

JUKKA KILPI

Pääomamarkkinoiden etiikasta

TIIVISTELMÄ

Akateeminen filosofia voi tarjota moraalikeskustelulle ja liiketoiminnan etiikalle analyysin ja argumentaation työkaluja, jotka edistävät ihmisen kykyä erottaa oikea ja väärä, hyvä ja paha. Kun tarkastellaan lähemmin Lontoon Cityn mottoa "My word is my bond", käy ilmi että arvopaperimarkkinoiden toiminta perustuu moraalisiin varaan, osapuolten moraaliseen sitoutumiseen ja lupausten pitämisen periaatteeseen, jonka velvoittavuuden toteavat sekä utilitaristinen että deontologinen etiikka. Meklarin ja asiakkaan välisessä luottamukseen perustuvassa suhteessa välittäjän velvollisuus on ottaa asiakkaansa intressi toimintansa lähtökohdaksi (engl. fiduciary duty). Siihen kuuluu myös velvollisuus olla selvillä asiakkaan kyvyistä, elämäntilanteesta ja tarpeista, mistä saattaa joskus seurata se, että agentin tulee kieltäytyä antamasta asiakkaalle sellaista (liiallisen riskin sisältävää) palvelua, jota asiakas haluaa. Artikkelin käsittelee myös markkinoiden toimintaan liittyviä eettisiä erityiskysymyksiä. Esimerkiksi lyhyeksi myyntiä eli "shorttausta" (joka on Suomessa kielletty mutta USAssa sallittu) tulisi tarkastella enemmän tarkoituksenmukaisuuden kuin etiikan näkökulmasta. Kun lyhyeksi myynnin ei ole voitu osoittaa häiritsevän markkinoiden toimintaa, eettisiä esteitä sen sallimiselle on vaikea löytää. Valvonnasta ja sääntelystä todetaan, että hyvät markkinat ovat aina parempi vaihtoehto kuin huono sääntely. Sääntely nakertaa markkinoiden tehokkuutta ja edustaa paternalismia. Suomessa rahoituksen ja sijoitustoiminnan lainsäädännölliset puitteet on määritelty eettisestä näkökulmasta melko onnistuneesti mutta kehittämisen varaa olisi markkinaosapuolten itsesääntelyssä koulutuksen sekä eettisten normien luomisen ja kirjaamisen suhteen.

Aloitin paneutumisen markkinoiden etiikkaan esittämällä käsitykseni filosofian roolista liiketoiminnan etiikasta käytävässä keskustelussa. Tarkoitukseni on tällä johdannolla pyrkiä osoittamaan, että akateemisella filosofialla voi olla paljon annettavaa ammattieettiselle keskustelulle.

JUKKA KILPI, Ph.D., Dosentti

Kapai Oy

• e-mail: kapai@dlc.fi

FILOSOFIA JA LIIKETOIMINNAN ARVOT

Filosofisella etiikalla tarkoitan arvojen rationaalista ja analyttistä tutkimista ja perustelemista. Metaeettiset teoriat ottavat kantaa siihen voivatko arvoarvostelmat olla objektiivisesti tosia vai ei, ja voidaanko rationaalisten perustelujen ja analyysin avulla jotkut arvot osoittaa oikeiksi ja jotkut vääriksi. Itse edustan näkemystä, että rationaalisuus ja analyttisyys ovat inhimillisiä ominaisuuksia, joita hyödyntämällä voimme osoittaa jotkut arvot paremmiksi tai oikeammiksi kuin jotkut toiset kilpailevat arvot. Olen siis metaeettiselta kannaltani objektivist, eli kuulun moraalifilosofien alalajiin, joka analyttisen filosofian valtakaudella oli lähes hävinnyt, mutta joka on viimeisen vuosikymmenen aikana jälleen yleistynyt varsinkin angloamerikkalaisen moraalifilosofian piirissä.

Suomessa on filosofista tutkimusta hallinnut pitkään analyttiseksi filosofiaksi kutsuttu perinne. Se on nähnyt moraalifilosofian ainoana mielekkäänä funktiona arvokäsitteiden käsiteanalyysin. Moraalifilosofiasta on näin tehty formaalista tutkimusta, joka tähtää käsitteiden merkitysisältöjen selventämiseen ja täsmentämiseen ja arvohierarkioiden sisäisten struktuurien loogisuuden arviointiin.

Puhtaan analyysin rinnalla filosofeilla on kuitenkin voimakas tarve lausua viisauksia arvojen substanssiin liittyvistä kysymyksistä, ja suurella yleisöllä tuntuu olevan melkein yhtä suuri tarve kuulla heiltä näitä viisauksia. Tätä tarvetta filosofit ovat myös lähteneet Suomessakin esitoitta toteuttamaan, huolimatta siitä että heidän koulutuksensa ja tutkimusympäristönsä perinne on suhtautunut kielteisesti arvojen rankkaukseen filosofisin perustein.

Filosofit ovat siis tässä törmänneet ristiriitaan: akateemista filosofiaa on toisaalta domonoinut tutkimusperinne joka kieltää objektiivisen etiikan mahdollisuuden, toisaalta tarve filosofien panokseen arvojen määrittelyssä on ilmeinen. Ristiriita on ratkaistu lakaisemalla se maton alle: arvokeskusteluun on heittäyditty täysin rinnoin, mutta ehkä tutkimusperinteen paineesta johtuen usein ei ole välitetty pyrkiä arvojen perustelemiseen ja keskinäisen paremmuuden vertailuun rationaalisen argumentaation keinoin.

Kun keskustella on kuitenkin pitänyt on takaporttina käytetty mannermaista filosofiaa, ja nyttemmin hyve-etiikkaa. Mannermainen filosofia ei aseta rationaalisuuden ikävää rajoitusta mielen ja kulttuurin syövereistä kumpuavien elämysten esittelemiselle täysipainoisena filosofiana. Hyve-etiikka taas luo akateemisen sädekehän itse kunkin hyvänä pitämien arvojen ja päämäärien ympärille. Mannermaisen filosofian ja hyve-etiikan mukavuus on siinä, etteivät ne vaadi arvoille sen kummempia perusteluja kuin korkeintaan viittaukset jonkun tunnetun filosofin kirjaamiin yhtäpitäviin elämyksiin.

Hyvä näinkin, sillä keskustelua on syntynyt ja niin filosofien kuin yleisön kiinnostusta on sen kautta suunnattu eettisiin ongelmiin. Tämä on merkittävä saavutus. Koska ihminen on poh-

jimmiltaan autonominen olento, eli hän kykenee tekemään arvoarvostelmia ja myös tekee niitä jatkuvasti, niin jo ihmisen kiinnostuksen ja ajattelun suuntaaminen eettisten kysymysten pohdintaan on omiaan edistämään hänen eettistä toimintaansa.

