

## VEIKÖ MORAALINEN VIETTELYS FINANSSIKRIISIIN?

### **Raportti markkinatalouden etiikasta finanssikriisin valossa**

Raportin on koonnut Boardmanin kehittämisryhmä, joka muodostettiin Boardmanin partnereista ja Boardman-verkostossa toimivan LJT:n jäsenistä. Kehittämisryhmän jäseninä ovat toimineet *Gustav von Hertzen* (pj.), *Ahti Hirvonen*, *Asko Miettinen*, *Markku Pohjola*, *Matti Purasjoki* sekä *Tom von Weymarn*. Tekstin on toimittanut *Heidi Hammarsten*.

## 1. Mitä oikein tapahtui – pieni kertaus

**Finanssimarkkinoiden pitkään kertyneet ongelmat alkoivat nousta pintaan jo kesällä 2007. Toden teolla ne räjähtivät esille syksyllä 2008, kun koko rahoitusjärjestelmä uhkasi romahtaa luottamuksen puutteeseen. Finanssikriisi levisi ennennäkemättömän laajasti ja nopeasti globaaliin reaalityönteeseen.**

Finanssimarkkinoiden pitkään muhineet ja kasaantuneet ongelmat tulivat laajemmin julki elokuussa 2007. Silloin ranskalaispankki BNP Paribas ilmoitti, ettei eräs sen sijoitusrahasto pysty vastaamaan sitoumuksistaan, koska sijoitusinstrumenttina käytettyjen asuntoluottojen arvo on romahtanut. Jo aiemmin samana vuonna maailman suurimpiin pankkeihin kuuluva HSBC oli kertonut kärsineensä suuria tappioita USA:sta ostamansa pankin maksamatta jääneiden asuntoluottojen takia.

Vaikka juuri subprime-luotot toivat finanssialan ongelmat pintaan, kriisiä ei olisi syntynyt ilman taustalla vaikuttaneita syvempiä Yhdysvaltain kansantalouden ongelmia. Näihin kuuluivat krooninen ja kasvava vaihtotaseen vaje, jota rahoittivat vaurastuvan Kaakkois-Aasian sijoitukset. Löysä rahapolitiikka piti korkotason matalana ja houkutteli velkaantumaa.

### ***Subprime – kriisin alkulähde***

Subprime-sanasta on sittemmin tullut jo lähes finanssikriisin synonyymi. Näitä luottoja innovatiiviset amerikkalaispankit alkoivat nousukauden pitkittyessä myöntää myös aiemmin luottokelvottomina pidetyille asunnonhakijoille. Maksukyvyttömyys korvattiin korkeammilla marginaaleilla ja ajatus oli, että luotot maksetaan aikanaan pois asuntojen arvonnousulla. Luottoja myös markkinoitiin ”korottomina”, mikä tarkoitti korkojen lisäämistä pääomaan vuosittain – tämä jäi monilta luotonottajilta ymmärtämättä.

Subprime-luotot paketoitiin eteenpäin joukkolainoiksi, joille ratingyhtiöt myönsivät hyviä luottoluokituksia. Näitä luottoja päätyi vuosien mittaan pankkien taseisiin ja sijoittajien salkkuihin huima määrä, jonka todellinen arvo jäi hämärän peittoon.

Elokuussa 2007 maailman suurpankkien pörssiarvo oli vielä 8 500 miljardia dollaria ja subprime-alaskirjaukset 67 miljardia dollaria.

Samana vuoden syksyllä subprime-ongelmat alkoivat levitä useampiin investointipankkeihin kuten sveitsiläiseen UBS:ään. Brittiläinen Northern Rock oli ensimmäinen luottolaitos, joka turvautui keskuspankin apuun. Pankkien pörssiarvo oli pudonnut 7 200 miljardiin dollariin ja alaskirjaukset kasvaneet 500 miljardiin.

Jonkin aikaa näytti siltä, että tilanne rauhoittuu, mutta syksyllä 2008 optimismi romahti. Pankkien epäluulot toistensa taseita kohtaan johti keskinäisen luotonannon hyytymiseen ja korkojen nousuun. Syyskuun 15. päivä amerikkalainen investointipankki Lehman Brothers meni konkurssiin.

Luottamus koko pankkijärjestelmää kohtaan oli vaakalaudalla. Keskuspankkien ja hallitusten piti puuttua peliin. Luottolaitoksille jaettiin tukea Yhdysvaltojen lisäksi Britanniassa, Beneluxmaissa ja Islannissa. Myönnetyn tuen lisäksi julkinen valta sitoutui myöntämään tukea tarvittaessa lähes kaikkialla, myös Suomessa. Pankkien alaskirjaukset nousivat jo lähes 1 300 miljardiin dollariin ja pörssiarvo jatkoi putoamistaan 5 700 miljardiin euroon.

Keväällä 2009 alkoi viimein näyttää siltä, että syöksykierre saatiin hallintaan. Pankkien välisen luotonannon marginaalit vakiintuivat ja markkinakorot laskivat tasaisesti. Myös amerikkalaispankkien osakekurssit nousivat pohjalukemista moninkertaisiksi. Ennustajien mielipiteet kuitenkin jakaantuvat siinä, onko kyseessä tilapäinen nousu ennen laman syvenemistä vai talouden todellinen toipuminen.

Eri arvioijat ovat yhtä mieltä siitä, että pankkien alaskirjaukset jatkuvat ja pankit tarvitsevat siksi vielä lisää pääomaa joko julkiselta sektorilta tai yksityisiltä sijoittajilta. Arviot tämän pääoman tarpeesta ovat nousseet jo 4000 miljardiin dollariin. On selvä, että valtava summa näkyy muualla taloudessa esimerkiksi likviditeetin puutteena finanssimarkkinoilla, tiukkenevana yritysrahoituksena tai valtioiden velan kasvuna.

## ***Finanssimarkkinoilta reaali maailmaan***

Finanssikriisin lähtömaassa Yhdysvalloissa kriisi on numeroilla mitattuna syvin, joskin kansantalouden kokoon verrattuna myös Islanti on omaa luokkaansa.

USA:ssa on pelastettu 200 miljardin dollarin tuella asuntoluottolaitokset Freddie Mac ja Fannie Mae. Oikeasta tavasta tukea pankkeja käytiin pitkään poliittista kiistaa.

