

---

# SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

---

41/92

**Kirsi Huurinainen**

Rahoitusmarkkinaosasto  
8.12.1992

Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen  
merkitys arvopaperimarkkinoilla

Suomen Pankki  
PL 160, 00101 HELSINKI  
☎ (90) 1831

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA 41/92

**Kirsi Huurinainen**

Rahoitusmarkkinaosasto

8.12.1992

**Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen  
merkitys arvopaperimarkkinoilla**

ISBN 951-686-358-2  
ISSN 0785-3572

Suomen Pankin monistuskeskus  
Helsinki 1992

## Tiivistelmä

Institutionaalisten sijoittajien, kuten vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen merkitys sijoittajina on monissa maissa tärkeä. Suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kehityksen kannalta merkittävä kysymys onkin, poikkeako institutionaalisten sijoittajien toiminta täällä ulkomaisista esimerkeistä. Ulkomaisten kokemusten valossa näyttäisi siltä, että vakuutusyhtiöillä ja sijoitusrahastoilla voisi olla olennaisesti keskeisempi rooli Suomen arvopaperimarkkinoiden likviditeetin lisääjinä.

Tässä selvityksessä pyritään analysoimaan kyseisten institutionaalisten sijoittajien roolia Suomen markkinoilla tällä hetkellä ja tulevaisuudessa. Selvitykseen on valittu vertailtaviksi maiksi Suomen lisäksi vakuutusyhtiöiden osalta: USA, Englanti, Saksa, Ranska ja Japani ja sijoitusrahastoista kolme merkittävintä sijoitusrahastotoimintaa harjoittavaa eurooppalaista maata: Englanti, Ranska ja Saksa.

Tunnusomaista tarkasteltavan ajanjakson (1975–1990) kehitykselle on ollut vakuutusyhtiöiden arvopaperimarkkinoille tekemien sijoitusten kasvu ja kiinnitysluottojen sekä kiinteistösjoitusten väheneminen muissa maissa paitsi Suomessa. Suomessa vakuutusyhtiöiden sijoituksia hallitsevat TEL-takaisnlainauksen sekä sijoitusluottojen suuret osuudet, mikä ilmeisestikin haittaa osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymistä.

Sijoitusrahastojen toiminta Suomessa on vielä melko uutta ja vaatimatonta, mutta ne voisivat mahdollisesti tulevaisuudessa toimintaedellytysten parantuessa toimia tasavertaisena osapuolena suurten sijoittajien kanssa markkinoilla mahdollistamalla piensijoittajien merkityksen kasvun.

# Sisällys

	Sivu
Tiivistelmä	3
1 Johdanto	7
2 Vakuutusyhtiöt ja sijoitusrahastot sijoittajina	9
2.1 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta	9
2.1.1 Kiinteistösijoitukset	10
2.1.2 Osakkeet ja osuudet	11
2.1.3 Kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat ja lainat	13
2.1.4 Kiinnitysluotot	14
2.1.5 Muut sijoitukset	15
2.2 Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta	15
3 Vakuutusyhtiöt ja sijoitusrahastot sijoittajina Suomessa	18
3.1 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta	18
3.2 Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta	20
4 Lopuksi	23
Liite 1 EY-direktiivien asettamat rajoitukset institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminnalle	26
Liite 2 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa	28
Liite 3 Vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitustoiminta	29
Liite 4 Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset ja sijoituskanta 1990	32
Liite 5 Vakuutusyhtiöiden uusien kotimaisten sijoitusten vaateittainen rakenne	33
Lähteet	34

# 1 Johdanto

Institutionaalisten sijoittajien, kuten vakuutusyhtiöiden, eläkerahastojen, sijoitusrahastojen<sup>1</sup> sekä sijoitusyhtiöiden<sup>2</sup> merkitys sijoittajina on useissa maissa varsin merkittävä. Arvopaperimarkkinoiden toimintaan tällä on ainakin sikäli vaikutusta, että institutionaaliset sijoittajat luovat arvopapereille pysyväisluonteista kysyntää. Suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kehityksen kannalta yksi esiinnouseva kysymys onkin, poikkeako institutionaalisten sijoittajien toiminta täällä ulkomaisista esimerkeistä.

Tässä selvityksessä on tarkoituksena kartoittaa aluksi vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen<sup>3</sup> merkitystä sijoittajina eri maiden markkinoilla. Toisena kysymyksenä käsitellään erikseen vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa Suomen markkinoilla ja tarkastellaan kysymystä, olisiko tarvetta ja keinoja institutionaalisten sijoittajien markkinaehtoisen sijoitustoiminnan ja trading-aktiviteetin lisäämiseen myös Suomen pienillä ja keskittyneillä markkinoilla.

Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen sijoitusten koostumus vaihtelee hyvinkin paljon maasta toiseen. Sijoitusten rakenteeseen vaikuttavat sijoitustoimintaa säätelevät kansalliset lait sekä EY-direktiivit (Liite 1), julkisen vallan asettamat sijoitusvelvoitteet ja -rajoitukset, raha- ja pääomamarkkinoiden tila sekä institutionaaliset että historialliset syyt.

Tunnusomaista tarkasteltavan ajanjakson (1975–1990) kehitykselle on yleisesti ottaen ollut vakuutusyhtiöiden arvopaperimarkkinoille tekemien sijoitusten kasvu ja kiinnitysluottojen sekä kiinteistösijoitusten väheneminen. Kuitenkaan esimerkiksi osakesijoituksia ei yleensä lisätä "millä hinnalla hyvänsä", vaan pyritään tehokkaaseen diversifikaatioon, jotta saavutettaisiin optimaalinen yhdistelmä riskin ja tuoton välillä. Tämän lisäksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa säätelee myös ns. turvaavuus-periaate, jonka mukaan vastuuvelan katteena olevat varat on sijoitettava turvaavasti, varmana pidettyihin vakuutuslaitosten valvontaa harjoittavien viranomaisten erikseen määrittelemiin sijoituskohteisiin (esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöiden ja -säätiöiden on ensisijaisesti pyrittävä turvaamaan eläkkeenmaksukykynsä).

Tutkijat<sup>4</sup>, jotka ovat tarkastelleet institutionaalisten sijoittajien toiminnan vaikutuksia osakkeiden hintoihin eivät ole empiirisissä tutkimuksissaan päässeet täysin yhteneväisiin tuloksiin. Yhteenvetona voidaan todeta, että suurissa pörseissä institutionaalisten sijoittajien vaikutus osakkeiden hintoihin on erittäin vähäinen tai sitä ei voida havaita. Pienissäkin pörseissä institutionaalisten sijoittajien

---

<sup>1</sup> Sijoitusrahasto; pääasiallisesti osakkeista ja muista arvopapereista koostuva rahasto, jonka omistavat siihen sijoittaneet henkilöt ja yhteisöt yhteisesti. Sijoitusrahaston pääoma voi vaihdella. Sijoitusrahastoyhtiö; sijoitusrahastotoimintaa harjoittava yhtiö.

<sup>2</sup> Sijoitusyhtiö; osakeyhtiö, jonka päätoimialana on arvopaperien omistaminen. Ns. "suljettu yhtiö"; pääoma muuttuu vain osakepääomaa korotettaessa tai alennettaessa.

<sup>3</sup> Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen sijoitustoiminnan tarkastelu antaa kohtalaisen hyvän kuvan institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminnasta kokonaisuutena.

<sup>4</sup> Ks. esim. Friend, Blume ja Crockett (1970), Kraus ja Stoll (1972), Dobbins ja Witt (1980, 1983), Lakonishok, Shleifer ja Vishny (1991).

vaikutusta hintoihin ei ole pystytty eksplisiittisesti osoittamaan. Kuitenkin esimerkiksi Suomessa ja muissa maissa, joissa vakuutussektori on suhteellisen suuri verrattuna markkinoiden kokoon, on olemassa selvä vaara, että vakuutussektorin suuret ostot/myynnit vaikuttavat osakkeiden hintoihin ainakin lyhyellä aikavälillä.

Suomelle omaleimainen lakisääteinen TEL-takaisinlainausoikeus<sup>5</sup> ja sijoitusluottojen perinteisesti suuri osuus lohkaisevat reilusti yli puolet vakuutussektorin sijoituksista ja asettavat näin omat rajoituksensa vakuutussektorin muulle sijoitustoiminnalle.

Sijoitusrahastotoiminta käynnistyi Suomessa syyskuussa 1987 arvopaperimarkkinoiden tilaa ajatellen mahdollisimman huonoon aikaan. Pörssikurssien laskevan trendin, lainsäädännön sijoitusrajoitusten sekä epäsuotuisan verotuskohtelun vuoksi ne eivät ole saavuttaneet kuin murto-osan siitä suosiosta, mikä tällä sijoitusmuodolla on muissa länsimaissa.

Edellytyksenä institutionaalisten sijoittajien toiminnan lisääntymiselle myös Suomen markkinoilla olisi muun muassa lainsäädännön uudistaminen (esim. vakuutusyhtiölainsäädäntö) sekä talouden ja siihen liittyen myös pörssin elpyminen.

---

<sup>5</sup> Työnantajat voivat suorittaa 2/3 vakuutusmaksuista ns. velkakirjalla eli vakuutusmaksulainana.



## 2 Vakuutusyhtiöt ja sijoitusrahastot sijoittajina

Seuraavassa tarkastellaan ensiksi vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa vuosina 1979–1989 suurimmissa vakuutusmaissa (USA, Englanti, Saksa, Ranska, Japani). Vakuutusyhtiöt ovat suurin institutionaalisten sijoittajien ryhmä ja niiden merkitys sijoittajina markkinoilla on huomattava, joten tarkasteltaessa niiden sijoitustoimintaa, antaa katsaus kohtalaisen hyvän kuvan myös institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminnasta kokonaisuutena.

Vakuutussektorin lisäksi merkittävän institutionaalisten sijoittajien ryhmän muodostavat sijoitusrahastot, joiden kautta harjoitetaan kollektiivista sijoitustoimintaa. Sijoitusrahastoja tarkasteltaessa on kohteiksi valittu merkittävimmät Euroopassa sijoitusrahastotoimintaa harjoittavat maat Englanti, Ranska ja Saksa.

Kansainvälisten vertailuiden tekeminen institutionaalisten sijoittajien sijoitusten jakautumisesta on vaikeata, koska eri maissa sijoitukset ryhmitellään eri tavoin. Lisäksi joissakin maissa esimerkiksi kiinteistöt ja arvopaperit ilmaistaan päivänarvoon ja joissakin toisissa tasearvoon. Myös lainsäädäntö asettaa useissa maissa erilaisia rajoituksia institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminnalle. Kansainvälisiin vertailuihin liittyvien epävarmuustekijöiden johdosta seuraavia lukuja onkin pidettävä lähinnä suuntaa antavina.

