

**Jolanta Szapiel**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## INSTYTUCJONALIZACJA OBOWIĄZKÓW MAKLERÓW WOBEC INWESTORÓW W FORMIE KODEKSU ETYCZNEGO

---

**Streszczenie:** W opracowaniu podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu formalna instytucja tworzona w ramach działań zbiorowych, jaką jest kodeks etyki zawodowej, skutecznie identyfikuje obowiązki maklerów wobec inwestorów oraz zapewnia, poprzez wyznaczone środki przymusu, ich bezwzględne wypełnianie. Tylko bowiem taka instytucja może skutecznie wpływać na budowanie zaufania w relacjach między maklerami i inwestorami. W ramach studium przypadku dotyczącego kodeksu etyki zawodowej maklerów wykorzystano głównie tezy nowej ekonomii instytucjonalnej.

**Słowa kluczowe:** transakcje rynku kapitałowego, kontrakty agencyjne, obowiązki pośredników obrotu wobec inwestorów, otoczenie instytucjonalne, zrzeczenie zawodowe, kodeks etyki zawodowej.

### 1. Wstęp

Nie budzi już większych wątpliwości pogląd, że niezbędnym warunkiem funkcjonowania gospodarki rynkowej i jej fragmentów, jakimi są poszczególne rynki, jest zaufanie, którego źródło współczesna ekonomia poszukuje głównie w instytucjach. Potrzebę tworzenia ładu instytucjonalnego na poszczególnych rynkach, w szczególności zaś na rynku finansowym, wyraźnie uzmysłowił teoretykom i praktykom ostatni globalny kryzys finansowy. Tworzenie efektywnych instytucji, czyli takich, które porządkują relacje między podmiotami uczestniczącymi na rynku, budują zaufanie między nimi i w konsekwencji powodują rozwój rynków i gospodarki, jest przedmiotem tego opracowania. Ścisłej mówiąc, w opracowaniu podjęto próbę odpowiedzi na pytanie: w jakim stopniu formalna instytucja tworzona w ramach działań zbiorowych, jaką jest kodeks etyki zawodowej, skutecznie identyfikuje obowiązki maklerów wobec inwestorów oraz zapewnia, poprzez wyznaczone środki przymusu, ich bezwzględne wypełnianie? Tylko bowiem taka instytucja oraz odpowiednia postawa etyczna maklerów wobec niej może być skutecznym źródłem budowanego zaufania w relacjach między maklerami i inwestorami. W ramach studium przypadku dotyczącego kodeksu etyki zawodowej maklerów wykorzystano głównie tezy nowej ekonomii instytucjonalnej.

## **2. Transakcje dokonywane na rynku kapitałowym z udziałem pośredników obrotu i ich obowiązki wobec inwestorów**

Współcześnie rynek kapitałowy jest dynamicznie rozwijającą się formą obrotu szczególnym towarem, jakimi są papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe. Istnieją trudności z precyzyjnym zdefiniowaniem, czym jest ten towar. Bez względu na różnice w charakterze papierów wartościowych, czy szerzej instrumentów finansowych, można przyjąć, że przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są szeroko rozumiane uprawnienia własnościowe. W konsekwencji istotą transakcji dokonywanych na tym rynku jest transformacja uprawnień własnościowych.

Przeniesienie uprawnień własnościowych na współczesnym rynku kapitałowym nie występuje w obrębie rynku doskonałego, co powoduje, że nie są na tym rynku spełnione założenia doskonałego rynku, takie jak: równość szans w obrocie ze względu na jednakową cenę dla wszystkich uczestników rynku, wolne i równe wejście oraz wyjście, doskonała przejrzystość informacyjna rynku, a także ukryte założenie tego modelu rynku, że uczestnicy obrotu działają bezwarunkowo uczciwie, a zatem nie zdarzają się przypadki polegające na: niewywiązywaniu się z zobowiązania transakcyjnego, zatajaniu lub fałszowaniu informacji, traktowaniu cudzej własności jak własnej, przejmowaniu cudzej własności bez ekwiwalentu itp.

Uczestnicy transakcji na rynku kapitałowym zmierzają do realizacji własnych interesów i praw, ale także przejmują obowiązki wobec innych uczestników rynku. Współczesne rynki kapitałowe to przede wszystkim pośrednia forma obrotu uprawnieniami własnościowymi (głównie papierami wartościowymi o charakterze inwestycyjnym). W konsekwencji nabywcy i sprzedawcy uprawnień własnościowych nie dokonują transakcji bezpośrednio między sobą, tylko czynią to za pośrednictwem wyspecjalizowanych pośredników obrotu.

Nabywca lub sprzedawca uprawnień własnościowych, zwany inwestorem, musi w związku z tym zawrzeć z pośrednikiem obrotu kontrakt, który jest formą porozumienia się obu stron w sprawie swoich relacji. Strony tego kontraktu dobrowolnie zgadzają się co do pewnych swoich zobowiązań [Furubotn, Richter 1997].

Kontakt między inwestorem a pośrednikiem obrotu ma charakter kontraktu agencyjnego. W jego ramach inwestor jako pryncypał udziela pełnomocnictw pośrednikowi jako agentowi do działania w jego imieniu. Innymi słowy inwestor-pryncypał angażuje pośrednika obrotu-agenta do wykonywania działania w jego imieniu i deleguje część uprawnień do podejmowania decyzji [Wright i in. 2001].

Agent działa na rzecz inwestora jako typowy powiernik, czyli podmiot, któremu inwestor przekazuje swoją własność i na podstawie umowy powierza pośrednikowi wykonanie pewnych interesów na przedmiocie tej własności. W wymiarze praw i obowiązków powiernictwo polega na wiązce praw inwestora i wiązce obowiązków pośrednika obrotu względem niego.

**Tabela 1.** Prawa inwestorów i obowiązki pośredników w obrocie uprawnieniami własnościowymi (na rynku kapitałowym)

Prawa inwestorów	Obowiązki pośredników w obrocie
Prawo do dotrzymania umów i zobowiązań	Obowiązek dotrzymania umów i zobowiązań
Prawo do uczciwego wykonania i rozliczenia transakcji	Obowiązek uczciwego wykonania i rozliczenia transakcji
Prawo do swobodnego wejścia na rynek i wyjścia z niego	Obowiązek swobody rozwiązania przez klienta umowy o świadczenie usługi maklerskiej
Prawo do równego traktowania w dostępie do rynku i informacji	Obowiązek równego traktowania w dostępie do rynku i informacji
Prawo do informacji niezbędnych do dokonania inwestycji	Obowiązek dostarczania rzetelnych i aktualnych informacji
Prawo do tajemnicy transakcji	Obowiązek tajemnicy transakcji
Prawo do własności w pieniądzu i papierach wartościowych	Obowiązek ochrony własności (aktywów) klienta

Źródło: opracowanie własne.

Realizacja obowiązków powierniczych pośrednika obrotu następuje w warunkach ukrytej akcji i ukrytej informacji. Groźba ukrytej akcji wyraża się w tym, że inwestor nie może bezpośrednio obserwować działań pośrednika obrotu, któremu powierza swoje aktywa i interesy. Z kolei niebezpieczeństwo wynikające dla inwestora z ukrytej informacji polega na tym, że wskutek asymetrii informacyjnej inwestor nie wie, jakie działania podjął pośrednik obrotu, czy są to działania, które powinien podjąć, by osiągnąć zamierzony przez inwestora cel, czy takie działania podjąłby makler, gdyby nie było asymetrii informacyjnej. Williamson zachowanie pośrednika obrotu wobec inwestora nacechowane negatywną selekcją i pokusą do nadużyć nazywa zachowaniem oportunistycznym i uznaje je za drugie obok niepewności losowej źródło niepewności dla działających na rynku jednostek gospodarujących [Williamson 1985].