Yhdysvaltojen finanssikriisi on levinnyt nopeasti globaaliin reaali talouteen. Yrityksiä kurittavat niin kiristynyt luotonanto kuin kysynnän katoaminen ja omaisuusarvojen putoaminen.

Yhdysvalloissa asuntojen hinnat ovat pudonneet 30 prosenttia. Taloudesta on kadonnut viisi miljoonaa työpaikkaa, mikä tarkoittaa että kesällä 2009 työttömyys läheni jo kymmentä prosenttia. Muista toimialoista pahimmin kuilun partaalla on autoteollisuus, jonka pitkäaikaiset tuottavuusongelmat finanssikriisi on nostanut pintaan.

Islannissa taas koko maan vauraus ja talouskasvu oli rakennettu 2000-luvulla kansainvälistyneen finanssisektorin varaan. Velkavetoiset ja isoja riskejä ottaneet islantilaispankit eivät kestäneet kriisiä kauankaan, vaan valtio joutui ottamaan haltuunsa ensin Glitnirin ja Kaupthingin, vähän myöhemmin myös Straumur Burdarsin. Kriisin vaikutuksia Islannissa lisäsi maan oma pieni valuutta, jonka kurssi romahti.

Islannissa pankit pelasivat uhkapeliä maan johdon tuella. Riskipitoista kasvupolitiikkaa tukivat niin keskuspankki kuin maan poliittinen johtokin, eikä harvoja kriittisiä ääniä kuunneltu.

Keskimääräistä pahemmassa ahdingossa on myös Irlanti, jonka tilanne muistuttaa Suomen 1990-luvun alun lamaa. Suomessa oli silloin kansainvälinen luotonotto vapautunut, valuuttaluotot houkuttelivat ja lisääntynyt likviditeetti nosti asuntojen hintoja. Kun kupla puhkesi, markka heikkeni ja korot pysyivät korkealla, mikä lisäsi velallisten ahdingkoa.

Irlannissa syntyi vientivetoisen talouskasvun vaiheen jälkeen 2000-luvulla valtava kiinteistökupla, jonka aikana asuntorakentamisen osuus BKT:stä nousi 15 prosenttiin. Nyt Irlannin kansantuotteen ennustetaan supistuvan jopa kymmenen prosenttia. Maan valtiontalous on niin kehnossa kunnossa, ettei elvytykseen ole varaa. Pankeista yksi on kokonaan kansallistettu ja kaksi valtion tuen varassa.

Tämänkertaisen kriisin Suomen finanssimarkkinat näyttävät kestävän paremmin. Suomalaispankkien ja täällä toimivien pohjoismaisten pankkien toiminta on terveellä pohjalla, tosin Sammon omistaja Den Danske Bank on ottanut vastaan valtion tukea kotimaassaan. Vielä ei ole nähty, miten paljon Baltian maista kertyvät luottotappiot vaikuttavat pohjoismaisten pankkien tuloksiin. Ruotsalaiset SEB ja Swedbank ovat jo joutuneet turvautumaan valtion tukeen Baltian riskien takia.

Kriisin vaikutukset näkyvät kuitenkin reaalityössä luotonannon kiristymisen ja etenkin vientiyriyten kysynnän hyytymisen kautta. BKT:n kasvu pysähtyi jo vuoden 2008 lopulla ja näyttää siltä että teollisuustuotanto on laskenut yhtä nopeasti kuin 1990-luvun alun lamassa. Vienti kutistui vuoden 2009 alkupuoliskolla 37 prosenttia, enemmän kuin missään muussa EU-maassa.

### ***Onko pohja saavutettu?***

Alkuvuodesta 2009 alkoi näyttää siltä, että luottamus finanssijärjestelmään on vähitellen palautumassa. Kolmen kuukauden euribor-lainojen tuottoero eri pankkien välillä palautui 0,7 prosenttiin ja jatkoi kutistumista, kun se pahimmillaan syksyllä 2008 oli noin kaksi prosenttia.

Yrityslainamarkkinat alkavat elpyä, vaikka lainamarginaalit ovat vakiintuneet selvästi korkeammalle tasolle kuin ennen kriisiä.

Huhtikuussa teollisuusmaiden G20-ryhmä päätyi lupaamaan kansainväliselle valuuttarahastolle IMF:lle 750 miljardia dollaria talouskriisin vaikutusten korjaamiseen. Tämä oli sopuratkaisu maakohtaisen elvytyksen jatkamisen ja kansainvälisen valvonnan lisäämisen välillä. IMF tukee etenkin kehittyvien maiden kuten entisen Itä-Euroopan talouksia. Pienissä nopeasti kasvaneissa maissa omaisuusarvojen putoaminen ja luotonannon kiristyminen on tehnyt myös pahaa jälkeä.

***”Reaalitalouden ongelmista seuraava luottotappioiden aalto on vasta tulossa.”***

Kesällä 2009 monet pankit tekivät jo odotuksia parempia tuloksia ja IMF arvioi, että riski rahoituskriisin syvenemisestä on entistä pienempi. Järjestö kuitenkin varoitti, että reaalitalouden ongelmista seuraava luottotappioiden aalto on vasta tulossa.

## 2. Jotain ainutkertaista vai taas yksi kuplan puhkeaminen?

Maailmalla keskustellaan paljon siitä, onko meneillään oleva finanssikriisi ainutkertainen tapahtuma, vai onko kyseessä vain yksi taantuma muiden joukossa. Pitkät nousukaudet tapaavat markkinataloudessa päättymään jonkin kokoiseen romahdukseen. Erikokoisia finanssikriisejäkin on nähty kymmenittäin. Perusteita löytyy kummallekin näkemykselle.

Suomen edellinen lamakokemus oli siis 1990-luvun alussa ja tilanteemme nyt on kovin toisenlainen kuin silloin. 1990-luvun alussa oli talousvaikeuksia ja pankkikriisejä muuallakin, mutta Suomen tilanne oli sekä poikkeuksellisen paha että osin itse aiheutettu.

### *Suomi ei toista itseään*

Pankkikriisin taustalla vaikuttivat silloin reaalityöelöuden ongelmat, etenkin Neuvostoliiton bilateraalikaupan loppuminen sekä liian löysä finanssipolitiikka, johon yhdistyi luotonannon vapauttaminen. Tämä innosti etenkin säästöpankkiryhmän kohtuuttomaan riskinottoon ja synnytti asuntojen hintoihin kuplan.