### 2.1 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

Taulukossa 1 esitetään tarkastelussa mukana olevien maiden henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden sijoitukset vuosina 1975 ja 1985 miljardeina kunkin maan rahayksikössä<sup>6</sup>, jonka jälkeen taulukoissa 2–5 tarkastellaan sijoitusten prosentuaalisia osuuksia vakuutusyhtiöiden koko sijoitustoiminnasta. Liitteessä 2 tarkastellaan vertailun vuoksi sijoitusten jakautumista Suomen osalta lähinnä vastaavina ajankohtina<sup>7</sup>.

Tarkastelussa mukana olevissa maissa vakuutusyhtiöiden sijoitukset ovat kymmenvuotiskauden aikana kolminkertaistuneet Yhdysvalloissa, Saksassa ja Japanissa, nelinkertaistuneet Ranskassa ja kuusinkertaistuneet Englannissa. Suomessa vakuutusyhtiöiden sijoitukset ovat jopa kymmenkertaistuneet vuosien 1975–1990 välisenä aikana.

---

<sup>6</sup> Tietoja ei käytössä vuosilta 1979 ja 1989.

<sup>7</sup> Suomen tarkastelu erikseen, koska Suomen luvuissa ovat mukana eläkevakuutusyhtiöt, ja Suomen luvut saatavissa eri vuosilta. Erillinen katsaus suomalaisten vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen sijoitustoimintaan kolmannessa luvussa.

Taulukko 1.

**Vakuutusyhtiöiden sijoitukset  
(mrd. paikallista rahayksikköä)**

	1975	1985
USA	330	987
Englanti	28	171
Saksa	124	351
Ranska	107	469
Japani	15505	46310

Lähde: Swiss Reinsurance Company: Sigma, 1987 No. 7/8, 1991 No. 5 ja OECD (1990/91): Financial Accounts of OECD Countries

Yhteenvedona voidaan todeta vakuutusyhtiöiden sijoitusrakenteen poikkeavan Suomessa huomattavasti muiden tarkasteltavien maiden sijoitusten rakenteesta. Osakesijoitusten osuuden ollessa muissa maissa tarkasteluperiodilla keskimäärin 21 prosenttia ja joukkovelkakirjojen noin 57 prosenttia vakuutusyhtiöiden sijoituksista, olivat vastaavat luvut Suomessa noin seitsemän ja kahdeksan prosenttia. Kun muille maille on ollut tunnusomaista osakesijoitusten huomattava kasvu ja kiinnitysluottojen väheneminen, niin Suomessa vakuutusyhtiöiden sijoituksia hallitsevat TEL-takaisinlainauksen sekä sijoitusluottojen suuret osuudet, mikä ilmeisestikin haittaa osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymistä.

### 2.1.1 Kiinteistösijoitukset

Kiinteistösijoitusten osuus on alentunut useissa tarkasteltavissa maissa. Sijoitusten osuus on laskenut 1980-luvun vaihteen 20 prosentin tasolta Englannissa sekä 10–15 prosentin tasolta Saksassa ja Ranskassa. Saksa ja Ranska ovat kuitenkin jälleen hieman kasvattaneet kiinteistösijoitusten osuuttaan 1980-luvun lopulla. Yhdysvalloissa vakuutusyhtiöiden sijoitukset kiinteistöihin ovat pysytelleet koko 1980-luvun alhaisella kolmen prosentin tasolla. Useimmissa muissakin teollisuusmaissa kiinteistösijoitusten osuus on alenemassa ollen 3–12 prosenttia 1980-luvun lopussa.

Suomessa suuntaus on ollut päinvastainen. Vuonna 1990 vakuutusyhtiöiden sijoituskannasta 15 prosenttia oli sijoituksia kiinteistöihin ja kiinteistöosakkeisiin, ja uusista bruttosijoituksista jopa 21 prosenttia oli kiinteistösijoituksia.

Monissa maissa vakuutusyhtiöiden kiinteistösijoitusten enimmäismäärät ovat lainsäädännöllä rajoitettuja, kuten Japanissa 20 prosenttiin, Saksassa 25 prosenttiin ja Ranskassa 40 prosenttiin.

Taulukko 2.

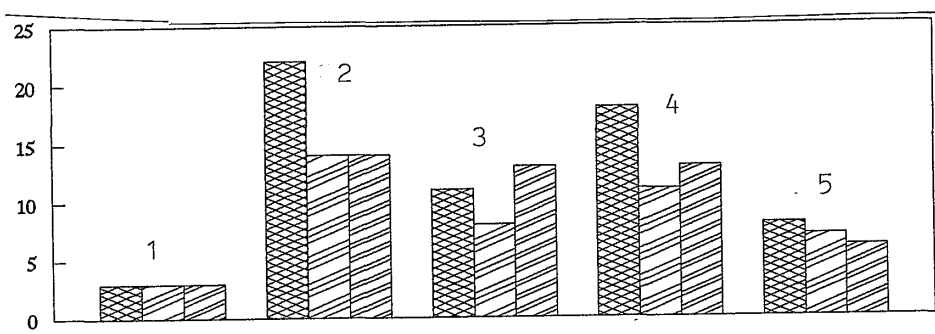
## Kiinteistöt, %

	1979	1985	1989
USA	3	3	3
Englanti	22	14	14
Saksa	11	8	13
Ranska	18	11	13
Japani	8	7	6




Lähde: Swiss Reinsurance Company: Sigma, 1987 No. 7/8, 1991 No. 5 ja OECD(1990/91): Financial Accounts of OECD Countries

Kuvio 1.

## Kiinteistöt, %



- 1 USA
- 2 Englanti
- 3 Saksa
- 4 Ranska
- 5 Japani

 1979  
 1985  
 1989

## 2.1.2 Osakkeet ja osuudet

Myös osakkeiden merkitys vakuutusyhtiöiden sijoituskohteena vaihtelee. Osakkeiden osuus oli vuonna 1985 Englannissa 42 prosenttia sekä Ranskassa ja Japanissa 20 prosentin suuruusluokkaa. Yhdysvalloissa osakkeiden omistus oli vuonna 1985 noin 13 prosenttia ja Saksassa ainoastaan alle 10 prosenttia. 1980-luvun loppuun tultaessa merkittävästi osakesijoituksiaan olivat kasvattaneet Englanti (noin 49 prosenttiin), Japani (noin 24 prosenttiin) ja Saksa (noin 13 prosenttiin). Kaiken kaikkiaan voidaan todeta kiinnostuksen osakesijoituksia kohtaan lisääntyneen. Englannin suurta osakesijoitusten määrää selittää osaltaan korkeahko inflaatioprosentti, joka lisäsi kiinnostusta reaalijoituksia kohtaan.

Monissa maissa lainsäädäntö asettaa rajoituksia vakuutusyhtiöiden osakesijoitusten enimmäismääräksi, mutta näitä rajoja ei ole missään tarkastelussa mukana olevassa maassa saavutettu.

Taulukko 3.

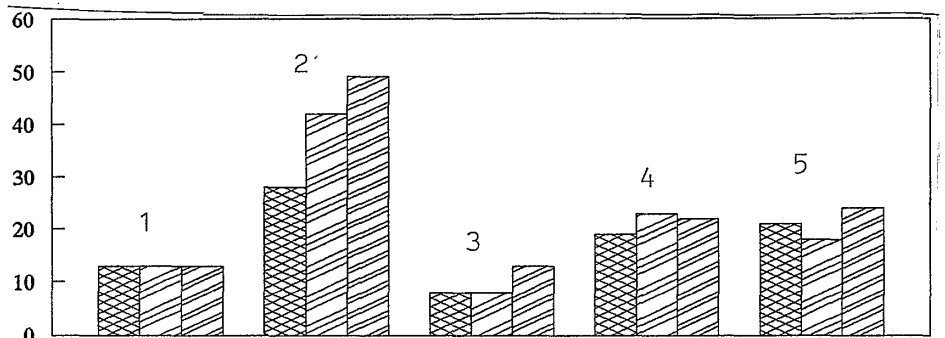
## Osakkeet ja osuudet, %

	1979	1985	1989
USA	13	13	13
Englanti	28	42	49
Saksa	8	8	13
Ranska	19	23	22
Japani	21	18	24

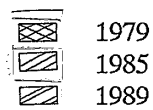
Lähde: Swiss Reinsurance Company: Sigma, 1987 No. 7/8, 1991 No. 5 ja OECD (1990/91): Financial Accounts of OECD Countries

Kuvio 2.

## Osakkeet ja osuudet, %



- 1 USA
- 2 Englanti
- 3 Saksa
- 4 Ranska
- 5 Japani



### 2.1.3 Kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat ja lainat

Useiden maiden tilastoissa kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat ja lainat on yhdistetty. Niiden yhteinen osuus on useimmissa maissa 40–65 prosentin suuruusluokkaa ja on pysynyt ennallaan tai kasvanut viime vuosina. Ainoastaan Englannin Ranskan kohdalla voidaan havaita tapahtuneen laskua. Englannin joukkovelkakirjasijoitusten osuus on suhteellisen alhainen (26 %) verrattuna muihin tarkasteltaviin maihin. Yleensä joukkovelkakirjojen osuus on yli puolet ja varsinaisen luotonannon osuus on vähäinen.

Yleensä lainsäädännössä ei ole määritelty ylärajoja vakuutusyhtiöiden sijoituksille valtion papereihin, sen sijaan joissakin maissa on määritelty minimisijoitusvaatimus, kuten esimerkiksi Ranskassa (min. 34 %).

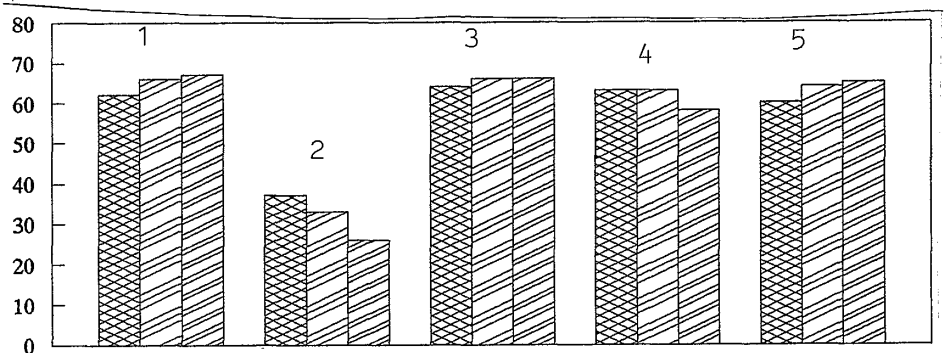
Taulukko 4. **Kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat ja lainat, %**

	1979	1985	1989
USA	62	66	67
Englanti	37	33	26
Saksa	64	66	66
Ranska	63	63	58
Japani	60	64	65




Lähde: Swiss Reinsurance Company: Sigma, 1987 No. 7/8, 1991 No. 5 ja OECD (1990/91): Financial Accounts of OECD Countries

Kuvio 3.