Mielestäni hyve-etiikka ja kulttuurifilosofinen kukoistusajattelu eivät kuitenkaan riitä akateemisen filosofian anniksi moraalikeskustelulle. Ne jättävät huomiotta sen alueen, mikä voisi olla akateemisen filosofian omin ja uniikein panos arvojen määrittelyssä ja soveltamisessa kaikilla yhteiskunnallisen toiminnan tasoilla. Akateeminen filosofia voi tarjota analyysin ja argumentaation työkaluja, joita käyttäen ihmiset rationaalisina ja autonomisina olentoina voivat edistää oikean erottumista väärästä ja hyvän pahasta.

Mitä tämä akateemisen filosofian tarjoama mahdollisuus merkitsee liiketoiminnan etiikalle? Eräs eettisen päättelyn perustava aksiooma, jonka yleensä hyväksyvät niin metaeettiset objektivistit kuin relativistit tai subjektivistitkin, on se että arvojen sisäisen hierarkian tulee olla looginen. Jos joku esimerkiksi väittää, että meidän tulee samojen olosuhteiden vallitessa sekä pitää lupauksemme että rikkoa lupauksemme, emme varmaankaan totea, että kyseisellä henkilöllä on moraaliperiaatteita, vaan pikemminkin katsomme, että hänen periaatteiksi väittämiseensä säännöissä ei ole mitään järkeä! Tämä karrikoitu esimerkki osoittaa, kuinka rationaalisuus voi toimia moraaliperiaatteiden kriteerinä.

Koska arvojemme sisäisen hierarkian tulee olla ainakin jollain tasolla looginen, emme voi myöskään hyväksyä sitä ajatusta että asetamme elämälle yleensä jotkut arvot, mutta käytännössä niitä kuitenkaan ei tarvitse noudattaa. Sovellettuna bisnesetiikkaan tai ammattietiikkaan tämä tarkoittaa sitä, että bisneksen tai ammattietiikan arvojen tulee ainakin jollain tavalla olla yleisempien arvojen tukemia. Mitä yleisemmälle tasolle arvojen määrittelyssä mennään, sitä suuremmin arvojen analyysi, perustelu ja määrittely alkaa muistuttaa akateemisen filosofian välinein käytävää arvojen ja käsitteiden tutkimista, vertailua ja perustelemista.

ONKO BISNEKSESSÄ ETIIKKA?

Ennenkuin vedän tähänastisen perusteella johtopäätöksen akateemisen filosofian roolista liike-elämän etiikan ja ammattietiikan alueilla, muutama sana liike-elämän etiikan mahdollisuudesta ja mielekkyydestä yleensä. Valmistellessani väitöskirjaani muutama vuosi sitten Australiassa Monashin yliopistossa sattui silmiini filosofian laitoksen ilmoitustaululla, sen huumoriosastolla, valokopio eräästä sanakirjan sivusta. Rengastettuna kopiossa oli yksi käsitteelle 'oxymoron' annettu merkityssisältö: 'business ethics'. Eli sanakirjan määritelmän mukaan liiketoiminnan etiikka on käsitekummajainen, joka sisältää itsessään ristiriidan.

Onneksi tuon sanakirjan määritelmä ei vastaa yleistä akateemista käsitystä liiketoiminnan

etiikan mahdollisuuksista tai tarpeellisuudesta. Tosiasia kuitenkin on, että yleisesti ajatellaan liiketoiminnalla ja etiikalla olevan hyvin vähän tekemistä toistensa kanssa.

Se että yleisesti näin ajatellaan, on itse asiassa aika kummallista. Raha- ja osakemarkkinat ovat sellainen bisneksen alue, josta eettisten periaatteiden koetaan olevan erityisen kaukana. On kuitenkin totaalinen erehdys kuvitella, että esimerkiksi pörssi on paikka jossa etiikka loistaa poissaolollaan. "My word is my bond" on Lontoon Cityn tunnus, jonka merkityksen suomeksi ilmaisee ehkä parhaiten vanha sanonta "sanasta miestä".

Lontoolaisten pörssikauppiaiden motto sekä kiteyttää korkean eettisen periaatteen, että on vuosisatoja muodostanut arvopaperikaupan sääntelyn toimivan ohjenuoran. 1600-luvulta lähtien on Lontoossa tämän periaatteen varassa päivittäin toteutettu tuhansia ja taas tuhansia suullisiin sopimuksiin pohjautuvia kauppvoja, joissa liikutellut varallisuusarvot ovat kymmeniä ja satoja miljoonia. Vasta 1980-luvulla periaatteeseen "My word is my bond" nojaavaa kaupankäyntiä on Lontoossa täydennetty lakiin perustuvalla arvopaperikaupan sääntelyllä.

Satoja vuosia kestänyt kaupankäynti, jossa suullisiin sopimuksiin perustuen on siirretty jättäjäismäisiä varallisuusarvoja ilman että ongelmia transaktioiden toteuttamisessa juurikaan on ilmennyt, on voinut tapahtua vain erittäin korkeiden moraalikäsitteiden ja moraaliperiaatteiden vallitessa. Sama pätee kaikkeen muuhunkin bisnekseen. Lainsäädäntö, ja yhteiskunnan toimeenpanovalta lainsäädännön tukena, on luonnollisesti välttämätön osa modernin yhteiskunnan liiketoimintaympäristöä. Mutta vaikka lainsäädäntö voi edistää ja tukea liiketoimintaa, se ei korvaa etiikkaa. Tästä meillä on kylliksi esimerkkejä lähiympäristössämme. Bisnes voi elää ilman lakeja osapuolten keskinäisiin käyttäytymissääntöihin nojaten, mutta jos osapuolilta puuttuu bisnesmoraali ei lakienkaan olemassaolo riitä hedelmällisen bisneksen syntymiseen. Tämän vahvistavat kokemukset eräissä entisissä sosialistisissa maissa, joiden synnytystuskat markkinatalouden luomisessa eivät näytä niinkään liittyvän lainsäädännön puutteellisuuksiin kuin bisnesmoraaliin, joka puuttuu vuosikymmeniä kestäneen sosialistisen taloudenpidon jäljiltä.

Tarakastellaanpa lähemmin mottoa "My word is my bond". Minkälaisen etiikan se pukee sanoiksi. Motossa on käytetty neljää eri sanaa, joista kaksi on ladattu täyteen painavaa moraalista merkitystä: "word" ja "bond". Aloitetaan käsitteestä, 'bond'. Se kuvastaa motossa käytettynä sitoutumista tai kommittoitumista johonkin. Käsite kuvastaa sitä, että kaupan eri osapuolten välille on syntynyt relaatio, joka kytkee yhteen heidän toimintansa ja velvollisuutensa. Osapuolet ovat ostaja, myyjä ja välittäjä – ja miksei myös markkinapaikka. Nämä osapuolet ovat ilmaisseet tahtonaan toteuttaa tietyn arvopaperikaupan tiettyyn ajankohtana ja tiettyyn hintaan. Tämä tahdonilmaus on "bondannut" osapuolet toisiinsa, se on liittänyt heidät toisiinsa relaatiolla, jonka perusolemus on eettinen.