Nyt Suomi on taas hoitanut omat asiansa hyvin, sekä pankit että yritykset ovat vahvassa kunnossa. Tällä kertaa olemme kuitenkin jo niin tiiviisti yhteydessä globaalityöelöuteen, että emme voi vältyä muiden ongelmien leviämislä tännekin. Tilannetta pahentaa tällä kertaa, että monilla keskeisillä vientimarkkinoilla sekä euroalueen ulkopuolisissa kilpailevissa vientimaissa kuten Ruotsissa valuutat ovat devalvoituneet. Vahva euro heikentää tällä kertaa Suomen kilpailukykyä, eikä devalvaatio pelasta meitä kuten viimeksi.

Meneillään oleva taantuma on ensimmäinen, joka iskee yhtä aikaa joka puolelle maapalloa. Kriisi levisi ennätysajassa maailmanlaajuiseksi ja ulottui syvälle reaalityöelöuteen globalisaation ja reaalityöelöaikaisen tiedonkulun takia. Vahvimmissa kehittyvissä talouksissa kuten Kiinassa, Intiassa tai Brasiliassa kriisi merkitsee vain korkean BKT-kasvun hidastumista, mutta tämäkin riittää leikkaamaan kysyntää sekä niiden kotimarkkinoilla että esimerkiksi Suomessa. Kysynnän pieneneminen taas laskee esimerkiksi raaka-aineiden hintoja ja vahvistaa myös laskukierrettä raaka-aineita myyvien maiden talouksissa.

IMF:n ennusteen mukaan maailman yhteenlaskettu BKT putoaa tänä vuonna 1,3 prosenttia, mitä ei ole tapahtunut sitten 1930-luvun laman. Ennen kokematon on myös EU-alueella kesällä koettu kuluttajahintojen deflaatio. EU-alueella ennustetaan BKT:n supistuvan 4 prosenttia.

Tähän mennessä Yhdysvalloissa asuntojen hinnat ovat pudonneet 30 prosenttia, osakemarkkinoiden yleisindeksi putosi pahimmillaan 55 prosenttia ja rahoitussektorin

osakkeiden arvosta katosi 82 prosenttia sekä pankkien tappiot nousivat kymmeneen prosenttiin BKT:stä. Kaikkiin näihin lukuihin löytyy vielä pahempia vertailukohtia esimerkiksi Suomen 90-luvun kriisistä (rahoitussektorin markkina-arvo, osakkeiden markkina-arvo), Japanin pitkästä 90-luvun lamasta (asuntojen hinnat, pankkien tappiot BKT:stä) tai Norjan 80-90-luvun finanssikriisistä. Mikään näistä pudotuksista ei kuitenkaan ole ollut yhtä nopea vaan kestänyt pitempään.

### ***Puhkesiko superkupla?***

Suursijoittaja George Soros on argumentoinut sen puolesta, että nyt ei ole meneillään normaaliin suhdannevaihteluun kuuluva taantuma, vaan hän puhuu superkuplasta. Sellainen syntyy Soroksen mukaan, kun finanssimaailman mekanismit alkavat vahvistaa itseään ja omaisuusarvot irtautuvat reaalityodellisuudesta. Markkinoilla on kerta kaikkiaan ollut liikaa investointivaroja suhteessa sijoituskohteisiin, kun esimerkiksi Kiinan valtava kauppataaseen ylijäämä on etsiytynyt Yhdysvaltain finanssimarkkinoille.

Superkuplasta puhuttaessa kannattaa ottaa huomioon, että tätä taantumaa myös edeltää ainutlaatuisen pitkä ja voimakas nousukausi, joka on tuottanut valtavan hyvinvoinnin kasvun varsinkin kehittyviin talouksiin. Kun nousukaudet useimmiten päättyvät jonkinlaiseen kuplan puhkeamiseen, on luonnollista että tällä kertaa kuplakin on tavallista isompi.

***”Tätä taantumaa edeltää ainutlaatuisen pitkä ja voimakas nousukausi, joka on tuottanut valtavan hyvinvoinnin kasvun varsinkin kehittyviin talouksiin.”***

Perinteiset talousopit perustuvat oletukseen, että sijoittajat ovat rationaalisia olentoja joiden toimintaa ohjaa järki. Ne jättävät ottamatta huomioon sopuli-ilmion, jossa ahneus ajaa sijoittajat sinne missä omaisuusarvot nousevat, vaikka nousulle ei enää ole perusteita – ja hinnat nousevat edelleen.

Erityiseksi syntipukiksi tässä finanssikriisissä on nostettu yhdysvaltalaiset investointipankit, joiden toimintaperiaatteet ovatkin viime vuosina muuttuneet ratkaisevasti. Aiemmin investointipankkien liiketoiminta oli yksinomaan palkkioperusteista ja omaa riskinottoa karttavaa, mistä syystä ne saivat toimia kevyemmällä valvonnalla ja vähemmällä vakavaraisuusvaatimuksilla kuin perinteiset pankit.

Vähitellen nämä pankit alkoivat kuitenkin käyttää innovatiivisuuttaan keksimällä uusia, yhä mutkikkaampia finanssi-instrumentteja, joiden riskipitoisuus ja joskus riskin kantajakin jäi

valvojilta hämärän peittoon. Ne myös alkoivat ottaa uusia instrumentteja omiin taseisiinsa. Liiketoiminnan riskit kasvoivat, mutta valvonta ei pysynyt perässä.

Yhä enemmän kuuluu ääniä, joiden mukaan finanssikriisi osoittaa, että nykymuotoinen liberaali markkinatalous on tullut tiensä päähän. Koska yritysten ahneus ja valvonnan löysentäminen ovat tuottaneet näin huonon tuloksen, tarvitaan uudet säännöt ja tiukempaa talouden ohjausta. Myös protektionismi nostaa päätään: kun globaali valvonta ei toimi ja globaalit markkinat yskivät, syntyy houkutus alkaa turvata oman maan yritysten toimintaa muiden kustannuksella. Tästä on merkkejä esimerkiksi Ranskassa, missä ajatus ei ole ollut vieras aiemminkaan.

