

Väitöskirja Pohjoismaiden osakemarkkinoiden integraatiosta

Seppo Pynnönen
FT, professori
Vaasan yliopisto

KTL *Esa Mangelojan* työ muodostaa monografian, jossa tekijä tutkii empiirisesti Pohjoismaiden kansallisten osakemarkkinoiden vuorovaikutussuhteita varsin monipuolisesti. Työn lähtökohtana on sijoitustoiminta ja siihen liittyvät päätökset, kuten sijoitusten hajauttaminen. Kantavana ajatuksena on Pohjoismaiden kansallisten markkinaindeksien hyvinkin erilaisten toimialapainotusten potentiaalinen harhauttava vaikutus kuvaan, joka välittyy sijoittajille todellisista vuorovaikutussuhteista. Kysymys on siis aggregointiongelma. Lähestymistapa on kiintoisa ja tarjoaa tutkimuskohteita jatkoakin ajatellen.

Väitöskirjansa alkuosassa Mangeloja johdattelee tutkimusongelmaan, perustelee tutkimusongelman tärkeyden sekä tarkastelee laajasti aiheeseen liittyviä aikaisempia tutkimuksia. Tutkimuksen metodologisena valintana on modernin ekonometrian suomat työkalut integroituneiden aikasarjojen analysoimiseksi.

Työn empiirinen aineisto koostuu Pohjoismaiden (Norja, Ruotsi, Suomi ja Tanska) päivittäisistä ja kuukausittaisista osakeindekseis-

tä. Analyyseihin on eksogeenisina otettu mukaan suuret Britannian, Saksan ja USA:n markkinat. Analyyseja on tehty sekä kansallisissa että yhteisessä valuutassa. Tarkasteluajanjaksolla on lähes koko 1990-luku.

Työn keskeisimmät empiiriset tulokset perustuvat markkinoiden yhteisintegraatio- ja VAR-analyyseihin. Yleisindekseihin nojautuvassa analyysissä Mangeloja löytää yhden tasapainorelaation pohjoismaisten markkinaindeksien kesken. Relaation spesifiointi jää kuitenkin vaillinaiseksi. Myöskään mallin täsmentämistä ei ole viety aivan loppuun saakka, vaan on tyydytty exploratiiviseen otteeseen, jossa on tutkittu oleellisesti vain tasapainotilan olemassaoloa. Tässä olisi kuitenkin ollut paikallaan edetä huomattavasti strukturoivampaan suuntaan ja jatkaa mallintamisessa. Relevantteja kysymyksiä työn ongelmanasettelun kannalta olisivat olleet sopeutumisprosessit tasapainotilan suhteen sekä (heikot) eksogeenisuustarkastelut. Näihin käytetty yhteisintegraatioanalyysi olisi tarjonnut hyvät edellytykset. Tekijä on kuitenkin sivuuttanut nämä ja valinnut perin-

teisemmän VAR-analyysin työkalut (empiiristen) kausaalisuhteiden ja muiden lyhyen aikavälin vuorovaikutussuhteiden analysoimiseksi. Keskeisiä metodeja tässä ovat impulssiresponsien, varianssidekompositioiden ja Granger-kausalityyppien analysointi. Yhteisintegraatio jää tällöin pääasiassa vain metodisesti huomioduksi tekijäksi, jonka tarkoituksena on eliminoida pitkän aikavälin mahdollinen vääristävä vaikutus lyhyen aikavälin estimointituloksissa.

Impulssivastefunktioihin perustuvan analyysin mukaan yhtäällä Ruotsin markkinoilla näyttäisi olevan jonkinasteinen ennakoiva vaikutus Norjan markkinoihin ja toisaalla, ehkä hieman yllättäen, Tanskan markkinoilla Suomeen. Mangeloja tulkitseekin tämän ennemminkin Euroopan vaikutukseksi. Vastefunktioille ei ole kuitenkaan laskettu luottamusvälejä, joka heikentää tulosten merkittävyysarviointia.

Mangeloja osoittaa, että valittaessa kultakin markkina-alueelta tärkein toimiala, tulokset poikkeavat oleellisesti yleisindeksien antamista tuloksista. Esimerkiksi yleisindeksien kesken havaintoaineisto antaa vahvoja viitteitä yhden yhteisintegroituvuusrelaation olemassaolosta, kun taas toimialojen kesken tällaista ei ole ha-

vaittavissa. Tämän perusteella Mangeloja päätelee etteivät Pohjoismaiden markkinat ole yhteisintegroituneita. Johtopäätös on liian deterministinen ja olisi ilman muuta vaatinut perusteellisempaa tarkastelua. On liian yksioikoista päätellä tiettyjen toimialojen (vaikkakin ovat yksittäisiä markkinoita hyvin edustavia) perusteella suoraviivaisesti koko markkinoiden tilanne. Pidän kuitenkin kiintoisana tulosten erilaisuutta, joka tarjoaa selvästi aihetta jatkotutkimuksille.

Kaikkiaan, yllä mainitsemistani puutteistaan huolimatta Mangelojan työ muodostaa suhteellisen hyvän ja loogisen kokonaisuuden, jossa tekijä osoittaa hallitsevansa tieteellisen tutkimuksen ongelmanasettelun, kyvyn valita menetelmät tutkimusongelmaan vastaamiseksi ja raportoida tutkimustulokset. Tutkimus tarjoaa myös hyvät lähtökohdat jatkotutkimuksille. Eriyisen kiintoisa on toimialoihin perustuva markkinoiden vuorovaikutusten analysointi sekä toimialojen keskinäinen strukturoituminen viipeiden suhteen. Selvästi on nähtävissä, että pääomamarkkinoiden globalisoituessa yhä enemmän sijoittajien huomio kiinnittyy toimialoihin kuin kansallisiin markkinoihin. □