

Siirtymätalous ja riskipääoman tarve: tapaus Puola¹

ANDERS KJELLMAN JA TIMO VÄLILÄ

Itä-Euroopan entisten suunnitelmatalouksien, joihin myös siirtymätalouksien nimellä viitataan, transformaatio markkinaehtoisiksi talouksiksi on useassa tapauksessa (ainakin Puola, Jugoslavia — sittemmin Slovenia, Tšhekkoslovakia, Ukraina ja Mongolia) noudattanut kiistellyn Harvardin professori Jeffrey Sachsin shokkiterapiaa: yleistaloudellista stabilisaatiota on seuraava valtionyritysten yksityistäminen ja hintojen vapauttaminen. Erityisesti yksityistäminen, jolla tähdätään talouden resurssien tehokkaampaan allokaatioon, ja siitä seuraava yksityiseen omistukseen perustuva talousjärjestelmä edellyttävät toimivien ja tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden luomista. Rahoituslaitokset, eritoten pankit, allokoiivat epäsuorasti rahoitusylijäemäisten sektoreiden vapaita resursseja käytettäväksi investointeihin sekä hoitavat maksujärjestelmää. Näin muodoin voidaan sanoa, että pankkijärjestelmän kehitys on transformaation vitaali komponentti.

1. Reformien tausta

Markkinatalouden institutionaalisen perustan luomisen voidaan sanoa alkaneen Puolassa 1. 1. 1990, jolloin silloisen pääministeri *Mazo-*

¹ Kirjoittajat kiittävät tohtoreita Piotr Boguszewski, Mirosław Dusza, Jan Lisowski, Zbigniew Polanski ja Jan Solarz Puolan keskuspankista informatiivisesta keskustelusta.

wieckin hallituksen uusi talousohjelma sysähtiin käyntiin. Tavoitteena oli yhtäältä talouden stabilisaatio, toisaalta talouden institutionaalinen transformaatio pidemmällä tähtäimellä. Stabilisaation metodiksi valittiin shokkiterapia, sillä aikaa ei katsottu olevan hukattavissa. Jo tammikuussa 1990 lakkautettiin hallinnollinen hintakontrolli miltei kokonaan, palkat lähestulkoon jäädytettiin, kamppailu budjettivajeen eliminoinniseksi aloitettiin toden teolla mm. valtiollisten tukien suurin leikkauksin ja rahapolitiikka tiukennettiin. Valtion- ja osuustoiminnallisten yritysten yksityistäminen kuului olennaisesti ohjelmaan.

Shokkiterapia puri nopeasti: vielä tammikuussa 1990 oli inflaatio huikea 78.6 %, mutta helmikuussa se laski jo 23.8 %:iin, ja trendi jatkui maaliskuussa (4.7 %). Myös budjettivaje alkoi nopeasti kuroutua umpeen. Negatiivisista vaikutuksista vakavin oli kokonaistuotannon romahdus lähestulkoon kolmanneksella vuoden 1990 ensimmäisen neljänneksen aikana, mikä johti luonnollisesti työttömyyden räjähdysmäiseen kasvuun. Takapakin ei odotettu olevan näin raju, mikä todistaneekin vakauttamistoimenpiteiden ylimitoituksesta (*Rosati* 1991).

Puola on toistaiseksi ollut yksi radikaaleimmista uudistajista siirtymätalouksien joukossa, eikä *Jeffrey Sachsin* osuus nopeatempoisessa uudistuksessa ole ollut laisinkaan vähäinen. Puolan zloty muuttui ensimmäisenä sisäisesti vaihdettavaksi valuutaksi (1. 1. 1990); suunni-

teltu valtionyritysten yksityistämistähti on nopein Puolassa; työvoimasta on jo n. $\frac{1}{3}$ yksityisessä tuotannossa. Vuodesta 1989 lähtien on perustettu lähestulkoon miljoona uutta yritystä, mutta pankkijärjestelmän muotoutumisen voidaan silti sanoa olevan vielä alkutekijöissä.

2. Yksityistämisen tarve ja nykytila

Yksityistämismisprosessi Puolassa ja koko Itä-Euroopassa ei ole mikään eristetty ilmiö, vaan yksityistämistä on harjoitettu 1980-luvulta alkaen Länsi-Euroopassa, Pohjois-Amerikassa, Japanissa ja kehitysmaissa (kts. *Hemming ja Mansoor 1988; Vickers ja Yarrow 1988; Blommestein ja Marrese 1991*). Tämän globaalien kehityksen päämotiivi on toive siitä, että yksityistäminen loisi tehokkuutta insentiivien vaihtumisen kautta. On syytä huomauttaa, ettei yksityistämisen päämäärä Itä-Euroopassa ole pelkästään ollut tehokkuuden lisääminen, vaan myöskin toimivien markkinoiden luominen.