### 3. Finanssikriisi ja moraalinen viettelys – syitä ja seurauksia

Kun finanssikriisiä tarkastellaan markkinatalouden moraalien näkökulmasta, keskeiseksi nousee moraalisen viettelyksen käsite. Viettelyksiin ovat sortuneet kaikki kriisin osapuolet yksittäisistä kuluttajista poliitikoihin ja rahamarkkinoiden valvojiin. Kaikkia hyödyttävä plussummapeli on lipsahtanut nollasummapeliksi.

Moral hazardin voi suomentaa moraaliseksi viettelykseksi. Sellainen syntyy, kun luottohenkilö tai vastuunkantaja voi lakia tai sopimuksia rikkomatta ajaa omaa etuaan muiden, esimerkiksi yrityksen, omistajien, asiakkaiden tai yleisön kustannuksella. Moraalinen viettelys syntyy vaikkapa, kun toimija tietää, ettei hänen tarvitse kantaa itse riskinottonsa seurauksia vaan esimerkiksi julkinen sektori tulee hätiin. Tämä tieto puolestaan houkuttelee toimijaa entistä suurempaan riskinottoon.

*”Moraalinen viettelys syntyy, kun luottohenkilö tai vastuunkantaja voi lakia tai sopimuksia rikkomatta ajaa omaa etuaan muiden, esimerkiksi yrityksen, omistajien, asiakkaiden tai yleisön kustannuksella.”*

Moraalisiin viettelyksiin liittyy moraalisen pääoman käsite: mitä vähemmän toimijoilla on moraalista pääomaa, sitä helpompi on antautua moraalille viettelyksille.

Normaali riskinoton seuraus ovat esimerkiksi, että holtiton kuluttaja köyhtyy tai menettää omaisuuttaan. Taitamaton tai liikaa riskiä ottava yritysjohtaja jää ainakin vaille bonuksia tai äärimmillään menettää työpaikkansa. Yrityksen omistajan omistuksen arvo alenee tai pahimmillaan yritys menee konkurssiin – tämäkin on aivan normaalia markkinataloudessa. Päättäjät kantavat vastuuta virheistään eroamalla tai tulemalla erotetuiksi.

#### ***Moraalinen viettelys kriisin taustalla***

Moraalisen viettelyksen kuvaus pätee oikein hyvin finanssimarkkinoiden tilanteeseen. Moraalisiin viettelyksiin ovat langenneet kaikki osapuolet kuluttajista yritysjohtajiin, yritysten omistajista valvojiin ja poliittisiin päättäjiin.

Poliitikot ovat kaikkein altteimpia moraalille viettelykselle. Esimerkiksi Yhdysvaltojen presidentit ja kongressi ovat pitkään vastoin parempaa tietoa sallineet maansa ylivelkaantumisen, koska tiukka taloudenpito olisi uhannut heidän uudelleenvalintaansa, siis omaa etuaan. Poliittinen johto myös painosti asuntoluottopankkeja ostamaan arvopapereita, joiden vakuutena oli subprime-luottoja.

Eturivissä moraalisen viettelykseen repsahti myös Yhdysvaltain keskuspankki. Se noudatti liian löysää rahapolitiikkaa, koska ei halunnut olla ilonpilaaja joka pysäyttää vauhdikkaan talouskasvun. Tästä syntyi hyvä kasvupohja finanssikuplalle.

Lainsäätäjien tehtävä on luoda sellainen toimintaympäristö, jossa moraalille viettelyksille on mahdollisimman vähän tilaa. Tämä ei todellakaan ollut tilanne Yhdysvalloissa. Investointipankkien liiketoimintamalli oli päässyt muuttumaan riskipitoisemmaksi, kun samaan aikaan lainsäädännöllä valvontaa ajettiin aktiivisesti alas. Finanssimarkkinoiden valvojat eivät hahmottaneet monien uusien innovatiivisten finanssi-instrumenttien toimintaa ja riskejä. Luottoluokituslaitokset, joiden olisi pitänyt myös osaltaan arvioida rahoituslaitosten toiminnan riskipitoisuutta, olivat nekin aivan liian sinisilmäisiä. Uusien instrumenttien luokitus oli niille niin houkuttelevaa liiketoimintaa, että ne menettivät kriittisyytensä.

Pahasti ovat vastuunkannossa epäonnistuneet myös rahoitusalan yritysten omistajat ja hallitukset. Niiden tehtävähän juuri on valvoa johtoa ja luoda oikein ohjaavat palkitsemisjärjestelmät.

Investointipankkeja on kannustanut riskinottoon vauhtisokeus, lyhytaikaisten bonuspalkkioiden maksimointi, vauhtisokeus ja se, että kokonaiskuva markkinoista on puuttunut. Taustalla vaikutti myös käsitys, että rahoitusjärjestelmää ei voi päästä romahtamaan vaan julkinen valta tulee hätiin pelastamaan tallettajat. Näin kävikin, vaikka etukäteen ei tiedetty, miten yksittäisten investointipankkien riskinotossa käy. Lehman Brothersin konkurssi osoitti, että investointipankin konkurssin seuraukset koko rahoitusjärjestelmälle olivat liian vakavat.

Finanssikriisin aiheuttaneita moraalisia viettelyksiä ovat syventäneet yritysjohton vääristyneet palkitsemisjärjestelmät. Ne on rakennettu niin, että onnistuneesta riskinotosta seuraa huikeita palkkioita, mutta jos riskinotto epäonnistuu, johtajan tulot eivät joustakaan yhtä jyrkästi alaspäin.

Optiojärjestelmien rakentamiseen Yhdysvalloissa on sisältynyt myös kirjanpidollinen moraalinen viettelys. Eettisesti rehellisempää olisi rakentaa yritysjohdolle optiojärjestelmiä, joissa kannustimen suuruuteen vaikuttaa vain yrityksen tulos ilman osakemarkkinoiden yleistä nousua tai laskua. Tällaisen puhdistetun optio-ohjelman kustannukset kuitenkin pitää näyttää kirjanpidossa suurempina kuin normaalin optio-ohjelman. Yksittäisten yritysten on vaikea poiketa yleisestä käytännöstä, jos niiden tulos näyttää valitun linjan takia huonommalta kuin kilpailijoiden.

