

riytymistä yhden sukupolven yli perinnönsaajien lapsille keventämällä tässä tapauksessa perintöverotusta (ks. s. 110, 117). Tässä yhteydessä viitataan väljästi sekä tällaisen toimenpiteen säästämistä elvyttävään vaikutukseen että sen käyttöön asumistukijärjestelmän osana. Sekä asumistuki että sääs-

tämisen elvyttäminen ovat ehkä sittenkin kysymyksiä, joita pitää tarkastella osana laajempaa kokonaisuutta, jossa arvioidaan vaihtoehtoisten politiikan välineiden sopivuutta asetettavien tavoitteiden kannalta.

*Erkki Koskela*

## Miten vakuutusrahastot on sijoitettu?

*Tarmo Valkonen: Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Sarja C 56, Helsinki 1990, 138 s.*

Pääomamarkkinoita koskeva kotimainen tutkimus on viime aikoihin saakka painottunut miltei yksinomaan pankkiluotto- ja osakemarkkinoiden tarkasteluun. Huolimatta siitä, että vakuutusyhtiöiden kautta kulkevat rahavirrat muodostavat merkittävän osan kotimaisen rahoituksen välityksestä, on niiden sijoitustoiminnan analysointi jäänyt verrattain vähäiseksi ehkä osin aineistollisista syistä johtuen. *Tarmo Valkosen* tutkimus täyttää siis aihepiirinsä puolesta merkittävän aukon ja etenee seuraavasti: Johdannon jälkeen esitellään suomalaisten vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan yleispiirteitä ja institutionaalisia puitteita ja rajoituksia luvussa 2. Tämän jälkeen luvussa 3 esitetään tutkimuksen teoreettiseksi viitekehyyksi yksinkertainen kolmen sijoituskohteen portfoliomalli ja analysoidaan sen kvalitatiivisia ominaisuuksia erilaisissa tilanteissa mitä tulee epävarmuuden luonteseen ja markkinoiden toimintaan. Varsinainen empiirinen tutkimus vakuutusyhtiöiden sijoituskäyttäytymisestä Suomessa raportoidaan luvussa 4 käyttämällä hyväksi suomalaisia vakuutusyhtiöitä koskevia — tätä tutkimusta varten kerättyjä — yhtiökohtaisia tietoja sijoitusten käyvistä arvoista vuosina 1974—1985. Koska käytettävissä olevan aineiston 11 vuosihavaintoa eivät oikein sellaisenaan riitä regressioanalyysin pohjaksi ja koska toisaalta myös yhtiökohtaisesti havaintoja on liian vähän poikkileikkausaineiston analysointiin (6 henki- ja eläkevakuutusyhtiötä ja 6 vahinkovakuutusyhtiötä), jää vaihtoehdoksi aineiston tutkiminen 'yhdistämällä' aikasarja- ja poikkileikkaustiedot.

Tutkimuksen huolellisessa kuvailevassa osassa

esitellään mm. vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan liittyviä institutionaalisia rajoituksia, sijoituskannan jakautumista erityyppisiin sijoituskohteisiin sekä siinä tapahtuneita muutoksia ja sijoitusten toteutuneita tuottoja. Myös vakuutusyhtiöiden tilastointiin liittyviin ongelmiin kiinnitetään huomiota. Varsinaiset empiiriset analyysit tehdään erikseen henki- ja eläkevakuutusyhtiöille ja vahinkovakuutusyhtiöille siten, että selitettävänä muuttujana käytetään vakuutusyhtiöiden eri sijoituskohteiden — lainojen, asuntojen, muiden kiinteistöjen ja osakkeiden — käypäarvoisia portfolio-osuuksia. Portfolio-osuuksia selitetään hitaalla sopeutumisella, sijoituskohteiden tuotoilla ja rahamarkkinoiden 'kireyttä' kuvaavalla muuttujalla. Kirjoittaja tekee myös kokeiluja mm. reaalista tuototorkkia kuvaavilla muuttujilla.

Tutkimustulosten mukaan vakuutusyhtiöiden portfolion koostumus on muuttunut varsin hitaasti tarkasteluajanjaksolla. Edelleen sijoituskohteiden omat tuotot näyttävät vaikuttavan portfolio-osuuteen positiivisesti ja kullakin sijoituskohteella on yleensä jokin substituutti, jonka tuotto vaikuttaa sijoituskohteen kysyntään vähentävästi. Tiettyä mielenkiintoa on myös työssä dokumentoidulla havainnolla, jonka mukaan liikepankkien keskuspankkivelan rajakustannuksella mitatulla rahamarkkinoiden 'kireydellä' on viiveellinen vaikutus lainojen portfolio-osuuteen. Ts. rahamarkkinoiden 'kireys' osittain purkautuu vakuutusmarkkinoitten kautta. Tulosten mukaan myös vahinkovakuutusyhtiöiden käyttäytyminen on — kuten odottaa saataisikin — jossain määrin erilaista kuin henki- ja eläkevakuutusyhtiöiden. Ottaen huomioon mm. portfolio-osuuksien hitaan muutoksen hallitsevuuden, muuttujien karkeuden ja aineiston vähäisyyden tuloksiin on suhtauduttava kohtuullisella va-

rovaisuudella. Tässä suhteessa kirjoittajalla on jalat maassa.