**Kiinteäkorkoiset joukkovelkakirjat ja lainat, %**



- 1 USA
- 2 Englanti
- 3 Saksa
- 4 Ranska
- 5 Japani

 1979  
 1985  
 1989

## 2.1.4 Kiinnitysluotot

Omana ryhmäänään ovat kiinnitysluotot, joiden osuus on noin 15 prosenttia Yhdysvalloissa ja Saksassa. Kaikissa muissa tarkasteltavissa maissa, paitsi Ranskassa, kiinnitysluottojen osuus on vähentynyt vuodesta 1985. Ranskassa osuus on kasvanut poikkeuksellisen alhaiselta vajaan prosentin tasolta noin viiteen prosenttiin.

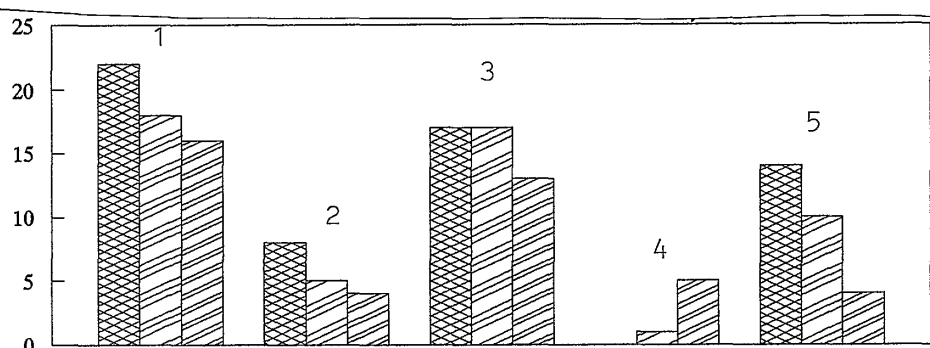
Taulukko 5. **Kiinnitysluotot, %**

	1979	1985	1989
USA	22	18	16
Englanti	8	5	4
Saksa	17	17	13
Ranska	0	1	5
Japani	14	10	4

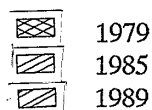
Lähde: Swiss Reinsurance Company: Sigma, 1987 No. 7/8, 1991 No. 5 ja OECD (1990/91): Financial Accounts of OECD Countries

Kuvio 4.

**Kiinnitysluotot, %**



- 1 USA
- 2 Englanti
- 3 Saksa
- 4 Ranska
- 5 Japani



## 2.1.5 Muut sijoitukset

Vakuutusyhtiöiden muiden sijoitusten osuus on ainoastaan marginaalinen. Useimmissa maissa muiden kuin edellä mainittujen sijoitusten osuus on alle viisi prosenttia vakuutusyhtiöiden sijoitusportfolioista.

Liitteessä 3 tarkastellaan vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitusten jakautumista arvopapereihin ja antolainaukseen. OECD-tilastoista saadut tiedot ovat puutteellisia, mutta lähes kaikissa maissa voidaan todeta kasvua sijoituksissa kullakin tarkastelussa mukana olevalla sektorilla. Sijoitukset arvopapereihin ovat kasvaneet keskimäärin kymmenkertaisiksi ja antolainaukseen viisinkertaiseksi tarkasteltavan ajanjakson (1975–1989) aikana. Liitteen 3 kuviossa on hahmoteltu vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoituksia osakkeisiin ja joukkovelkakirjalainoihin suhteessa kunkin maan suurimman pörssin osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen markkina-arvoihin vuonna 1989<sup>8</sup>.

Kuviosta voimme karkeana yhteenvetona todeta vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen olevan merkittäviä sijoittajia Yhdysvaltain, Englannin, Ranskan ja Suomen markkinoilla, koska näissä maissa vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitukset osakkeisiin ja joukkovelkakirjalainoihin kattavat suuren osan maan suurimman pörssin osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen markkina-arvoista. Sen sijaan Saksassa ja Japanissa vakuutussektorin merkitys sijoittajana näyttää vähäisemmältä. Kuitenkin ainoastaan niiden maiden tietoja voidaan pitää lähinnä oikeina, joissa toimii vain yksi pörssi tai joissa suurin pörssi kattaa suurimman osan koko maan osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen pörssikaupasta ( Ranska: Pariisin pörssi, Englanti: Lontoon pörssi, USA: NYSE ja Suomi: Helsingin Arvopaperipörssi). Näin ollen kuvio tukee Suomen osalta käsitystä vakuutussektorin suuresta koosta suhteessa markkinoiden kokoon.

## 2.2 Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta

Sijoitusrahastojen merkitys eri maiden rahoitusmarkkinoilla vaihtelee huomattavasti. Sijoitusrahastojen asema on perinteisesti ollut vahvempi niissä maissa, joiden rahoitusmarkkinoiden määrällinen säätely ei ole ollut kovin tiukkaa. Rahastot ovat kuitenkin lähes kaikissa maissa kasvattamassa osuuttaan markkinoilla.

Kansainvälisesti tarkasteltuna sijoitusrahastojen toiminta on laajinta Yhdysvalloissa. Vuoden 1988 lopussa Yhdysvalloissa tilastoitujen UCITS<sup>9</sup>-rahastoja vastaavien sijoitusrahastojen (mutual funds) rahastopääoman arvo oli 700 miljardia Euroopan valuuttayksikköä (ECU). Japanissa vastaavien rahastojen arvo oli 360 miljardia ECU:a. Ranskan rahastot muodostavat lähes puolet Euroopan Yhteisön alueella tilastoiduista UCITS-rahastoista. Englannin osalta mukana taulukossa 6 ovat vain puhtaat UCITS-rahastot. Tällöin on huomioitava se, että valtaosa Englannin rahastoista on unit trusteja.

---

<sup>8</sup> Tiedot eivät anna täysin oikeaa kuvaa, koska monissa maissa markkina-arvoltaan suurimman ja toiseksi suurimman pörssin ero on hyvin pieni (esim. Japanissa Tokion ja Osakan pörssit).

<sup>9</sup> UCITS-rahastot = Undertakings for collective investment in transferable securities. UCITS-rahastot kuuluvat EY:n sijoitusrahastotoimintaa sääntelevän direktiivin soveltamisalan piiriin.

	Mrd. ECU	Mrd. paikkallista valuuttaa	
USA	692.1	823.9	USD
Englanti	64.2	42.6	GBP
Saksa	43.5	90.2	DEM
Ranska	202.9	1427.6	FRF
Japani	360.9	60150.0	JPY

Lähde: Pyökkönen P. (1990): Sijoitusrahastot Suomessa ja eräissä muissa maissa

Seuraavassa tarkastellaan lähemmin sijoitusrahastojen toimintaa kolmessa merkittävimmässä eurooppalaisessa sijoitusrahastotoimintaa harjoittavassa maassa: Englannissa, Ranskassa ja Saksassa.

### Englanti

Sijoitusrahastotoiminta on ollut Englannissa perinteisesti vilkasta. Ensimmäinen sijoitusrahasto (unit trust) perustettiin maahan jo vuonna 1931. Vuoden 1988 lopussa maassa oli toiminnassa lähes 1300 auktorisoitua sijoitusrahastoa ja rahastoa hallinnoivia rahastoyhtiöitä oli tuolloin 153 kappaletta. Auktorisoituihin rahastoihin oli sijoitettu varoja noin 42 miljardin punnan (28 ECU) arvosta. Auktorisoitujen rahastojen ohella maassa toimii myös lukuisa määrä auktorisoimattomia rahastoja. Sijoitusrahaston auktorisointi tulee esille rahaston verotuskohdelussa ja sijoituspolitiikan rajoituksissa.

Auktorisoitujen sijoitusrahastojen toimintamahdollisuudet ovat samankaltaiset kuin UCITS-rahastojen. Nämä rahastot voivat sijoittaa vain arvopapereihin (myös johdannaisinstrumentteihin) ja talletuksiin. Sijoittaminen kiinteistöihin tai esimerkiksi hyödykemarkkinoille on kielletty. Ulkomaalaiset voivat sijoittaa rajoituksetta englantilaisiin rahastoihin, mutta käytännössä sijoitukset ovat verotuksen vuoksi suuntautuneet ns. offshore-rahastoihin.

### Ranska

Vaikka sijoitusrahastoja on voinut perustaa Ranskassa jo vuodesta 1964 lähtien, alkoi arvopaperisäästämisen elpyminen maassa vasta 1970-luvun lopulla, kun sijoitusrahastoja koskeva verouudistus, Loy-Monroy tuli voimaan. 1980-luku oli ranskalaisten sijoitusrahastojen voimakkaan kasvun aikaa. Ranskassa onkin nykyään Euroopan huomattavin rahastolevinnäisyys rahastojen lukumäärällä ja rahastojen pääomalla mitattuna. Siellä on lähes 5000 eri rahastoa markkina-arvoltaan noin 1428 miljardia Ranskan frangia (203 ECU).

Vuonna 1979 uudistettiin sijoitusrahastoja koskevaa lainsäädäntöä antamalla kahta eri sijoitusrahastotyyppiä koskevat lait.

SICAV (Societe d'investissement a capital variable) on osakeyhtiötyyppinen rahasto, jonka varoista 30 prosenttia on sijoitettava Ranskan valtion obligaatioihin. Rahastot ovat pääasiassa pankkien ja vakuutusyhtiöiden perustamia.



FCP (Fond Commun de Placement) on osuuskuntatyypinen rahasto, joka voi sijoittaa varansa vapaasti haluamiinsa kohteisiin. FCP-rahastoja ovat perustaneet lähinnä pörssivälittäjät.

Jotta sijoitusrahastot hyväksyttäisiin Loy-Monroyn mukaisiksi rahastoiksi, vaaditaan lisäksi, että SICAVin varoista 60 prosenttia ja FCP:n varoista 75 prosenttia on sijoitettava ranskalaisten yhtiöiden osakkeisiin.<sup>10</sup>

## Saksa

Sijoitusrahastotoiminta alkoi silloisessa Länsi-Saksassa vuonna 1949, jolloin rahastot olivat lähes pelkästään pankkien perustamia. Saksassa rahastojen sijoitus-toiminnan säätely on ollut väljää. Rahastot saavat pörssinoteerattujen arvopapereiden lisäksi sijoittaa myös esimerkiksi kiinteistöihin. Lisäksi vuodesta 1987 alkaen rahastoilla on ollut oikeus sijoittaa myös pörssinoteeraamattomiin arvopapereihin, kuitenkin enintään 30 prosenttia rahaston varoista.

Vielä 1970-luvulla arvopapereihin sijoittaneiden rahastojen sijoitukset jakautuivat lähes puoliksi osakkeisiin ja joukkovelkakirjoihin. 1980-luvulla joukkovelkakirjoihin – ja erityisesti ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin – keskittyneet rahastot ovat kasvaneet huomattavasti osakerahastoja nopeammin suotuisan vero-kohtelun vuoksi.

