

ETLA

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
Lönnrotinkatu 4 B 00120 Helsinki Finland Tel. 358-9-609 900
Telefax 358-9-601 753 World Wide Web: <http://www.etla.fi/>

Keskusteluaiheita - Discussion papers

No. 639

Markku Pulli

ULKOMAALAISSOMISTUKSEN LISÄÄNTYMINEN SUOMESSA*

* Raportti on tehty osana SITRAn rahoittamaa globalisaatio-
projektia. Kiitämme SITRAa saamastamme rahoituksesta.

PULLI, Markku, ULKOMAALAISOMISTUKSEN LISÄÄNTYMINEN SUOMESSA. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1998, 15 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 639).

TIIVISTELMÄ: Raportissa tarkastellaan pääomaliikkeiden vapauttamista seurannutta ulkomaalaisomistuksen lisääntymistä ja sen taloudellisia vaikutuksia Suomessa. Vapaat pääomaliikkeet ovat muuttaneet rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria, tehostaneet pörssin toimintaa ja lisänneet rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä. Tutkimuksessa todetaan, että osake-markkinoiden volatilitteetti on lievästi lisääntynyt aikana, jolloin ulkomaalaisomistus on lisääntynyt, kun taas joukkolainamarkkinoiden volatilitteetti ei ole muuttunut. Raportissa pohditaan myös, vaikuttaako ulkomaalaisen omistuksen lisääntymisen yritysten toimintaan. Lähes puolet suomalaisten pörssiyritysten omistuksesta on muutamassa vuodessa siirtynyt ulkomaalaisille. Nykyinen tilanne viittaa siihen, että ulkomaalaiset omistajat eivät yleensä tähtää vaikutusvallan kasvattamiseen yrityksissä, vaan niiden tavoitteena on korkea tuotto sijoituksista puhtaasti portfoliosijoituksena. Periaatteessa on mahdollista, että korkeasta ulkomaalaisomistuksesta voisi syntyä ongelmia, mutta tämä on epätodennäköistä etenkin institutionaalisten sijoittajien tapauksessa. Normaalisti sekä ulkomaalaisten että kotimaisten portfoliosijoittajien edut ovat yhtenevät, eikä ulkomaalaisten portfoliosijoituksiin liity strategisia tavoitteita. Ulkomainen omistus voi myös kehittää yritysten toimintaa myönteiseen suuntaan.

AVAINSANAT: Pörssiyritykset, ulkomaalaisomistus, pääomaliikkeet

PULLI, Markku, THE INCREASE OF FOREIGN OWNERSHIP IN FINNISH COMPANIES. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1998, 15 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 639).

ABSTRACT: This report investigates the consequences of the increase of foreign ownership in Finnish companies. Freedom of capital movements has changed the infrastructure of financial markets, enhanced the efficiency of stock markets, and increased the liquidity of financial markets. In this study we find that the volatility of stock prices has slightly increased during the period of free movement of capital, but the volatility of prices of debt instruments has not changed. The report also discusses the consequences of increased foreign ownership to the behaviour of companies. It is concluded that, generally, foreign owners do not aim to increase their influence in companies. In principle, it is, however, possible that in some circumstances foreign ownership may matter. But this is rather unlikely especially when foreign owners are institutional investors, because normally both foreign and domestic owners share same interests. Further, the increase in foreign ownership may also improve the governance of Finnish firms.

KEY WORDS: Stock prices, foreign ownership, capital movements

Sisällys

1.	Johdanto	1
2.	Rahoitusmarkkinoiden nopea kansainvälistyminen	1
3.	Rahoitusmarkkinoiden vapautuminen on lisännyt taloudellista tehokkuutta	4
4.	Pääomaliikkeiden vapautuminen muutti talouspolitiikan toimintaympäristön	6
5.	Pääomaliikkeiden kriisiherkkyys	6
6.	Markkinoiden volatiliteetin kehitys	9
7.	Kansallisen omistuksen pohjan murentuminen pörssiyhtiöissä	10
8.	EMU ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen	12
9.	Lopuksi	13
	Kirjallisuus	15

YHTEENVETO

Raportissa tarkastellaan erityisesti pääomaliikkeiden vapauttamista seurannutta ulkomaalaisomistuksen lisääntymistä ja sen taloudellisia vaikutuksia. Sekä suorat sijoitukset että portfolioinvestoinnit ulkomailta Suomeen ovat lisääntyneet nopeasti viime vuosina. Tämä on muuttanut suomalaisten rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria, tehostanut pörssin toimintaa ja lisännyt rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä. Samalla talous on tullut riippuvaiseksi kansainvälisten markkinoiden toiminnasta. Raportissa tarkastellaan, onko nopeasti edennyt kansainvälistyminen vaikuttanut markkinoiden volatilitettiin, ja pohditaan miten omistuspohjan muutokset vaikuttavat yritysten toimintaan.

Nopean kansainvälistymisen taustalla ovat rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset. Pääomaliikkeiden sääntely purettiin Suomessa 1980-luvulla, ja samaan aikaan vahvistuivat myös maailmanlaajuiset, globaalit rahoitusmarkkinat. Pääomaliikkeiden vapautuminen vapautti ennen muuta ulkomaisen velkaantumisen; osakkeiden omistuksen kansainvälistyminen alkoi voimallisesti vasta 1993, jolloin Suomessa purettiin ulkomaalaisomistuksen rajoitukset. Yksi avautumista edistänyt rakenteellinen muutos on ollut Suomen integroituminen Euroopan ensin ETA-sopimuksella ja sittemmin EU-jäsenyyden kautta. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymistä on auttanut myös Suomen verojärjestelmän muutos; pääoma- ja yritysverotuksen rakenteen uudistaminen vuosikymmenen alkuvuosina on suosinut yritysten sijoittumista Suomeen.

Pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen ja vapautuminen ovat lisänneet taloudellista tehokkuutta. Globaalit markkinat tarjoavat valtavan rahoituslähteen kotimaisille rahoituksen tarvitsijoille. Lisäksi toimivat markkinat tehostavat resurssien ohjautumista taloudellisesti parhaisiin kohteisiin.

Pääomaliikkeiden vapautuminen on myös muuttanut talouspolitiikan toimintaympäristön. Kansallisen talouspolitiikan itsenäisyys on murtunut. Pääomaliikkeet ohjaavat talouspolitiikkaa. Järjestelmään liittyy hyviä puolia, mutta myös ongelmia; on osoittautunut, että etenkin lyhytaikaiset portfoliosijoitukset voivat olla sangen pulmallisia kriisiherkkyytensä vuoksi.

Yksi seuraus pääomaliikkeiden vapautumisesta on se, että suomalaisten pörssi-yhtiöiden omistuksesta on siirtynyt lähes puolet ulkomaalaisille. Osakemarkkinoiden kansainvälistyminen lisää yritysten mahdollisuuksia hankkia pääomia ja tehostaa suomalaisten markkinoiden toimintaa.

Nykyinen kehitys viittaa siihen, että ulkolaiset sijoittajat eivät yleensä tähtää vaikutusvallan kasvattamiseen yrityksissä, vaan niiden tavoitteena on korkea tuotto sijoituksista puhtaasti portfoliosijoituksina. Periaatteessa on kuitenkin mahdollista, että korkeasta ulkomaalaisomistuksesta voisi syntyä ongelmia joissakin poikkeustapauksissa tai poikkeusoloissa. Tämä tuntuu epätodennäköiseltä etenkin institutionaalisten sijoittajien kyseessä ollen, sillä normaalisti sekä yritysten ulkomaalaisten että kotimaisten omistajien edut ovat yhtenevät, eikä ulkolaisten portfoliosijoituksiin liity strategisia tavoitteita.