LUPAUS KAUPANKÄYNNIN PERUSTANA

Mistä tämä eettinen bondi osapuolten välille seuraa? Se seuraa moton ”My word is my bond” toisen keskeisen moraalikäsitteen sisällöstä. ’Word’ motossa tarkoittaa sitä, että osapuolet ovat keskinäisellä kanssakäymisellään ryhtyneet johonkin, mikä on enemmän kuin pelkkää sattumanvaraista varallisuusarvojen kontrollin keskinäistä allokoimista ja vaihdantaa. Osapuolet ovat ilmaisseet tahtovansa kaupan toteutuvan, ja ilmaisseet toimivansa tietyllä tavalla kaupan toteuttamiseksi. Osapuolet ovat luvanneet toisilleen kaupan edellyttämien asioiden tapahtuvan, he ovat ottaneet kantaakseen moraalisen velvollisuuden kaupan toteuttamisesta.

Entä mihin perustuu lupauksen moraalinen velvoittavuus, vai sisältyykö lupaukseen mitään erityistä moraalista velvollisuutta? Tästä filosofit onnistuvat olemaan likipitään kaikkea mahdollista mieltä jos filosofian historia käydään huolellisesti läpi. Meille riittänee se, että todetaan kaksi pääperinnettä lupauksen moraalisen velvoittavuuden suhteen. Toinen traditio katsoo lupauksen moraalisen velvoittavuuden seuraavan siitä, että lupauksen pitäminen on yleisesti ottaen hyödyllistä. Toinen traditio taas palauttaa lupauksen moraalisen velvoittavuuden ihmisen olemukseen autonomisena olentona ja siitä seuraaviin velvollisuuksiin kunnioittaa omaa ja toisen persoonaa mm. lupaukset pitämällä. Filosofialle tunteville näistä kahdesta traditiosta erottuu toisaalta utilitaristinen perinne eli hyötyetiikka, toisaalta Kantilainen perinne eli sääntö- tai deontologinen etiikka. Tässä yhteydessä näiden teorioiden eroihin ja yhtäläisyyksiin ei ole syytä paneutua enempää, riittänee kun todetaan, että filosofinen etiikka näkee lupauksen ytimeksi sen, että lupaus sitoo lupaaajan tulevaisuutta, se rajaa jotkut optiot pois lupaaajan tulevaan toimintaan nähden sallituista toimintamalleista. Tämä rajaus on moraalinen rajaus: joka rikkoo lupauksen toimii väärin!

”My word is my bond” on motto, joka kertoo sen että lontoolainen arvopaperikauppa on vuosisatoja rakentunut kaupan osapuolten moraalisen sitoutumisen varaan. Lupaus on arvopaperikaupan moraalinen peruselementti, se sitoo kaupan osapuolet toisiinsa relaatiolla, joka on fundamentaaliselta olemukseltaan moraalinen.

Toisin sanoen, arvopaperimarkkinat, kuten tietysti suuri osa liiketoimintaa ja yleensäkin inhimillistä kanssakäymistä, on toimintaa joka lepää moraalien varassa ja jonka tuloksellisuus riippuu siitä kunnioittavatko toimijat moraaliperiaatteita.

”My word is my bond” heijastaa myös sitä, että markkinaosapuolet huomioivat käytännön toiminnassaan korkean moraalien vaatimukset, ja moton konkreettinen ilmentymä ovat ne kymmenentuhannet transaktiot jotka joka hetki toteutuvat ympäri maailmaa ilman ongelmia ja vain suullisen sopimuksen nojalla.

Siinä on ajattelemisen aihetta niille, joiden mielestä bisnes ja etiikka ovat jotenkin toisilleen vieraita ja bisnesetiikka jollain tavoin käsitekummajainen, kuten myös niille jotka usko-

vat että ainakin pääomamarkkinoilla etiikka on jotain mikä loistaa poissaolollaan.

Mutta tietenkään mikään ei ole täydellistä, eivätkä myöskään rahamarkkinoilla ja osakemarkkinoilla kaikki toimijat seuraa eettisiä periaatteita, eivätkä kaikki transaktiot kestä kriittistä tarkastelua. Sen vuoksi tarvitaan lainsäädäntöä, joka tuo yhteiskunnan toimeenpanovallan eettisten normien tueksi, ja tarvitaan eettistä keskustelua ja tutkimusta joka määrittelee eettisen toiminnan rajat ja ylläpitää toimijoiden kykyä tehdä arvoarvostelmia.

PÄÄOMAMARKKINOIDEN AMMATTIETIIKKAA

Tämän johdannon jälkeen siirrymme pääomamarkkinoiden toiminnan eettisiin erityiskysymyksiin. Markkinoilla käydään kauppaa sekä standardoiduilla tuotteilla julkisen sääntelyn piirissä olevissa markkinapaikoissa eli pörsseissä, että sääntelyn ulkopuolella olevilla OTC-tuotteilla ja OTC-markkinoilla. Markkinoiden eettisten kysymysten kannalta jaottelulla valvottuihin pörseihin ja kontrolloimattomiin OTC-markkinoihin ei ole kovin paljon merkitystä: eettiset ongelmat ovat hyvin pitkälle samoja olipa markkinapaikka lainsäädännöllä institutionalisoitu vai ei.

Haluan kuitenkin kiinnittää huomiota toimivien OTC-markkinoiden olemassaoloon siitä syystä, että joskus tuntuu siltä kuin eettisten ongelmien automaattiseksi ratkaisuksi nähtäisiin sääntelyn lisääminen. Tämä on ajatusharha: Markkinat ovat toimineet satoja vuosia menestyksellisesti ja eettisesti ilman erityistä juridista sääntelyä ja toimivat monelta osin tänä päivänäkin. Oikea johtopäätös ilman sääntelyä menestyksellisesti toimivista markkinoista ei kuitenkaan ole se, että sääntelyä ei tarvita, vaan se, että sääntely ei ole korkean markkinamoraalin korvike tai välttämätön edellytys. Sääntelyllä ei tehdä eettistä keskustelua tai markkinoiden osapuolten etiikkaa tarpeettomaksi vaan sääntelyn tulee tukea ja edistää markkinoiden eettistä toimintaa.

Olen edellä vedonnut markkinoiden vuosisataiseen perinteeseen väittäessäni, että pääomamarkkinoiden toiminta perustuu viime kädessä etiikkaan, ja että markkinaosapuolet myös päivittäisessä toiminnassaan noudattavat korkeaa moraalialia. Omakohtainen kokemukseni markkinoilla toimimisesta on vain vahvistanut tätä käsitystäni. Vaikka meklaria ei yleensä ajatella erityisen eettisenä olentona, en markkinoilla juurikaan ole törmännyt tilanteisiin, joissa sopimusten noudattaminen, vastapuolen kunnioitus, kollegiaalisuus ja asiakkaan edun huomioonottaminen eivät olisi olleet osapuolten toiminnan perustana. Osin tämä varmasti johtuu siitä, ettei menestyksellinen markkinoilla operoiminen ole pitkällä tähtäimellä mahdollista ilman näitä hyveitä, mutta aivan ilman markkinaosapuolten sisäistämää markkinamoraalia eivät nämä hyveet myöskään voi olla niin näkyvästi vaikuttamassa jokapäiväiseen kaupankäyntiin kuin ne tosiasiaassa ovat.