W relacjach powiernictwa zawarta jest groźba oportunistów pośrednika obrotu, stąd konieczne jest, aby inwestor obdarzył zaufaniem pośrednika obrotu, a pośrednik obrotu mógł temu zadaniu sprostać. Źródłem zaufania mogą być instytucje. Właśnie temu źródłu zaufania w relacjach rynkowych, ładu rynkowego, wiele uwagi poświęca właśnie ekonomia instytucjonalna, w szczególności zaś nowa ekonomia instytucjonalna. Przedstawiciele ekonomii instytucjonalnej rozwijają w swoich badaniach dotyczących instytucji wątki instytucjonalne ekonomistów nienależących do tego nurtu ekonomii, ale także wywodzących się z innych dyscyplin naukowych.

### 3. Instytucje tworzone w ramach działań zbiorowych jako element otoczenia instytucjonalnego rynku kapitałowego

Współcześnie uczestnicy rynku kapitałowego – co podkreślano już wcześniej – nie zawsze postępują uczciwie. Często też nie są zdolni do ponoszenia odpowiedzialności za swoją wolność ekonomiczną. W konsekwencji taki rynek nie może funkcjonować bez instytucji rozumianych jako pisane i niepisane zasady, normy i ograniczenia społecznie konstruowane i egzekwowane w celu ułatwienia koordynacji wspólnych działań oraz ograniczenia oportunistycznego i niepewności związanej z działaniami jednostek [Menard, Shirley 2005]. Istotną składową tak identyfikowanego układu instytucjonalnego są instytucje tworzące otoczenie instytucjonalne rynku. O takich instytucjach mówi się jako o ramowych ograniczeniach, ujmowanych egzogenicznie względem procesów rynkowych [De Alessi 1990, Williamson 2000].

Otoczenie instytucjonalne rynku tworzy spektrum instytucji, począwszy od elementarnych zasad i norm konstytucyjnych, przez ogólne reguły i regulacje zabezpieczające porządek prawny na rynku, po reguły powstałe w wyniku działań zbiorowych. Struktura tych instytucji zależy od typów dóbr będących przedmiotem transakcji na rynku, a także od przeciętnego poziomu moralnego społeczeństwa [Furubotn, Richter 1997].

Otoczenie instytucjonalne może w istotny sposób wpływać na transakcje pomiędzy uczestnikami rynku, stanowiąc ramy ogólne definicji praw i obowiązków stron. W związku z tym, gdy działają, to nie muszą być rozbudowywane instytucje regulacyjne na poziomie kontraktów bilateralnych. Znaczenie instytucji dla rynku wynika z tego, że stanowią one podstawę podejmowania decyzji, kształtowania oczekiwań i postaw uczestników rynku, a w konsekwencji decydują o jakości współpracy rynkowej. Bardzo ważne jest to, aby strony kontraktów współdziałały harmonijnie, gdyż ciągle nieporozumienia i konflikty prowadzą do opóźnień, załamania i innych zakłóceń w wymianie. Kształtując jakość współpracy rynkowej i stopień zaufania na rynku, instytucje rozstrzygają o efektywności gospodarowania (rynku) [Williamson 1998].

Z kolei D. North mówi o tzw. efektywności adaptacyjnej instytucji, przez którą rozumie ich zdolność do ustawicznego dostosowywania się do zmian realnych zachodzących w obrębie rynków, gospodarki. Bez otoczenia instytucjonalnego, zapewniającego odpowiednią transparentność wymiany i ochronę praw własności oraz sprzyjającego uczciwej wymianie, rynki nie będą się rozwijały. Mogą wręcz podlegać stagnacji i skostnieniu, co jest zjawiskiem niepożądanym, a nawet niebezpiecznym w wymiarze ekonomicznym [North 1990]. Podobnie efektywność instytucji widzą R. Richter i E.G. Furubotn, dla których oznacza ona zdolność instytucji do dostosowywania się do zmieniającego się otoczenia i rozwiązywania problemów w relacjach między podmiotami gospodarczymi [Furubotn, Richter 1997].

Skuteczność ładu rynkowego zależy od instytucjonalnych ograniczeń zachowań, które mogą mieć różną naturę. Na poziomie państwa tworzone są instytucje składa-

jące się na porządek prawny rynku. O tym poziomie instytucjonalizacji rynków O.E. Williamson mówi jako o uporządkowaniu jurysdykcyjnym. Z kolei drugi poziom Williamson nazywa poziomem nieobligatoryjnym, uznając, że instytucje go tworzące nie wiążą się z odpowiedzialnością prawną, lecz moralnym zobowiązaniem uczestników rynku do dotrzymania obietnicy (zasady moralne).

Zdaniem O.E. Williamsona, R.H. Mnookina, L. Kornhausera porządek moralny powinien bezwzględnie działać w cieniu porządku prawnego, gdyż tylko takie ujęcie instytucji jest szansą na przezwycięzenie niedoskonałości rynków. Za silnym państwem w swojej analizie grup interesu opowiada się także M. Olson. Uznaje on, że państwo i tworzone przez nie instytucje są wystarczające do uporządkowania funkcjonowania rynku, a działanie grup interesu może być tylko destrukcyjne dla porządku rynkowego. Grupy interesu porównuje do „drobnego złodziejaska” i zestawia z silnym państwem-bandytą monopolizującym złodziejstwo instytucji. Twierdzi on kategorycznie, że wśród działań zbiorowych występują działania grup interesu, podejmowane w celu instytucjonalizacji rynku, które korzystne są tylko dla nich samych, a nie interesu publicznego. M. Olson ma jednak świadomość, że państwo i jego instytucje mogą być też niedoskonałe. Możliwe jest zatem – jak sam pisze – że będą nasilały się praktyki wykorzystywania przez niektórych uczestników rynku niedoskonałości instytucji publicznych do osiągnięcia korzyści kosztem innych osób gospodarujących [Olson 1998].

Na taką możliwość zwracają także uwagę autorzy koncepcji poszukiwania renty – G. Tullock, A. Kruger i J.M. Buchanan. Także D.C. North, nawiązując do koncepcji przedsiębiorczości nieproduktywnej W.J. Baumola, pisze o nieefektywnych ścieżkach zmian instytucjonalnych, wyrażających się nagradzaniem za redystrybucję, a nie za działalność wytwórczą. D.C. North podkreśla konieczność zachowania właściwych proporcji między sferą publiczną i prywatną w gospodarce i określenia relacji państwo–rynek (relacji między oddolną mobilizacją uczestników rynku a odgórnym kreowaniem instytucji przez państwo). Uważa on jednak, że instytucje tworzone przez rynek najlepiej sprawdzają się nie jako surogat, lecz suplement prawnych instytucji.

Porządek jurysdykcyjny to według O.E. Williamsona swoistego rodzaju „dobro publiczne”, które ma szczególną rolę do odegrania w tworzeniu wstępnego ładu instytucjonalnego na rynku. Ze względu jednak na wysokie koszty stanowienia i utrzymania instytucji formalnych oraz tego, że nie zawsze obejmują one wszystkie interakcje pomiędzy podmiotami gospodarczymi, konieczne jest ich uzupełnienie o instytucje tworzone przez grupy interesu. Uzupełnieniem działań państwa na podłożu instytucjonalnym powinno być więc współuczestnictwo i legalizacja instytucji wytworzonych przez rynek [Williamson 1975].

