

Kommentti budjettiesitelmään¹

EVA LILJEBLOM

Professori

Svenska Handelshögskolan

Kommenttini keskittyvät Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitystarpeisiin ja -näkyymiin. Kuten edellä todettiin, kuluva vuosi on ollut jokseenkin poikkeuksellinen niiden rajujen kurssiheilahtelujen muodossa, joita olemme kansainvälisillä osakemarkkinoilla havainneet. Heilahtelut liittyvät siihen suureen taloudelliseen epävarmuuteen joka on esiintynyt varsinkin Aasian markkinoilla, mutta myös muualla. Tässä olisin kuitenkin valmis esittämään esitelmän pitäjään verrattuna eriävän mielipiteen ilmiön syistä. Näen ilmiön perussyyn nimenomaan reaalitaloudellisena, reaalitaloudelliseen kehitykseen liittyvänä epävarmuutena, enkä lähinnä kansainvälisten pääomavirtojen liikkeiden aiheuttamana. Tehokkailla markkinoillahan osakekurssit aina ennakoivat reaalitaloutta, eli reagoivat muutoksiin tätä koskevilla odotuksissa usein jo paljon ennen kuin mitkään muutokset ovat toteutuneet. Ja kasvuodotuksia Aasian markkinoilla on kieltämättä jouduttu rajustikin

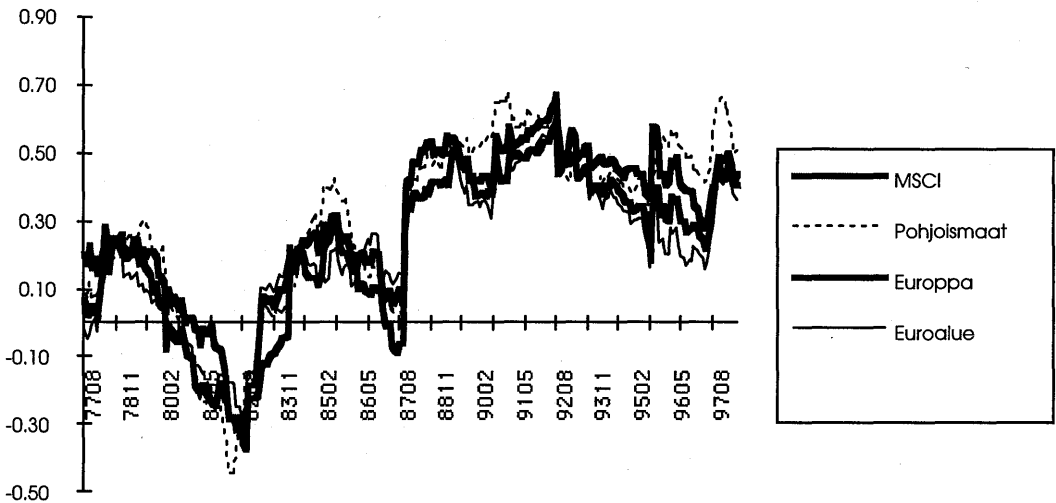
korjaamaan viime vuoden aikana useaankin otteeseen. Toinen asia tietenkin on, että kansainväliset pääomavirrat ovat olleet omiaan jossain määrin kärjistämään heilahteluita.

Olemme Suomessa kokeneet nämä kansainväliset heilahtelut jossain määrin joitakin muita markkinoita (kuten esim. USA:n osakemarkkinoita) rajummin. Pienenä vientivetoisena maana meidän yritystemme odotettu kasvu tulee muualta, ja kasvuodotukset Aasian suhteen ovat monen yrityksen osalta olleet vahvat. Itse ilmiön tausta (markkinoiden säännöstelyn purkamisen ja integroitumisen mukanaan tuoma) kansainvälinen yhteisvaihtelu, on 1990-luvulla kohonnut ja tullut jäädäkseen. Kuva 1 kuvaa Suomen osakemarkkinoiden korrelaatioita eli yhteisvaihteluja eri kansainvälisten osakeindeksien kanssa yli ajan. Korrelaatio (joka aina määritelmällisesti on välillä -1 ja $+1$), on tässä kauden lopulla jo suhteellisen korkea, noin $+0.4$ tai $+0.5$, ja lähes samalla tasolla kaikkia vertailuindeksejä käyttäen.