Lisäksi on huomattava, että mitään järkevää tapaa ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen hillitsemiseksi ei ole helppoa löytää. Jos omistusrajoja asetettaisiin, menetettäisiin vapaiden pääomamarkkinoiden tuomat edut. Omistusrajoitukset olisivat myös täysin vastoin Suomen integraatiopolitiikkaa, johon kuuluu mm. pääoman vapaa liikkuvuus EU:n alueella.

Kun talous- ja rahaliiton kolmas vaihe toteutuu ja Suomi on siinä mukana, markkariski poistuu suomalaisista arvopapereista ja muuttuu euroriskiksi. Tämä luultavasti entisestään lisää sijoituksia Suomeen, sillä nykyisin markkaan liittyvä valuuttakurssiriski on ulkomaalaisten sijoittajien kannalta sellaista paikallistietämystä, jossa ne eivät ole vahvoilla. Kansainvälistyminen etenee euron myötä myös siten, että suomalaiset yritykset hakevat rahoitusta entistä enemmän euromarkkinoilta Suomen ulkopuolella.

ULKOMAALAISOMISTUKSEN LISÄÄNTYMINEN SUOMESSA

1. Johdanto

Suomen rahoitusmarkkinat ovat kansainvälistyneet nopeasti 1980-luvun jälkipuoliskolta alkaen. Tämä avautuminen on muuttanut talouden toimintaympäristön perusteellisesti. Yritystasolla vapaat rahoitusmarkkinat ovat lisänneet tehokkuutta ja mm. muokanneet uudelleen pörssiyritysten omistuspohjan. Koko talouden tasolla taas on syntynyt talouspoliittisesti aivan uusi ympäristö. Vapaat pääomaliikkeet ovat voimavara taloudelle, mutta niiden vuoksi talouspolitiikkaa on tehtävä markkinoiden ehdoilla.

Tässä raportissa tarkastellaan erityisesti pääomaliikkeiden vapauttamista seurannutta ulkomaalaisomistuksen lisääntymistä ja sen taloudellisia vaikutuksia. Sekä suorat sijoitukset että portfolioinvestoinnit ulkomailta Suomeen ovat lisääntyneet nopeasti viime vuosina. Tämä on muuttanut suomalaisten rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria, tehostanut pörssin toimintaa ja lisännyt rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä. Samalla talous on tullut riippuvaiseksi kansainvälisten markkinoiden toiminnasta. Raportissa tarkastellaan, onko nopeasti edennyt kansainvälistyminen vaikuttanut markkinoiden volatiliteettiin, ja pohditaan miten omistuspohjan muutokset vaikuttavat yritysten toimintaan.

2. Rahoitusmarkkinoiden nopea kansainvälistyminen

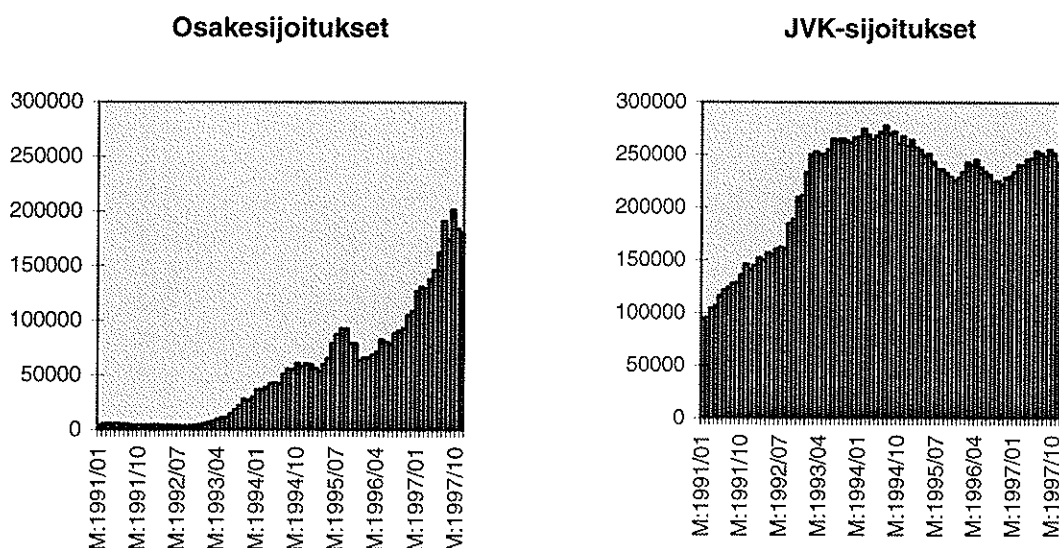
Nopean kansainvälistymisen taustalla ovat rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset. Pääomaliikkeiden sääntely purettiin Suomessa 1980-luvulla, ja samaan aikaan vahvistuivat myös maailmanlaajuiset, globaalit rahoitusmarkkinat. Pääomaliikkeiden vapautuminen vapautti ennen muuta ulkomaisen velkaantumisen; osakkeiden omistuksen kansainvälistyminen alkoi voimallisesti vasta 1993, jolloin Suomessa purettiin ulkomaalaisomistuksen rajoitukset. Yksi avautumista edistänyt rakenteellinen muutos on ollut Suomen integroituminen Euroopan ensin ETA-sopimuksella ja sittemmin EU-jäsenyyden kautta. Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymistä on auttanut myös Suomen verojärjestelmän muutos; pääoma- ja yritysverotuksen rakenteen uudistaminen vuosikymmenen alkuvuosina on suosinut yritysten sijoittumista Suomeen.

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymiseen on vaikuttanut myös yleinen talouskehitys, joka on ohjannut pääomavirtoja. Suuret vaihtotaseen alijäämät 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa rahoitettiin yritysten ulkomaisella velkaantumisella. Kun tämä velkaantuminen sittemmin osoittautui liialliseksi, yritykset alkoivat vähentää ulkomaisia velkojaan niin nopeasti, että talous ajautui lähelle rahoituskriisiä. Tällöin rahoitusvirrat muuttuivat siten, että valtio alkoi tuoda pääomaa valtiontalouden vajeen täyttämiseksi, ja yritykset veivät sitä. Vaihtotaseen tasapainottumisen myötä valtionkin

valuuttamääräistä velkaantumista on voitu vähentää. Vaihtotaseen vahvistuttua valtio on kyennyt rahoittamaan alijäämänsä enenevässä määrin kotimaan markkinoilta, ja tämä on synnyttänyt likvidit valtion velan markkinat Suomeen. Valtion velkamarkkinoiden kasvulle on myös tehnyt tilaa TEL-takaisinlainauksen hiipuminen.

Kaiken kaikkiaan *portfoliosijoitukset* Suomeen ovat kasvaneet noin 435 mrd markkaan (1997/12). Osakkeiden osuus näistä sijoituksista oli 172 mrd markkaa ja joukkovelkakirjojen 243 mrd markkaa. Loput 20 mrd. markkaa ovat sijoituksia suomalaisiin rahamarkkinapapereihin ja johdannaissopimuksiin. Sijoitukset osakkeisiin ovat lisääntyneet pääosin vasta vuoden 1993 jälkeen, kun taas joukkovelkakirjoihin on sijoitettu jo 1980-luvun puolivälistä alkaen (kuvio 1). Pörssiyhtiöiden osakkeiden markkina-arvosta ulkomaalaisten omistusosuus vuoden 1998 huhtikuussa oli 48,3 prosenttia (Suomen Arvopaperikeskus).

Kuvio 1. Ulkomaalaiset portfoliosijoitukset Suomeen.



Syy portfolioinvestointien, ja etenkin osakeinvestointien, voimakkaaseen kasvuun on markkinoiden avautuminen. On luonnollista, että rajojen poistuttua sijoittajat löytävät Suomesta sellaisia osakeinvestointeja, jotka sopivat heidän sijoitussalkkuihinsa. Sijoittajien päämääränä on muodostaa sijoitussalkku, jossa kokonaisriski on mahdollisimman pieni suhteessa tuottotavoitteeseen. Ijoitusten hajauttaminen eri maihin on kokonaisriskiä pienentävä tekijä.