Tämän vuosisadan tunnetuimman liberaalisen kansantaloustieteen edustajan *F.A. Hayekin* vahva kritiikki suunnitelmataloutta ja valtiollisen yritystoiminnan tehottomuutta kohtaan on osittautunut oikeaksi (*Economist 1992*). Kuitenkin yksityistämisen merkitys on myös asetettu kysymyksenalaiseksi. *Sappington ja Stiglitz (1987), Stiglitz (1989)* ja *Willner (1992)* ovat osoittaneet, että julkisen sektorin omistama yritys voi olla tehokkaampi ja kannattavampi kuin yksityisesti omistettu. Toisaalta *Sutelan (1991, s. 447)* mukaan talousteoria ei tietävästi pysty sanomaan, mikä on optimaalinen suhde eri omistusmuotojen välillä.

Puolassa elää kuitenkin vakaa usko siihen, että markkinatalous tai ainakin sekatalousjärjestelmä on ainoa mahdollisuus selvittää niistä taloudellisista vaikeuksista, jotka vanha järjestelmä jätti jälkeensä. Näin ei totea vain *Jeffrey Sachs (1991)* vaan niin Puolan presidentti *Walesa* ja pääministeri *Olszewski* kuin myös enemmistö Puolan parlamentti Sejmistä. Niin muodoin yksityistämistä jatketaan teollisuuden tehokkuuden parantamiseksi, *principal-agent*

-tyyppisten ongelmien ratkomiseksi sekä valtiontalouden saattamiseksi positiiviselle kehitysuralle.

Konkreettisin esimerkki Puolan yksityistämismisprosessista on nk. *3P -ohjelma* vuodelta 1990, jota on tänä keväänä (1992) modifioitu. Suunniteltu yksityistämismisprosessi on Tshekkoslovakian ohella Itä-Euroopan rivakin (*Sutela 1991, 458*). Jo 1990 oli Puolassa 845 677 yksityisyritystä (*Nuti 1991*), ja *Jeffrey Sachs*in optimistisen arvion mukaan oli 40—45 % koko taloudesta kesällä 1991 yksityisten hallussa. Tosin tilanne keskisuurissa ja suurissa yrityksissä on aivan erilainen: teollisuudesta vain murto-osa on yksityistetty, mikä käytännössä tarkoittaa suurimman urakan olevan vielä edessä.

3P-ohjelma on näillä näkymin astuva voimaan kesällä 1993, ja sen tavoitteena on antaa kaikille 27 miljoonalle ennen 31. 12. 1991 18 vuotta täyttäneelle puolalaiselle osansa maan teollisuudesta. Ensimmäisessä vaiheessa yksityistettäisiin 400 yritystä luovuttamalla kunkin osakkeista 60 % valtion omistamalle sijoitusrahastolle, 30 % valtiovarainministeriölle ja 10 % yrityksen työntekijöille. Sijoitusrahastoille siten tulleet osakkeet jaettaisiin sitten kesällä 1993 kansalaisille (*Glogowski 1992*). Tämän jälkeen saisivat markkinavoimat temmeltää jälkimarkkinoilla. Prosessi on monimutkainen, mutta ilmeisestikin implementoitavissa. Aikataulu saattaa vielä hyvinkin pitkittyä, mutta ottaen huomioon yksityistämismisprosessin tärkeyden tulee se toteutumaan.

3. Riskipääoman tarve

Joukkoyksityistäminen Puolassa vaatii toimivat rahoitusmarkkinat, joilla markkinavoimat päättävät sekä koron että tuoton. Tuoreessa OECD-raportissa (*OECD, 1992*) korostetaan rahoitusmarkkinoiden tärkeyttä. Ilman markkinatietoista pankkijärjestelmää on koko transformatioprosessi vaarassa; uudet yritykset tarvitsevat riskipääomaa, maksuliikenteen pitää toimia ja yksityistettävät yritykset tarvitsevat lisää rahoitusta suorittaakseen tarvittavat investoinnit. Ellei pankkijärjestelmä toimi markki-

naehtoisesti, syntyy helposti tehottomia pääomien allokaatioita huonon valvonnan, riskien hallitsemattomuuden sekä epäselvien vastuusuhteiden vuoksi.