Użyteczność instytucji tworzonych w ramach działań zbiorowych – jak pisze D.C. North – może być duża, mimo że nie wiążą się z przymusem prawnym. Związane z nimi mechanizmy nadzoru i egzekwowania mają tu własną specyfikę, niejednokrotnie są znacznie subtelniejsze i bardziej elastyczne niż mechanizmy prawne.

Zarówno oportunizm, jak i pokusa nadużyć mogą być trudne do kontrolowania przez państwowego nadzorcę, ale zazwyczaj inkryminowane działania nie są żadną tajemnicą dla społeczności rynkowej, która na dodatek dysponuje mechanizmami przywoływania do porządku nieprzestrzegających norm. Środki nadzoru i kontroli respektowane przez społeczność rynkową w formie: komunikacji, perswazji, symbolicznego i realnego upomnienia, mogą odnieść lepsze skutki niż naciski państwa. D.C. North uznaje, że uzyskanie dojrzałości przez grupę do działania w interesie własnym, nieszkodzenie dobru publicznemu jest możliwe, choć osiągnięcie zaufania publicznego wymaga czasu [North 1990].

Na korzyści z działań zbiorowych w sferze instytucjonalnej zwracają też uwagę R. Richter i E.G. Furubotn. Argumentują oni, że tworzenie i doskonalenie porządku prawnego rynku wiąże się z publicznymi kosztami transakcyjnymi, dlatego jeżeli istnieją grupy interesu posiadające umiejętności samoregulacji rynku, to powinny one współuczestniczyć w tworzeniu ładu instytucjonalnego, gdyż przyczynia się to do ograniczenia kosztów transakcyjnych ponoszonych na szczeblu państwa. Ponadto, jak zauważają oni, państwu może zależeć na tym, aby działały grupy interesu i przyczyniały się do tworzenia porządku instytucjonalnego ze względu na posiadaną wiedzę, ekspertyzy oraz zdolność lepszego rozpoznania potrzeb i zagrożeń rynkowych [Furubotn, Richter 1997].

#### **4. Kodeks etyki zawodowej jako formalna instytucja tworzona w ramach działań grupy interesu–grupy zawodowej**

Działania grupy interesu na rzecz instytucjonalizacji rynku określa się mianem działań zbiorowych. Grupę zawodową można określić mianem grupy interesu, gdyż jej członków do podjęcia działań zmierzających do stworzenia instytucji skłania raczej interes własny niż inne źródła zbiorowej współpracy (np. altruizm). Grupa zawodowa w wyniku współdziałania tworzy instytucje, które służą realizacji interesu jej członków lub interesu publicznego, niestojącego w opozycji do interesu grupowego. Co zresztą już sygnalizowano, przywołując poglądy w tej mierze głównie M. Olsona.

Formalną instytucją tworzoną przez grupę zawodową jest kodeks etyki zawodowej. Kodeks etyki zawodowej to zbiór specyficznych (właściwych) dla danego zawodu norm zachowania; stanowi katalog norm moralnych tworzących wewnętrzne prawo grupy zawodowej (tzw. miękkie prawo). W zależności od wymagań społecznych oraz interesu własnego członków grupy zawodowej kodeksy etyki zawodowej formułują zarówno ogólne normy moralne, jak i standardy zachowań w formie nakazów i zakazów o różnym stopniu szczegółowości. Standardy zachowań różnią się od norm moralnych tym, że określają, jak powinno się zachowywać w danej sytuacji, co zwalnia adresata kodeksu od refleksji moralnych. Norma moralna, przeciwnie, określa powinność (obowiązek) wobec innych osób w taki sposób, aby można było ją zastosować w różnych sytuacjach. Kodeks etyki zawodowej powinien podkreślać prymat cnót społecznych (zawodowych) nad cnotami osobistymi. Z punktu



widzenia życia gospodarczego, tworzonych relacji kontraktowych, cnoty społeczne są ważniejsze od cnót osobistych. Można bowiem sobie wyobrazić wykonującego dany zawód, w szczególności zawód zaufania publicznego, jako uczestnika rynku, który nie będzie przejawiał takich cnót osobistych, jak: uprzejmość i życzliwość. Trudno jednak wyobrazić sobie funkcjonowanie rynku, na którym nie obowiązują cnoty społeczne (zawodowe), takie m.in., jak: uczciwość, lojalność oraz odpowiedzialność społeczna – gwarancja wywiązania się z uzgodnień i umów.

Kodeks ten służy do identyfikacji danego zawodu zgodnie z oczekiwaniami społecznymi (interese publicznym), aby członkowie grupy zawodowej:

1) dążyli do wykonywania obowiązków zawodowych z pożytkiem i prymatem interesu publicznego,

2) realizowali w zawodzie standardy moralne wyższe niż przeciętne w życiu gospodarczym i społecznym.

O tym, że kodeks etyki zawodowej, jako skodyfikowany zbiór norm moralnych i standardów postępowania, konkretyzuje interes publiczny, świadczy to, że ustala treść interesu publicznego oraz grupy społeczne, w których interesie grupa zawodowa działa, zachowując przy tym nadrzędność ich interesu nad interesem własnym. Brak jednoznacznego i kategoriycznego określenia w kodeksie etyki zawodowej oczekiwań publicznych (zarówno w aspekcie przedmiotowym, jak i podmiotowym) jest niewątpliwie świadectwem braku woli i chęci do identyfikacji danego zawodu zgodnie z oczekiwaniami społecznymi. Niedoskonałość tej instytucji w tym względzie, ale także słabość przymusu zapewniającego wykonywanie przez członków grupy zawodowej powinności zgodnie z oczekiwaniami społecznymi ogranicza jej efektywność [Furubotn, Richter 1997].

Kodeks etyki zawodowej powinien jednoznacznie i w sposób niebudzący jakichkolwiek wątpliwości identyfikować obowiązki (powinności) moralne i przewidywać skuteczne mechanizmy dyscyplinowania członków danej grupy zawodowej do wywiązywania się ze zobowiązań w interesie grup społecznych, dla których działają. Kodeks etyczny nie powinien być budowany, aby służyć dobru grupy zawodowej, lecz po to, aby prowadzić do osiągnięcia celów tej grupy interesu i skutkować – przede wszystkim – stworzeniem ładu rynkowego. Nie zawsze jednak kodeksy etyczne muszą być narzędziem tak identyfikowanych celów grupy interesu. Kodyfikacja norm moralnych, zwłaszcza w dużych grupach interesu, może być użytecznym narzędziem skłaniającym do działania zbiorowego [Olson 1965, 1982].

Stanowione i przyjęte w grupach społecznych zasady moralne mogą ograniczać zachowania niewłaściwe i pobudzać do zachowań właściwych, czyli tzw. zachowań stosownych – adekwatnych do sytuacji i zobowiązań z niej wynikających. W rozważaniach dotyczących norm zachowania jako istotnego ograniczenia instytucjonalnego D.C. North wyróżnia, oprócz uznanych norm i standardów zachowania, także przyjęte z własnej inicjatywy sposoby zachowania, takie jak: uczciwość lub prawość, tzw. kody etyczne, których w przeciwieństwie do tych pierwszych nie trzeba egzekwować. Zachowania osób, które charakteryzuje ta forma instytucji, nie zmie-

rzają w sposób widoczny do realizacji interesów własnych i pomnażania majątku, lecz raczej do osiągnięcia innych wartości. Normy zachowania, inne niż kody etyczne, są egzekwowane przez drugą stronę (poprzez rewanż) lub poprzez osoby trzecie (poprzez sankcje społeczne lub przymus autorytetu). Efektywność tych norm zachowania zależy od efektywności ich egzekwowania [North 1990, 1997, 2007]. Na kontekst społeczny, jako skuteczne narzędzie wymuszania przestrzegania norm zachowania zwraca też uwagę Aoki [2001].