Mutta kuten jo totesin, kaikkien markkinaosapuolten kaikki toimet eivät suinkaan täytä korkean etiikan vaatimuksia. Mitä korkean markkinaetiikan vaatimukset tarkemmin yksilöiden

ovat, ja millaiset teot koetaan uhkaksi korkealle etiikalle? Mikä on osake- ja rahamarkkinoilla epäeettistä toimintaa? Näihin kysymyksiin löytyy vastauksia markkinoiden etiikkaa koskevasta keskustelusta, jota on käyty erityisesti silloin kun on rakennettu markkinoiden toimintaa valvovia instituutioita. Ongelma-alueet liittyvät toisaalta markkinoiden toimintaan, toisaalta markkinoilla toimivien välittäjien, sijoittajien ja yritysten välisiin suhteisiin. Tarkastelen ensin välittäjän ja asiakkaan välistä suhdetta.

ASIAKKAAN INTRESSIN ENSISIJAISUUS

Edellä todettiin markkinoilla tapahtuvan transaktion perustuvan sopimukseen, jonka moraalinen perusta nojaa lupaukseen. Markkinaosapuolilla on yleinen moraalinen velvollisuus täyttää lupauksensa. Tätä yleistä velvollisuutta täydentävät eräät markkinoiden toimintaan liittyvät erityispiirteet. Keskeisesti ne liittyvät välittäjän, meklarin tai varainhoitajan ja asiakkaan väliseen suhteeseen: välittäjä toteuttaa kaupan asiakkaansa lukuun. Hän toimii asiakkaansa agenttina. Kyseessä on erityiseen luottamukseen perustuva suhde, jossa välittäjän tulee asettaa asiakkaansa intressi toimiensa lähtökohdaksi. Englanninkielessä tätä välittäjän velvollisuutta asiakkastaan kohtaan kuvaa termi 'fiduciary duty'.

Agenttisuhteessa välittäjä tai varainhoitaja on sitoutunut edistämään asiakkaansa hyvää toimiessaan tämän puolesta markkinoilla. Samanaikaisesti välittäjä käyttää asiakkaansa puolesta taloudellisiin arvoihin kohdistuvaa päätösvaltaa. Tätä valtaa käyttäessään hänellä on mahdollisuus edistää omaa tai jonkin kolmannen tahon intressiä, yleensä niin että siitä voi koitua asiakkaalle vahinkoa. Välittäjä tai varainhoitaja on siten jatkuvan intressikonfliktin edessä, jos lähtökohdaksi otetaan ekonomistien oletus siitä että rationaalisen olennon päämääränä on maksimoida oma hyvinvointinsa.

Tyypillisiä keinoja joilla välittäjä tai varainhoitaja voi pyrkiä enemmän tai vähemmän näkyvästi edistämään omaa hyvinvointiaan asiakkaansa kustannuksella ovat, lievemmästä päästä alkaen, "kirnuaminen" ja kaupat omia positioita vastaan. Edellisellä tarkoitetaan sitä, että hoidossa olevilla varoilla käydään välityspalkkioiden maksimoimiseksi kauppaa vilkkaammin kuin olisi ehkä muutoin suotavaa, jälkimmäisellä sitä että välittäjä asettuu asiakkaansa kauppohen vastapuoleksi tai suosittelee asiakkaalle tuotteita joissa välittäjällä on lisäpalkkioiden myötä erityinen intressi. Epäeettiseksi toiminnan tekee se, että vastoin asiakkaalle annettua lupausta agentin toimintaa määrittävät muut seikat kuin asiakkaan hyvän edistäminen vaikka siihen on nimenomaisesti sitouduttu ryhdyttäessä agentin rooliin. Epäeettisten toimien skaalan ääripäässä on suoranainen asiakkaan varojen kavallus, mutta se on onneksi harvinaisempaa, ja toki huomattavasti helpommin havaittavissa, kuin hienovaraisemmat luottamussuhteen pettämisen muodot.

Vielä yksi agentin ja asiakkaan välisen luottamussuhteen ilmentymä on agentin velvollisuus olla selvillä asiakkaansa kyvyistä, elämäntilanteesta ja tarpeesta. Agentin tulee aidosti pyrkiä edistämään asiakkaansa hyvää. Tämä saattaa merkitä myös sitä, että agentin tulee kieltäytyä tuottamasta asiakkaalleen sellaista palvelua jota asiakas haluaa. Jos asiakkaan arvostelukyky oman riskinsietokyvyn suhteen peittää, tulee agentin oman paremman arvostelukykynsä nojalla pidättäytyä toimenpiteistä, joilla asiakas voi ymmärtämättömyyttään saattaa taloutensa uhanalaiseksi.

On tietysti tavattoman vaikea määritellä milloin itse kukin meistä ylittää oman arvostelukykynsä rajat, ja siksi onkin luonnollista että pääsääntöisesti vastaamme myös markkinaoperaatioissamme itse omista teoistamme ja riskinotostamme niin eettisesti kuin juridisesti. Mutta osana agentin funktiota on asiakkaan kompetenssin arvioiminen, ja sen vuoksi kehittyneillä markkinoilla asiakassuhteen avaamiseen liittyy asiakkaan puolelta tietojen luovuttaminen agentille asiakkaan taloudellisesta tilanteesta, riskinottohalusta ja aiemmasta kokemuksesta markkinoilla toimimisesta.

HYVÄT MARKKINAT

Sitten markkinoiden toimintaan liittyviin eettisiin ongelmiin. Markkinoiden tehtävänä on tarjota arvopaperikaupalle puitteet, joissa hinnanmuodostus on tehokasta ja kaupankäynti tapahtuu oikeudenmukaisesti ja tasa-arvoisesti hyvin informoitujen markkinaosapuolten kesken. Hyviä markkinoita luonnehtivat siten seuraavat ominaisuudet:

- * Tehokkuus => Oikea hinta, pienet kulut, likvidisyys.
- * Oikeudenmukaisuus => Varmuus kaupan toteuttamisesta, kauppojen vapaaehtoisuus.
- * Tasa-arvo => Jokaisella yhtäläinen oikeus ostaa ja myydä, jokaisella sama informaatio (mahdollisuuksien tasa-arvo, ei tulonjaon tai varallisuuden).
- * Informaatio => Riittävä ja samanaikainen informaatio osapuolten käytössä hinnan arvioimiseksi.