Rahoitusjärjestelmän tehokkuus on keskeinen tekijä transformaatioprosessin onnistumisessa (*Calvo ja Frenkel, 1991; Calvo ja Coricelli, 1992*). Jos pankkijärjestelmä toimii tarkoituksenmukaisesti, allokoidaan resursseja tehokkaasti ylijäämäsektoreilta alijäämäsektoreille, eli raha ohjautuu sinne, missä tarve on suurin. Samalla pankkijärjestelmä valvoo sekä luottoriskiä, valuuttariskiä että korkoriskiä. Pankkitoimintakin pyrkii voiton maksimointiin, eli pankit yrittävät minimioida kustannukset ja maksimoida tulot. Markkinavoimat luovat sisäisen kontrollimekanismin varmistakseen voiton, mikä ominaisuus puuttuu tehottomasta monopolisesta pankkijärjestelmästä. Siksi rahoitussektorin transformaatio markkinatalouteen on erittäin tärkeä.

4. Pankkien nykyinen toimintakehikko

Ehdotus pankkilakien uudistamiseksi kariutui loppuvuodesta 1991 presidentti Walesan kieläytyttyä vahvistamasta sitä allekirjoituksellaan. Ehdotus palautui revisioitavaksi parlamenttiin, jossa uusi versio on tarkoitus käsitellä vielä kuluvan vuoden (1992) aikana. Nykyisen pankkien toimintakehikon muodostavat pääasiassa tammikuussa 1989 hyväksytyt pankkilait, jotka loivat Puolaan kaksitasoisen pankkijärjestelmän: keskuspankki NBP:n ohella voivat myös yksityiset ja jopa ulkomaiset pankit harjoittaa toimintaa Puolassa. Vaikka laissa on tarkoin määrätty, mitä toimintoja pankki voi harjoittaa, on NBP kuitenkin päättänyt osaltaan, että Puolassa toimivat pankit ovat luonteeltaan »universaaleja» — ts. toimintasektoriltaan laajoja — Saksan mallin mukaisesti (*Tupin et al. 1992*).

Jotkut pankit ovat lähteneet mukaan nk. twinning-järjestelmään, jossa kullakin osallistuvalla pankilla on Länsi-Eurooppalainen »kummipankki», joka tarjoaa avustusta teknisissä ja käytännön kysymyksissä kolmen vuoden ajan. Jos ja kun sen puolalaispartneri sit-

ten yksityistetään, on »länsikumilla» mahdollisuus ostaa 20 % sen osakekannasta (*Smosarski 1992*). Muutoin ulkomaiset pankit ja yksityishenkilöt voivat harjoittaa pankkitoimintaa Puolassa muodostamalla laissa määritellyn tyyppisen yhtiön. Toimintaluvan myöntää maan valtiovarainministeriö yhdessä keskuspankin kanssa (*Tupin et al. 1992*).

5. Rakenteellisia ongelmia

Tammikuussa 1989 hyväksytyt pankkilait purkivat Puolan keskuspankin (Narodowy Bank Polski) monopolin rahoitusmarkkinoilla, ja noin kolmen vuoden kehitys on ollut kiihtynyt: tänä keväänä (1992) on Puolassa toimivien pankkien lukumääräksi laskettu 1769 (*Smosarski 1992*). Enin osa on »säästöpankkeja» (1665); yksityisiä liikepankkeja on noin 50, mutta silti 9 valtion yhä omistamaa pankkia hallitsevat suurta osaa kaikesta pankkitoiminnasta. Pankkisektorin yksityistäminen tapahtuu joko perustamalla uusia pankkeja, jota vaihtoehtoa keskuspankin liberaali toimilupolitiikka suosii, taikka vaihtoehtoisesti yksityistämällä jo olemassa olevia valtion pankkeja. Puolan lainamarkkinoiden reformointi lasketaan pitkälti yksityistettävien valtion pankkien varaan, sillä ne vastaavat tällä hetkellä yli 45 % antolainauksesta, ja monet vastaperustetuista yksityisistä pankeista ovat pieniä ja pääomaköyhiä (*Tupin et al. 1992*).