Zasady kodeksowe powinny być tak określone, aby ci, do których są adresowane, pozostawali wolni w wyborze i odpowiedzialni za własne postępowanie. Postępowanie zgodne z jakimś ideałem, lecz bez udziału wolnej woli, nie jest przejawem cnoty, tylko strachu. Przymus moralny może dawać lepsze wyniki w ograniczaniu negatywnej wolności niż przymus prawny. Zasady kodeksowe nie powinny stawiać adresatom szczególnie wysokich wymagań moralnych, lecz rozsądnie ukierunkowywać, jak odpowiedzialnie działać, jak zabiegać o własne interesy przy przejęciu na siebie obowiązków etycznych i odpowiedzialności społecznej [Hayek 1979, 2007].

Kodeks etyki zawodowej powinien być tak skonstruowany, aby identyfikować i przymuszać do stosowania reguł wolnej i uczciwej wymiany (relacji rynkowych). Jest to postulat T. Hobbesa słuszny, choć sformułowany nazbyt ogólnie [Hobbes 1954]. Znacznie lepszą propozycję pod adresem kompozycji unormowań kodeksowych można odnaleźć u E. Ostrom. W konsekwencji instytucja taka jak kodeks etyki zawodowej powinna zawierać zasady, w których zostały omówione zakazy, zezwolenia i wymagania w odniesieniu do działań danej grupy zawodowej, oraz identyfikować, jakie działania są dozwolone lub ograniczone w interesie publicznym [Ostrom 1990].

Kodeks etyki zawodowej może wymagać udoskonalenia. W tym celu konieczne jest – jak pisze E. Ostrom – aby używane i zabezpieczane zasady w odniesieniu do indywidualnych wyborów i podejmowanych działań były monitorowane [Ostrom 1990]. Z kolei według H. Demsetza przy korygowaniu konstrukcji kodeksu etycznego należy pamiętać, że lepszym sposobem niż tworzenie idealnej formy instytucji jest jej udoskonalanie poprzez porównanie z innymi rozwiązaniami z praktyki gospodarczej [Demsetz 1969].

Instytucje powstające w ramach działań zbiorowych, dotyczy to też kodeksów etycznych, mogą wymagać zmian, jednak efekty tych koniecznych zmian instytucjonalnych często przychodzą z dużym opóźnieniem. Wynika to w przede wszystkim z tego, że w grupie zawodowej może istnieć mała gotowość do podejmowania obowiązków związanych z doskonaleniem tej instytucji. W grupie zawodowej może istnieć bowiem problem zachowań tzw. free-riderów, tj. osób osiągających korzyści w wyniku wyłamania się z obowiązujących zasad. Tragedia wspólnego pastwiska G. Hardina, wiążąca się z zachowaniami free-riderów, może zostać ograniczona wskutek zastosowania skutecznych narzędzi presji grupy zawodowej wobec jej członków, którzy naruszają regułę wspólnego pastwiska poprzez niewypełnianie obowiązków



wiążących się z przestrzeganiem skodyfikowanych zasad kodeksowych oraz obowiązków na rzecz ulepszenia instytucji kodeksowej [Arestis, Sawyer 2001].

Formalne standardy kodeksowe nie gwarantują etyczności działań członków grupy zawodowej, a nawet mogą stanowić zasłonę dymną dla działań nieetycznych. Może bowiem istnieć przepaść między deklaracjami znajdującymi się w kodeksie etyki zawodowej a rzeczywistymi praktykami danej grupy zawodowej. Na takie powody formułowania kodeksu etycznego zwraca uwagę K.J. Arrow, który odwołuje się do prakseologicznego podejścia jednostek gospodarujących do moralności, zgodnie z którym opracowany kodeks etyczny może być wykorzystany do poprawy skuteczności działań ekonomicznych (kodeks opłaca się członkom danej grupy zawodowej). Ponadto Arrow zwraca uwagę na to, że kodeksy etyczne powinny być tworzone w wyniku istotnego zaangażowania i współdziałania wielu osób oraz przekazywanych doświadczeń, gdyż może to wyraźnie poszerzyć jego stosowanie i akceptację publiczną [Arrow 1973].

## **5. Ocena kodeksu etycznego Związku Maklerów i Doradców pod kątem identyfikacji i wymuszania obowiązków maklerów wobec inwestorów oraz postawy etycznej maklerów względem tej instytucji**

### **5.1. Przedmiot i metodyka badań**

Przeprowadzone badania dotyczą instytucjonalizacji obowiązków maklerów wobec inwestorów, ujętych w formie kodeksu etyki zawodowej. Głównym celem badań własnych była próba odpowiedzi na pytanie: W jakim stopniu kodeks etyki zawodowej stowarzyszenia maklerów jest efektywną instytucją w budowaniu zaufania w relacjach między maklerami i inwestorami? Oprócz odpowiedzi na to zasadnicze pytanie starano się poprzez badania uzyskać odpowiedzi na tak szczegółowe pytania jak: W jakim stopniu kodeks etyki zawodowej maklerów formułuje takie normy moralne, które wyrażają i chronią interes inwestorów oraz określają odpowiedzialność maklerów za jego wykonanie? W jakim stopniu kodeks etyczny formułuje obowiązki maklerów zgodnie z oczekiwaniami społecznymi oraz sankcje za niewywiązywanie się z tych powinności moralnych? W jakim stopniu skodyfikowany zbiór zasad kodeksowych ogranicza zachowania niemoralne maklerów? Jaka jest postawa etyczna maklerów w odniesieniu do instytucji, czyli kodeksu etyki zawodowej? Czy maklerzy są gotowi podjąć się obowiązku doskonalenia kodeksu etycznego? Jakie są powody, dla których grupa zawodowa maklerów zdecydowała się stworzyć instytucję w formie kodeksu etycznego?

W badaniach zastosowano analizę przypadku, będącą składnikiem metody naukowej. Miała ona służyć rzuceniu światła na przedmiot badań w taki sposób, aby powstała mapa faktów stanowiących uproszczony obraz analizowanej rzeczywisto-

ści, przy uwzględnieniu głównie też nowej ekonomii instytucjonalnej. Studium przypadku dotyczyło grupy zawodowej maklerów, która właśnie, chcąc mieć status grupy zawodowej, zorganizowała się w stowarzyszenie zawodowe (Związek Maklerów i Doradców) i uregulowała swoją działalność za pomocą kodeksu etyki zawodowej. W toku badań dokonano oceny dokumentu kodeksu etyki zawodowej, a dokładnie – jego ostatnią wersję (2005). Ponadto przeprowadzono drogą internetową badania ankietowe w grupie maklerów zatrudnionych w 20 firmach maklerskich (w firmach maklerskich będących członkami Izby Domów Maklerskich). Od Izby Domów Maklerskich uzyskano pozwolenie na udział w tych badaniach pracowników (maklerów) firm maklerskich. W rezultacie ankietę skierowano do 529 maklerów, wszyscy oni przynależeli do samorządu zawodowego. Odpowiedzi na pytania ankietowe udzieliło 117 maklerów, czyli otrzymano wskaźnik zwrotu odpowiedzi na poziomie około 22%. Badania ankietowe uwzględniały ograniczoną listę pytań, co wynikało z negatywnych doświadczeń z przeszłości dotyczących przeprowadzania badań ankietowych z dużą listą pytań skierowanych do maklerów. Wtedy uzyskano odpowiedzi zwrotne na poziomie kilku procent i w wielu odesłanych ankietach znajdowały się tylko nieliczne odpowiedzi na pytania, w szczególności na te z nich, które nie wymagały wysiłku kognitywnego i refleksji moralnych. Postawione pytania i wyniki uzyskane z otrzymanych odpowiedzi zostaną omówione w dalszej części opracowania.