Kuvassa on näytetty Suomen osakemarkkinoiden yleisindeksin (tuottoindeksin) liukuvat

¹ Valmisteltu puheenvuoro 23.11.1998 Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä.

Kuva 1. Suomen osakemarkkinoiden korrelaatio kansainvälisten indeksien kanssa.



korrelaatiot neljän eri kansainvälisen tuottoindeksin kanssa kaudella elokuu 1977 – toukokuu 1998. Nämä neljä vertailuindeksiä ovat: MSCI (Morgan Stanley Capital Internationalin laske ma markkina-arvopainotteinen maailmanmarkkina-indeksi), Pohjoismaat (Tanskan, Norjan ja Ruotsin osakemarkkinasta muodostettu tasapainotteinen indeksi), Eurooppa (12 muun eurooppalaisen maan indekseistä muodostettu tasapainotteinen indeksi), ja euroalue (seitsemän muun EMUun liittyvän maan indekseistä koottu tasapainotteinen indeksi). Korrelaatiot on laskettu kuukausituotoista 36 kuukauden estimointiperiodia käyttäen, estimointiperiodia asteittain eteenpäin siirtäen.

Taaskin korrelaation kasvun pääsyyt tulevat muualta kuin kansainvälisten sijoittajien joskus syytetyn joukkokäyttäytymisen kautta. Osakkeiden hinnat reagoivat toisaalta odotettujen kassavirtojen muutoksiin, toisaalta muutoksiin tuottovaatimuksessa. Kun yritykset kansainvälistyvät ja tulevat riippuvaisiksi samoista kansainvälisistä suhdannesykleistä, kasvaa yhteis-

vaihtelu jo tämän ansiosta. Yhdenmukainen rahapolitiikka, joka tekee yritykset nyt esim. euroalueella riippuvaisiksi samoista korkoshokeista (samoista tuottovaatimusten muutoksista) on lisäksi omiaan kasvattamaan yhteisvaihtelua. Tämän kanssa saamme tulevaisuudessa tottua elämään. Ja kuten ministeri Skinnarin esityksessä todettiin, Suomen kyky ottaa vastaan kansainvälisiltä markkinoilta tulevia osakekurssien heilahteluja on nyt varsin hyvä. Yritysten vakavaraisuus on huomattavasti parantunut sitten lamaa edeltävän ajan, ja sijoittajammekin sijoittanevat omia varojaan eivätkä velaksi otettuja varoja.

Kasvaneen kansainvälistymisen myötä olemme myös saaneet todeta ulkomaalaisomistuksen rajusti kohonneen. Salkunhoidon pääperiaatteen mukaisesti ulkomaiset sijoittajat tavoittelevat kansainvälisesti hyvin hajautettuja sijoitussalkkuja ja ovat siten löytäneet myös Suomen. Lokakuussa 1998 ulkomaalaisomistus Helsingin pörssissä oli 30 %, kun sen laskee keskiarvona osakemääristä; laskettuna prosentteina markki-

na-arvoista (jolloin esim. Nokia saa suuren paimon), luku on jo 56.4 %.

Kuten ministeri Skinnarikin, näen tämän ennen kaikkea likviditeettiä edistävänä seikkana, joka on markkinoidemme toimivuuden kannalta tärkeää varsinkin, koska aktiviteetti muiden osapuolten – kuten sijoitusrahastojen ja kotimaisten institutionaalisten sijoittajien kuten eläkerahastojen – taholta on ollut varsin vähäistä. Voisimmekin toivoa näidenkin osapuolten nykyisestä aktivoituvan ja esim. eläkevaakuutusyhtiöiden kasvattavan omaa arvopaperiomistustaan – mutta ei pelkästään kotimaisiin arvopapereihin, vaan saman logiikan mukaan kansainvälisesti hyvin hajautettuun salkkuun. Vastustan rajusti niitä toimenpiteitä, joita kotimaisessa keskustelussa on esitetty »ulkomalaisuusuhan» torjumiseksi esim. valtiollisten rahastojen avulla, jotka sijoittaisivat pelkästään kotimaisiin papereihin. Tällaiset toimenpiteet saisivat aikaan alhaisemman likviditeetin (ellei rahasto koko ajan muuttelisi sisältöään, mikä myöskään ei liene järkevää). Se voisi myös lisätä yrityskontrolliongelmia (ongelmia »corporate governancen» suhteen). Lisäksi se luopuisi kaiken sijoittamisen pääperiaatteesta eli hajautuksesta keskittymällä vain suppeaan osamäärään, kotimaisiin arvopapereihin. Seuraavan laskusuhdanteen kohdatessa olisimme entistä haavoittuvaisempia, koska myös tämä rahaston markkina-arvo laskisi rajusti.