Jos markkina täyttää nämä kriteerit, se palvelee niin sijoittajia kuin kansantaloutta edesauttamalla pääomanmuodostusta ja pääomien kanavoitumista oikeisiin kohteisiin. Tällaisena instituutiona pääomamarkkinat ovat kapitalismin hyödyllinen työkalu.

On tärkeää huomata, että ollakseen hyvä työkalu markkinoiden tulee täyttää myös kriteerejä, joilla on eettinen sisältö. Tehokkuus ei toteudu, jos oikeudenmukaisuudesta ja tasa-arvosta on tingitty. Seuraavaksi esimerkkejä markkinoiden tehokkuuden vaarantavasta epäeettisestä toiminnasta ja markkinasääntelystä jolla pyritään ehkäisemään epäeettistä markkinakäytäytymistä.

INFORMAATIO => TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Riittävä, ajantasainen ja kaikkien markkinaosapuolten saatavilla oleva informaatio kaupankäynnin kohteena olevista instrumenteista ja yrityksistä on edellytys sille, että markkinaosapuolet voivat muodostaa rationaalisen käsityksen kaupankäynnin kohteen arvosta. Siten informaatio on edellytys oikealle hinnanmuodostukselle ja markkinoiden tehokkaalle toiminnalle.

Markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien yritysten ja niiden omistajien intressissä voi olla tietoja kaunistelemalla tai panttaamalla kohottaa yrityksen osakkeen arvostusta. Tämä on epäeettistä, koska toiminnan perimmäisenä motiivina on markkinoiden harhauttaminen. Harhauttaminen tarkoittaa sitä, että koetetaan saada asiat näyttämään toisilta kuin mitä ne ovat, jotta saataisiin hyötyä virheellisten käsitysten kautta. Oman hyödyn kerääminen toisten kustannuksella antamalla tarkoituksellisesti virheellistä tietoa ei liene puolustettavissa minkään eettisen teorian nojalla. Se on väärin, ja siksi siihen on markkinoita säädeltäessä reagoitu asettamalla julkisesti noteeratuille yhtiöille tiedonantovelvollisuus.

Eräs erityiskysymys, joka sivuaa tiedonantovelvollisuutta ja markkinoiden toimintaa tasa-puolisena kaupankäynnin foorumina liittyy markkinapaikkojen omaan toimintaan. Nykyisin on yhä yleisempää, että piensijoittajatkin käyvät aktiivista arvopaperikauppaa. Samalla on sähköisen median ja internetin kehittyminen tuonut yhä useamman ulottuville mahdollisuuden seurata pörssikursseja reaaliajassa.

Pörssit ovat tämän kehityksen noteeranheet tekemällä jakamansa hintainformaation reaaliaikaisen välittämisen maksulliseksi. Voidaan kuitenkin kysyä onko tämä eettistä, sopiiko se yhteen pörssin luonteen kanssa tasa-arvoisena markkinapaikkana? Maksullisen reaaliaikaisen informaation hyödyntäminen voi olla ylivoimainen kustannus piensijoittajalle, joka kuitenkin jo kaupoissaan maksaa pörssille maksun markkinapaikan palveluksista. Mihin logiikkaan perustuu pörssien ajatus hintainformaatiolla rahastamisesta? Eikö ajatuksen takana ole sellainen logiikka, jonka mukaan yhtäläillä voitaisiin antaa pörssitiedotteet ensin niiden käyttöön, jotka suostuvat etuoikeudesta maksamaan erillisen korvauksen. Tai entäpä jos pörssitiedotteista ja hintainformaatiosta annettaisiin tietoa eri ajankohtina eri ryhmille riippuen siitä paljonko nämä ovat valmiita informaatiosta maksamaan? Markkinaetiikan näkökulmasta pidän arveluttavana menettelyä, jossa perustavasta markkinainformaatiosta peritään markkinaosapuolilta erillinen maksu.

SISÄPIIRIN KAUPANKÄYNTI => KAUPANKÄYNTIRAJOITUKSET

Jos markkinoilla ei ole oikeaa tietoa kaupankäynnin kohteesta, on todennäköistä ettei myöskään markkinoilla muodostunut hinta ole oikea. Oikea tieto kuitenkin yleensä on jonkun hallussa, silloin tämä joku voi käyttää tietoaan hyväksi markkinaoperaatioissaan.

Vaikka oikean tiedon haltijat pyrkisivätkin mahdollisimman tasapuoliseen tiedottamiseen eri markkinaosapuolille, on ennen tiedon julkistamista aina henkilöitä, jotka asemansa puolesta tietävät hinnanmuodostukseen vaikuttavista seikoista ennen muita. Nämä henkilöt kuuluvat tyypillisesti yhtiön johtoon ja mahdollisesti suuromistajiin, he muodostavat sisäpiirin.

Sisäpiiriläiset voisivat muuttaa paremman tietonsa markkinoilla rahaksi toimimalla ennen kuin salatusta tiedosta on tullut julkista tietoa, ja varmasti ovat näin monesti menelleetkin. Tätä kuitenkin yleisesti pidetään epäeettisenä, ja siihen on myös yleensä puututtu markkinoiden sääntelyä kehitettäessä. Miksi?

Pääpiirteissään ”insider tradingin” epäeettisyydelle on annettu kolme perustelua:

- Sisäpiiriläiset väärinkäyttävät luottamusasemaansa yrityksen ja sen omistajien agentteina jos he keräävät toisten omistajien kustannuksella voittoja heille agentin ominaisuudessa uskottuja tietoja hyödyntämällä
- Sisäpiirin kaupankäynti rikkoo markkinoiden tasa-arvoperiaatetta vastaan
- Sisäpiirin kaupankäynti nakertaa markkinoiden nauttimaa luottamusta, ja siten se on väärin sekä markkinoita että yhteiskuntaa kohtaan

Eräiden arvioiden mukaan sisäpiirin kauppa on kuitenkin myös hyödyllistä. Kaupankäyntirajoitusten vastustajien argumentti lähtee siitä, että insiderit tulevat markkinoille heti kun heillä on oikeaa tietoa ja aikaansaavat siten nopean liikkeen hinnoissa mikä edistää tehokasta hinnanmuodostusta markkinoilla. Tämän argumentin saamasta yleensä tylystä kohtalosta huomaamme kuitenkin, että tehokkuus arvopaperimarkkinoilla sisältää myös eettisen elementin: pelkkä tehokas hinnanmuodostus puhtaasti ekonomistesessa mielessä ei ole sitä mitä markkinoiden tehokkuudelta odotetaan, vaan tehokkuuden tulee syntyä oikeudenmukaisten ja tasa-arvoisten markkinaolosuhteiden vallitessa.