Sijoitusrahastojen nopeasta kehityksestä huolimatta niiden merkitys Saksan rahoitusmarkkinoilla on vielä melko vähäinen. Vuonna 1988 rahastojen varallisuuden osuus kotimaisen yleisösektorin finanssivarallisuudesta oli arviolta noin neljä prosenttia.

---

<sup>10</sup> Ranskan sijoitusrahastoista, ks. Kallio K. (1987): Ranskan rahoitusmarkkinoiden uudistaminen.

### 3 Vakuutusyhtiöt ja sijoitusrahastot sijoittajina Suomessa

Suomessa institutionaalisille sijoittajille ovat ominaisia suuret arvopaperiomistukset suhteessa markkinoiden kokoon. Kun Suomen pienillä markkinoilla esimerkiksi vakuutusyhtiö myy suurissa erissä omistamiaan (buy-and-hold) arvopapereita, on perusteltua olettaa sillä olevan vaikutuksia arvopapereiden hintoihin ja sitä kautta kysyntään. Sijoitusyhtiöiden ja -rahastojen toiminta markkinoilla on vielä melko uutta ja vaatimatonta; vuonna 1983 tuli markkinoille ensimmäinen yleisölle tarkoitettu sijoitusyhtiö ja 1987 saatiin laki säätelemään sijoitusrahastotoimintaa.

#### 3.1 Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta

Suomessa vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta perustuu vakuutusyhtiölain<sup>11</sup> vaatimukseen vakuutussitoumusten eli vastuitten katteena olevien varojen sijoittamisesta turvaavasti ja tuottavasti.

Sijoitusten turvaavuusvaatimuksella tarkoitetaan, että vakuutusyhtiöiden on oltava varmoja saamisistaan. Tämä säännös rajoittaa vakuutuslaitosten varojen sijoittamista hyvin riskipitoisiin kohteisiin. Sosiaali- ja terveysministeriö (STM) edellyttää, että pääosa yhtiöiden sijoituksista on suunnattava varmoina pidettyihin kohteisiin.

Useat vakuutusmuodot perustuvat ns. rahastoivaan järjestelmään. Rahastoinnissa vakuutuslaitoksen vastuvelan katteena on oltava vastaava määrä varoja. Vakuutusyhtiö sijoittaa osan tilikauden aikana kertyvistä vakuutusmaksuista (säästö-pääomasta) käytettäväksi myöhemmin maksettaviin korvauksiin. Vuosittain sijoitustoimintaan käytetään karkeasti ottaen vastuvelan lisäystä vastaava määrä varoja.

Myös yhtiön omaa pääomaa vastaavien sijoitusten osalta turvaavuus on keskeisin vaatimus, koska oma pääoma on yksi vakuutusyhtiön vakavaraisuutta ja maksukykyä takaava tekijä. Yhtiöiden omien pääomien osuus sijoituksista on noin viisi prosenttia.

Sijoittamista luonnehditaan usein vakuutusyhtiöille toissijaisena, mutta välttämättömänä vakuuttamisesta johtuvana tehtävänä. Keskeinen vaatimus sijoitusten suunnittelussa on niiden reaaliarvon säilyttäminen. Vakuutusyhtiön sijoitustoimintaa uhkaavat periaatteessa samat riskit kuin yleensäkin sijoitustoimintaa. Korkoriskin merkitys vakuutustoiminnassa on kuitenkin vähäisempi, koska vakuutustekninen vastuvelka arvioidaan käyttäen turvaavuusperiaatteen mukaisesti määriteltyä korkoa ja koska vastuvelan keskimääräinen maturiteetti on suhteellisen pitkä. Nimellinen perustekorko, johon yhtiö on sitoutunut, on alhainen ja täten sijoitustoiminnalla helposti saavutettavissa<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Vakuutusyhtiölaki (VakYL) 1933, uudistettu 1953 (hallintoa koskevat säännökset uudistettu 1980).

<sup>12</sup> Yleisesti vakuutusyhtiön sijoitusten tuoton minimivaatimuksena pidetään laskennallista perustekorkoa, jonka suuruus riippuu vakuutustoiminnan luonteesta.

Raha- ja pääomamarkkinoiden nopea kehittyminen 1980-luvun puolivälin jälkeen sekä kaikissa vakuutuslajeissa lisääntynyt kilpailu on johtanut siihen, että sijoitustoiminnassa on jouduttu kiinnittämään suurempaa huomiota sijoitustoiminnan tuottoon ja rakenteeseen. Sijoitustuottojen merkitys on jatkuvasti kasvanut ja sijoitusten painopiste on muuttunut pääomamarkkinoiden hyväksi niiden kehittyessä.

Vakuutusyhtiöt käyttivät vuonna 1990 varoja uusiin sijoituksiin 22.6 miljardia markkaa<sup>13</sup>, mikä on runsaat neljä prosenttia vähemmän kuin edellisvuonna (liite 4 ja 5). Keskeisiä vakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaan vaikuttavia tekijöitä olivat korkeana pysytelleet markkinakorot sekä Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen osakkeiden kurssien lasku keskimäärin kolmanneksella. Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnassa painottuvat korkoa tuottavat sijoitusmuodot. Lainojen kysyntä on jatkunut suhteellisen vilkkaana. Tähän on vaikuttanut vakuutusyhtiölainojen markkinakorkoja edullisempi korkotas.

Taulukko 7.

**Vakuutusyhtiöiden uudet bruttosijoitukset 1990.**

	Milj. mk	%-osuus
<b>Varsinaiset sijoitukset:</b>		
Valtion obligaatiot	537	3.8
Muut joukkovelkakirjat	1545	11.0
Osakkeet <sup>1</sup>	54	0.4
Kiinteistöt ja kiinteistösijoitukset	3008	21.4
Sijoituslainat, yli 1 v	6968	49.6
Sijoituslainat, alle 1 v	173	49.6
Markkinarahasisijoitukset <sup>1</sup>	913	6.5
Muut	844	6.0
Varsinaiset sijoitukset yhteensä	14042	100.0
TEL-takaisinlainaus	8582	
Kaikki sijoitukset yhteensä	22624	

<sup>1</sup> Tilastoidut nettosijoitukset (ostojen ja myyntien erotus)

Lähde: Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1991): Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta 1990

**Kiinteistösijoitukset**

Kiinteistösijoitukset ovat jatkaneet kasvuaan Suomessa, vaikka muualla maailmassa ne ovat pääpiirteissään vähentyneet. Vuonna 1990 kiinteistösijoitusten määrä oli 3.0 miljardia markkaa. Kiinteistösijoitusten osuus uusista bruttosijoituksista oli noin 21 prosenttia.

<sup>13</sup> Suomen Vakuutusyhtiöiden keskusliitto (1991): Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta 1990.

## Osakesijoitukset

Pörssilama vaikutti selvästi vakuutusyhtiöiden osakesijoituksiin. Osakesijoituksia tehtiin vuonna 1990 nettomääräisesti vain 54 miljoonalla markalla, kun vielä vuonna 1989 määrä oli 2.6 miljardia markkaa.

## Joukkovelkakirjasijoitukset

Joukkovelkakirjoihin (poislukien valtion obligaatiot) sijoitettiin vuonna 1990 1.5 miljardia markkaa eli 14 % vähemmän kuin vuotta aikaisemmin. Obligaatioita vakuutusyhtiöt merkitsivät 0.5 miljardilla markalla, kun määrä edellisvuonna oli 1.1 miljardia markkaa.

## TEL-takaisinlainaus

TEL-takaisinlainauksen osuus vakuutusyhtiöiden uusista sijoituksista on kasvanut lähes koko 1980-luvun. Vuonna 1990 TEL-takaisinlainaus kattoi noin 38 prosenttia vakuutusyhtiöiden uusista sijoituksista, ja jos tarkastellaan pelkkiä eläkevakuutusyhtiöitä määrä on lähes puolet.

## Sijoituslainaus

Vakuutusyhtiöistä nostettiin vuonna 1990 yli vuoden pituisia sijoituslainoja yhteensä 6.968 miljoonalla markalla. Vähennystä edellisvuoteen oli 17.5 prosenttia. Tyypillisin lainakoko oli 100 000 – 250 000 markkaa ja yleisin laina-aika viisi vuotta. Tavallisin lainakorko oli 12.0 prosenttia. Pankkitakaus säilyi tärkeimpänä sijoituslainojen vakuutena ja sen osuus lainasummasta oli lähes puolet.

## Ulkomaiset sijoitukset

Vakuutusyhtiöt sijoittivat ulkomaille vuonna 1990 yhteensä 201 miljoonaa markkaa, josta obligaatioiden osuus oli lähes 60 prosenttia.

## 3.2 Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta

Sijoitusrahastotoiminta käynnistyi Suomessa vasta vuonna 1987 sijoitusrahastolain tullessa voimaan (1.9.1987). Lain mukaan sijoitusrahasto on pääasiallisesti julkisesti noteeratuista arvopapereista koostuva rahasto, jonka omistavat siihen sijoittaneet henkilöt ja yhteisöt.

Sijoitusrahastoa hallinnoi pankkitarkastusviraston (PTV) valvoma rahastoyhtiö, jonka tehtävänä on hoitaa kaikki sijoitusrahastoa koskevat toimet. Rahastoyhtiö voi perustaa yhden tai useamman sijoitusrahaston. Rahastoyhtiöt eivät saa perustaa yhteistä sijoitusrahastoa. Rahastoyhtiön omaisuus ja sijoitusyhtiön varat on pidettävä erillään toisistaan. Sijoitusrahastoon sijoitetut varat jaetaan keskenään samansuuruisiin rahasto-osuuksiin, jotka tuottavat yhtäläisen oikeuden rahastossa olevaan omaisuuteen. Rahastoyhtiö on velvollinen lunastamaan osuutensa takaisin välittömästi, jos osuuden omistaja sitä vaatii. Lunastaminen tapahtuu rahaston varoista ja sen tulee tapahtua lunastuspäivän arvoon.

Voimassa olevassa sijoitusrahastolaissa on asetettu rajat rahastojen varojen sijoittamiselle. Ensisijaisia sijoituskohteita ovat Helsingin Arvopaperipörssissä noteeratut kotimaiset osakkeet, obligaatiot, debentuurit ja muut kotimaiset arvopaperit. Osa varoista (10–20 %) on sijoitettavissa muihin kotimaisiin tai pankkitarkastusviraston hyväksymiin ulkomaisiin arvopapereihin. Rahastoyhtiö ei saa omistaa toisen rahastoyhtiön osakkeita.