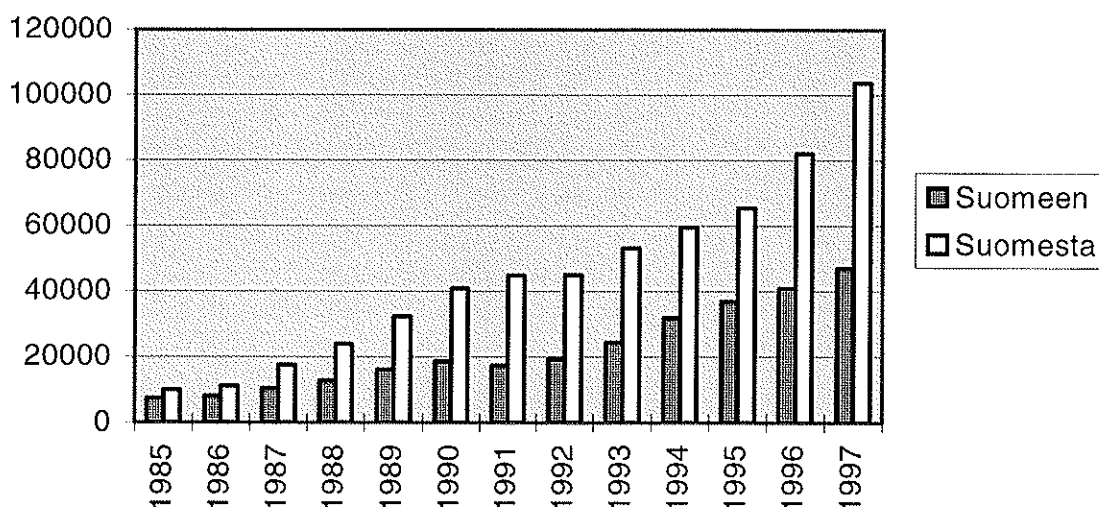
Portfolioinvestointien jarruna ovat puolestaan informaation hankkimisen kustannukset. On luultavaa, että sitä mukaa kun Suomen markkinat avautuvat ja kehittyvät, ulkomaalaisten sijoittajien informaation hankkiminen tulee helpommaksi. Osa informaation

hankkimisen kustannuksista on luonteeltaan kiinteitä kustannuksia, joten lisäinvestoinnit portfoliosijoituksiin ovat edullisempia toteuttaa sen jälkeen kun markkinoille on kerran tultu.

Ulkolaisten Suomeen tekemien *suorien sijoitusten* arvo oli maksutaseen mukaan vuoden 1996 lopussa 41 mrd. markkaa. Samaan aikaan suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille olivat 82 mrd. markkaa. Investoinnit Suomeen olivat siis 1996 noin 50 prosenttia investoinneista Suomesta. Pääosa suorista sijoituksista on kohdistunut teollisuuden (56%) ja kauppaan (24%).

Suorat sijoitukset Suomeen ovat viime aikoina lisääntyneet useiden syiden vuoksi. Suomalaisten yritysten kunto on parantunut laman jälkeen, Suomesta on tullut EU:n jäsen, Suomen markkinoiden säännöstelyä on karsittu ja Suomen yritysverotusta on uudistettu. Sijoitusten perusteet voivat olla moninaisia; osa yrityksistä hakee tukea myynnille Suomen tai sen lähialueiden markkinoilla, osa pyrkii hyödyntämään suomalaisia tuotantoresursseja, ja osa pyrkii hankkimaan strategisia voimavaroja, kuten esimerkiksi tuotemerkkejä (Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila, 1997). Suoria sijoituksia rajoittava tekijä on edelleen se, että Suomen markkinat ovat pienet ja sijaitsevat Euroopan reuna-alueella.

Kuvio 2. Suorat sijoitukset Suomeen ja Suomesta.



Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on näkynyt myös *ulkomaalaisten rahoituksenvälittäjien* etabloitumisena Suomeen. Tällä hetkellä ulkomaisten pankkien sivukonttoreita toimii Helsingissä kuusi, ja suurin pankki Merita on sulautumassa Nordbankenin kanssa. Pankkikriisin poistuminen on nopeuttanut uudelleen uusien ulkomaisten pankkien saapumista Suomeen. Varsinaisen pankkitoiminnan lisäksi ulko-

laiset rahoituksen välittäjät ovat olleet aktiivisia myös joukkolainamarkkinoilla; valtion lainamarkkinoiden päämarkkinatakaajien joukossa on ollut jo vuosia myös kansainvälisiä arvopaperivälittäjiä.

3. Rahoitusmarkkinoiden vapautuminen on lisännyt taloudellista tehokkuutta

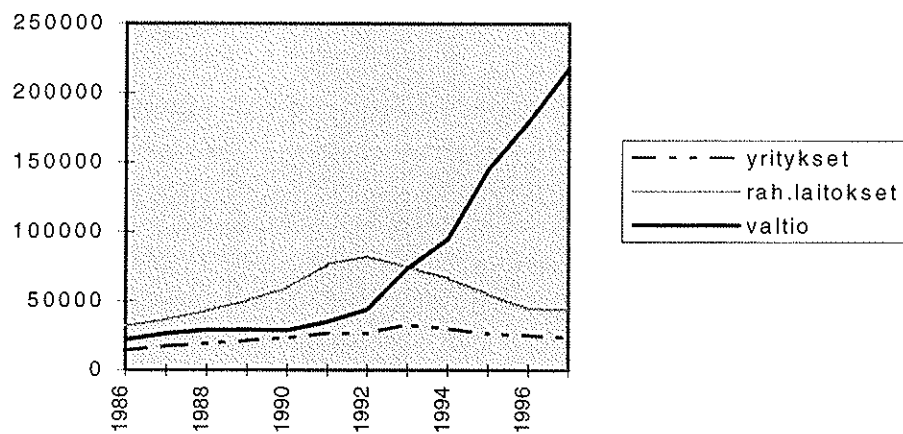
Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen on lisännyt taloudellista tehokkuutta toisaalta maailmanlaajuisten, yhtenäisten rahoitusmahdollisuuksien syntymisen myötä, ja toisaalta hintamekanismin toiminnan parantumisen myötä. Vapailla markkinoilla markkinakorosta on tullut investointeja ohjaava tekijä.

Vapaiden pääomaliikkeiden oloissa kotimaisen säästämisen ja kotimaisten investointien välinen linkki on katkennut - ainakin teoriassa¹. Periaatteessa on niin, että kukin maa voi lainata ylijäämäänsä markkinoille tai rahoittaa alijäämäänsä markkinoilta. Käytännössä vaihtotase lienee kuitenkin tärkeä tavoitemuuttuja maille; suuria epätasapainoja vältetään. Silti yhteisten markkinoiden olemassaolo tehostaa resurssien ohjaantumista. Kun pääomamarkkinat ovat vapaat, kotimaistenkin investointien rahoitus perustuu viime kädessä kansainväliseen korkotasoon, eli suomalaiset investoinnit kilpailevat paitsi kotimaisten myös ulkomaisten investointien kanssa. Tämä tehostaa oikeiden investointiprojektien valikoitumista ja siten lisää taloudellista tehokkuutta.

Rahoitusmarkkinoiden likviditeetin lisäys voi olla indikaatio siitä, että myös niiden hintamekanismin toiminta on tehostunut. Vielä 1990-luvun alkuvuosina Suomessa ei käytännössä ollut markkinakorkoa yli vuoden mittaisille velkasijoituksille, sillä tällaisille sijoituksille ei ollut likvidejä markkinoita. Joukkolainamarkkinat ovat kuitenkin kasvaneet valtion velan kasvun myötä, ja nyt Suomessa on valtion lainan tuottoihin perustuva "valtioriskinen" korko, joka toimii hinnoitteluperusteena kaikille muille koroille.