Vaikka pankkilaitoksen liberalisointi ja yksityistäminen yhtäältä on toivottavaa, saattaa se toisaalta lisätä epävakautta pahasti epätasapainoisessa makrotaloudellisessa ympäristössä (*OECD 1992*). Pankkien valvonta on puutteellista; suuri osa lainakannasta on epävarmoja saatavia; kilpailu pankkien välillä ei toimi; clearing-järjestelmässä on vielä paljon parantamisen varaa ja jälkimarkkinat ovat erittäin ohuet.

Puutteellinen pankkien valvonta saattaa aiheuttaa *moral hazard* -tyyppisiä ongelmia. »Bad loans», eli toisin sanoen potentiaaliset, joskin vielä realisoimattomat luottotappiot koHoavat 40 %:iin koko lainakannasta (*Kjellman ja Vätilä 1992*). »Huonojen lainojen» suuri

osuus vaikuttaa negatiivisesti myös pankkien antolainauksen kohdentumiseen: lisäriskien minimoimiseksi pankit suosivat mieluummin tehottomia valtionyrityksiä kuin uusia riskipitoisempia yksityisy yrityksiä. Pankkien välinen kilpailu ei sitä paitsi toimi vielä ensinkään; esimerkiksi vain noin 100 kaikkiaan 1665 säästöpankista kykenisi toimimaan ilman valtion apua. Lisäksi pankkien välinen clearing-järjestelmä on kehittymätön; esimerkiksi ART-B Holding Company onnistui petoksellisesti hankkimaan 375 miljoonaa US dollaria shekkien täsmäysjärjestelmän hitautta hyväksi käyttäen (Smorski, 1992). Vastaavanlaisten tapausten ehkäisemiseksi on clearing-järjestelmää tarkoitus parantaa. Kaiken lisäksi jälkimarkkinainstituutio on toistaiseksi äärimmäisen ohut: pörssissä noteerataan 12 yrityksen osakkeita, ja kaupankäynti arvopapereilla on suurimmaksi osaksi spekulatiivista.

6. Keskuspankin selkiytymätön asema

Edellä jo mainitut pankkilait vuodelta 1989 määrittelevät pankkijärjestelmän toimintakehikon kaksiportaiseksi: muista pankeista erillään toimii Narodowy Bank Polski (NBP) keskuspankkinä. Sen asema ei kuitenkaan ole ensinkään selkeä. Vaikka tavoitteena on luoda Saksan Bundesbankin kaltainen riippumaton keskuspankki, ja vaikka NBP:n poliittinen riippumattomuus on muodollisesti vahvistettu 1991 (OECD 1992), on tilanne käytännössä vielä selkiytymätön juridiselta kannalta: kädenvään- tö Puolan valtiovarainministeriön ja parlamentti Sejmin välillä ratkaisee, tuleeko NBP:stä »hallituksen keskuspankki» yleisen länsieurooppalaisen mallin mukaan, vai »parlamentin keskuspankki» enemmänkin suomalaista järjestelmää muistuttavasti. Myös monet keskuspankin toimivaltaa koskevat kysymykset ovat avoimina, sillä kuten jo edellä mainittiin, siirsi presidentti Walesa uusien pankkilakien hyväksymistä peläten valtion valvonnan pankkeja kohtaan sen myötä vaikeutuvan. Tuo lakiehdotus olisi toteutuessaan antanut keskuspankille muun muassa vallan määrätä pankkien likvi-

diteetistä, vakavaraisuudesta ja riskirajoista (Tupin et al. 1992).

Menestyksellisen ja uskottavan keskuspankkipolitiikan hoitaminen Puolan nykyisessä murrosvaiheessa ei siis ole yksinkertaista — etenkin, kun talouspoliittinen päätöksenteko eritoten Sejmissä kangertele orastavan demokratian hetteikössä. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF on pitkälti asettanut raamit finanssipolitiikalle: vuoden 1992 budjetin hyväksyminen venyi kuluvan vuoden (1992) huhtikuulle Puolan ja IMF:n kiihaiden lainaneuvottelujen vuoksi. Lopulta IMF suostui lisälainan myöntämiseen, kunhan budjettialijäämä ei ylitä 5 % BKT:sta.

Rahapolitiikan primääri tavoite on inflaation hillitseminen etupäässä tiukalla rahan tarjonnan kontrollilla, mikä kuuluu olennaisena osana talouden stabilisaatiopyrkimykseen (Euro money 1992). Tämän ei kuitenkaan pelätä johtavan Phillipsin käyrän ennustamien työllisyysvaikutusten kautta sosiaalisen levottomuuden syntyyn; olkoonkin, että peräti 2,1 miljoonaa puolalaista (noin 11 % työvoimasta) oli työttömänä viime vuoden (1991) lopulla. Inflaatio on kylläkin saatu taltutettua: hinnat nousivat kuukausitasolla 13 % tammikuussa 1991, marraskuussa eivät yhtään. Tavoitteeksi vuodelle 1992 on asetettu 50 % vuotuinen inflaatio.