## 5.2. Wnioski z badań

Na polskim rynku kapitałowym wzorem wielu rynków zachodnich mamy do czynienia z sytuacją, w której pośrednictwo w obrocie powierzono wyspecjalizowanym pośrednikom, jakimi są maklerzy, którzy swój zawód zaufania publicznego wykonują w formie pracy najemnej (w formie pracy podporządkowanej pracodawcy)<sup>1</sup>. W relacjach między firmą maklerską (pracodawcą) a maklerem (pracownikiem) może zachodzić opisana w ekonomii behawioralnej reguła wzajemności<sup>2</sup>. Okoliczność, jaką jest reguła wzajemności, może prowadzić do konfliktu interesów między maklerem, inwestorami a firmą maklerską. W tej sytuacji występuje uzasadniona obawa, że troska maklera o interes pracodawcy będzie przeważać nad troską o interes inwestorów i interes publiczny (całego rynku). Może zachodzić groźba konfliktu między wymaganiami kodeksu zawodowego maklerów a wymaganiami pracodawcy. Oczywiście ten problem może zostać rozwiązany, jeżeli kodeks etyki zawodowej uwzględni w działaniach maklerów prymat interesów inwestorów nad interesami firmy maklerskiej-pracodawcy oraz przewiduje możliwość, a nawet konieczność zastosowania przez maklera mechanizmu „bicie w dzwon” w sytuacji groźby zniesie-

<sup>1</sup> Formalnie stroną kontraktu z inwestorem jest firma maklerska.

<sup>2</sup> Reguła wzajemności stanowi podzielane przez jednostki gospodarujące przekonanie, że należy dobrem odpłacać za dobro, zaś złem za zło. Reguła ta polega na reagowaniu jednostki gospodarującej odpowiednio (wyrównywanie korzyści i strat) na czyny, działania innej jednostki gospodarującej.

nia nadrzędności dobra inwestorów. Do tego problemu jeszcze wrócimy w dalszej części opracowania.

Związek Maklerów i Doradców, jako stowarzyszenie zawodowe, uzyskał od państwa autonomię po to, aby tworzyć i rozwijać zaufanie publiczne do prowadzonej działalności oraz szczegółowo uregulować relacje wewnątrz grupy interesu i relacje, w których stroną jest członek stowarzyszenia. Przyznanie przez państwo autonomii temu stowarzyszeniu zawodowemu wiąże się z kredytem zaufania, z przekonaniem, że podstawowym celem stowarzyszenia będzie prymat interesu publicznego nad interesem własnym jego członków. Ten podstawowy cel funkcjonowania tego stowarzyszenia, jakim jest budowanie zaufania w relacjach z uczestnikami rynku kapitałowego, w szczególności zaś z inwestorami, nie wyklucza realizacji celów służących dobru tej grupy interesu. Państwo w interesie społeczeństwa ma jednak zapewnić, aby w wyznaczonej przez stowarzyszenie wiążce celów była zachowana nadrzędność interesu publicznego nad interesem grupy interesu. Grupa zawodowa maklerów powstała i działa na podstawie kilku aktów prawnych, w szczególności zaś ustawy o stowarzyszeniach i prawa o publicznym obrocie instrumentami finansowymi. Tylko do 1997 roku Związek Maklerów i Doradców (wcześniej Związek Maklerów Papierów Wartościowych i Doradców w Zakresie Publicznego Obrotu Papierami Wartościowymi) był zrzeszeniem obowiązkowym. Od tego czasu zniesiona została obowiązkowość przynależenia do Związku oraz obligatoryjność jednego samorządu zawodowego maklerów. Na początku września 2009 roku członkami jedyne w Polsce stowarzyszenia zawodowego maklerów (właśnie Związku Maklerów i Doradców) było 1284 maklerów spośród 1802 znajdujących się w rejestrze maklerów Komisji Nadzoru Finansowego.

W kodeksie etycznym Związku Maklerów i Doradców brakuje jednoznacznych zapisów o priorytetowym celu (misji), jaki powinien przyświecać tej organizacji, a mianowicie o prymacie interesu inwestorów nad interesem własnym i interesem innych podmiotów, którzy mogą pozostawać w konflikcie interesów z inwestorami (chodzi oczywiście o firmy maklerskie). W preambule lub zasadach ogólnych kodeksów etycznych zachodnich organizacji zawodowych (samorządu zawodowego) mamy wyraźnie wyartykułowaną misję działania maklerów w interesie publicznym. W kodeksie etycznym Międzynarodowego Stowarzyszenia Maklerów Giełd Europejskich czytamy w preambule: „makler powinien dążyć do wyeliminowania praktyk, które mogą szkodzić dobru publicznemu, które mogą zdyskredytować wizerunek i zmniejszyć prestiż maklera w społeczeństwie. Makler, przyjmując pracę pełnomocnika (powiernika), powinien spełniać obowiązek absolutnej lojalności i uczciwości wobec klienta, ale nie zwalnia go to z obowiązku zachowania godziwego i uczciwego w stosunku do innych podmiotów wchodzących z nim w relacje na gruncie zawodowym”.

W kodeksie etycznym polskiej grupy zawodowej maklerów zawarto jedynie zapis zobowiązujący maklera do etycznego zachowania w swoich kontaktach z klientami, pracodawcą, współpracownikami oraz innymi maklerami. Szczegółowe zasa-

dy kodeksowe rozwiewają jednak jakiegokolwiek wątpliwości co do priorytetu etyki zawodowej maklerów wobec inwestorów. Mowa jest w nich o tym, że makler powinien być lojalny wobec pracodawcy i dbać o jego dobre imię. Tym samym grupa zawodowa maklerów nie rozstrzyga poprzez normy kodeksowe nadrzędności interesu publicznego (interesu inwestorów – grupy społecznej, dla której działa) nad interes pracodawcy. Raczej status pracownika i związana z nim lojalność wobec pracodawcy są traktowane jako nadrzędne względem obowiązków zawodowych maklerów wobec inwestorów.

Związek Maklerów i Doradców jest moralnie zobowiązany do tego, aby identyfikować standardy postępowania maklerów i czuwać nad wypełnianiem przez nich obowiązków moralnych. Jako grupa zawodowa przejmująca odpowiedzialność wobec społeczeństwa powinna obserwować, jak maklerzy wykonują swój zawód oraz jak jest wykorzystywana ich praca i czy nie są naruszane standardy etyczne ich zawodu w związku z zatrudnieniem w firmach maklerskich. Moralne zobowiązanie grupy zawodowej wykracza zatem poza interes własny poszczególnych jej członków. Ponadto grupa zawodowa poważnie traktująca swoje zobowiązania moralne powinna występować w obronie swych członków, którzy są zatrudnieni w firmach i mogą wejść w konflikt z pracodawcami na tle przestrzegania kodeksu etyki zawodowej. W związku z tym grupa zawodowa powinna zadbać, aby w kodeksie etyki zawodowej znalazły się zapisy pozwalające, a wręcz wymuszające reagowanie maklerów na praktyki niemoralne wobec inwestorów (poprzez m.in. mechanizm „bicie w dzwon”) oraz chronić maklerów w rozstrzygnięciach zawodowych z firmami maklerskimi, dotyczących etyki zawodu maklera.