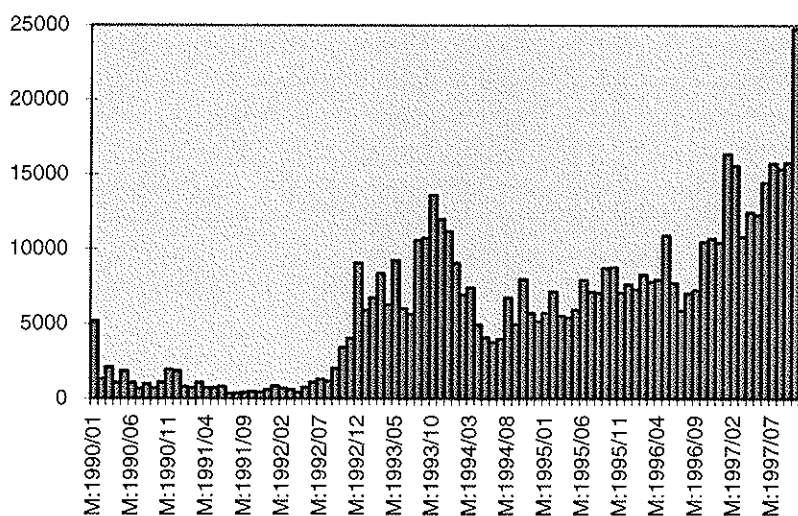
¹ Säästämisen ja investointien välistä korrelaatiota on tarkasteltu kirjallisuudessa. Feldstein ja Horioka (1980) esittivät tuloksia, jonka mukaan säästäminen ja investoinnit korreloivat vahvasti keskenään kansallisella tasolla. Myöhemmin mm. Mussa ja Goldstein (1993) ovat esittäneet tämän korrelaation pienentyneen, mikä viittaa pääomamarkkinoiden integraation syventymiseen.

Kuvio 3. Joukkolainamarkkinoiden kehitys.



Myös Helsingin pörssin osakevaihdon kehitys osoittaa markkinoiden likvidisyyden lisääntyneen ja hinnanmuodostuksen tulleen sitä myöten luotettavammaksi. pörssivaihdon lisääntymisessä ulkolaisilla sijoittajilla on ollut keskeinen rooli; vaihto on kasvanut erityisesti vuoden 1993 jälkeen, jolloin ulkolaiset tulivat Suomen markkinoille. On arvioitu, että tätä nykyä pörssivaihdosta 50-60 % on ulkomaalaisten sijoittajien osuutta (Hakala, 1997).

Kuvio 4. Helsingin pörssin osakevaihto, mmk



4. Pääomaliikkeiden vapautuminen muutti talouspolitiikan toimintaympäristön

Pääomaliikkeiden vapautuminen muutti perusteellisesti talouspolitiikan toimintaympäristön. Yksi olennainen muutos on, että kotimaisen säästämisen ja investointien välinen ero, vaihtotaseen vaje, voidaan rahoittaa yksityisellä pääomantuonnilla kansainvälisiltä markkinoilta. Kotimainen korkotaso, suhteessa ulkomaisiin korkoihin, muodostuu sellaiseksi, että pääomantuonti vastaa tarvittavaa pääomantuonnin määrää. Näin vaihtotaseen asettama rajoitus on tullut vähemmän sitovaksi kuin ennen.

Ulkomaisen rahoituksen saatavuus on myös vähentänyt valtiotalouden vajeiden rahoituksen ongelmaa. Periaatteessa valtiotalouden vajeus ei enää nosta kotimaista korkotasoa samoin kuin ennen, koska kotimaiset rahoituksen tarvitsijat eivät enää kilpaile samoista, vain kotimaisista resursseista.

Markkinoiden tuoma vapaus talouspolitiikassa on kuitenkin vain näennäistä. Maiden velkaantumismahdollisuudet ovat lopulta aina rajoitettuja. Vaihtotaseen vajeita on mahdollista rahoittaa ilman kielteisiä markkinareaktioita vain niin pitkään, kun markkinat pitävät politiikkaa perustaltaan kestäväenä. Samoin valtiotalouden alijäämät synnyttävät kielteisiä markkinareaktioita siinä vaiheessa, kun niitä aletaan pitää liiallisina. Vapaiden pääomaliikkeiden oloissa markkinoilla on selkeästi politiikkaa ohjaava rooli. Markkinareaktiot viitoittavat sen kaidan polun, jolla talouskehityksen tulisi pysyä.

Samalla rahapolitiikan teho on heikentynyt. Erityisesti tämä koskee tilannetta, jossa valuuttakurssi on kiinnitetty. Kiinteän kurssin politiikkaa harjoitettaessa kotimainen korkotaso määräytyy tiukasti niin, että pääomaliikkeet tasapainottuvat. Kolmiyhteydestä itsenäinen rahapolitiikka, kiinteä valuuttakurssi ja vapaat pääomaliikkeet voi yhtäaikaan olla politiikan tavoitteena vain kaksi. Joustavan valuuttakurssin ollessa politiikan perustana liikkumavaraa on enemmän kuin kiinteän kurssin tapauksessa, sillä myös valuuttakurssin muutos voi tasapainottaa pääomaliikkeet annetulla kotimaisen koron tasolla. Samanlaista riippumattomuutta kansainvälisistä koroista kuin säännöstellyn aikana ei kuitenkaan ole joustavankaan kurssin oloissa.

5. Pääomaliikkeiden kriisiherkkyys

Kuluneella 1990-luvulla on ollut lukuisia episodeja, joissa markkinavoimat ovat pakottaneet taloudet tasapainoisemman kehityksen tielle pääomavirtojen avulla. Käytännössä on osoittautunut, että markkinoiden ohjaamana kehitys ei aina suju ongelmattoman joustavasti. Markkinat voivat olla pitkään reagoimatta johonkin kehityskulkuun, ja sitten yhtä-äkkisesti reagoida voimakkaasti. Sijoittajat näyttävät toimivan laumana, mutta silti tämä käyttäytyminen ei ole välttämättä osoitus epärationaalisuudesta. Kirjallisuudessa ns. toisen sukupolven teoreettisissa valuuttakriisimalleissa on kuvattu tämän tapaista reagointia². Näille malleille on ominaista, että heti kun valuuttakurssimuutos alkaa vaikuttaa todennäköiseltä, markkinoiden arbitraasi huolehtii siitä, että valuuttaa kohtaan hyökätään. Hyökkäys tapahtuu aikaisimpana mahdollisena hetkenä, jona se voi onnistua.

² Ks. Krugman (1997).

Erityisesti vaihtotaseen vaje yhdessä kiinteän valuuttakurssin kanssa on osoittautunut tässä suhteessa ongelmalliseksi vapaiden pääomaliikkeiden oloissa. Liiallinen velkaantuminen kiinteän valuuttakurssin turvin on johtanut ympäri maailmaa ensin luottoekspansioon, sitten reaalisen valuuttakurssin revalvoitumiseen ja valuuttakriisiin, ja viimeksi rahoitusinstituutioiden vaikeuksiin. Osasyynä on ollut se, että rahoitusinstituutit eivät ole olleet riittävän kehittyneitä pystyäkseen hallitsemaan politiikkaansa pääomantuonnin aikana. Esimerkiksi Hong Kong on selvinnyt Kaakkois-Aasian kriisistä hyvin toimivan rahoitusjärjestelmänsä vuoksi. Jää nähtäväksi, miten jatkossa vastaavissa tilanteissa käy, kun taustana on kokemukset nyt kärsityistä rahoituskriiseistä. Onko nyt maksettu kertaluonteiset oppirahat, vai joudutaanko uudelleen vastaaviin hankaluuksiin?