Yhteenvetona voi todeta, että Valkosen tutkimus on monipuolinen ja huolellisesti tehty työ vakuutusmarkkinoiden toiminnasta Suomessa. Se on sitäpaitsi tietääkseni ensimmäinen tutkimus, jossa pyritään arvioimaan vakuutusyhtiöiden käyttäytymistä kvantitatiivisesti portfolioteorian muodostamaa taustaa vasten. Ehkä pienenä kritiikkinä voi todeta, ettei työssä kovin hyvin perustella sitä, miksi

nimenomaan portfolioteoria on sopiva tapa jäsentää vakuutusyhtiöiden sijoituskohteiden kysyntäpäätöksiä. Kuten Valkonen itsekin toteaa, vakuutusyhtiöiden likviditeetti on — etenkin vahinkovakuutusyhtiöillä — potentiaalisesti tärkeä tekijä. Likviditeettiä korostava (varastoteoreettinen) lähestymistapa voisi johtaa ainakin osittain erilaiseen tapaan hahmottaa vakuutusyhtiöiden sijoituskäyttämistä.

*Erkki Koskela*

## Sosiaaliturvamaksujen kohtaantovaikutuksia

*Seppo Honkapohja ja Erkki Koskela: Tutkimus työnantajan sosiaaliturvamaksu-uudistusehdotusten kohtaantovaikutuksista Suomen teollisuudessa, Kansaneläkelaitoksen julkaisuja M:68, Helsinki, 1990. pl 94 s.*

Työnantajan sosiaaliturvamaksulla rahoitetaan työnantajien osuutta yleisestä sosiaaliturvasta. Kansaneläke-, sairausvakuutus- ja lapsilisämaksut on teknisesti yhdistetty sosiaaliturvamaksuksi, joka peritään ennakonpidätyksen alaisista palkoista. Maksuperusteen uudistus on yksi pisimpään vireillä olleista uudistushankkeista. Useat työryhmät ja toimikunnat ovat käsitelleet palkkasidonnaisuuden vähentämistä parin viime vuosikymmenen aikana. Niiden ehdotukset eivät ole kuitenkaan johtaneet toimenpiteisiin muilta osin kuin että kansaneläkemaksussa otettiin vuonna 1973 käyttöön poistojen osuuden perusteella määräytyvä maksuluokkaporastus ja vuonna 1982 yksityisen ja julkisen työnantajan sosiaaliturvamaksut eriytettiin toisistaan. Käytännössä työnantajien maksurasitusta on kevennetty maksualennuksin. Tänä vuonna yksityisen työnantajan sosiaaliturvamaksu on maksuluokasta riippuen 4.85—6.5 prosenttia palkoista, kun se korkeimmillaan vuonna 1976 oli liki 4 prosenttiyksikköä korkeampi.

Maksujärjestelmän uudistaminen on yksi nykyiseen hallitusohjelmaan kirjatusta tavoitteista. Tärkeimpinä vaihtoehtoina keskustelussa ovat olleet esillä sosiaali- ja terveysministeriön työryhmän esitys sosiaaliturvamaksun osittaisesta korvaamisesta liikevaihtoverolla sekä Kansaneläkelaitoksen työ-

ryhmän esitys tämän maksun korvaamisesta Kela-maksulla. Viimeksi mainitun määräytymisperusteenä olisi likimäärin yrityksen jalostusarvo. Näiden uudistusvaihtoehtojen kansantaloudellisia vaikutuksia on tähän mennessä selvitetty käyttämällä hyväksi kokonaistaloudellisia malleja sekä kokeilu- luonteista yleisen tasapainon veromallia.

*Honkapohjan ja Koskelan* tutkimuksessa pyritään tarkentamaan tuloksia uudistusesitysten kohtaantovaikutuksista Suomen teollisuudessa. Tutkimuksessa konstruoidaan ja estimoidaan ekonometriset mallit palkkojen, työllisyyden ja investointien määräytymiselle ja simuloidaan Kela-maksun ja liikevaihtoveron korotuksen vaikutuksia tilanteessa, jossa po. vaihtoehtojen maksukertymä on rajoitettu yhtä suureksi kuin poistettavaksi oletetun sotumaksun kertymä. Kuten verotuksessa yleensä, kohtaantovaikutusten tutkimisen mielekkyys perustuu siihen, että kantotavasta riippumatta maksurasituksen tosiasiallinen kohtaanto riippuu talousyksiköiden käyttäytymisestä. Työllisyyttä ja investointeja koskevien johtopäätösten kannalta muodostuu erityisen keskeiseksi kysymys siitä, missä määrin sosiaaliturvamaksut siirtyvät taaksepäin eli näkyvät alemmina palkkoina ja missä määrin ne taas lisäävät yritysten työvoimakustannuksia.

Uudistustarvetta on perusteltu sillä, että palkka-perusteinen maksu johtaa rahoitusvelvoitteen epätasapuoiseen jakautumiseen yritysten kesken. Toisaalta työnantajataholla on suhtauduttu ylipäättään nihkeästi siihen, että yleistä sosiaaliturvaa — erotuksena työeläkejärjestelmästä — rahoitetaan työnantajamaksuilla. Ensinnä mainittu huoli taas sii-