Moraalisia päätöksiä tekevät aina yksilöt, alkaen Alan Greenspanista kaudellaan Yhdysvaltain keskuspankin johdossa. Siksi iso osa vastuusta on myös rahoitusalan yritysten

johdolla. Johtajat ovat tehneet huonoja ja epäeettisiä liiketoimintapäätöksiä eivätkä voi tätä vastuuta väistellä. He myös käyttivät hyväkseen sääntelyn porsaanreikiä ja lobbasivat löysän lainsäädännön puolesta.

Aivan yhtä tasaisesti jakaantuu vastuu virheistä myös Islannissa. Siellä hallitus ja keskuspankki ensin vapauttivat maan finanssimarkkinat ja sitten aktiivisesti kannustivat pienen kansantalouden pankkeja lähtemään maailmanvalloitukseen. Pankkien kasvu ja hulppeat yritysostot velkarahalla saivat maan johdosta tukea ja kiitosta, kriittiset äänet vaiennettiin.

Yritystoiminnan perustehtävä on yksinkertainen: yrityksen ensisijainen tavoite on luoda lisäarvoa ja tuottaa sitä kautta mahdollisimman paljon voittoa myös itselleen. Yhteiskunnan rooli on luoda toiminnalle sellaiset pelisäännöt, että yritykset eivät vahingoita yleistä etua voiton tavoittelussaan.

Moraalista viettelystä lukuun ottamatta länsimainen demokraattinen markkinatalous palkitsee tai rankaisee toimijoita kohtuullisen oikein. Maltilliset riskinottajat ja eettisesti toimineet yritykset ovat selvinneet tästäkin kriisistä kuivemmin jaloin kuin pahimmat pelurit.

***”Moraalista viettelystä lukuun ottamatta länsimainen demokraattinen markkinatalous palkitsee tai rankaisee toimijoita kohtuullisen oikein.”***

Esimerkiksi sijoittaja Warren Buffet on noudattanut sitkeästi omaa sijoituspolitiikkaansa ja toiminut valtavirtaa vastaan. Hän on halunnut sijoittaa vain yrityksiin, joiden liiketoimintaan hän uskoo pitkällä aikavälillä. Buffetin omaisuuden arvo ei ole romahtanut läheskään samassa mittakaavassa kuin finanssikupla. Toki hänenkin sijoitusyhtiönsä salkkuun on päätynt sijoituksia, joita Buffet nyt julkisesti katuu.

Kieltämättä finanssikriisin seuraukset yltävät myös moniin viattomiin tahoihin, varsinkin kun vaikutukset leviävät reaalityöelämään. Mutta esimerkiksi Yhdysvaltain asuntovelallisista monet olivat jo kertaalleen maksaneet lainansa, mutta lainasivat lisää asuntojensa arvonnousua vastaan ja näin ylivelkaantuivat. Islantilaiset taas halusivat välttyä maan korkeilta koroilta ja ottivat valuuttalainaa asuntoihinsa ja autoihinsa – he eivät halunneet nähdä tähän liittyvää riskiä (eikä hallitus heitä siitä varoittanut).

Yhdysvalloissa asuntovelallisia houkuttelee moraaliseen viettelykseen myös rajallinen maksuvelvollisuus. Sitä ovat hyödyntäneet osin myös maksukykyiset velalliset.

Onko röyhkeimpien riskinottajayritysten johto saanut ansionsa mukaan? Ainakin ylimmät johtajat ovat menettäneet työnsä. Heidän kuplalla tienaamiaan kymmeniä tai satoja miljoonia ei

ole peritty takaisin. Eniten näree on herättänyt vakuutusyhtiö AIG, jossa työpaikkansa säilyttäneet johtajat ovat saaneet huppeita bonuksia vielä senkin jälkeen, kun ylin johto vaihdettiin ja valtio pumppasi yhtiön tappioiden katteeksi 180 miljardia dollaria. Bonusten tarkoitus on osin ollut sitouttaa osajat pysymään horjuvassa yhtiössä, joka on pidettävä toimintakuntoisena.

Täydellinen demokratian osumatarkkuus ei siis ole, eikä siitä tulekaan täydellistä. Pelisääntöjä pitää edelleen kehittää, mutta ennen kaikkea kaikkien toimijoiden pitää kantaa vastuuta omasta toiminnastaan myös epätäydellisessä järjestelmässä.

### ***Nollasummapeli vai plussummapeli – kumpaa pelataan?***

Markkinatalous voidaan nähdä kahden eri tason toimintana, joita Gustav von Hertzen peliteoriaa soveltaen nimittää plussumma- ja nollasummapeliksi. Plussummapelissä eri osapuolet tuottavat yhdessä lisäarvoa jaettavaksi, ja yhden osapuolen menestys hyödyttää myös muita. Nollasummapeli on tämän lisäarvon jakamista ja siinä toisen saama hyöty on joltakin muulta pois.

Esimerkiksi hintaneuvottelut ovat nollasummapeliä. Työehtosopimusneuvottelut työnantaja- ja työntekijäpuolen kesken voivat olla myös plussummapeliä, jos niiden tuloksena on koko kansantaloutta hyödyttävä maltillinen palkkakehitys. Avoimen markkinatalouden yhteistyöverkostot ja tuotantoketjut edustavat useimmiten plussummapeliä. Tämä vaatii toimijoilta luottamusta, avoimuutta ja rehellisyyttä.

Plussummapeli ja nollasummapeli pitää osata erottaa toisistaan. Pelkkää nollasummapeliä pelaamalla ei yhteinen hyvinvointi lisääny, vaan jaettavaa syntyy vain plussummapelillä. Mitä enemmän plussummapeliä, sitä enemmän hyvinvointia.

***”Plussummapeli ja nollasummapeli pitää osata erottaa toisistaan. Pelkkää nollasummapeliä pelaamalla ei yhteinen hyvinvointi lisääny, vaan jaettavaa syntyy vain plussummapelillä.”***

Kumpaa peliä finanssimarkkinoilla sitten on pelattu? On selvää, että ilman toimivaa rahoitusjärjestelmää ei plussummapeliä saada aikaan. Yritysten kasvu ja innovaatiot vaativat sekä luottoja että pääomasijoituksia.