Vuonna 1997 puhjennut *Itä-Aasian kriisi* on hyvä esimerkki nykyisen vapaiden pääomaliikkeiden ympäristön talouspoliittisesta toimintamekanismista. Kriisi alkoi luottoekspansioista alueen maissa, kun niihin virtasi runsaasti pääomaa, jolla rahoitettiin vaihtotaseen vajuusta. Alunperin näiden maiden ulkomaisessa luottoetuksessa ei sovellettu suuria riskipreemioita, mikä johti tuntuviin yli-investointeihin alueella. Vasta kun eräiden maiden ulkoinen tasapaino alkoi heikentyä edelleen, markkinat reagoivat. Pääomia alettiin vetää pois alueen markkinoilta, mikä johti valuuttakriisiin. Rahoitusjärjestelmän heikkous oli toinen valuuttaliikkeiden kääntymiseen vaikuttanut tekijä; luottoekspansioaikana rahoitusjärjestelmään oli syntynyt suuret huonojen luottojen kannat.

Ensimmäiseksi Kaakkois-Aasian valuuttamyllerrys kohtasi Thaimaata, ja heti Thaimaan bahtin kellutus päätöksen jälkeen myös Malesia, Filippiinit ja Indonesia päästivät valuuttansa kellumaan. Nämä kaikki kärsivät samantapaisista ulkoisen tasapainon ongelmista kuin Thaimaakin. Mielenkiintoista oli se, että valuuttakriisi levisi myös sellaisiin Itä-Aasian maihin, joilla ei ollut vielä ulkoisen tasapainon ongelmia. Selitys tähän oli luultavasti se, että markkinoilla arveltiin tapahtuneiden valuuttakurssimuutosten heikentävän niin paljon naapurimaiden vientinäkymiä, että valuuttakurssimuutokset ovat väistämättömiä. Lisäksi alueen muissakin maissa, esimerkiksi Koreassa, oli ongelmia rahoitusmarkkinoiden vakauden suhteen.

Saman tyyppinen kriisi kohtasi *Meksikoa vuonna 1994*³. Meksikon talous houkutteli suuria pääomavirtoja 1990-luvun alkuvuosina, ja huomattava osuus näistä oli suoria sijoituksia. Talouden kehitys oli monin osin investoijien näkökulmasta kunnossa. Talouspolitiikka oli hallittua, ja hallitus toteutti laajoja yksityistämishojoelmia ja rakenteellisia uudistuksia. Myös NAFTA-sopimuksen solmiminen lisäsi optimismia Meksikon talouskehitystä kohtaan. Mutta vaikeudet syntyivät siitä, että pääomantuonti yhdistettynä osittain kiinteään valuuttakurssipolitiikkaan (crawling peg) johti reaalisen valuuttakurssin revalvoitumiseen ja vaihtotaseen vajeeseen kasvuun. Vaihtotaseen vaje 1994 oli 8 prosenttia BKT:sta. Suuri osa pääomantuonnista käytettiin erityisesti kuluksen rahoittamiseen. Kun saman aikaisesti Meksikon poliittisessä kehityksessä syntyi kuohuntaa, sijoittajat alkoivat vetäytyä näiltä markkinoilta. Meksikon peso päästettiin kellumaan joulukuussa 1994.

³ Meksikon kriisiä on kuvattu mm. IMF:n julkaisussa "World Economic Outlook", May 1995, Annex 1.

Meksikon kriisi johti pääomapakoon myös muissa Latinalaisen Amerikan maissa, joista monilla oli kasaantunutta ulkomaista velkaa. Erityisesti vaikutukset tuntuivat Argentiinassa. Argentiinassa oli voimassa currency board -järjestelmä, jonka vuoksi pääomapako johti siellä heti vastaavansuuruiseen likviditeetin kiristymiseen ja korkojen nousuun. Rahoitussektori joutui suuriin vaikeuksiin. Myös Brasilia joutui pääomapaon kohteeksi, ja maan valuutta devalvoitiin keväällä 1995. Latinalaisen Amerikan maista parhaiten pärjäsivät ne, joilla ulkomainen velka oli enemmän suorien sijoitusten muodossa. Näitä maita olivat Chile, Kolumbia ja Peru.

Suomen ja ERM:n kriisissä vuonna 1992 oli myös paljon samoja piirteitä kuin myöhemmissäkin. Erityisesti Suomessa, Ruotsissa ja Englannissa taustalla oli 1980-luvun loppuvuosien löysä luotonanto ja luottoekspansio. Varsinkin Suomessa luotonannon kasvu nojasi pääomantuontiin, joka tapahtui kiinteän valuuttakurssin turvin. Yksi kriisin syy oli kilpailukyvyyn muutoksissa; kriisiä edelsi kilpailukyvyyn heikentyminen useissa maissa, kuten Espanjassa, Portugaliassa, Ruotsissa, Suomessa ja Englannissa. Koko järjestelmän joutuminen markkinahyökkäyksen kohteeksi johtui toki muistakin syistä: Saksan rahapolitiikka muodostui yhdistymiskehityksen vuoksi tiukemmaksi kuin olisi ollut soveltuva muille Euroopan maille, rahoitusmarkkinoiden ongelmat kärjistyivät Englannissa ja Pohjolassa, ja erityisesti Italiassa julkinen vaje nousi ongelmaksi. Valuuttakriisi alkoi valuuttansa ecuun sitoneesta Suomesta, ja levisi nopeasti ERM:n alueelle.

Varsinkin Suomen tapahtumat muistuttavat läheisesti Kaakkois-Aasian maiden tapahtumia. Kriisin puhkeamisen syyt olivat samantyyppisiä, ja valuuttakurssi reagoi selvästi yli sen, mikä kilpailukyvyyn korjaantumisen näkökulmasta olisi näyttänyt järkevältä. Myöhempi kehitys on kuitenkin näyttänyt, että "ylireagointi" on johtanut talouden tasapainoisen kasvun uralle ulkoisen tasapainon suhteen. Sen lisäksi että valuuttakurssimuutos paransi kilpailukyvyyn, se myös vaimensi voimakkaasti kotimaista kysyntää. Tuloksena oli konkurssien aalto ja työttömyyden ankara kasvu, mutta ulkoinen tasapaino saavutettiin jo vuoden 1993 lopulla. Yksityinen pääomantuonti Suomeen väheni kuitenkin useita vuosia valuuttakriisin jälkeenkin, ja tämä vaje katettiin valtion pääomantuonnilla.