Kullakin rahastolla on oma sijoituspolitiikkansa. Kaikki suomalaiset rahastot ovat ns. tuottorahastoja. Tuottorahaston tulee vuosittain jakaa voitto-osuuksia (lain mukaan vähintään puolet vapaasta omasta pääomasta). Ulkomaiset kasvurahastot eivät jaa vuosittaista voitto-osuutta, vaan jättävät sen rahastoon kasvattamaan omaa pääomaa. Osuudenomistajan tuotto muodostuu näin arvonnoususta. Laki asettaa myös rajoja rahaston salkun sisällölle. Lähes kaikki suomalaiset rahastot ovat sekarahastoja, eli niiden salkku sisältää sekä osakkeita että korkotuotteita.

Vuodelta 1987 olevaa sijoitusrahastolakia on kaavailtu uudistettavaksi. Sijoitusrahastolakiyöryhmä jätti muistionsa vuonna 1990. Uudessa lakiesityksessä on pyritty ottamaan huomioon erityisesti EY:n voimassaolevien sijoitusrahastodirektiivien säännökset ja ehdotettu lain säätämistä väljänä puitelakina. Rahastotoiminnan säätelyn painopiste siirtyisi itse laista viranomaisen hyväksymiin rahaston sääntöihin. Toistaiseksi lain muutosehdotuksista on tullut voimaan vuoden 1992 alusta vain säädös, jonka mukaan ulkomaalaiset ja ns. vaaralliset suomalaiset yhteisöt saavat omistaa osuuksia rahastoissa, joiden salkuissa on sekä sidottuja että vapaita osakkeita. Lisäksi muutos antaa ulkomaalaisille mahdollisuuden valita rahastoyhtiön hallitukseen omia edustajia.<sup>14</sup>

Suomeen sijoitusrahastot tulivat arvopaperimarkkinoita ajatellen mahdollisimman huonoon aikaan. Syyskuun 1987 jälkeen, jolloin laki tuli voimaan, on maassamme ollut kolme voimakasta pörssikurssien laskevaa jaksoa. Ensimmäinen yleismaailmallinen Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt romahdus oli heti lokakuussa 1987. Lasku jatkui seuraavan vuoden tammikuun loppuun asti. Seuraava voimakas kurssien lasku tapahtui vuoden 1988 syksyllä. Vuoden 1989 aikana Suomen pörssikurssit laskivat Unitaksen yleisindeksin kaikkien aikojen korkeimmasta arvosta vuoden loppuun 25.3 prosenttia, jonka jälkeen lasku on jatkunut edelleen vuosina 1990 ja 1991. Lisäksi korkorahastojen puute ja sijoitusrahastojen epäsuotuisa verotuskohtelu ovat olleet sijoitusrahastojen kehittymisen esteinä.

Edellä esitetyn perusteella ei ole ihme, että rahastopääoman kehitys on ollut verikkaista. Suomalaiset ovat sijoittaneet kotimaisiin rahastoihin yhteensä vain runsaat 400 miljoonaa markkaa (1991 lopussa). Summa näyttää pysyneen jokseenkin ennallaan rahastopääoman ollessa vuoden 1990 lopulla markkinoilla toimineilla 13 sijoitusrahastolla noin 450 miljoonaa markkaa. Sijoitusrahastojen yhteenlaskettujen arvopaperisalkkujen arvo oli 318 miljoonaa markkaa, mikä oli noin 0.3 prosenttia Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen osakkeiden yhteenlasketusta pörssi-arvosta vuonna 1990.

Sijoitusrahastojen hallussa olleista arvopapereista oli vuoden 1990 lopussa vajaat 60 prosenttia yritysten liikkeeseenlaskemia arvopapereita. Pankkien ja muiden rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien arvopapereiden osuus oli 30 prosenttia ja ulkomaisten arvopaperien osuus sijoitusrahastojen salkuista oli noin 10 prosenttia.

---

<sup>14</sup> Sijoitusrahastolain uudistamisesta, ks. Sijoituslakityöryhmän muistio 1990 (VM 21).

Sijoitusrahastojen rahastopääomasta oli vuoden 1990 lopussa runsas 60 prosenttia kotitalouksien hallussa. Yritykset omistivat rahastopääomasta noin 20 prosenttia ja pankkien sekä muiden rahoituslaitosten hallussa oli vajaat 10 prosenttia rahastopääomasta. Loput runsas 10 prosenttia oli muiden yhteisöjen hallussa.

## 4 Lopuksi

Ulkomaisten kokemusten valossa keskustelu institutionaalisten sijoittajien markkinaehtoisen sijoitustoiminnan sekä trading-aktiviteetin mahdollisesta lisäämisestä on noussut ajankohtaiseksi myös Suomen pienillä ja keskittyneillä markkinoilla.

Osakkeet ja osuudet muodostivat vuonna 1990 vain vajaat 12 prosenttia vakuutusyhtiöiden sijoituskannasta. Verrattuna muihin läntisiin teollisuusmaihiin osuus on varsin pieni. Tähän vaikuttanee TEL-takaisinlainauksen huomattavan suuri osuus vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta. Takaisinlainausjärjestelmää on arvosteltu sanomalla sen muun muassa hidastaneen toimivien pääomamarkkinoiden, etenkin joukkovelkakirjamarkkinoiden, kehittymistä Suomessa. Toisaalta on kuitenkin paikallaan todeta (Koskela, 1991), ettei työeläkejärjestelmä ole joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymättömyyden tärkein eikä ainoa syy. Pankkitalletusten verotuskohtelu on antanut talletuspankeille merkittävän kilpailuedun ja samalla heikentänyt mahdollisuuksia toimia enemmän obligaatioirahoituksen pohjalta. Toisaalta valtion verottomista obligatioista on ollut seurauksena se, että maassamme suhteellisen suuri osa joukkovelkakirjoista on ollut yksityishenkilöiden hallussa. Ei ole myöskään helppoa nähdä, miten pienet ja keski-suuret yritykset kykenisivät rahoittamaan investointejaan laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja suoraan laajalle joukolle sijoittajia.

Kaiken kaikkiaan vakuutusyhtiöiden sijoituspotentiaali ja merkitys markkinoilla on viimeisen yli kymmenen vuoden aikana kasvanut suhteellisen voimakkaasti. Kuten havaitsemme liitteen 3 kuvasta kattavat vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitukset osakkeisiin noin 27 prosenttia ja joukkovelkakirjalainoihin noin 19 prosenttia<sup>15</sup> Helsingin Arvopaperipörssin osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen markkina-arvoista. Näin ollen vakuutussektoria voitaneen pitää suhteellisen suurena sijoittajana Suomen pienillä markkinoilla.

Vakuutusyhtiöiden sijoituksia säätelee jo aiemmin mainitun TEL-takaisinlainauksen lisäksi vakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikassaan noudattama "buy-and-hold"-periaate, siten että esimerkiksi joukkovelkakirjalainoja pidetään salkussa usein koko juoksuajan. "Buy-and-hold"-periaatteen noudattaminen saa aikaan sen, että vakuutussektorin ollessa Helsingin Arvopaperipörssissä prosentuaalisesti suuri sijoittaja, jonka osakesalkut ovat koostumukseltaan melko pysyviä, pörssin vaihdettavasta määrästä tavallaan poistuu pitkäksi aikaa suuri joukko arvopapereita. Tämä taas on omiaan hiljentämään markkinoita.

Edelleen vakuutussektorin sijoituksia säätelee Sosiaali- ja terveysministeriön edellyttämä sijoitusten turvaavuus-vaatimus, joka rajoittaa sijoituksia riskipitoisiin kohteisiin. Kun kehitysnäkymät eivät pitkällä aikavälillä ole kovin valoisia, muun muassa eläkemenon kasvun johdosta, on entistäkin tärkeämpää, että vakuutusyhtiöt sijoittavat varansa siten, että sijoitusten reaaliarvo voidaan nykyistä suuremmassa määrin säilyttää.

Sijoitustoiminnan riskien vähentäminen on myös yksi mahdollisten pankkien ja vakuutusyhtiöiden finanssiryhmien perustamisen tavoite. Tarkoituksena on riskinkantokyvyn parantaminen ja tavoite, että ryhmän eri osat voisivat tasapainot-

---

<sup>15</sup> Luku ainoastaan suuntaa antava, koska pörssi ilmoittaa vain yleisölainojen kannan, mutta OECD-tilastoissa mukana sekä yleisö- että erillislainat.

taa toisiaan ja pienentää kokonaisriskiä. Tulopohjaa laajentamalla ja sijoitustoiminnan asiantuntemusta lisäämällä ryhmä voi pyrkiä alentamaan toiminnan riskiä. Toisaalta on kuitenkin muistettava, että jos ryhmä ottaa väärän riskirakenteen suhteessa velvoitteisiinsa, yhdistyminen saattaa johtaa lisääntyneeseen riskinottamiseen ja riskien keskittymiseen. Tämä onkin vahva argumentti finanssilaitosten perustamista vastaan.

Perinteisesti vakuutussektori on toiminut kohtalaisen passiivisesti markkinoilla. Mahdollinen kilpailun lisääntyminen ulkomaalaisten tullessa markkinoille saattaa pakottaa myös suomalaisen vakuutussektorin pyrkimään sijoitustoiminnan tuottojen kasvattamiseen, mutta on luultavaa, etteivät muutokset markkinoilla tule olemaan kovin äkkinäisiä ja, että ainakin lyhyellä aikavälillä kotimaiset vakuutusyhtiöt pitävät asemansa. Pitkällä aikavälillä voi tilanne olla toinen. On mahdollista, että jotkut suurista eurooppalaisista vakuutusyhtiöistä kiinnostuvat Suomen kaltaisesta reuna-alueesta. Jos ulkomaiset voivat tulevaisuudessa tarjota todella uusia ratkaisuja tai hinnoitella suomalaiset ulos kilpailusta, kotimaisten vakuutusyhtiöiden kannattavuus heikkenee niiden joutuessa puolustamaan markkina-asemiaan.

Kuten jo aikaisemmin on todettu sijoitusyhtiö ja -rahastotoiminta ei ole ottanut käynnistyäkseen kunnolla Suomessa. Sijoitusrahastoyhdistyksen kokoamien tietojen mukaan keskeisissä länsimaissa kansalaiset omistavat keskimäärin vajaan 8 000 markan arvosta sijoitusrahasto-osuuksia. Suomessa vastaava omistus jää keskimäärin vajaan 80 markkaan eli karkeasti sadasosaan. Ruotsin rahastojen pääoma on lähes 80 miljardia markkaa, Suomen vajaa puoli miljardia. Suomessa rahastojen arvo on vain 0.3 prosenttia pörssin markkina-arvosta ja 0.01 prosenttia bkt:stä. Yhdysvalloissa luvut ovat 33 ja 22 prosenttia.