Jossakin kohtaa finanssimarkkinat ovat kuitenkin lipsahtaneet liikaa nollasummapelin puolelle. Subprime-velkakirjoilla on alunperin plusmerkkinen tarkoitus lisätä pienituloisten

hyvinvointia, mutta järjestelmä muuttui pian liian mutkikkaaksi ja mekanismi karkasi käsistä muuttuen nollasummapeliksi. Subprime-velkakirjojen kaltaiset mutkikkaat instrumentit osoittautuivat nollasummapeliksi, kun ne eivät lisänneet kenenkään hyvinvointia vaan vain siirtävät rahaa paikasta toiseen. Tosin jos finanssikriisi ei olisi alkanut subprime-luotoista, jokin muu markkinahintoihin sisältyvä kupla olisi sysännyt sen liikkeelle jossakin vaiheessa.

Modernissa verkostotaloudessa luottamukseen perustuva plussummapeli on normaali toimintatapa. Syvemmät yhteistyösuhteet ja luottamus vähentävät transaktiokustannuksia ja lisäävät kaikkien osapuolien kannattavuutta. Finanssisektorilla taas on käynyt päinvastoin: perinteiset pitkät, luottamukselliset suhteet ovat vaihtuneet tiedon puutteesta johtuvaan syvään epäilyyn, pelkoon ja siitä johtuvaan luottamuspulaan, jota nopea ja lyhytnäköinen voitontavoittelu vauhditti.

## 4. Mitä tästä pitäisi oppia – eettisen markkinatalouden arvot

Me uskomme, että kriisistä huolimatta markkinatalous on edelleen toimivin tarjolla olevista talousjärjestelmistä. Kuten suursijoittaja George Soros sanoo: markkinatalous on aina väärässä, mutta se korjaa itseään erehdysten kautta. Jotta korjausliikkeet olisivat mahdollisimman maltillisia, markkinatalous tarvitsee tuekseen arvot. Jos niitä ei ole tai niitä ei noudateta, järjestelmä ajautuu ongelmiin ja juuri tästä finanssikriisissä on kyse.

### *Avoimuus, rehellisyys ja läpinäkyvyys – kaiken perusta*

Markkinatalouden ensimmäinen arvo on avoimuus ja läpinäkyvyys. Kyse on saman asian kahdesta puolesta: avoimuus liittyy yksilöihin ja heidän väliseen kanssakäymiseensä, läpinäkyvyys taas on järjestelmän ominaisuus.

Avoimuus, rehellisyys ja läpinäkyvyys ovat eettisessä markkinataloudessa paitsi perusarvoja myös välineitä, joiden avulla kaikkia muita arvoja pidetään yllä. Ne kasvattavat luottamus pääomaa, jonka varassa syntyy yhteistä jaettavaa ja yritykset voivat pelata plussummapeliä.

***”Avoimuus, rehellisyys ja läpinäkyvyys ovat eettisessä markkinataloudessa paitsi perusarvoja myös välineitä, joiden avulla kaikkia muita arvoja pidetään yllä.”***

Läpinäkyvyys on loistanut poissaolollaan, kun finanssialan yritykset ovat kilvan arvopaperistaneet ja strukturoineet uusia instrumenttejaan. Rahoitusalan yritysten markkina-arvot romahtivat niin laajasti juuri siksi, ettei kukaan markkinoilla enää tiennyt, millaisia riskejä kunkin toimijan tase todella sisälsi. Avoimuuden puute oli yksi syy myös siihen, että valvojien toiminta epäonnistui.

Avoimuus ja rehellisyys toimivat myös paremmin kuin mekaaninen kontrolli ja vähentävät sen tarvetta. Samoin ne toimivat välineenä kohtuudessa pysymiseen: jos yritysjohdon ja hallitusten näkemys esimerkiksi kohtuullisesta palkitsemisesta irtautuu liiaksi todellisuudesta, ulkopuolinen mielipide kyllä palauttaa heidät maan pinnalle kuin tiedot palkitsemisjärjestelmästä ovat julkisia.

Läpinäkyvyyden vaatimus mahdollistaa myös sen, että sääntely voidaan korvata markkinaosapuolten itsesääntelyllä. Toimijat yksinkertaisesti kieltäytyvät yhteistyöstä sellaisten tahojen kanssa, joiden toiminta ei ole läpinäkyvää.

Vapaa tiedonvälitys ja aktiivinen julkinen sana ovat siis keskeisiä, jotta avoimuus ja läpinäkyvyys voivat toteutua.

### ***Moraalinen pääoma luo luottamusta***

Toinen perusarvo luottamus on niin keskeinen kaiken toiminnan perusedellytys, että siihen kiinnittää eniten huomiota vasta kun se puuttuu. Kun pankit menettivät luottamuksen toisiinsa, koko finanssijärjestelmä uhkasi kaatua. Luottamuksen hinta tuli konkreettisesti mitattua luotonannon kasvavina marginaaleina ja luotonannon hyytymisenä.

Luottamuksen pohjana toimii moraalinen pääoma, jota markkinatalouden toimijoille voi kertyä siinä kuin materiaalistakin pääomaa. Moraalinen pääoma on menestyksen välttämätön edellytys. Kun ongelmia alkaa ilmaantua, pitää ruveta miettimään, missä kohtaa moraalista pääomasta on vajetta. Tässä finanssikriisissä syytä löytyy kaikista osapuolista.

***”Moraalinen pääoma on menestyksen välttämätön edellytys. Kun ongelmia alkaa ilmaantua, pitää ruveta miettimään, missä kohtaa moraalista pääomasta on vajetta.”***

Luottamus on yhteistä pääomaa siinä kuin yritysten moraalinen pääomakin, ja sitä kertyy avoimuuden ja rehellisyyden seurauksena. Luottamus on myös plussummapelin edellytys.

Toimiva markkinatalous vaatii luottamusta myös yhteiskunnallisiin instituutioihin. Yhteiskunnan tehtävä on luoda kaikille reilut pelisäännöt ja valvoa niiden toteutumista.

### ***Vapauteen liittyy myös vastuu***

Kolmas markkinatalouden perusarvo on vapaus, johon liittyy myös yksilön vastuu.

Vapaus sisältää myös mahdollisuuden tehdä huonoja päätöksiä tai virheitä. Rikollista toimintaakaan ei pysty kokonaan estämään. Mutta tekijän pitää kantaa vastuu näistä tekemisistään, ja muihin kohdistuvat haitat on minimoitava.

Monen tahon mielestä finanssikriisi osoittaa, että markkinataloudessa on annettu toimijoille liikaa vapautta ja tulos todistaa, ettei järjestelmä toimi. Siksi ongelmien ratkaisu on rajata vapautta ja lisätä valvontaa. Tämä on kuitenkin hätäinen ja väärä johtopäätös.