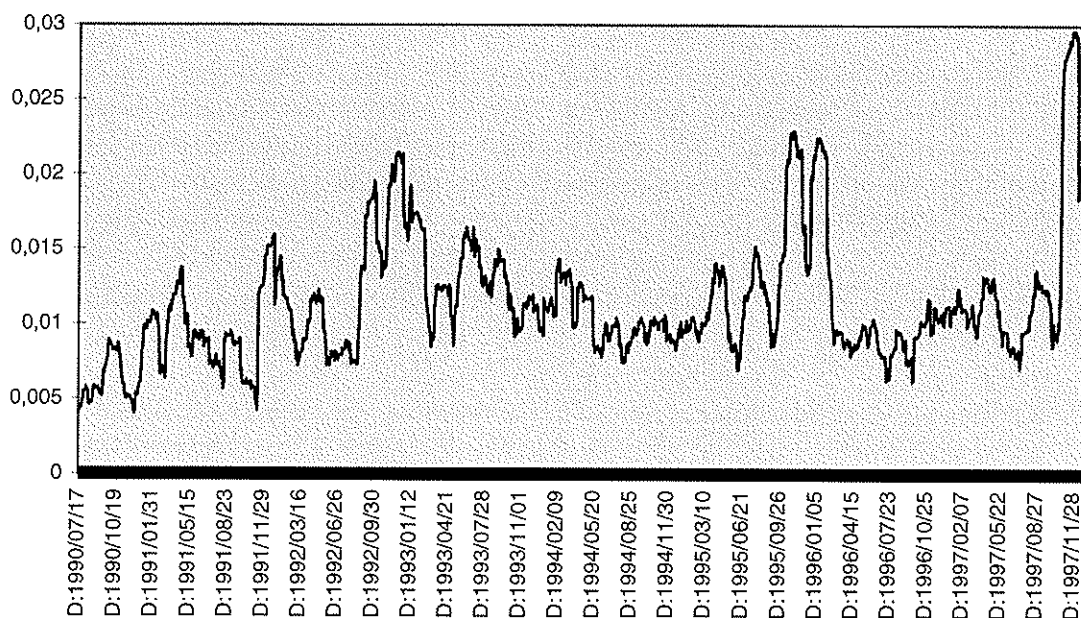
Gloaalien pääomamarkkinoiden kehitys näkyy selvästi myös pörssikurssien käyttäytymisessä. Pörssikurssien heilahdukset maailman eri pörseissä seuraavat usein kiinteästi toisiaan. Esimerkiksi Itä-Aasian kriisissä pörssikurssien vaihtelut keskeisissä kriisimaissa ovat kytkeytyneet tiukasti toisiinsa. Aika ajoin heilahtelut ovat tarttuneet myös muihin pörseihin. Tyypillistä on ollut, että muut pörssit ovat reagoineet heilahteluihin ryhminä; välillä ovat reagoineet uusien kehittyvien maiden pörssit ja välillä keskeisten teollistuneiden maiden pörssit, kuten lokakuussa 1997. Pörssikurssien yhteenkytkeytyminen näkyy hyvin myös toimialatasolla. Saman toimialan yritysten kurssien heilahtelut seuraavat toisiaan maasta toiseen.

6. Markkinoiden volatiliteetin kehitys

Osakemarkkinoiden vaihto on kohonnut moninkertaiseksi ulkomaisten omistusoikeuden rajoitusten poistuttua. Tämä likviditeetin lisääntyminen on omiaan vähentämään markkinoiden volatiliteettia sen myötä, että yksittäisten kauppajien vaikutus hintoihin jää pienemmäksi. Toisaalta markkinoiden avautuminen altistaa pörssikurssit kansainvälisten markkinoiden vaihtelulle ja suurten kansainvälisten sijoittajien toimille.

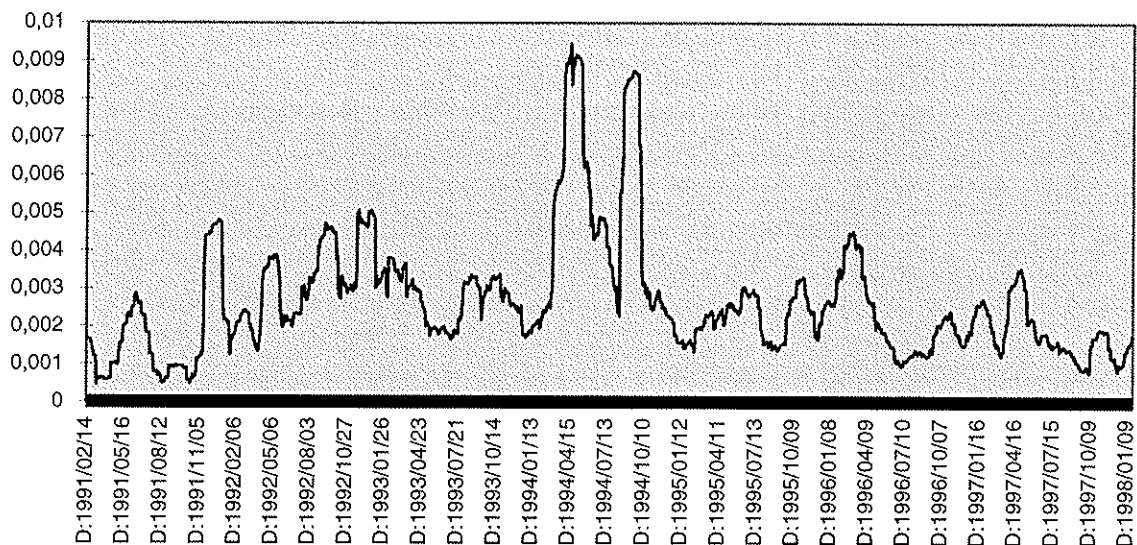
Pörssikursseja koskeva aineisto osoittaa markkinoiden volatiliteetin muuttuneen ulkomaisen omistuksen vapautumisen jälkeen. Volatiliteetti, mitattuna pörssikurssien prosenttimuutosten 30 päivän liukuva keskihajonnalla, kertoo päivittäisen vaihtelun kasvaneen keskimäärin 1,0 prosentista 1,2 prosenttiin (Kuvio 5) muutoksen myötä. Ero ei ole suuri, mutta se on tilastollisesti merkitsevä (tilastollisen keskiarvotestin perusteella). On toki mahdollista, että volatiliteetin kasvu aiheutuu jostakin muustakin syystä kuin ulkomaalaisten sijoittajien tulosta markkinoille.

Kuvio 5. Pörssikurssien volatiliteetti. HEX-indeksin prosenttimuutosten 30 päivän liukuva keskihajonta.



Joukkolainamarkkinoiden volatiliteetissa ei ole havaittavissa samanlaista kansainvälistymisen aikana tullutta volatiliteetin kasvua. Korkojen volatiliteettia hallitsevat kansainvälisen korkotason muutokset. Volatiliteetti kasvoi vuoden 1994 kansainvälisen korkojen nousun myötä, mutta on viime vuosina ollut vuosikymmenen alun tasolla.

Kuvio 6. Pitkien korkojen volatilitteetti. Valtion obligaatioiden indeksin prosenttimuutosten 30 päivän liukuva keskihajonta.



7. Kansallisen omistuksen pohjan murentuminen pörssiyhtiöissä

Lähes puolet suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeiden markkina-arvosta on siirtynyt viimeisten viiden vuoden aikana ulkolaiseen omistukseen. Taulukossa 1 on listattu markkina-arvoltaan 20 suurinta yritystä ja niiden ulkomaalaisomistus 31.1. 1998. Näin suuri muutos lyhyessä ajassa synnyttää kysymyksen siitä, mitä vaikutuksia ulkomaalaisomistuksen kasvulla on yrityksissä.

**Taulukko 1. Ulkomaalaisomistus Suomen 20:ssä markkina-arvoltaan suurimmas-
sa pörssiyhtiössä 31.1.1998. Lähde:Arvopaperikeskus.**

Yhtiö	Ulkolaisomistus, %
Nokia	76,2
UPM-Kymmene	47,8
Merita	31,1
Raisio	60,0
Enso	22,7
Neste	1,3
Sampo	40,7
Orion	11,6
Pohjola	47,9
Outokumpu	25,7
Cultor	50,1
Huhtamäki	30,1
Kemira	20,7
Metra	18,7
Metsä-Serla	45,0
Instrumentarium	10,5
Rautaruukki	24,0
Stockmann	6,1
Valmet	46,3
TT-Tieto	47,9

Ulkomaalaiset pörssiyhtiöihin sijoittavat ovat yleensä institutionaalisia sijoittajia, eli sijoitusrahastoja ja eläkerahastoja. Ulkomaalainen omistus voi olla laajalle jakautunutta, joten kyse ei ole yhtenäisestä klikistä, joka pyrkisi vallankäyttöön yrityksissä.