Vaikka rahastoyhtiöitä on Suomessa tällä hetkellä lähes kaksikymmentä, valinnanvaraa on vähän, koska uudistusta odottava sijoitusrahastolaki säätelee hyvin tarkkaan niiden toimintaa. Tavoitteena olisi uudistuksen myötä muun muassa sijoitusrajoitusten väljentäminen ja verotuksen uudistaminen. Niin sijoitusrahastojen kuin -yhtiöidenkin tulevaisuus on toimivien markkinoiden varassa. Kaavaillut uudistukset lainsäädännössä ovat yksi askel oikeaan suuntaan. Kun rahastojen sijoituspolitiikalle saadaan enemmän liikkumavapautta, mahdollistuvat myös terveet ja oikea-aikaiset sijoituspäätökset.

Onkin esitetty arvioita, että rahastojen pääomat kaksinkertaistuisivat nopeasti, jos markkinat alkaisivat toimia ja kansantalous elpyisi. Rahastojen toimintamahdollisuuksien parantaminen nähdään edellytyksenä niiden pääomien kasvulle. Pääomaverotuksen uudistus ja rahastojen osuuksien haltijoiden kaksinkertaisen verotuksen poistaminen ovat keskeisiä elementtejä sijoitusrahastojen toimintaedellytysten parantamisessa. Erilaisten rahastojen kuten puhtaiden korkorahastojen ja sateenvarjorahastojen<sup>16</sup> perustaminen pitäisi sallia. Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittyminen on myös tärkeää sijoitusrahastojen tulevaisuudelle.

Yhteenvetona voidaan todeta vakuutussektorin olevan suuri sijoittaja suhteessa markkinoiden kokoon Suomessa. Tästä on seurauksena markkinoiden hinnanmuodostuksen rakenteen kehittyminen oligopolistiseksi. Suuret sijoittajat, kuten vakuutusyhtiöt ja pankit saavuttavat helposti määräävän aseman Suomen pienillä markkinoilla. Vaarana onkin, että jos vakuutussektori osallistuisi nykyistä

---

<sup>16</sup> Sateenvarjorahaston suojaan voidaan perustaa useita erityyppisiä alarahastoja, jotka voivat sijoittaa varat edellisten omien sääntöjensä mukaisesti.



enemmän pääomamarkkinoiden toimintaan Suomessa, hintavaihtelut voisivat lisääntyä markkinoilla. Herääkin kysymys edellyttäisikö tasapainoinen kehitys markkinoilla tasavertaista osapuolta suurille sijoittajille. Sijoitusrahastot voisivat tulevaisuudessa mahdollisesti tarjota vastauksen kysymykseen mahdollistamalla piensijoittajien merkityksen kasvun markkinoilla. Myös ulkomaalaisten sijoittajien saaminen sekä osake- että joukkovelkakirjamarkkinoille edistäisi Suomen arvopaperimarkkinoiden likviditeettiä ja edelleen kehittymistä.

# Liite 1. EY-direktiivien asettamat rajoitukset institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminnalle

## Vakuutusyhtiöitä koskevat rajoitukset

Voimassa oleviin vakuutusdirektiiveihin ei sisälly sijoitusrajoituksia. Toisten henki- ja vahinkovakuutusdirektiivien mukaan vakuutusteknisen vastuuvelan ylittävältä osin kansallisessa lainsäädännössä ei saa asettaa varojen sijoittamista koskevia rajoituksia. Vakuutuslaitosten sijoitusmahdollisuuden sääntelyä on tarkoitus täsmentää valmisteilla olevissa kolmansissa henki- ja vahinkovakuutusdirektiiveissä.

EY:ssä 1991 kolmansiksi vakuutusdirektiiveiksi valmisteltujen ehdotusten (COM(90) 348 final - SYN 291, COM(91) 57 final - SYN 329) mukaan jäsenvaltion on sallittava vakuutuslaitosten sijoittaa vastuuvelan kattamisesta vastaavat varat direktiiveissä määriteltyihin kohteisiin (18. artikla 1a. - 1s.), esimerkiksi valtion, kunnan tai julkisyhteisön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin ja lainoihin, jotka ovat niiden takaamia. Lisäksi voidaan sijoittaa muun muassa maahan sekä kiinteistöihin. Jäsenvaltioiden on kuitenkin rajoitettava vakuutuslaitosten oikeutta sijoittaa yhden yrityksen osakkeisiin, sen muihin siirtokelpoisiin vaihtelevatuottoisiin osuuksiin sekä sen liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin. Lisäksi on rajoitettava vakuutuslaitosten oikeutta myöntää yrityksille luottoa. Tällaisten sijoitusten ja luotonannon yhteismäärä, joka kelpaa vastuuvelan katteeksi, saa olla enintään 10 prosenttia jälleenvakuuttamatta olevasta vastuuvelasta. Tätä direktiivin asettamaa rajaa voidaan jäsenvaltion lainsäädännössä alentaa jäsenvaltiossa toimiluvan saaneiden yhtiöiden osalta.

Pääsääntöön jäsenvaltio voi myöntää poikkeuksen vakuutusyhtiön pyynnöstä erityisolosuhteissa. Poikkeusta myönnettäessä on kuitenkin otettava huomioon yleisperiaate, jonka mukaan vastuuvelasta vastaavat varat on sijoitettava ottaen huomioon harjoitettavan toiminnan luonne sekä niiden korolla ja lyhennyksillä painotettu keskimääräinen laina-aika (duraatio) ja mahdolliset muutokset sijoitusten tuotossa ja arvossa.

Direktiiviehdotus ei rajoita vakuutusyhtiön mahdollisuutta sijoittaa samaan kohteeseen yhtiön vapaata omaa pääomaa.

## Sijoitusrahastoja koskevat rajoitukset

Euroopan yhteisön kollektiivista arvopaperisijoitustoimintaa säätelevät direktiivit (UCITS 85/611/EEC ja 88/220/EEC) koskevat sijoitusyhtiöitä ja sijoitusrahastoja, jotka tekevät arvopaperisijoituksia yleisöltä keräämillä varoilla. EY:n alueella voi myös toimia muunkinlaisia rahastoja, mutta niitä ei saa markkinoida yleisölle UCITS-rahastoina<sup>1</sup>.

Toimiluvan EY:n alueella toimivalle sijoitusrahastolle antaa rahaston sijaintimaan viranomaisen. Rahaston kotimaan hyväksymä toimilupa on voimassa

---

<sup>1</sup> UCITS-rahastot = Undertakings for collective investment in transferable securities. UCITS-rahastot kuuluvat EY:n sijoitusrahastotoimintaa sääntelevän direktiivin soveltamisalan piiriin.

kaikissa EY:n jäsenvaltioissa. Toimiluvan myöntäminen edellyttää, että viranomaiset ovat hyväksyneet sijoitusrahaston ja rahastoyhtiön säännöt, sekä säilytystoiminnan suorittajan.

Kollektiivista sijoitustoimintaa säätelevät direktiivit tulivat voimaan 1.10.1989, kuitenkin siten, että eräät jäsenmaat ovat saaneet siirtymäkauden direktiivien voimaantulosta.

Direktiivien mukaan UCITS-rahastojen varoja voidaan sijoittaa pörssilistattuihin arvopapereihin ja arvopapereihin, joille haetaan listausta, sekä sellaisiin arvopapereihin, jotka on noteerattu julkisilla ja säännöllisesti toimivilla markkinoilla (esim. OTC-markkinat). Näiden lisäksi enintään 10 prosenttia rahaston varoista voidaan sijoittaa muihin kuin edellämainittuihin arvopapereihin.

Rahastojen sijoitustoimintaa on rajoitettu myös siten, että saman liikkeenlaskijan arvopapereihin voidaan sijoittaa enintään viisi prosenttia rahaston varoista. Tähän sääntöön on kuitenkin mahdollista tehdä poikkeuksia ja sallia suuremmat sijoitukset saman liikkeenlaskijan arvopapereihin, jos sijoitusten yhteenlaskettu arvo ei ylitä tiettyä prosenttiosuutta rahaston varoista tai jos liikkeenlaskijana on jokin kansainvälinen julkisyhteisö, valtio tai kunta, tai jos arvopaperi on niiden takaama. Poikkeuksiin on myös mahdollisuus jos liikkeenlaskijana on sellainen rahoituslaitos, jolla on toimipaikka EY:n jäsenvaltiossa ja se kuuluu julkisen valvonnan piiriin.

UCITS-rahastot ovat ns. vaihtuvapääomaisia (open-end funds) rahastoja, eli niiden on lunastettava rahasto-osuuksia takaisin jos sijoittaja niin haluaa.

EY:n jäsenvaltioiden on järjestettävä sijoitusrahastojen julkinen valvonta. Valvonnan suorittaa joko viranomainen tai jokin viranomaisten valtuuttama organisaatio. Jos sijoitusrahaston toiminta on lakien tai asetusten vastaista, niin ainoastaan rahaston sijaintimaan viranomaiset voivat puuttua sen toimintaan.

## Liite 2.

# Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa

Taulukko 1.

### Sijoitukset, mrd. mk

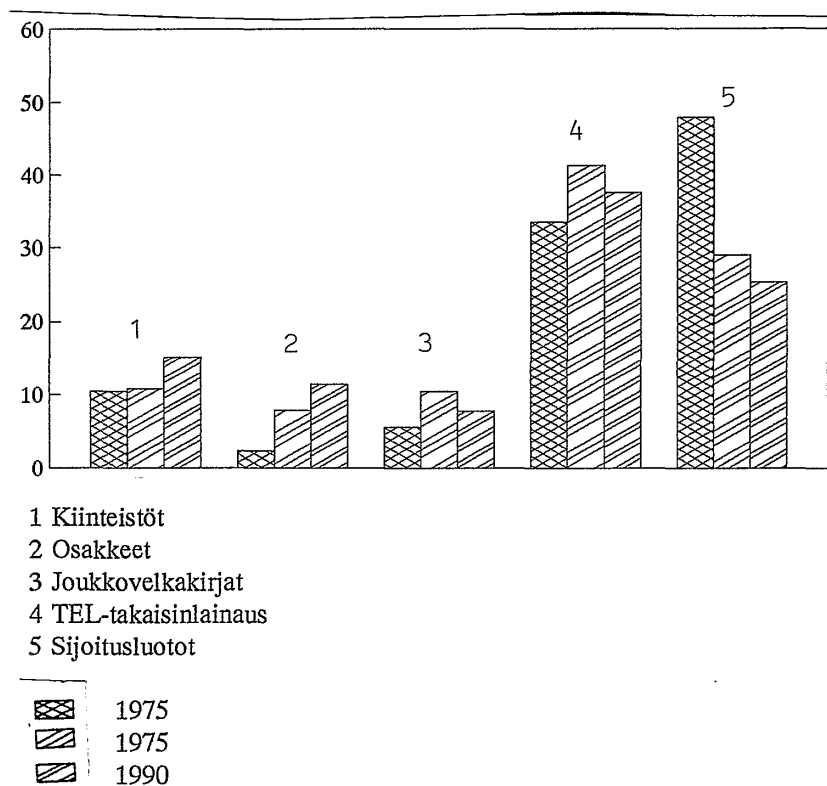
	1975	1987	1990
Vahinkovakuutus	3.2	14.1	25.0
Henkivakuutus	1.4	6.8	12.6
Eläkevakuutus	6.3	48.9	75.2
Yhteensä	10.9	69.8	112.8

Taulukko 2.