MARKKINAMANIPULAATIO => MANIPULAATIOKIELTO

Välittäjät tai markkinaosapuolet voivat yrittää vaikuttaa hinnanmuodostukseen joko levittämällä perusteetonta markkinainformaatiota (huhut) tai vedättämällä tai dumpaamalla kurseja toivotun hintatason saavuttamiseksi. Kurssien vedättäminen voi tapahtua esimerkiksi kysynnän herättämiseksi määrättyssä osakkeessa, josta vedättäjä haluaa päästä eroon, dumpaaminen taas hintatason painamiseksi tasolle jossa halutaan ryhtyä ostamaan osaketta taikka välittää suurempi yksittäinen kauppa.

Eettiseltä kannalta manipulaation tekee arveluttavaksi siihen sisältyvä harhauttamisen elementti: pyritään tarkoituksellisesti luomaan kuva tietynsuuntaisesta kehityksestä markkinoilla hyväksikäyttäen ylivoimaista tai määräävää markkina-asemaa. Vaikka markkinoilla ei eettisyy-

den vaatimusten täyttämiseksi tarvitse kertoa kaikkea aikeistaan, sisältää pyrkimys harhauttamiseen ja ylivoimainen markkina-asema uhkan markkinoiden tasa-arvoisuudelle ja oikeudenmukaisuudelle juuri eettisessä mielessä. Sikäli on ymmärrettävää, että manipulaatio kuuluu eettisesti arveluttavien markkinatapahtumien joukkoon. Toisaalta on syytä muistaa, ettei manipulaatio ole markkinoiden luontainen ja elimellinen pahe: mitä tehokkaampi ja likvidimpi markkina on, sitä vähäisemmät mahdollisuudet sen manipuloimiseen on tarjolla. Siten manipulaatiota voidaan torjua myös markkinoiden omilla aseilla eikä vain sääntelyllä.

LYHYEKSI MYYNTI => KIELTO MYYDÄ SITÄ MITÄ EI OMISTA

Lyhyeksi myynti eli "shorttaus" tarkoittaa sitä, että myyjä myy jotain mitä ei omista. Tosin sanoen, myyjä odottaa hinnan laskevan tulevaisuudessa ja myy etukäteen jotain minkä aikoo myöhemmin tuottaa tai hankkia.

Shorttauksen vastustajat ovat sitä mieltä, että käytäntö

- tekee markkinoista levottomat
- kiihdyttää hintojen laskua
- ei ole perusteltavissa taloudellisin argumentein

Shorttauksen puolestapuhujat taas ovat sitä mieltä, että käytäntö

- edistää markkinoiden toimintaa parantamalla likviditeettiä
- tasoittaa markkinoiden heilahteluja kun laskevilla markkinoilla shorttaajat kattavat lyhyitä positioitaan ja nousevilla markkinoilla myyvät itseään lyhyeksi.

Lyhyeksi myynti on Suomessa ja useissa maissa kielletty. Toisilla markkinoilla, esim. USAssa, se taas on normaali käytäntö. Suomessakin sitä ovat aktiivisesti harjoittaneet etenkin ulkomaiset sijoittajat, ja tulevat varmasti lisääntyvässä määrin harjoittamaan arvopaperilainauksen kehittymisen myötä.

Onko lyhyeksi myynti epäeettistä? Oma käsitykseni on, että etiikka ei voi kaikkea ratkaista, vaan tarkoituksenmukaisuusharkinnalla on myös sijansa. Jos lyhyeksi myynti ei häiritse markkinoiden toimintaa – ja yksiselitteisesti ei ole voitu osoittaa että se häiritسی – niin eettisiä esteitä shorttauksen sallimiselle on vaikea löytää. Pelkkä jonkin oikeuden tai hyödykkeen myyminen vaikka ei sitä myyntihetkellä omista ei sinänsä ole väärin ainakaan nykyaikaisilla kehittyneillä ja johdannaisia vilisevillä markkinoilla, jos myyjällä on aikomus ja kyky muutoin vastata sitoumuksestaan.

AUTOMAATTINEN KAUPANKÄYNTI => RAJOITUKSET

Automaattista kaupankäyntiä, ”program trading”, kritisoidaan etenkin USAssa siitä, että se lisää hintojen volatiliteettia, heilahtelua, kun kaupankäyntiohjelmat reagoivat voimakkaasti ja yhtäaikaisesti markkinoilta tuleviin teknisiin signaaleihin. Kritiikkiä on myös esitetty siitä, että automaattiset kaupankäyntijärjestelmät suosivat suuria instituutioita, joilla on varaa rakentaa kalliita ja sofistikoituja systeemejä.

Volatiliteetin hillitsemiseksi New Yorkin pörssi onkin ryhtynyt rajoittamaan automaattista kaupankäyntiä tilanteissa, joissa äkilliset hintamuutokset ylittävät sallitut rajat. Mitä taas tulee automaation eriarvoistavaan vaikutukseen, niin toisaalta voidaan sanoa, että mikäli piensijoittaja uskoo automaattisen kaupankäynnin ylivoimaisuuteen ovat hänen ulottuvillaan monet sijoitusrahastot, jotka sijoitustoiminnassaan hyödyntävät automaattikaupan järjestelmiä.

Eettiseltä kannalta en jaksaisi kokea automaattista kaupankäyntiä sen suuremmaksi ongelmaksi kuin ATK:ta yleensäkin. Koneäly on tullut inhimillisen järkemme tueksi arvostelmien teossa, ja sen käyttöä tähän tarkoitukseen on vaikea osoittaa moraalisesti arveluttavaksi.

FINANSSIJÄRJESTELMÄN ROMAHDUSUHKA

Nyt alkaa lista pääomamarkkinoiden eettisistä ongelmista olla kohtalaisen täydellinen. Pari lisähuomiota vielä. Johdannaismarkkinoiden räjähdysmäinen kasvu on vetänyt puoleensa tuomiopäivän ennustajia. Näiden visioissa maailmanlaajuinen finanssijärjestelmä on romahdusta odottava korttitalo, jossa päivittäisten valuuttakauppojen arvo on moninkertainen kansainvälisen tavaranvaihdon määrään nähden, ja jossa edelleen päivittäisten johdannaiskauppojen alaoleva arvo on moninkertainen spot-kauppojen arvoon nähden.

Tuomiopäivän visionäärit näkevät johdannaiset kaiken pahan alkuna ja juurena. He pitävät johdannaisia myös eettisesti pahana, ja liittävät niihin spekuloinnin, vaurastumisen ilman työntekeä ja ilman yhteyttä todelliseen talouteen. Uhkaavatko optiot ja futuurit siis romuttaa koko vuosisatojen kuluessa kokoon uurastetun talouselämämme?

Itse en näe johdannaisissa ja johdannaiskaupan paisumisessa mitään eettisesti arveluttavaa. Johdannaiset ovat luontainen seuraus ihmismielen ehtymättömästä kyvystä rakentaa yhä uusia välineitä sosiaalisen kanssakäymisensä ja taloudellisen toimintansa työkaluiksi. Ne jatkavat pitkää kehityskulkua, jonka myötä olemme oppineet käsittelemään omaisuutta oikeuksina pikemmin kuin pelkkänä voimaan perustuvana fyysisenä hallussapitona.