Reaalikorkotaso on keskimäärin nollan vaiheilla, mikä olisi omiaan suosimaan lainarahoitettua investointitoimintaa, mutta toisaalta pääomanpuutetta hellittämään tarvittaisiin ulkomaista pääomaa, joka ei mielellään hakeudu tuottamattomiin sijoituskohteisiin.

Puolan zloty muuttui sisäisesti vaihdettavaksi valuutaksi 1990, ja lokakuuhun 1991 asti zlotyn ulkoinen arvo pidettiin yhtä devalvaatiota lukuunottamatta (toukokuussa 1991) stabiilina inflaatiopaineiden nujertamiseksi. Nytemmin zlotyn ulkoinen arvo on sidottu valuuttakoriin, jossa Yhdysvaltain dollarin painoarvo on 45 %. Viimeisin devalvaatio suoritettiin 26. 2. 1992. Zlotyn muuttumisesta täysin vaihdettavaksi valuutaksi on esitetty arvioita, joiden mukaan vaihdettavuus voisi olla mahdollista jo kuluvan vuoden lopulla.

OECD:n raportissaan vuonna 1992 esittämät

tavoitteet siirtymätalouksien pankkireformeille ovat keskuspankkien osalta seuraavat:

- (i) kaksiportaisen pankkijärjestelmän luominen (keskuspankki versus »commercial banks»)
- (ii) mahdollistaa keskuspankin kontrolli rahapolitiikkaa sekä muita pankeja kohtaan sekä
- (iii) taata pankeille markkinaehtoisuuteen perustuva antolainausautonomia.

Puolan osalta voidaan todeta kohdan (i) jo toteutuneen. Uuden pankkilain viivästyminen on sen sijaan estänyt kohtien (ii):n ja (iii):n voimaansaattamisen.

7. Mitä on odotettavissa?

Moni uhka väijyy kehitteillä olevaa pankkijärjestelmää niin Puolassa kuin muissakin siirtymätalouksissa: potentiaaliset luottotappiot, inflaation kiihtyminen, paheneva pääomapula jne. Myönteisen kehityksen takaamiseksi olisi — anti-inflatorisen talouspolitiikan ohella — yhtäältä saatettava uusi pankkilainsäädäntö voimaan ja toisaalta kyettävä houkuttelemaan maahan ulkomaisia sijoittajia.

Uudet pankkilait merkitsisivät pankkitoiminnan sääntelyn ja valvonnan kiristymistä tietyiltä osin. Tavoitteena on muun muassa eurooppalainen vakavaraisuus, uusien pankkien pääomavelvoitteen kohoaminen 20 miljardista zlotysta (noin 6 mmk) 70 miljardiin zlotyyyn (noin 21 mmk) sekä pankkisalaisuuden kiristyminen. Ulkomaisten sijoittajien asema paranisi sitäpaitsi huomattavasti, sillä heillä ei sitten enää olisi velvollisuutta vaihtaa valuuttojansa zlotyiksi, kuten vielä toistaiseksi on asian laita (Tupin et al. 1992).

Ulkomaiset sijoitukset ja investoinnit Puolaan ovat vielä pysytelleet vaatimattomina, mikä osittain johtuu potentiaalisten sijoittajamaiden ja -yritysten kokemasta depressiosta omissa talouksissaan. Suomalaisia yrityksiä on Puolassa tällä hetkellä nelisenkymmentä, esimerkiksi mainittakoon Neste ja Nokia.

Puola on päättäväisesti matkalla kohti EY:tä; Itä-Eurooppa ei enää ole pääasiallinen poliittisen ja taloudellisen kiinnostuksen kohde, vaan puolalaisten katseet ovat kääntyneet kohti Län-

si-Eurooppaa. EY-jäsenyydellä spekuloidaan jo positiiviseen sävyyn. Pankkijärjestelmän sopeuttamiseksi uuteen toimintaympäristöön on Puolassakin tarkoitus seurata BIS:n (Bank for International Settlement) 8 % vakavaraisuusvaatimusta vuodesta 1994 (Smosarski 1992). Tällä hetkellä puolalaispankkien vakavaraisuuden lasketaan liikkuvan 4 % vaiheilla, mutta BIS-vaatimusten täyttämisen ei uskota aiheuttavan ylitsekäymättömiä ongelmia, sillä kuten Suomessakin, määräysten kiertäminen on mahdollista (Kjellman 1992).