Kodeks etyki zawodowej polskiego samorządu zawodowego formułuje zbiór obowiązków maklerów wobec inwestorów i innych podmiotów, z którymi pozostają w relacjach w związku z wykonywaniem zawodu maklera. Obowiązki moralne maklerów wobec inwestorów są rozbudowane w stosunku do powinności identyfikowanych do spełnienia wobec innych podmiotów (patrz tabela 2). Można zauważyć, że w unormowaniu powinności maklerów wobec inwestorów nacisk został położony na skodyfikowanie działań niemoralnych maklerów wobec inwestorów, w szczególności praktyk związanych z ujawnianiem i wykorzystywaniem poufnej informacji oraz nie należytą starannością w realizowaniu zleceń inwestorów. W kodeksie etycznym zachowano symetryczność powinności moralnych i działań niemoralnych maklerów, co świadczy o trosce organizacji zawodowej do unormowania tych obowiązków maklerów wobec inwestorów, które mogą przyjąć postać działań niemoralnych.

Generalnie zasady zawarte w kodeksie etycznym Związku Maklerów i Doradców są powtórzeniami norm zachowania maklerów, zawartych w prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Niewątpliwie jest to błąd w konstrukcji kodeksu etyki zawodowej, bo przecież powinien on stanowić czytelną kodyfikację wyższych wymagań etycznych w działaniach maklerów wobec inwestorów. Tego rodzaju ułomność w konstrukcji kodeksu etycznego może bowiem ograniczać internalizację zasad kodeksowych w grupie maklerów ze względu na trudności „odczy-

**Tabela 2.** Powinności maklerów wobec inwestorów i innych podmiotów zawarte w kodeksie etycznym Związku Maklerów i Doradców

Obszar spełniania powinności	Obowiązki moralne
Rynek kapitałowy jako dobro publiczne	<ul style="list-style-type: none"> <li>– przestrzeganie prawa i zasad uczciwego obrotu ze względu na słuszne interesy klientów</li> <li>– stworzenie warunków do powszechnego i równego dostępu do informacji</li> <li>– troska o stworzenie jednakowych warunków transakcji</li> </ul>
Relacje z klientami	<ul style="list-style-type: none"> <li>– działanie w słusznym i najlepszym interesie klienta</li> <li>– ujawnianie klientowi konfliktu interesów</li> <li>– należyte zrealizowanie i rozliczenie zlecenia</li> <li>– pierwszeństwo transakcji klienta wobec własnych</li> <li>– zachowanie tajemnicy dotyczących informacji będących własnością klienta</li> <li>– ochrona własności klienta</li> <li>– poznanie sylwetki klienta</li> <li>– dostarczanie klientowi niezbędnych informacji do dokonywania inwestycji</li> </ul>
Relacje z pracodawcą	<ul style="list-style-type: none"> <li>– lojalność wobec pracodawcy</li> <li>– dbanie o dobre imię pracodawcy</li> <li>– nieprowadzenie działalności konkurencyjnej wobec pracodawcy</li> <li>– niewykorzystywanie zasobów firmy bez zgody pracodawcy</li> <li>– ujawnianie konfliktów interesu</li> </ul>
Relacje koleżeńskie	<ul style="list-style-type: none"> <li>– działania na rzecz przestrzegania dobra wspólnego</li> <li>– lojalność koleżeńska</li> <li>– dbanie i godność i prestiż zawodu maklera</li> <li>– upominanie w związku z działaniami nieetycznymi</li> </ul>
Cnoty społeczne (zawodowe)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– uczciwość, lojalność, odpowiedzialność społeczna</li> <li>– gwarancja realizacji podjętych w toku uzgodnień zobowiązań</li> <li>– sumienność i staranność, prawdomówność</li> </ul>
Cnoty osobiste	<ul style="list-style-type: none"> <li>– uprzejmość, życzliwość, dyskrecja</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

tania” wymagań etycznych. Wydaje się, że z tym właśnie mamy do czynienia w tej grupie zawodowej, o tym jednak szerzej w dalszej części opracowania.

Niepewność co do poziomu moralnego przedstawicieli zawodu maklera mogła wpłynąć na sposób identyfikacji zawodu wobec oczekiwań społecznych. W kodeksie etyki zawodowej powinności maklerów wobec inwestorów sformułowano głównie w formie standardów postępowania, określających jednoznacznie, jak makler ma w danej sytuacji postąpić. Te standardy postępowania mają na celu zapewnienie skuteczności zachowania maklera względem określonej normy moralnej, nawet gdy nie ma on dyspozycji moralnej. Ponieważ jednak w określaniu powinności maklerów zastosowano szczegółowe standardy postępowania, które charakteryzują się tym, że określają „jak postępować w danej sytuacji”, może się zdarzyć, że zmiana warunków działania maklerów, uczyni nieuregulowanym jakiś obszar relacji między nimi

a inwestorami. Poza tym duża mnogość zasad (standardów) etycznych może spowodować, że przestaną one być traktowane przez maklerów jako wymagania wyższe od powszechnie wypełnianych.

Razi w omawianym kodeksie etyki zawodowej zbyt duża liczba zasad, w których obowiązki maklerów wobec inwestorów nie są wyrażone w sposób kategoriyczny (jest zobowiązany, powinien, nie powinien, musi). Przeważają normy ostrożnościowe, co znajduje wyraz w użytych sformułowaniach: „powinien dążyć”, „powinien dołożyć należytej staranności” – takie zabiegi semantyczne sprawiają wrażenie, że stowarzyszeniu zawodowemu nie zależy na jednoznacznych rozstrzygnięciach co do obowiązków wobec klientów. Jest to kolejne ograniczenie identyfikacji zawodu maklera wobec oczekiwań społecznych; kodeks etyki zawodowej musi być zbiorem zasad postępowania, które kodyfikują gotowość do samoograniczenia się, ponoszenia odpowiedzialności społecznej, nie może więc rodzić wątpliwości co do stanowczości maklerów w wypełnianiu obowiązków wobec ich klientów.

Niedobrze, że zdarzają się w kodeksie etyki zawodowej maklerów liczne przykłady wyznaczania wymogów etycznych maklerów wobec inwestorów przy zastosowaniu nieostrych i niejednoznacznych określeń (na przykład makler powinien zrealizować zlecenie inwestora-klienta w najlepszy możliwy sposób), zamiast odwołania się do wartości cnót etycznych. Z drugiej jednak strony razi to, że cnoty społeczne (cnoty zawodu maklera wobec inwestorów) są używane na zmianę z cnotami osobistymi. Może to spowodować, iż maklerzy ztratą sens prymatu cnot społecznych (uczciwość, lojalność wobec klienta, zobowiązanie do wywiązania się z umów i zobowiązań) nad cnotami osobistymi (uprzejmość, życzliwość). O tym problemie była już mowa wcześniej.

Pozornie może się wydawać, że omawiane stowarzyszenie zawodowe zadbało o instytucje egzekwowania przestrzegania kodeksu etycznego. Przewidziało przecież w nim sankcje za uchylanie się od norm moralnych. Są to jednak sankcje mało dotkliwe z punktu widzenia praktyki maklerów. Zastosowane sankcje, jako bodźce negatywne (upomnienie, nagana, kara pieniężna, zawieszenie, a nawet pozbawienie członkostwa), nie ograniczają zdolności konkurencyjnej maklerów. Na maklerów większy nacisk mogłaby wywrzeć presja grupy oraz sankcje w postaci ogłoszenia publicznego o nieprzestrzeganiu przez maklera zasad kodeksowych. Przewidziane w kodeksie etycznym sankcje należy raczej widzieć w kategoriach zapewnienia wymogów formalnych (konstrukcyjnych) kodeksu etycznego niż ustanowienia skutecznych środków przymusu do respektowania przez maklerów powinności moralnych wobec inwestorów. Do takiego stwierdzenia może skłaniać również to, że nie przewidziano w kodeksie etyki zawodowej tak ważnych narzędzi i mechanizmów egzekwowania przestrzegania przez maklerów powinności moralnych, jak: komisja ds. etyki, mechanizm „bicie w dzwon” (zobowiązanie maklerów do każdorazowego zawiadamiania o działaniu nieetycznym), mechanizm „gorąca linia” (zapewniający maklerom anonimowy dostęp do łączy komunikujących pozwalających zgłosić akt nieetyczny, ale także uwagi do konstrukcji kodeksu). Uwzględnienie tych instytucji



niewątpliwie ułatwia i przyspiesza wyjaśnianie kwestii dotyczących możliwych aktów nieetycznych oraz umożliwia wymierzenie odpowiednich sankcji za uchylenie się od respektowania zasad etycznych.