Johdannaiset pilkkovat omistamista entistä hienosäikeisempiin ja paremmin kuhunkin tilanteeseen sopiviin osiin ja tekevät näistä osista vaihdannan kohteen. Niiden avulla voimme järjestää elämämme omistussuhteiden osalta entistä paremmin juuri sellaiseksi kuin haluam-

me. Johdannaiset ovat itse asiassa hyvin filosofinen instrumentti käsitteellistäessään omistamista ja pilkkoessaan sitä paremmin hallittaviin osiin.

MARKKINAT JA TULONJAKO

Sitten toinen lisähuomio. Joku saattaa ihmetellä, miksi olen listannut vain markkinoiden toimintaan liittyviä eettisiä ongelmia. Eivätkö markkinat sinänsä ole eettinen ongelma: Yleensä näyttää käyvän niin että markkinoilla rikkaat rikastuvat (joskaan ei läheskään aina), ja ainakin on niin että terävämmät ja paremmilla työkaluilla varustetut markkinaosapuolet ovat myös todennäköisimpiä vaurastujia. Eikö tämä markkinoiden tulonjaollinen efekti ole eettinen ongelma?

Vastaukseni on yksinkertaisesti: ei ole! Markkinoilla on vaikutus tulonjakoon, mutta markkinoiden funktio on säästämisen ja rahoituksen kanavointi sekä arvopaperien vaihdanta tehokkaimmalla mahdollisella tavalla. Tässä mielessä markkinat ovat tuotannon tekijä ja sikäli eettisesti neutraali. Jos markkinoiden toimimisesta aiheutuvat tulonjakoon liittyvät seuraamukset koetaan eettiseksi ongelmaksi, on niihin puututtava tulonjaon mekanismien kautta eikä sotkemalla markkinoiden tehokasta toimintaa tuotannon tekijänä. Tulonjaon mekanismi demokraattisessa yhteiskunnassa on tietysti ensisijassa verotus, josta päättävät demokraattisesti valitut elimet.

Markkinoiden rukkaaminen tulonjaon muuttamiseksi olisi vastaava toimenpide kuin jos menestyksellistä yrittäjää, joka rikastuu innovaationsa avulla, estettäisiin valmistamasta tuotetaan kilpailukykyisillä menetelmillä sen sijaan että häntä verotettaisiin kohtuulliseksi katsottu määrä innovaation hänelle tuottamasta taloudellisesta hyödystä.

SÄÄNTELYN TASOT JA TARVE

Näiden huomioiden jälkeen vielä hieman markkinoiden sääntelystä. Kuten edellä jo eettisten ongelmakohtien käsittelyn yhteydessä tuli esiin, useimpiin markkinaeettisiin ongelmiin on niin meillä kuin muillakin kehittyneillä markkinoilla jo puututtu markkinoiden sääntelyllä. Sääntelyä tapahtuu eri tasoilla:

Itsensäntely

* Markkinaosapuolet, ennenkaikkea ammattilaiset

* Markkinapaikka

Valtiovallan sääntely

* Lainsäädäntö

* Valvovat instituutiot

Kansainvälinen sääntely

* Kansainväliset sopimukset

* Kansainväliset instituutiot

Itsesääntelyn osalta kirjoitettua sääntelyä edustavat Suomessa pörssin ohjesäännöt. Markkinaosapuolten itsesääntelyyn kuuluvat lisäksi monissa maissa ammattikunnan omat käyttäytymissäännöt (Code of Ethics) sekä koulutus ammattikunnan jäsenille ja sellaisiksi haluaville. Olen omasta kokemuksestani vakuuttunut suomalaisen ammattikunnan korkeasta moraalista ja ammattitaidosta, mutta sen kehittämiseksi ja ylläpitämiseksi, varsinkin markkinoiden kansainvälistyessä, näkisin tarpeelliseksi kehittää niin ammattikunnan koulutusta ja tutkintoja kuin myös kirjattuja ja hyväksytyjä eettisiä periaatteita, joihin ammattikunta sitoutuu.

Tärkeimpänä kehittämistä vaativana alueena näkisin listattujen yritysten johdon ja suuromistajien koulutuksen ja "ammattietiikan" kehittämisen. Tämä on sektori jossa uusien tulijoiden määrä kasvaa nopeimmin, ja jossa perinteet ja koulutus ovat markkinaetiikan osalta vähäisemmät kuin esimerkiksi mikä on meklarien osalta asianlaita.

Valtiovallan sääntelyn osalta suomalainen lainsäädäntö ja valvovat instituutiot ovat hyvin vertailukelpoiset muihin kehittyneisiin markkinoihin. Arvopaperimarkkinoita ja sijoitustoimintaa koskevat omat lakinsa, joiden toteutumista Rahoitustarkastus valvoo.

Kansainvälinen sääntely, tai pikemminkin sen puute, on viime aikoina noussut voimakkaan huomion kohteeksi. Pääomamarkkinat ovat kansainväliset, mutta kansainvälinen valvonta on lapsenkengissään. Hiljattain muun muassa kuuluisa sijoittaja George Soros on kiinnittänyt huomiota siihen, että kansainvälistä valvontaa tarvitaan estämään äkillisiä heilahteluja tai pelättyjä markkinakatastrofeja.

Soros on varmasti oikeassa, mutta olisi väärin kuvitella valvonnan lisäämisen olevan automaattinen ratkaisu markkinoiden kansainvälistymisen tuomiin riskeihin.

Ensinnäkin, kuten on jo todettu niin miljoonat transaktiot toteutuvat onnellisesti tänäänkin kansainvälisessä finanssimaailmassa puutteellisesta valvonnasta huolimatta.

Toiseksi, Aasian kriisi, joka kirvoitti Soroksen vaatimuksen suuremmasta valvonnasta, itse asiassa juontaa juurensa valvontaan: Aasian maat olivat vuosikausia pitäneet kiinni kiinteistä yliarvostetuista valuuttakursseistaan ja niiden talous oli monilta osin suljettu. Tämän valvonnan ansiosta kupla pääsi niin suureksi, että kun se viimein puhkesi seuraukset olivat niinkin dramaattisia kuin nähtiin. Liiallinen valvonta siis pikemminkin ruokki Aasian kriisiä kuin hillitsi sitä.

Kolmanneksi, valvojilla ei ole mitään kristallipalloja, joista he näkevät paremmin kuin markkinat mikä on oikein. Siitä hyvä todiste on erään valvojan kommentti Davosissa, jossa keskusteltiin Soroksen ehdotuksesta kansainvälisen sääntelyn lisäämiseksi:

EU:n kilpailukomissaari Leon Brittan oli vuoden 1998 Davosin kokouksessa sitä mieltä, että ”kukaan ei ollut havainnut että Aasian pankkien laajalle levinnyt tapa oli luotottaa erilaisia tuttavuuksia ja ystäviä. Tämä tapa romutti vähitellen koko pankkijärjestelmän”.