Ensinnäkin ongelmat aiheutuivat tällä kertaa lähes yksinomaan finanssisektorin virheistä eikä niiden perusteella pidä tuomita koko järjestelmää.

Vapaus toimia, kokeilla erilaisia vaihtoehtoja ja innovoida on edelleen kehityksen ja talouskasvun moottori. Terve yhteiskunta toimii siltä pohjalta, että kaikki on sallittua mikä ei ole erikseen kiellettyä, ei päinvastoin. Pyrkimys kontrolloida etukäteen kaikkia mahdollisia toimintavaihtoehtoja on tuomittu epäonnistumaan. Tuloksena on ainoastaan valvojien ja valvottavien kilpajuoksu kekseliäisyydessä.

***”Pyrkimys kontrolloida etukäteen kaikkia mahdollisia toimintavaihtoehtoja on tuomittu epäonnistumaan. Tuloksena on ainoastaan valvojien ja valvottavien kilpajuoksu kekseliäisyydessä.”***

Vapaus sisältää myös mahdollisuuden, että yritykset tekevät virheitä, huonoja päätöksiä, jopa rikoksia. Toimiva järjestelmä rankaisee näistä joko taloudellisesti tai juridisesti. Markkinatalouteen kuuluu, että kyvyttömät yritykset tekevät huonoa tulosta tai jopa kaatuvat. Tärkeintä on, että vastuun virheistä kantaa tekijä eikä joku muu.

Tyhmyydestä ja tietämättömyydestä johtuvat virheet eivät siis liity moraaliseen viettelykseen. Niistä ei myöskään päästä eroon pelisääntöjen tai entistä tarkemman säätelyn avulla, vaan tarvitaan pikemminkin valistusta ja opastusta.

Yhteiskunnan tehtävä on huolehtia nimenomaan siitä, etteivät talouden toimijat sortuisi moraalisiin viettelyksiin. Juuri tähän tarvitaan yhteiskunnan luomia pelisääntöjä, jotka toimivat kaikille reilusti ja yhdenmukaisesti.

Finanssikriisi on vahvistanut näkemyksiä, jotka vaativat rahoituslalle ja talouteen yleensäkin lisää globaalia valvontaa. Uudet massiiviset koneistot tuskin ratkaisevat nyt esiin nousseita ongelmia, koska ulkopuoliset eivät koskaan pysty hahmottamaan liiketoiminnan riskejä yhtä hyvin kuin toimijat itse. Sen sijaan tarvitaan muutoksia, joilla olemassa olevien instituutioiden toiminta saadaan vastaamaan markkinoiden ylikansallista luonnetta. Myös säädösten yhdenmukaistaminen voi tuoda hyviä tuloksia. Esimerkiksi veroparatiisivaltioiden tuominen samojen sääntöjen piiriin kuin muu maailma on näiden arvojen mukaista.

Sääntöjen muuttaminen ja lisääminen voi viedä yritysten toimintaa myös riskipitoisempaan suuntaan. Esimerkki tästä on tuore kansainvälinen tilinpäätösjärjestelmä IFRS, jonka mukaan yritysten omaisuus arvostetaan aina markkina-arvoon ja tilinpäätöksessä käytetään paljon johdon tekemiä arvioita liiketoiminnan tulevista tuotoista. Tämä sekä lisää tuloksen heilahtelua

että kannustaa helposti yritysjohtoa optimistisiin ennakoiteihin, kun arviot vaikuttavat usein myös heidän tulospalkkioihinsa. Tähän tilanteeseen onkin jo tehty korjauksia ja arviointi lisätarkennuksista jatkuu.

Ylireagoinnin puolelle saattaa mennä myös suunnitteilla oleva EU-direktiivi, jonka tarkoitus on estää yrityksiä ylivelkaantumasta. Samalla se voi oleellisesti haitata pääomasijoitusyritysten toimintaa.

## ***Kohtuullisuus myös palkitsemiseen***

Kohtuullisuus on luterilainen arvo, joka on lähempänä pohjoismaisten toimijoiden sydäntä kuin muualla maailmassa. Kohtuullisuutta tarvitaan niin yritysten riskinottoon, sijoitusten tuottotavoitteisiin kuin johdon palkitsemiseen.

Yritysjohdon palkitsemisessa kohtuullisuus toteutuu parhaiten, kun palkitaan todella realisoituneesta pitkän aikavälin tuloksesta eikä tilapäisestä arvonnoususta, joka voi osoittautua kuplaksi. Tämä on tärkeää etenkin finanssialalla, jossa arvonnousun kohteena usein vielä ovat jonkun muun varat, mutta myös muissa yrityksissä.

***”Yritysjohdon palkitsemisessa kohtuullisuus toteutuu parhaiten, kun palkitaan todella realisoituneesta pitkän aikavälin tuloksesta eikä tilapäisestä arvonnoususta, joka voi osoittautua kuplaksi.”***

Kohtuullisuus tai sen puute on helpointa tunnistaa molemmissa ääripäissään ja usein kohtuuttomuus näyttäytyy kirkkaimmin jälkikäteen. Esimerkiksi Islannin pankkisektorin laajentuminen velkarahalla on helppo määritellä kohtuuttomaksi, samoin AIG:n johdon bonukset siinä vaiheessa kun yritys pysyy pystyssä enää valtion tuen varassa. Kohtuuttomuutta voi nähdä siinäkin, että vuonna 2006 Yhdysvaltain finanssisektorin voitot tuotti kolmanneksen koko maan yritystoiminnan voitoista.

Johdon kohtuuttomiksi koetut palkkiot liittyvät myös epäsuhtaiseen neuvottelutilanteeseen omistajien, palkkioista päättävien hallitusten ja yritysjohdon välillä. Hallitusten pitäisi edustaa omistajia, mutta usein ne samastuvat enemmänkin yritysjohtoon. Johdolla on myös usein parempi tieto yritysten tilasta tai muuten vahva neuvotteluasema, kun palkkioista sovitaan rekrytoinnin yhteydessä.