### Sijoitusten osuudet sijoituskannasta, %

	1975	1987	1990
Kiinteistöt	10.4	10.8	15.1
Osakkeet	2.3	7.8	11.4
Joukkovelkakirjat	5.5	10.4	7.7
TEL-takaisinlainaus	33.5	41.5	37.6
Sijoituslainaus	47.9	29.1	25.4

Kuvio 1.



Lähde: Swiss Reinsurance Company (1987/91): Sigma, No. 7/8 (1987), No. 5 (1991) ja OECD (1990/91): Financial Accounts of OECD Countries.

## Liite 3.

## Vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitustoiminta

	Sijoitukset arvopapereihin (milj. valuuttayksikköä)								
	Lyhyet ap-sijoitukset			Joukkovelkakirjat			Osakkeet		
	1975	1980	1989	1975	1980	1989	1975	1980	1989
USA <sup>1</sup>	13 879	27 815	125 808	300 976	591 899	1 529 533	177 345	354 583	948 420
Englanti	-	-	-	-	-	28 614	-	-	126 100
Saksa	-	-	-	35 760	65 200	167 100	11 570	19 100	19 100
Ranska	-	647	60 957	-	101 409	563 988	-	75 629	447 409
Japani <sup>2</sup>	-	-	-	1 289	5 918	21 064	3 176	6 033	27 338
Suomi	-	-	4 181	716	1 828	12 728	1 293	3 352	33 990

<sup>1</sup> USA:n kohdalla luvut vuodelta 1988.

Ko. vuonna ei ollut tarkasteltavia sijoituksia tai tietoa ei ollut saatavissa. Englannin kohdalla OECD Financial Accounts-tilasto ei ollut vielä ilmestynyt, joten tilalla on käytetty Central Statistical Office: Financial Statistics (1991) tilastoa.

<sup>2</sup> Japanin taulukossa olevat luvut ilmoitettu: mrd. yen. Antolainausmääriin sisältyy sekä lyhyt- että pitkäaikainen lainaus.

	Sijoitukset antolainaukseen, milj. valuuttayksikköä								
	Lyhyet lainat			Pitkät lainat			Kauppaluotot		
	1975	1980	1989	1975	1980	1989	1975	1980	1989
USA <sup>1</sup>	24 467	41 411	80 643	99 314	146 529	259 142	7 668	15 575	41 308
Englanti	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Saksa	-	-	-	82 100	121 160	202 520	-	-	-
Ranska	-	9 581	45 056	-	-	-	-	35 485	95 801
Japani <sup>2</sup>	-	-	-	11 350	18 663	45 581	-	-	-
Suomi	102	-	-	12 584	33 076	94 207	95	399	1 665

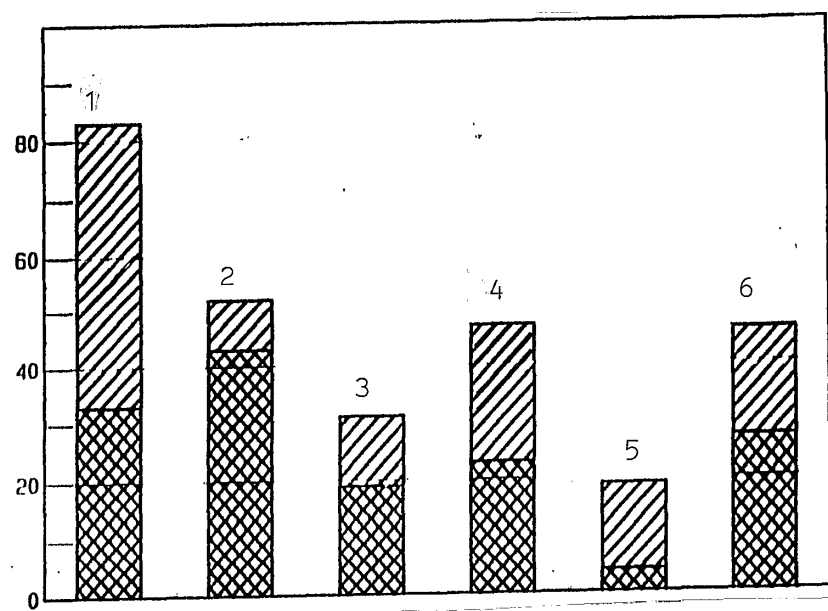
<sup>1</sup> USA:n kohdalla luvut vuodelta 1988.

Ko. vuonna ei ollut tarkasteltavia sijoituksia tai tietoa ei ollut saatavissa. Englannin kohdalla OECD Financial Accounts-tilasto ei ollut vielä ilmestynyt, joten tilalla on käytetty Central Statistical Office: Financial Statistics (1991) tilastoa.

<sup>2</sup> Japanin taulukossa olevat luvut ilmoitettu: mrd. yen. Antolainausmääriin sisältyy sekä lyhyt- että pitkäaikainen lainaus.

Kuvio 1.

Vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen sijoitukset osakkeisiin ja joukkovelkakirjalainoihin suhteessa markkina-arvoihin eri maissa 1989 (suurin pörssi), %



▨ Sijoitukset osakkeisiin  
▧ Sijoitukset joukkovelkakirjalainoihin

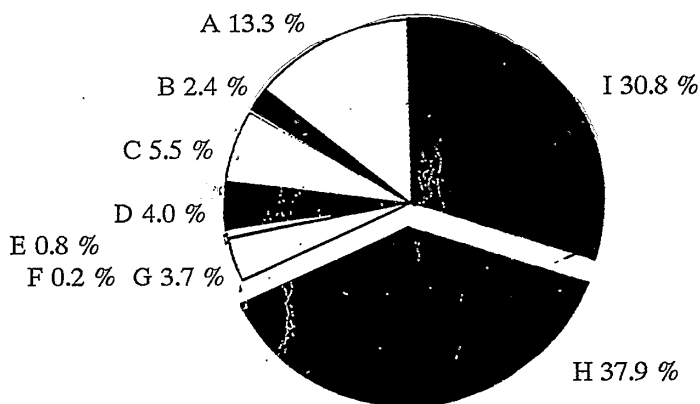
1 USA                      4 Ranska  
2 Englanti                5 Japani  
3 Saksa<sup>1</sup>                 6 Suomi<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Käytetty joukkovelkakirjalainojen nimellisarvoa markkina-arvon sijasta.

## Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset ja sijoituskanta 1990

Kuvio 1.

Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset 1990

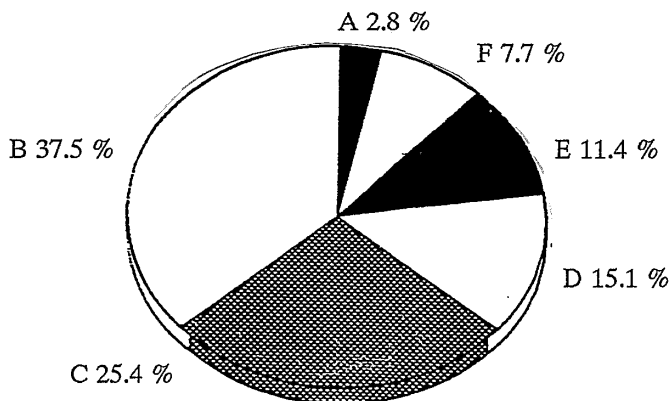


- A Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet
- B Valtion obligaatiot
- C Muut joukkovelkakirjat
- D Markkinarahasijoitukset
- E Sijoitusluotot, alle vuoden pituiset
- F Osakkeet ja osuudet
- G Muut
- H TEL-takaisinlainaus
- I Sijoitusluotot, yli vuoden pituiset

Vakuutusyhtiöiden uudet sijoitukset 1990 yhteensä 22,6 mrd. markkaa. Osakkeet ja osuudet sekä markkinarahasijoitukset tilastoitu nettosijoituksina.

Kuvio 2.

Vakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1990



- A Muu sijoitusomaisuus
- B TEL-takaisinlainaus
- C Muut velkakirjasaamiset
- D Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet
- E Osakkeet ja osuudet
- F Joukkovelkakirjalainat

Vakuutusyhtiöiden sijoituskanta 1990 yhteensä 112,7 mrd. markkaa. Sijoituskanta-sijoitusomaisuus-käyttöomaisuuden osakkeet ja kiinteistöt.



## Liite 5.

Vakuutusyhtiöiden uusien kotimaisten sijoitusten vaateittainen rakenne 1990<sup>1</sup>

Kohde	Eläkevakuutus		Henkivakuutus		Vahinkovakuutus		Yhteensä		Vuoden 1989 jakautuma
	milj. mk	%	milj. mk	%	milj. mk	%	milj. mk	%	
Valtion obligaatiot	145,0	1.7	223,6	13.3	168,0	4.6	537,0	3.8	(6,8)
Muut joukkovelkakirjat	849,3	9.7	263,3	15.7	432,9	11.9	1 545,5	11.0	(10,8)
Osakkeet ja osuudet <sup>2</sup>	40,2	0.5	-38,7	-2.3	53,0	1.5	54,5	0.4	(15,8)
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet	1 553,9	17.8	502,6	30.0	951,9	26.2	3 008,4	21.4	(9,8)
Sijoitusluotot, yli vuoden	5 144,5	58.9	447,0	26.7	1 376,3	37.9	6 967,8	49.6	(50,9)
Sijoitusluotot, alle vuoden <sup>3</sup>	103,5	1.2	5,7	0.3	63,3	1.7	172,5	1.2	(1,3)
Markkinarahasijoitukset <sup>2</sup>	113,7	1.3	223,7	13.4	575,3	15.8	912,7	6.5	(-)
Muut	782,0	9.0	48,0	2.9	13,6	0.4	843,6	6.0	(84,5)
Yhteensä	8 732,5	100.0	1 675,2	100.0	3 634,3	100.0	14 042,0	100.0	
Kasvu edellisestä vuodesta %	-5,4		-24,9		-27,6		-15,3		
Takaisinlainaus	8 582,3								

<sup>1</sup> Prosenttilukuja ei ole pakko täsmäytetty.

<sup>2</sup> Tilastoitu nettosijoituksina.

<sup>3</sup> Vahinko- ja henkivakuutuksen luvut ovat vuoden 1990 luottokannan keskiarvoja.

Lähde: Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1991): Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta 1990.