8. Lopuksi

Jeffrey Sachsin viitoittamaa yksityistämisen prosessia implementoidaan Itä-Euroopassa.

Ilman riskipääomaa vaarantuu koko transformaatioprosessi. Riskipääoman tarkoituksenmukainen allokointi taas edellyttää markkinaehtoisesti toimivaa rahoitusjärjestelmää. Tätä tavoitetta kohti on Puolassa ensi askeleet jo otettu.

Valtavia rakenteellisia ongelmia on silti yhä olemassa, ja pankkijärjestelmän liberalisointi jopa luo lisää makrotaloudellista epävakautta. Vaikka idässä on markkinapotentiaalia, Puola pyrkii länteen. Tämä puolestaan vaatii markkinavoimien tunkeutumista rahoitusmarkkinoille sekä yksityistämisen prosessin jatkumista.

Kirjallisuus

- Blommestein, H. ja Marrese, M. eds. (1991): *Transformation of Planned Economies: Property Rights Reform and Macroeconomic Stability*, Paris.
- Calvo, G.A. ja Frenkel, J.A. (1991): »Credit Markets, Credibility, and Economic Transformation», *The Journal of Economic Perspectives*, fall 1991.
- Calvo, G.A. ja Coricelli F. (1992): »Stabilizing a previously centrally planned economy: Poland 1990», *Economic Policy*. A European Forum. 14, april 1992.
- Economist (1992): »In praise of Hayek», *The Economist*, March 28th s. 77.

- Euromoney (1992): »Sachs Appeal», Euromoney February 1992 ss. 32—38.
- Hemming, R. ja Mansoor, A.M. (1988): *Privatisation and Public Enterprise*, IMF occasional Paper no.56, Washington.
- Kjellman, Anders (1992): *EG:s monetära integration och dess effekter på det finländska bankväsendet*. Kirjassa EG eller ej, Åbo.
- Kjellman, A. ja Väilä, T. (1992): »Mödosam väg mot väst för Polen», Hufvudstadsbladet 14. 4. 1992 s. 9.
- Glogowski, Miroslaw (1992): »Mass Privatization Program: The 10-Year Plan», The Warsaw Voice, March 29, 1992 s.7.
- Nagorski, Andrew (1992): »The Big Giveaway», Newsweek, March 16, 1992 ss. 40—41.
- Nuti, Mario D. (1991): *Privatisation in Socialist Economies: General Issues and the Polish Case*, teoksessa Blommestein ja Marrese, eds. ss. 51—68.
- OECD (1992): »Bank Restructuring in Central and Eastern Europe: Issues and Strategies», Financial Market Trends, February 1992, Vol 51, ss. 15—30.
- Rosati, D.K. (1991): *Poland: systematic reforms and economic policy in the 1990s*. Teoksessa Poland into the 1990s, toimittaneet George Blazycy ja Ryszard Rapacki. St. Martins Press. New York.
- Sachs, Jeffrey D. (1991): *Accelerating Privatization in Eastern Europe: The Case of Poland*, Wider Working Papers, Helsinki
- Sappington, D. ja Stiglitz, J.E. (1987): *Privatization, information, and incentives*, Journal of Political Analysis and Management, Vol.6 No.4 ss. 567—582.
- Smosarski, Grog (1992): »Can Poland's banking boom continue?», Central European, February 1992 ss. 18—25.
- Stiglitz, Joseph E. (1989): *On the economic role of the state*, Oxford.
- Sutela, Pekka (1991): »Yksityistäminen itäisessä Euroopassa», Kansantaloudellinen aikakausikirja 4/1991 ss. 445—459.
- Tupin, R., Whisenad, J.D. ja Podniesinski, P. (1992): »Ready for reform», Central European, February 1992 ss. 26—29.
- Vickers, J. ja Yarrow, G. (1988): *Privatization: an economic analysis*, The Mit Press, Cambridge, Mass.
- Willner, Johan (1992): »To create Competition without Regulation», Teoksessa Current Issues in Industrial Economic Strategy, toimittaneet Keith Cowling ja Roger Sugden, eds. ss. 54—69.