Po prezentacji licznych mankamentów w konstrukcji omawianego kodeksu etyki zawodowej można postawić wniosek, że stowarzyszeniu maklerów nie zależało na stworzeniu skutecznego katalogu skodyfikowanych zasad postępowania i środków przymusu gwarantujących wypełnianie przez maklerów obowiązków wobec inwestorów. Nie jest to zatem efektywna instytucja, prowadząca do uporządkowania relacji oraz budowania zaufania między maklerami i inwestorami, w konsekwencji nie może ona na zasadach komplementarności wspierać instytucji prawnych w zapewnianiu rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Kodeks etyczny powinien w sposób kategoryczny i jednoznaczny formułować obowiązki pośredników wobec inwestorów oraz zapewniać ich wykonywanie. Wypełnianie przez maklerów obowiązków moralnych wymaga jednak, aby oni te powinności znali oraz nimi się kierowali w pracy zawodowej. W konsekwencji badań własnych dokonano ustalenia stopnia znajomości i postrzeganej użyteczności zasad kodeksowych w pracy zawodowej maklerów. Jak wynika z oceny przydatności norm kodeksowych w wykonywaniu zawodu maklera, kodeks etyczny opracowany przez Związek Maklerów i Doradców jest mało znanym dokumentem („martwy dokument”). Praktycznie co piąty makler uczestniczący w badaniach przyznaje się, że wcale nie zna zasad kodeksowych. Jest to jednoznaczne, że kodeks etyczny dla tej grupy maklerów nie jest absolutnie użyteczny (patrz tabela 3). Wśród tych, którym znane są zasady kodeksowe, nie jest w tym względzie wcale lepiej. Tylko dla co jedenastego maklera ujętego w badaniach skodyfikowane zasady etyczne są przydatne w pracy zawodowej. Zwraca uwagę relatywnie wysoki wskaźnik wskazań znajomości kodeksu etycznego, lecz ograniczonej jego przydatności w pracy zawodowej maklerów. W praktyce co drugi makler objęty badaniem postrzega niską użyteczność zasad kodeksowych w wykonywaniu swojego zawodu.

Tak niskie wskazania dotyczące potrzeby posługiwania się kodeksem etycznym w praktyce zawodowej maklerów mogą wynikać z tego, iż maklerzy uznają, że ponieważ kodeks etyczny to w przeważającej części normy spisane nieco innym językiem („miękkim”) niż normy prawne, wystarczy więc, że będą respektowali te dru-

**Tabela 3.** Postrzeganie przydatności norm kodeksowych w wykonywaniu zawodu maklera

Jak często zasady kodeksowe okazują się użyteczne w wykonywaniu przez Pana/Panią zawodu maklera?	Wskazania w %
Nie znam ich	22
Nigdy	9
Czasem	59
Często	10

Źródło: opracowanie własne.

gie. Znaczenie tego argumentu jednak słabnie, gdy uwzględni się, że większość objętych badaniem maklerów nie zna tego dokumentu. Z tego ustalenia mogą wynikać dalsze wnioski. Maklerzy ci to typowi *free-riders*, którym nie zależy na współdziałaniu w realizacji działań zbiorowych, także tych polegających na kształtowaniu i doskonaleniu etyki zawodowej w interesie grupy, ale i – co ważniejsze – w interesie tych, dla których wykonują swoją pracę. Zmniejszają oni koszty uczestnictwa w grupie interesu i koncentrują swoją uwagę na zdobywaniu głównie tzw. dóbr klubowych. Jest to typowe zachowanie osób nieposiadających dyspozycji moralnych i nieprzymuszonych poprzez bodźce selektywne do uczestniczenia w kodyfikacji norm etycznych oraz ich przestrzegania.

Maklerzy nie przejawiają większej potrzeby posługiwania się zasadami kodeksowymi w swojej pracy zawodowej. Nie znaczny to wcale, że nie widzą potrzeby instytucjonalizacji norm moralnych w formie kodeksu etycznego. Świadczą o tym dane zawarte w tabeli 4. Wynika z nich, że zdaniem około 60% maklerów uczestniczących w badaniu dobrze się stało, iż został opracowany kodeks etyczny. Różnice między ogólnie deklarowaną przez maklerów potrzebą skodyfikowania norm moralnych a potrzebą ich unormowania w celu posługiwania się nimi w pracy zawodowej mogą wynikać z tego, że kodeks etyczny przez tę grupę zawodową jest traktowany jako środek do pomnażania korzyści ekonomicznych dzięki informowaniu o samoograniczeniu się, a nie środek do wyznaczania i respektowania powinności moralnych wobec inwestorów. Może to potwierdzać podkreślany przez J. Arrowa problem związany z formułowaniem kodeksów etycznych w związku z oczekiwanymi korzyściami z tytułu „kodeksowania” działalność maklerów.

**Tabela 4.** Potrzeba sformalizowania norm etycznych w grupie maklerów

Czy Pana/Pani zdaniem dobrze się stało, że został opracowany przez stowarzyszenie kodeks etyczny?	Wskazania w %
Tak	57
Nie	33
Trudno powiedzieć	10

Źródło: opracowanie własne.

Maklerzy nie wyrażają też istotnej gotowości do przestrzegania obowiązków określonych w kodeksie etycznym. Jak wynika z oceny przestrzegania zasad kodeksowych (patrz tabela 5), rygorizm przestrzegania zasad (wypełniania powinności) w odniesieniu do żadnej z nich nie jest pełny ani nawet wysoki, a ponadto jest zróżnicowany. Zwraca uwagę to, że niewielki relatywnie odsetek maklerów uważa, iż zasady kodeksowe nie mogą być łamane. W wielu wypadkach maklerzy widzieliby okoliczności usprawiedliwiające nierespektowanie zasad etyki zawodowej. Świadczy to jednoznacznie o małej dyspozycji moralnej maklerów.

**Tabela 5.** Rygoryzm przestrzegania zasad kodeksowych – powinności moralnych maklerów (w %)

Uważa się, że przestrzeganie poniższych zasad należy do obowiązków maklerów. Czy zdaniem Pana/Pani istnieją okoliczności, którymi można usprawiedliwić złamanie tych zasad przez maklerów?	Często	Czasem	Nigdy	Trudno powiedzieć
Ujawnianie i stronniczość w sytuacji konfliktu interesów	13	40	34	13
Pierwszeństwo transakcji klienta wobec własnych	11	54	25	10
Zachowanie tajemnic dotyczących informacji będących własnością klienta	10	17	59	14
Dostarczanie klientowi niezbędnych i obiektywnych informacji	9	27	42	22
Ochrona własności klienta	7	38	36	19
Poznanie sylwetki klienta	12	18	54	16
Dostarczanie klientowi niezbędnych informacji do dokonywania inwestycji	10	19	60	11
Należyte zrealizowanie i rozliczenie zlecenie klienta	8	27	46	19

Źródło: opracowanie własne.