## Lähteet ja kirjallisuus

- Central statistical office (1991) **Financial Statistics**. No. 355/1991, London.
- Copeland, T. — Weston, F. (1988) **Financial Theory and Corporate Policy**. (3rd ed.), 383—385, 638—656, Addison-Wesley Publishing Company, USA.
- Davis, P. (1991) **International Diversification of Institutional Investors**. The Journal of International Securities Markets, Summer 1991, 143—167.
- Dobbins, R. — Witt, S. (1980) **Stock Market Prices and Sector Activity**. Journal of Business Finance & Accounting, Vol 7, No. 1/1980, Oxford.
- Dobbins, R.- Witt, S. (1983) **Portfolio Theory and Invest Management**. 118—154, Oxford.
- EY:n toiset vakuutusdirektiivit ja ehdotukset kolmansiksi vakuutusdirektiiveiksi (1990/91)**.
- Finanssiryhmäkomitean mietintö 1991:36**, Helsinki.
- Jensen, M. (1968) **Problems in Selection of Security Portfolios**. The Journal of Finance, No. 2/1968.
- Kallio, K. (1987) **Ranskan rahoitusmarkkinoiden uudistaminen**. Muistio, Suomen Pankki.
- Korpelainen, I. — Salonen, J. (1991) **Vakuutusmarkkinat ja integraatio**. Unitas 5/1991.
- Koskela, E. (1991) **Näkökohtia yksityisen sektorin työeläkejärjestelmästä Suomessa**. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/1991, s. 349—355.
- Kraus, A. — Stoll, H. (1972) **Parallel Trading by Institutional Investors**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2107—2138.
- Lahikainen, P. (1983) **Rahoitusjärjestelmämme kehittäminen vakuutusyhtiöiden näkökulmasta**. Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/1983, 160—179.
- Lahikainen, P. (1988) **Muutosten aika vakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikassa**. KOP Taloudellinen katsaus 2/1988, 9—15.
- Lakonishok, J. — Shleifer, A. — Thaler, R. — Vishny, R. (1991) **Window Dressing by Pension Fund Managers**. NBER Working Paper, No. 3617/1991, Cambridge.
- Lakonishok, J. — Shleifer, A. — Vishny, R. (1991) **Do Institutional Investors Destabilize Stock Prices? — Evidence on Herding and Feedback Trading**, NBER Working Paper, No. 3846/1991, Cambridge.
- Naukkarinen, I. (1988) **Vakuutuslaitosten sijoitustoiminta 1980-luvulla**. Suomen Pankki.
- OECD (1990/91) **Financial Accounts of OECD Countries** (Finland, France, Germany, Japan, United States), Paris.
- OECD (1991) **OECD Economic Surveys** (Finland, France, Japan), Paris.
- Pylkkönen P. (1990) **Sijoitusrahastot Suomessa ja eräissä muissa maissa**. Muistio, Suomen Pankki.
- Sijoituslakityöryhmän muistio (1990) VM 21**, Helsinki.

Suomen Vakuutusyhtiöiden Keskusliitto (1989/91) Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta 1988/1990.

Swiss Reinsurance Company (1987/91) SIGMA No. 7/8 (1987), No. 5 (1991), Zurich.

Tilley J. (1986) Risk Control Techniques for Life Insurance Companies, Platt R. (1986): Controlling Interest Rate Risk, 225 - 255, New York.

## SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/92 Jaakko Autio **Valuuttakurssit Suomessa 1864–1991**. Katsaus ja tilastosarjat. 1992. 36 + 245 s. ISBN 951-686-309-4. (TU)
- 2/92 Juha Tarkka – Johnny Åkerholm **Fiscal Federalism and European Monetary Integration**. 1992. 29 s. ISBN 951-686-310-8. (KP)
- 3/92 Päivikki Lehto-Sinisalo **The History of Exchange Control in Finland**. 1992. 92 s. ISBN 951-686-311-6. (TO)
- 4/92 Erkki Koskela – Matti Virén **Inflation, Capital Markets and Household Saving in Nordic Countries**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-312-4. (TU)
- 5/92 Arto Kovanen **International Capital Flows in Finland 1975–1990: The Role of Expectations**. 1992. 18 s. ISBN 951-686-313-2. (KT)
- 6/92 Ilmo Pyyhtiä **Investointien kohdentuminen Suomessa**. 1992. 54 s. ISBN 951-686-314-0. (KT)
- 7/92 Margus Hanson **Eesti Pank ja Viron rahajärjestelmä 1920- ja 1930-luvulla**. 1992. 58 s. ISBN 951-686-315-9. (TU)
- 8/92 Markku Malkamäki **Estimating Conditional Betas and the Price of Risk for a Thin Stock Market**. 1992. 36 s. ISBN 951-686-317-5. (TU)
- 9/92 Markku Malkamäki **Conditional Betas and the Price of Risk in a Thin Asset Market: A Sensitivity Analysis**. 1992. 39 s. ISBN 951-686-318-3. (TU)
- 10/92 Christian Starck **Keskuspankkien riippumattomuus – kansainvälinen vertailu**. 1992. 43 s. ISBN 951-686-319-1. (KP)
- 11/92 Juha Tarkka **Tax on Interest and the Pricing of Personal Demand Deposits**. 1992. 21 s. ISBN 951-686-320-5. (TU)
- 12/92 Terhi Kivilahti – Jyri Svanborg – Merja Tekoniemi **Itä-Euroopan maiden valuuttojen vaihdettavuudesta**. 1992. 45 s. ISBN 951-686-322-1. (IT)
- 13/92 Heikki Koskenkylä **Norjan pankkikriisi ja vertailua Suomen pankkeihin**. 1992. 37 s. ISBN 951-686-323-X. (TU)
- 14/92 Tom Kokkola **An International Bibliography of Payment Instruments and Systems Literature for the Years 1985–1991**. 1992. 94 s. ISBN 951-686-325-6. (RM)
- 15/92 Paavo Peisa – Kari Takala **Selviämmekö lamasta ehjin nahoin? Bruttokansantuotteen rakennemallien estimointituloksia**. 1992. 32 s. ISBN 951-686-326-4. (KT)
- 16/92 Markku Malkamäki **Cointegration and Causality of Stock Markets in Two Small Open Economies and Their Major Trading Partner Nations** 1992. 37 s. ISBN 951-686-328-0. (TU)
- 17/92 T.R.G. Bingham **The Ecu and Reserve Management**. 1992. 22 s. ISBN 951-686-329-9. (KP)

- 18/92 Kari Takala **Työttömyyden ennustaminen lyhyellä aikavälillä.** 1992. 40 s. ISBN 951-686-330-2. (KT)
- 19/92 Anne Turkkila **Suomalaisten pankkien kansainvälistyminen.** 1992. 47 s. ISBN 951-686-331-0. (TU)
- 20/92 Bent Christiansen — Már Gudmundsson — Olli-Pekka Lehmussaari — Christina Lindenius — Sigurd Simonsen — Christian Starck — Johnny Åkerholm **De nordiska centralbankerna i det framtida Europa.** 1992. 18 s. ISBN 951-686-332-9. (KP)
- 21/92 Paavo Peisa — Heikki Solttila **Pankkikriisi yritysaineiston valossa.** 1992. 18 s. ISBN 951-686-334-5. (RM)
- 22/92 Timo Tyrväinen **Wage Setting, Taxes and Demand for Labour: Multivariate Analysis of the Cointegrating Relations.** 1992. 37 s. ISBN 951-686-335-3. (TU)
- 23/92 Timo Tyrväinen **Tax Incidence in Union Models.** 1992. 37 s. ISBN 951-686-336-1. (TU)
- 24/92 Bent Christiansen — Már Gudmundsson — Olli-Pekka Lehmussaari — Christina Lindenius — Sigurd Simonsen — Christian Starck — Johnny Åkerholm **Pohjoismaiden keskuspankit tulevassa Euroopassa.** 1992. 24 s. ISBN 951-686-337-X. (KP)
- 25/92 Christian Starck — Matti Virén **Bankruptcies and Aggregate Economic Fluctuations.** 1992. 20 s. ISBN 951-686-338-8. (TU)
- 26/92 Amos Golan — Moshe Kim **Maximum Entropy and the Existence of Consistent Aggregates: An Application to U.S. Banking.** 1992. 22 s. ISBN 951-686-339-6. (TU)
- 27/92 Antti Suvanto **Pricing Decisions and the Position Constraint in Foreign Exchange Dealing.** 1992. 40 s. ISBN 951-686-340-X. (KP)
- 28/92 Heikki Solttila — Vesa Vihriälä **Pankkien vakavaraisuus ja luotontarjonta.** 1992. 17 s. ISBN 951-686-341-8. (RM)
- 29/92 Jukka Vesala **Incomplete Exchange Rate Pass-Through and Hysteresis in Trade. A Survey of Recent Theories and an Empirical Study of Export Pricing of Finnish Paper Manufactures.** 1992. 76 s. ISBN 951-686-342-6. (TU)
- 30/92 Jaakko Autio **Lama ja raha. Suomen luopuminen kultakannasta vuonna 1931.** 1992. 61 s. ISBN 951-686-343-4. (TU)
- 31/92 Markku Malkamäki **Conditional Risk and Predictability of Finnish Stock Returns.** 1992. 27 s. ISBN 951-686-344-2. (TU)
- 32/92 Anu Mürsepp **Viron maksujärjestelmä ja sen kehittämistarpeet.** 1992. 24 s. ISBN 951-686-345-0. (TU)
- 33/92 Timo Tähtinen **Uudistumassa oleva pääomatulojen verotus muuttaa huomattavasti yrityksen rahoituskustannuksia ja investointien tuottovaatimuksia.** 1992. 23 s. ISBN 951-686-347-7. (KT)
- 34/92 Jorma Hilpinen **Yrityskyselyt maksutasetilaston laadinnassa.** 1992. 30 s. ISBN 951-686-348-5. (TO)
- 35/92 Timo Tyrväinen **Wage Drift and Error Correction: Evidence from Finland.** 1992. 43 s. ISBN 951-686-349-3. (TU)

- 36/92 Seppo Honkapohja — Pentti Pikkarainen **Country Characteristics and the Choice of the Exchange Rate Regime: Are Mini-Skirts Followed by Maxis?.** 1992. 33 s. ISBN 951-686-350-7. (KP)
- 37/92 Olli-Pekka Lehmussaari — Antti Suvanto — Laura Vajanne **The Currency Band and Credibility: the Finnish Experience.** 1992. 54 s. ISBN 951-686-352-3. (KP)
- 38/92 Juha Savola **Pankkien taseen ulkopuolisen toiminnan rakenne ja kehitys vuosina 1989—1992.** 1992. 24 s. ISBN 951-686-354-X. (RM)
- 39/92 Anne Brunila **Yritysten velkaantuminen, luottolama ja talouden kasvu.** 1992. 46 s. ISBN 951-686-355-8. (KT)
- 40/92 Ahti Huomo — Olli-Pekka Lehmussaari **EMU:n vaikutus talouspolitiikkaan ja sen työnjakoon Suomessa.** 1992. 25 s. ISBN 951-686-356-6. (KP)
- 41/92 Kirsi Huurinainen **Vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen merkitys arvopaperimarkkinoilla.** 1992. 35 s. ISBN 951-686-358-3. (RM)