaoran Li, Oliver Linton

2026 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2026.104274

Google Scholar

[14] **"News-implied linkages and local dependency in the equity market"**

Shuyi Ge, Shaoran Li, Oliver Linton

2023 | Journal of Econometrics | DOI: 10.1016/j.jeconom.2022.07.005

Google Scholar

[15] **"Machine learning in asset pricing"**

Bryan T. Kelly, Stefano Giglio, Seth Pruitt

2020 | Review of Financial Studies

Google Scholar

[16] **"The impact of 2008 tax reform on profit shifting of foreign enterprises in China"**

Mantian Xue, Yan Ge

2025 | Structural Change and Economic Dynamics | DOI: 10.1016/j.strueco.2025.101456

Google Scholar

[17] **"The Role of Fiscal Transparency in Stabilizing Investment in China"**

S. Wang, Yan Ge, H. Zhu, D. Ai

2026 | International Journal of Accounting, Finance and Risk Management | DOI: 10.11648/j.ijafrm.20261101.14

Google Scholar

[18] **"The Ethics of Financial Markets"**

Lisa Herzog

2017 | Philosophy Compass

Google Scholar

[19] **"The Pricing of Options and Corporate Liabilities"**

Fischer Black, Myron S. Scholes

1973 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/260062

Google Scholar

[20] **"Noise"**

Fischer Black

1986 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1986.tb04514.x

Google Scholar

[21] **"The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests"**

Fischer Black, Michael Jensen, Myron Scholes

1972 | Studies in the Theory of Capital Markets | DOI: N/A

Google Scholar

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 480602a8-f340-4e52-9e38-26bbcf8eb851