Yrityksen omistusrakenne vaikuttaa osaltaan johdon neuvotteluasemaan palkkioita määriteltäessä. Johdon ja hallituksen neuvottelutilanne on selkein perheyrietyksissä tai

pääomasijoittajan omistamissa yrityksissä. Iso kasvollinen ankkuriomistaja selkiyttäisi myös hajanaisesti omistettujen pörssiyritysten palkkioneuvotteluja.

Kohtuullisuus on myös sitä, että vältetään yli varojen elämistä. Suomalaisessa kulttuurissa on vielä vierasta amerikkalainen tapa lainata asuntoparallisuutta vastaan ja käyttää rahat kulutukseen. Velaksi kulutus ei aina merkitse ylivelkaantumista mutta riskit on tunnistettava.

Yli varojen eläminen liittyy myös luonnonvarojen käyttöön. Kohtuuttomuutta on yhtä lailla luonnonvarojen piittaamaton käyttö tulevien sukupolvien kustannuksella.

### ***Oikeudenmukaisuutta nollasummapeliin***

Oikeudenmukaisuus on keskeinen arvo etenkin silloin, kun siirrytään nollasummapelin puolelle ja puhutaan plussummapelin tuottojen jaosta. Yhteisesti hankittu lisäarvo on myös jaettava oikeudenmukaisesti.

Mikä on oikeudenmukaista pääoman ja työvoiman välisessä suhteessa tai globaalissa työnjaossa?

Globalisaation levitessä länsimaissa pääomatulojen osuus tulonjaossa on kasvanut tulojen kustannuksella. Yritykset ovat siirtäneet tuotantoa edullisempiin kehitysmaihin ja kasvattaneet omia voittojaan. Kehitysmaissa hyvinvointi on kasvanut, vaikka työläisten palkat ovat edelleen murto-osia teollisuusmaiden palkoista.

Oikeudenmukaisuuden voi määritellä niin, että lisäarvo jaetaan jakajien tuottaman yhteiskunnallisen hyödyn suhteessa. Pelkkä vahva neuvotteluasema ei saa tuottaa kenellekään liian paksua siivua kakusta. Yrityksen tuottama omistaja-arvo ei ole päämäärä sinänsä vaan seurausta yrityksen asiakkailleen tuottamasta lisäarvosta.

Oikeudenmukaista on sekin, että nyt kun useissa maissa pankkijärjestelmä on pelastettu valtion eli veronmaksajien tuella, valtio saa tästä korvauksen aikanaan kun pankit taas pääsevät jaloilleen. Valtion omistukset pitää siis purkaa liiketaloudellisin perustein eikä hyväntekeväisyytenä.

## 5. Markkinatalouden arvot käytännössä – mitä pitäisi tehdä?

Lopuksi tiivistämme vielä näkemyksemme lähemmäs käytäntöä ja eräitä ajankohtaisia teemoja.

1. Yritysmaailman pitää vahvistaa itsesääätelyä niin, että pelisääntöjä rikkovat ja läpinäkymättömästi toimivat yritykset erottuvat muista. Elinkeinoelämän järjestöjen tulisi ottaa tässä asiassa vahvempi rooli.
2. Yritysten kaiken toiminnan tulee kestää julkinen tarkastelu, vaikka päätökset tai toimenpiteet eivät sillä hetkellä olisikaan julkisia.
3. Yritysjohdon palkitsemisen tulee perustua pitkän aikavälin toteutuneeseen tulokseen. Hallitusten on muistettava asemansa omistajan eikä yritysjohdon edunvalvojana.
4. Kansalaisten asemaa finanssimarkkinoilla pitää vahvistaa lisäämällä koulutusta ja tietoutta talousasioista. Liian kattava kuluttajansuoja voi pikemminkin johtaa moraalisiin viettelyksiin. On vähintäänkin keskusteltava siitä, miten asuntoluottojen korkojen verovähennysoikeus ja täydellinen talletussuoja vaikuttavat kuluttajien käyttäytymiseen.
5. Finanssivalvontaa tulee kehittää vastaamaan toiminnan globaalia luonnetta. Tämä tarkoittaa yhdenmukaisia säädöksiä myös niihin maihin, jotka nyt tarjoavat löysempää valvontaa tai vähemmän avoimuutta. Tämä ei tarkoita entistä mutkikkaampaa tai yksityiskohtaisempaa säätelyä.
6. Valtion elimillä pitää olla sekä oikeus että velvollisuus ansaita rahaa silloin, kun se joutuu omalla riskillään esiintymään finanssimarkkinoilla. Näin on tässä kriisissä käynyt, kun julkinen valta on pelastanut rahoitusalan toimijoita.

## ***Boardman Oy***

Boardman on omistajien, hallituksen ja johdon muodostaman päätöksentekoketjun sekä hallitustyöskentelyn osaamisverkosto, jonka tavoitteena on uutta tietoa luomalla ja jakamalla

- kehittää omistajien, hallituksen ja johdon välistä yhteistyötä sekä hallitustyöskentelyä;
- nostaa hallitustyöskentelyn osaamistasoa ja arvostusta Suomessa; sekä
- lisätä partnereiden ja kumppaniyritysten osaamista.

Boardman pyrkii näihin tavoitteisiin partneriverkostonsa tiiviin yhteistyön avulla. Boardman tukee partnereidensa ja yhteistyökumppaneidensa liiketoimintaa uutta yhteistä tietoa synnyttämällä. Tätä tietoa jaetaan erilaisten julkaisujen, valmennusten ja tapahtumien välityksellä

## ***Liikkeenjohdon tutkimusryhmä - LJT***

LJT on verkosto, jonka ydintehtävänä on kehittää akateemisen ja liikkeenjohdon yhteistyötä sekä kaikin puolin edesauttaa yhteiskunnan kehittämistä liikkeenjohdollisesta näkökulmasta. LJT tilaisuuksissa käydään syvällistä poikkitieteellistä keskustelua ja kokemusten vaihtoa ajankohtaisista, yhteiskunnallisesti tärkeistä teemoista. Ryhmän tavoitteena on antaa kehitysvirikkeitä niin omille jäsenille ja heidän verkostoilleen kuin muille liike-elämän vaikuttajille.

Osana uudistumistaan LJT liittyi vuonna 2008 kumppanina Boardman-verkostoon. Boardman-LJT -yhteistyö mahdollistaa syvällisen ja poikkitieteellisen tarkastelun sekä yritysten, niiden johdon että koko taloutemme ja tiedeyhteisöjemme hyödynnettäväksi.