Tyypillisesti ulkomaalaiset portfoliosijoittajat eivät käytä äänivaltaa suomalaisissa yrityksissä; 86 prosenttia omistuksista oli syyskuun lopussa 1997 hallintarekisterissä. Hallintarekisterissä olevalla omistuksella ei ole lainkaan äänivaltaa.

On vaikeaa ennakoida, miten ulkomaalaisten omistajien tulo muuttaa suomalaisia yrityksiä. Sillä voi olla myönteisiä vaikutuksia suomalaisyritysten kehitykseen. Vaikka ulkomaalaisomistajat eivät yleensä käytä äänivaltaa, ne seuraavat aktiivisesti yritysten toimintaa. Tämä edellyttää suomalaisyrityksiltä mm. informaation julkistamista kansainvälisten pelisääntöjen mukaan. Ns. *corporate governance* -kirjallisuudessa on kiinnitetty paljon huomiota siihen, että menestyvän yritystoiminnan yksi edellytys on se, että omistajat kykenevät seuraamaan yrityksen toimintaa riittävän tehokkaasti⁴. Tästä näkökulmasta kansainvälisten sijoittajien tulo pörssimarkkinoille ja niiden edellyttämä informaation saanti yrityksistä voi kehittää suomalaisen yritystoiminnan infrastruktuuria parempaan suuntaan.

⁴ Ks. esimerkiksi Shleifer and Vishny (1997).

Suomalaisyrittäjille on kansainvälisessä vertailussa ollut tyypillistä se, että rahoituslaitoksilla on ollut vahva asema yritysten omistuksessa ja kontrolloinnissa. Ulkomaalaisten sijoittajien tulo omistajaksi on osaltaan murtanut tätä piirrettä. Tällä voi olla myönteisiä vaikutuksia yritysten omistus- ja rahoituspohjan kehittymiseen yleisemminkin. Yritysten omistus voi laajentua laivemmalle pohjalle, ja niiden pääoman hankkiminen voi helpottua. Toisaalta omistuspohjan laajentuminen voi heikentää kokonaisuudessaan omistajien kontrollia yrityksissä; perinteisesti on katsottu, että suuromistajat ovat aktiivisimpia valvojia yrityksissä.

On todennäköistä, että ulkomaalaisten tulo markkinoille on tukenut pörssikurssien kehitystä sen vuoksi, että se on lisännyt markkinoiden likvidisyyttä. Selvityksiä ulkomaalaisten omistajien osuuden ja pörssikurssikehityksen välisestä suhteesta Suomessa ei kuitenkaan ole.⁵

On pelätty, että ulkomaalaisomistus voi johtaa kansallisesti kielteisiin seurauksiin mm. siten, että kansainväliset omistajat voisivat joissakin tilanteissa suosia yrityksen sijoitumista koskevilla päätöksillä ulkomailla olevia toimipaikkoja. Erityisesti pörssi-yhtiöiden kyseessä ollen tämä pelko tuntuu aiheettomalta. Ulkomaalaisten omistajien tavoitteena on ollut saada sijoituksilleen hyvää tuottoa; ne eivät ole edes pyrkineet käyttämään yrityksissä valtaa. Onkin ilmeistä, että nykyisessä kansainvälistyneessä ympäristössä Suomi joutuu kilpailemaan yritysten toimipaikoista kaikkien suuryritysten osalta, eikä vain niiden, joilla on merkittävää ulkomaalaisomistusta. Puhtaasti liiketoiminnan kannattavuuteen liittyvät seikat ovatkin omistus pohjaa tärkeämpiä.

Silti ulkomaalaisten omistuksen kasvamisesta voi olla huolissaan talouden omavaraisuuden kannalta. Joissakin poikkeusoloissa voisi olla merkitystä sillä, että suomalainen tuotanto on suurelta osin ulkolaisessa omistuksessa. Tällaisten strategisten argumenttien merkitys on kuitenkin vähentynyt kylmän sodan poistumisen myötä (EVA, 1998). Pikemminkin on niin, että omistuksen kansainvälistyminen on osa prosessia, jossa kansainvälisten siteiden kehittyminen eri maiden välille tekee erilaiset kriisit epätodennäköisemmiksi.

8. EMU ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen

EMU:n tulo poistaa lopullisesti esteet yhtenäisiltä rahoitusmarkkinoilta yhteisen valuutan alueella. Kansalliset valuutat ja niihin liittyvät riskit ovat tähän saakka jakaneet rahoitusmarkkinat segmentteihin ja toimineet kilpailun esteinä. Yhteisen valuutan tultua kansallisten rahoitusmarkkinoiden rajat hämärtyvät ja kilpailu lisääntyy.

Valuuttarajan poistaminen euron alueelta johtaa sijoitusportfolioiden hajauttamisen jatkumiseen entistä suuremmissa määrin. Suomalaiset sijoittajat voivat sijoittaa ilman valuuttakurssiriskiä euro-alueen maihin, ja kansainväliset sijoittajat voivat sijoittaa Suomeen euroriskillä, ilman markkariskiä. Markkariskin ja kansallisen rahapolitiikan

⁵ Didner (1993) on tarkastellut Ruotsin aineistolla pörssikurssien ja ulkomaalaisomistuksen yhteyttä. Hänen mukaansa positiivinen yhteys on olemassa.

poistuminen luultavasti parantaa kansainvälisten sijoittajien kilpailuasemaa Suomen markkinoilla; uusissa olosuhteissa paikallistietämyksen merkitys vähentyy.

Kilpailun koventuminen lisää sijoittajien ja pääomaa tarvitsevien mahdollisuuksia, ja parantaa rahoituksen välityksen tehokkuutta. Suuret kansainväliset rahoitusvälittäjät luultavasti kokevat helpommaksi tulla Suomen markkinoille. Samoin suomalaisten yritysten on helpompi lähestyä kansainvälisiä markkinoita, kun valuuttakurssiraja on poistunut.

Uusi ympäristö suosii arvopaperistumista, eli yrityksille tulee helpommaksi lainata suoraan joukkolainamarkkinoilta. Yksi syy tähän on se, että yhteisvaluutan käyttöönotto laajentaa potentiaalisten sijoittajien joukkoa. Toiseksi, koko euroalueen kattavien markkinoiden kehittyminen johtaa markkinoiden infrastruktuurin vahvistumiseen esimerkiksi luottokelpoisuuden arvioinnin osalta. Joukkovelkakirjarahoituksen aseman pankkirahoitukseen verrattuna voikin odottaa vahvistuvan.

9. Lopuksi

Pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen ja vapautuminen ovat lisänneet taloudellista tehokkuutta. Globaalit markkinat tarjoavat valtavan rahoituslähteen kotimaisille rahoituksen tarvisijoille. Lisäksi toimivat markkinat tehostavat resurssien ohjautumista taloudellisesti parhaisiin kohteisiin.

Pääomaliikkeiden vapautuminen on myös muuttanut talouspolitiikan toimintaympäristön. Kansallisen talouspolitiikan itsenäisyys on murtunut. Pääomaliikkeet ohjaavat talouspolitiikkaa. Järjestelmään liittyy hyviä puolia, mutta myös ongelmiakin; on osoittautunut, että etenkin lyhytaikaiset portfoliosijoitukset voivat olla sangen pulmallisia kriisiherkkyytensä vuoksi.

Yksi seuraus pääomaliikkeiden vapautumisesta on se, että suomalaisten pörssiyritysten omistuksesta on siirtynyt lähes puolet ulkomaalaisille. Osakemarkkinoiden kansainvälistyminen lisää yritysten mahdollisuuksia hankkia pääomia ja tehostaa suomalaisten markkinoiden toimintaa.