Tässä tuli kuitenkin jo esille yksi ongelma, joka liittyy kasvavaan institutionaaliseen omistukseen erilaisten rahastojen avulla, nimittäin yrityksen kontrolliongelma. Institutionaaliset sijoittajat ovat helposti passiivisia sijoittajia, eivätkä harjoita tarpeellista yrityskontrollia yrityksen johdon suhteen. Tulevaisuuden rahoitusmarkkinoilla tämän kontrolliongelman tehokkaat ratkaisut tulevatkin olemaan yksi monista haasteista. Johdon optiot ovat yksi työkalu tä-

hän suuntaan, pyritäänhän niillä yhdenmukaistamaan johdon ja omistajien intressit yrityksen arvon pitkäaikaisen positiivisen kehittymisen suhteen. Keskeistä on kuitenkin optioehtojen muotoilu niin, että kannustin toimii tavoitellulla tavalla. Tässä suhteessa meillä on Suomessa vielä paljon opittavaa. Vaikuttaa siltä, että johdon optioiden ehdot usein ovat olleet turhan löysästi muotoillut. Tavoite on ollut liian helpposti ja liian nopeasti saavutettavissa. Sitä ei ole myöskään pyritty kontrolloimaan johdon vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella olevien seikkojen, kuten toimialan keskimääräisen kehityksen, suhteen. Optiot instrumentteina mahdollistavat kuitenkin myös erimuotoisen *benchmarking'in*, ja luulisi, ettei oppimiskysymys yrityksen johdolle suunnattujen optiojärjestelmien kohdalla olisi este marginaalisesti monimutkaisempienkaan järjestelmien käyttöönotolle. Onkin omistajien velvollisuus olla valppaana sen suhteen, millaisia kannustimia tarjotaan.

Yhteisvaluutta tuo rahoitusmarkkinoillemme monia haasteita. Pankkikilpailu kiristyy entisestään. Onneksi kuitenkin pankkijärjestelmämme on tervehtynyt. Pankkitukiponnen purkamisen aika on todellakin koittanut. Sen tarve on poistunut ja euro-oloissa voi olla vaikea edes määrittellä mikä Suomeenkin toimintansa ulottuva pankki olisi sen puitteissa. Pörssimme etsii parhaillaan rooliaan kiristyvässä eurooppalaisessa kilpailussa johtavien markkinapaikkojen välillä eri osakkeiden välityksessä. Pidän sen nykyistä yhteistyöratkaisua oikein valittuna, tosin aika saa näyttää, miten pienempien yritysten riskirahoitusmarkkinoille yleensä käy yhteismarkkinoilla. Yksi pelkohan on ollut, että arvopaperikaupan keskittyessä suuryritysten osakkeisiin paikallisten pienyritysten riskirahoitusmahdollisuudet voisivat jopa huonontua. Eikä Euroopan pienempien yritysten yhteislistan EASDACin kehitys ole ollut odotetun mukainen. Toivotta-

vasti kasvava kotimainen osakesäästäminen olisi tässä suhteessa pelastus.

Yhteisvaluutan tuomia haasteita tärkeämpänä näen kuitenkin sen jo nytkin suhteellisen kansainvälisille rahoitusmarkkinoillemme mukanaan tuomat hyödyt rahapoliittisen vakauden, rahoitusmarkkinoiden entistäkin suuremman tehokkuuden, alhaisempien transaktiokustannus-

ten, helpomman liikkuvuuden ja huomattavasti korkeamman likviditeetin myötä. Suomen oleminen osana euroaluetta parantaa suomalaisten usein maamme kokoon nähden suureksi käyneiden yritysten toimintaedellytyksiä ja toivottavasti lisää kotimaamme houkuttelevuutta niiden päätoimipaikkana jatkossakin.