Brittanin kannanotto on aika erikoista tekstiä siihen nähden, että lehdistä ja muista lähteistä olemme saaneet vuosikausia lukea esim. Indonesian nepotismista ja siitä kuinka totaalisesti valtiota ja talouselämää hallitsevien sukujen rahat ovat menneet sekaisin valtion kassan ja pankkien taseiden kanssa.

Syynä huomaamattomuuteen valvojen taholla ei varmaankaan ole ollut se, etteivät he lue lehtiä, vaan se, että Aasiassa bisneksen teon edellytys on silmien ummistaminen sellaisilta pikkuseikoilta kuin valtion ja talouselämän yhdistyminen nepotistisen hallinnon puitteissa. Valvojat ovat joustavia silloin kun todella suuret intressit ovat kyseessä. Meidän kannattaa pitää mielessä, että korruptiota ja nepotismia, jotka jäivät kasvutiikereiden taloutta, eivät ajaneet ahtaalle valvojat vaan markkinavoimat! Hyvät markkinat ovat aina parempi vaihtoehto kuin huono sääntely.

Valvonta ei siis takaa automaattisesti, että ongelmat ratkeavat. Valvonnalla on myös selviä varjopuolia. Taloudelliselta kannalta valvonta voi heikentää markkinoiden tehokkuutta asettamalla markkinaosapuolille raskaita hallinnollisia, taloudellisia ja raportointivelvoitteita. Tästä on jo Suomessakin nähtävissä selvästi merkkejä: uusien yrittäjien tulo on välitystoimintaan ja sijoituspalvelutoimintaan tehty jo niin raskaaksi, että se on kilpailun rajoite. Tällä en tarkoita niinkään alalle pyrkiviin uusiin yrittäjiin kohdistuvia vakavaraisuus- yms vaatimuksia, vaan sitä byrokratiaa joka uuden yrittäjän on läpikäytävä ennen toiminnan käynnistämistä.

Markkinoiden tehokkuuden nakertamisen ohella sääntelyn varjopuolena eettiseltä kannalta voidaan nähdä se, että sääntely edustaa paternalismia. Sääntelyllä puututaan yksilöiden mahdollisuuksiin toimia vapaasti markkinoilla. Jotkut eettiset teoriat pitävät kaikkea paternalismia eettisesti virheellisenä. Hyvä ehdotus paternalismia koskevaksi yleisperiaatteeksi on mielestäni J.S. Millin ”between consenting adults”: jos täysi-ikäiset ihmiset täysissä ruumiin ja sielun voimissaan päättävät ryhtyä johonkin, joka ei vahingoita kolmatta osapuolta, ei sitä pitäisi paternalistisella lainsäädännöllä estää. En tässä mene sen yksityiskohtaisemmin paternalismiin markkinoiden sääntelyssä, mutta luulisin että pääpiirteissään paternalismin rajat on aika hyvin nykyisessä markkinasääntelyssä otettu huomioon.

EETTINEN SJOITTAMINEN

Vielä yksi lisähuomio: en ole myöskään puhunut mitään eettisestä sijoittamisesta. Markkinoita ja niiden instrumentteja voidaan käyttää edistämään tärkeinä pidettyjä eettisiä päämääriä valitsemalla näitä päämääriä palvelevia sijoituskohteita tai tekemällä sellaiset sijoituskohteet esi-

merkiksi verohelpotusten kautta houkutteleviksi. Markkinat ovat kuitenkin vain vaihdannan ja hinnanmuodostuksen tekninen foorum, sijoittajien on tehtävä itse normatiiviset päätökset jotka nostavat kysytyiksi nk. eettiset sijoituskohteet. Markkinat voivat olla tämän sijoittajien omaehtoiseen valintoihin perustuvan prosessin apuna tuomalla sijoittajien ulottuville heidän eettisinä pitämiään kohteita. Esimerkiksi USAssa eettisiä sijoitusvaihtoehtoja on markkinoilla tarjolla runsaasti, ja ne ovat jopa sijoituksina olleet kilpailukykyisiä tuotoillakin mitaten.

Toinen esimerkki siitä, kuinka toimivat markkinat voivat työkaluna palvella eettisiä päämääriä ovat ns. saastepörssit. Kuten muillakin hyödykkeillä, voidaan ympäristösaasteiden päästöoikeuksilla käydä kauppaa pörssissä, ja siten esimerkiksi palkita yrityksiä jotka kehittävät puhtaampia tuotantomenetelmiä ja rangaista niitä jotka eivät siihen kykene. Markkinoiden taloudellista tehokkuutta edistäviä ominaisuuksia voidaan hyödyntää muussakin kuin taloudellisen kasvun ja voiton tavoittelussa. Tästä ajatuksesta ei olisi enää pitkä hyppäys väitteeseen, että markkinat eivät ole vain hyvä työkalu, vaan niihin sisältyy joitain eettisesti relevantteja hyvän piirteitä, mutta jätetään ajatuskulku nyt tässä kuitenkin tähän.

Yhteenvetona toteaisin lopuksi, että mielestäni Suomessa on rahoituksen ja sijoitustoiminnan yleiset, lainsäädännölliset puitteet määritelty eettisestä näkökulmasta kohtalaisen onnistuneesti. Sen sijaan kehittämisen varaa voisi olla markkinaosapuolten itsesääntelyssä liittyen koulutukseen sekä eettisten normien luomiseen ja kirjaamiseen. Ottaen huomioon, että markkinat kasvavat ja kehittyvät jatkuvasti kansainvälisemmiksi, ja että markkinatapahtumat ovat elektronisia tapahtumia, en ole lainkaan varma kuinka kauan ammattikunnan perinteinen etiikka voi säilyä nykyisellä korkealla tasolla ilman sen määrätietoista ja systemaattista vaalimista. Sen suhteen toivottaisiin tervetulleiksi markkinaosapuolten, markkinapaikan ja korkeakoulujen yhteiset toimenpiteet.

Päätän esitykseni siihen toteamukseen, että rahoitus ja sijoitus on etiikan läpikäymä, se suorastaan lepää eettisten käsitteiden varassa. Ajatelkaapa termejä 'bondi' ja 'luotto'. Nämä velkasuhdetta kuvaavat käsitteet ovat perimmäiseltä merkityssisällöltään moraalikäsitteitä: velkasuhde luo siteen lainanantajan ja velallisen välille. Siteen olemus on velkojan luottamus siihen että velallinen maksaa velkansa ja sen korot, ja velallisen lupaus siitä että hän näin menettelee. Termit kuvastavat sitä, että velkasuhteessa olemme bondattuja toisiimme lupauksen ja luottamuksen kautta. Pakkokeinot ovat vain toissisijaisia välineitä velkasuhteen selvittämiseksi tilanteissa, joissa suhteen moraalinen perusta on syystä tai toisesta järkkynyt. Ei ihme että J.M. Keyneskin totesi taloustieteen olevan moraalitiedettä. ■