Nykyinen kehitys viittaa siihen, että ulkolaiset sijoittajat eivät yleensä tähtää vaikutusvallan kasvattamiseen yrityksissä, vaan niiden tavoitteena on korkea tuotto sijoituksista puhtaasti portfoliosijoituksina. Periaatteessa on kuitenkin mahdollista, että korkeasta ulkomaalaisomistuksesta voisi syntyä ongelmia joissakin poikkeustapauksissa tai poikkeusoloissa. Tämä tuntuu epätodennäköiseltä etenkin institutionaalisten sijoittajien kyseessä ollen, sillä normaalisti sekä yritysten ulkomaalaisten että kotimaisten omistajien edut ovat yhtenevät, eikä ulkolaisten portfoliosijoituksiin liity strategisia tavoitteita.

Lisäksi on huomattava, että mitään järkevää tapaa ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen hillitsemiseksi ei ole helppoa löytää. Jos omistusrajoja asetettaisiin, menetettäisiin vapaiden pääomamarkkinoiden tuomat edut. Omistusrajoitukset olisivat myös täysin vastoin Suomen integraatiopolitiikkaa, johon kuuluu mm. pääoman vapaa liikkuvuus EU:n alueella.

Kun talous- ja rahaliiton kolmas vaihe toteutuu ja Suomi on siinä mukana, markkariski poistuu suomalaisista arvopapereista ja muuttuu euroriskiksi. Tämä luultavasti entisestään lisää sijoituksia Suomeen, sillä nykyisin markkaan liittyvä valuuttakurssiriski on ulkomaalaisten sijoittajien kannalta sellaista paikallistietämystä, jossa ne eivät ole vahvoilla. Kansainvälistyminen etenee euron myötä myös siten, että suomalaiset yritykset hakevat rahoitusta entistä enemmän euromarkkinoilta Suomen ulkopuolella.

KIRJALLISUUS

Ali-Yrkkö, Jyrki ja Ylä-Anttila, Pekka (1997): Yritykset kansainvälistyvät - katoavatko työpaikat? ETLA, Sarja B 130.

Didner, Henrik (1993): Utländskt ägande av svenska aktier. Doctoral thesis no.51, Uppsala Universitet 1993.

EVA (1998): Globaalistuminen ja Suomi. Eva-raportti maailman yhteenkasvamisesta, 1998.

Feldstein, Martin and Horioka, Charles (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, vol. 90 (June 1980).

Goldstein, Morris and Mussa, Michael (1993): The Integration of World Capital Markets. IMF Working Paper 93/95 (December 1993).

Hakala, Janne (1997): Osakeomistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyrityksissä. ETLA, Keskusteluaiheita, no 625, 1997.

Krugman, Paul (1997): Currency Crises. Background paper for NBER conference. October 1997.

Pajarinen, Mika (1997): Ulkomaiset suorat sijoitukset ja ulkomaalaisomistus Suomessa: Katsaus historiaan ja viimeaikaiseen kehitykseen. ETLA, Keskusteluaiheita, no 610, 1997.

Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. 52, June 1997.

World Economic Outlook, May 1995, IMF.

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

Puh./Tel. (09) 609 900
Int. 358-9-609 900
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753
Int. 358-9-601 753

KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847

- No 611 JYRKI RUUTU, Suomalainen työehtosopimusjärjestelmä, palkat ja inflaatio. 20.08.1997. 44 s.
- No 612 MIKA MALIRANTA, Plant Productivity in Finnish Manufacturing. Characteristics of high productivity plants. 22.08.1997. 43 p.
- No 613 PETRI ROUVINEN - PEKKA YLÄ-ANTTILA, Konkurrenskraften i Norden. 08.09.1997. 21 s.
- No 614 HANNU HERNESNIEMI, Toimialojen tuotannon kasvun työllisyysvaikutukset Suomessa vuosina 1980 - 1996. 09.09.1997. 31 s.
- No 615 ATRO MÄKILÄ, Elintarviketeollisuuden osaamistarpeiden ennakointi - kyselytutkimus. 19.09.1997. 41 s.
- No 616 SEPPO LAAKSO, Asuntojen hinnat ja asuntojen ominaisuuksien kysyntä pääkaupunkiseudun asuntomarkkinoilla. 22.09.1997. 16 s.
- No 617 ELISABETH HELANDER, Finland's Research Clusters: Important Assets for a New Member of The European Union. 25.09.1997. 10 p.
- No 618 ATRO MÄKILÄ, Vakuutusyhtiöiden osaamistarpeiden ennakointi - kyselytutkimus. 30.09.1997. 28 s.
- No 619 RITA ASPLUND, The Disappearing Wage Premium of Computer Skills. 03.10.1997. 22 p.
- No 620 ERKKI KOSKELA - MARKKU OLLIKAINEN, Optimal Public Harvesting in an Economy with Multiple-use Forestry. 13.10.1997. 26 p.
- No 621 WANG HUIJIONG - LI SHANTONG, Prospects and Problems of China's Economy. 06.10.1997. 38 p.
- No 622 BIRGITTA BERG-ANDERSSON, Comparative Evaluation of Science & Technology Policies in Lithuania, Latvia and Estonia. 08.12.1997. 76 p.
- No 623 MARKKU KOTILAINEN, Etelä-Suomen talousnäkymät vuosina 1997-2001. 12.12.1997. 10 s.
- No 624 JOHANNA POHJOLA, CO₂-päästöjen vähentämisen kansantaloudelliset vaikutukset: Tuloksia polttoainerakenteen muutokset huomioonottavasta CGE-mallista. 18.12.1997. 52 s.

- No 625 JANNE HAKALA, Osakeomistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyrityksissä. 31.12.1997. 84 s.
- No 626 ANNE ERONEN, Yrityksen henkisen pääoman arviointi - malleja ja tunnuslukuja. 12.01.1998. 40 s.
- No 627 MARKKU KOTILAINEN, Economic Policy in EMU. 12.01.1998. 12 p.
- No 628 COLIN HAZLEY- INKERI HIRVENSALO, Barriers to Foreign Direct Investment in the Baltic Sea Region. 02.02.1998. 92 p.
- No 629 OLAVI RANTALA, Asuntokysyntään vaikuttavat tekijät ja sen kehitys talouden pitkän ajan kasvu-uralla. 29.01.1998. 60 s.
- No 630 PEKKA VALKONEN, Mitä suomalaisten yritysten patentointi kertoo kemian teknologian tasosta? 06.02.1998. 33 s.
- No 631 SOILI LEHTONEN - EERO LAESTERÄ, Kannattaako kotityö? Kotityön ja vapaa-ajan hinnoittelu ja tulonsiirtojärjestelmien yhteisvaikutus eri tulotasoilla. 26.02.1998. 33 s.
- No 632 DAINIUS BERNOTAS - ARVYDAS GUOGIS - ROMAS LAZUTKA, Social Security in Lithuania: A Review. 27.02.1998. 27 p.
- No 633 AUDRONE MORKUNIENE, The Lithuanian Pension System and Alternatives for the Future. 27.02.1998. 25 p.
- No 634 MIKA MALIRANTA, Factors of Productivity Performance by Plant Generation: Some findings from Finnish manufacturing. 05.03.1998. 25 p.
- No 635 RITA ASPLUND, Palkkaliikkuvuus Suomessa. 12.03.1998. 20 s.
- No 636 JUKKA LASSILA, Wage Formation by Majority Voting and The Incentive Effects of Pensions and Taxation. 19.03.1998. 26 p.
- No 637 KIMMO LAHTI-NUUTTILA, Yrityksen ympäristökilpailukyvyyn teoreettinen tarkastelu. 27.04.1998. 35 s.
- No 638 OLAVI RANTALA, Kotitalouksien varallisuus 1980-1996. 04.05.1998. 22 s.
- No 639 MARKKU PULLI, Ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen Suomessa. 12.05.1998. 15 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaavaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.