Maklerzy nie są również zainteresowani przejęciem na siebie obowiązków związanych z doskonaleniem instytucji, jaką jest kodeks etyki zawodowej. Na pytanie, czy widzisz potrzebę wprowadzenia zmian w kodeksie etycznym, aż blisko 70% uwzględnionych w badaniach maklerów odpowiedziało przecząco. Tylko około 23% maklerów widzi potrzebę udoskonalenia tej instytucji (patrz tabela 6).

**Tabela 6.** Potrzeba udoskonalenia kodeksu etycznego w grupie maklerów

Czy Pana/Pani zdaniem do norm zawartych w kodeksie etycznym należałoby wprowadzić zmiany?	Wskazania w %
Tak	23
Nie	69
Trudno powiedzieć	8

Źródło: opracowanie własne.

Mała gotowość maklerów do przejmowania obowiązków związanych z doskonaleniem tej instytucji może wynikać z problemu zachowań tzw. free-riderów. Tragedia wspólnego pastwiska G. Hardina, wiążąca się z zachowaniami free-riderów, może ulec ograniczeniu wskutek zastosowania skutecznych narzędzi presji tej grupy zawodowej wobec jej członków, którzy naruszają regułę wspólnego pastwiska poprzez niewypełnianie obowiązków wiążących się z przestrzeganiem skodyfikowanych zasad kodeksowych oraz obowiązków na rzecz ulepszania instytucji kodeksowej.

Na potrzebę rozwiązania problemu free-riderów w grupie zawodowej maklerów mogą wskazywać wyniki badań dotyczących wizerunku etycznego maklerów, przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (patrz tabela 7).

**Tabela 7.** Wizerunek etyczny maklera

Czy zgadza się Pan/Pani z następującą opinią: w sytuacji wyboru między postępowaniem etycznym i korzyścią maklerzy wybiorą korzyść własną?	Wskazania w %
Zdecydowanie nie	1
Trudno powiedzieć	0
Raczej nie	7
Raczej tak	29
Zdecydowanie tak	63

Źródło: [Etyka na polskim rynku... 2009].

Badania opinii inwestorów na temat postępowania etycznego maklerów dowodzą, że wizerunek etyczny zawodu maklera nie jest korzystny. Około 92% uwzględnionych w badaniach inwestorów jest przekonanych o tym, że w sytuacji konieczności wyboru między korzyścią własną a przestrzeganiem norm etycznych maklerzy wybiorą korzyść.

Z tymi wynikami korespondują wyniki uzyskane przy ustalaniu, czy maklerzy cieszą się zaufaniem inwestorów. Około 69% ujętych w badaniu inwestorów odpowiedziało, że nie zna maklera, o którym można by powiedzieć, iż jest godny zaufania publicznego. Zaledwie około 6% inwestorów przyznało, że zna maklera godnego zaufania.

## 6. Wnioski

Kodeks etyczny Związku Maklerów i Doradców nie jest efektywną instytucją tworzoną w ramach działań zbiorowych. Wynika to z tego, że nie identyfikuje on w sposób jednoznaczny i kategoriyczny powinności maklerów wobec inwestorów oraz środków przymusu zapewniających respektowanie ich wykonalności. Kodeks etyki zawodowej nie może zatem służyć skutecznie w budowaniu zaufania w relacjach między maklerami i inwestorami. Należałoby postulować, aby członkowie stowarzyszenia zawodowego podjęli się reformowania struktury kodeksu etycznego pod kątem bezwzględnego priorytetu interesu inwestorów nad interesem maklerów i firm maklerskich, w których są oni zatrudnieni. Może to jednak być utrudnione ze względu na nieetyczną postawę maklerów wobec kodeksu etyki zawodowej.

## Literatura

- Aoki M., *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 2001.
- Arestis P., Sawyer M., *The Economic analysis underlying the third way*, „New Political Economy” 2001, No. 2.
- Arrow K.J., *Social responsibility and economic efficiency*, „Public Policy” 1973, Vol. XXI, No. 3.
- Cooley C.H., *Adam Smith view of man*, „Journal of Law and Economics” 1976, No. 19.
- De Alessi L., *Development of the property rights approach*, „Journal and Theoretical Economics” 1990, Vol. 146.
- Demsetz H., *Information and Efficiency: Another Viewpoint*, „Journal of Law and Economics”, 1969, No. 12.
- Etyka na polskim rynku kapitałowym*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, październik 2009, www.sii.org.pl.
- Furubotn E.G., Richter R., *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.
- Furubotn E.G., Richter R., *Institutions and Economic Theory. The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 2000.
- Furubotn E.G., Richter R., *The New Institutional Economics: An Assessment*, [w:] *The New Institutional Economics*, Mohr Siebeck, Tübingen 1991.
- Hayek E.A., *Law, Legislation and Liberty*, University Chicago Press, Chicago 1979.
- Hayek E.A., *Konstytucja wolności*, PWN, Warszawa 2007.
- Hobbes T., *Lewiaton czyli materia, forma i władza państwa kościelnego i świeckiego*, PWN 1954.
- Klein P.G., *New Institutional Economics*, [w:] B. Bouckaert i in. (red.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham 2000.
- Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, New York 1921.
- Knight F.H., *The ethics of competitions*, „Quarterly Journal of Economics” 1923, Vol. 37.
- Knight F.H., *Ethics and economic reform*, „Economica” 1939, Vol. 6, No. 23.
- Lazari-Pawłowska I., *Etyki zawodowe jako role społeczne*, [w:] *Etyka. Pisma wybrane*, Ossolineum, Wrocław 1992.
- Menard C., Shirley M.M., *Introduction*, [w:] M.M. Shirley (red.), *Handbook of New Institutional Economics*, Springer, Dordrecht 2005.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, University Press, Cambridge 1990.
- North D.C., *Economic Performance through Time*, The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1993 Prize Lecture: [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html).
- North D.C., *Five Propositions about Institutional Change*, Working Paper at IDEAS 1993: <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpeh/9309001.html>.
- North D.C., *Instytucje, ideologia i wyniki gospodarcze*, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Warszawa 2007.
- Olson M., *The Logic of Collective Action, Public Goods and Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge 1965.
- Olson M., *The Rise and Decline of Nations*, Yale University Press, New Haven 1982.
- Olson M., *Why Poor Economic Policies Must Promote Corruption: Lessons from the East for All Countries*, [w:] M. Baldassarri, L. Paganetto, E.S. Phelps (red.), *Institutions and Economic Organization in the Advanced Economies*, MacMillan Press, Houndmills 1998.
- Ostrom E., *Governing the Commons, The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Parto S., *Economic Activity and Institutions*, „Journal of Economics Issues” 2005, No. 1.
- Smith A., *Teoria uczuć moralnych*, PWN, Warszawa 1989.

- Williamson O.E., *Market and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications*, Free Press, New York 1975.
- Williamson O.E., *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York and London 1985.
- Williamson O.E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York 1998.
- Williamson O.,E., *The institutions of governance*, „American Economic Review” 1999, No. 88(2).
- Williamson O.E., *The new institutional economics: Taking stock, looking ahead*, „Journal of Economic Literature” 2000, Vol. 38.
- Wright P., Mukherji A., Kroll M.J., *A reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations*, „The Journal of Socio-Economics” 2001, No. 30.

## **INSTITUTIONALIZATION OF STOCKBROKERS’ DUTIES IN A FORM OF ETHICAL CODE IN RELATION TO INVESTORS**

**Summary:** According to New Institutional Economics (NEI) the effective institutions should align the interests of stockbrokers and investors. The purpose of this paper is to test the hypotheses of NEI in Polish stock markets.