

TYÖRYHMÄMUISTIOITA

ARVOPAPERIMARKKINAT 2000



VALTIOVARAINMINISTERIÖ

TYÖRYHMÄMUISTIOITA

3/98

Arvopaperimarkkinat 2000

HELSINKI 1998

V a l t i o v a r a i n m i n i s t e r i ö l l e

Valtiovarainministeriö asetti 22.11.1996 työryhmän, jonka tehtävänä oli arvioida arvopaperimarkkinalainsäädännön lähivuosien kehittämistarpeita ja tehdä niiden edellyttämät tarpeelliset ehdotukset.

Työryhmän oli erityisesti otettava huomioon Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen mahdollisen toteutumisen sekä muun arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen kehityksen aiheuttamat haasteet.

Työryhmän oli saamansa toimeksiannon mukaan tehtävä ehdotuksensa 31.5.1997 mennessä. Valtiovarainministeriö päätti 22.5.1997 kuitenkin jatkaa työryhmälle annettua määräaikaa 31.12.1997 asti. Tuolloin muutetun toimeksiannon mukaan ehdotuksissa oli erityisesti otettava huomioon, että kiireellisimmät ehdotukset oli saatettava eduskunnan käsiteltäväksi syysistuntokaudella 1997.

Työryhmän puheenjohtajaksi määrättiin lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju valtiovarainministeriöstä. Työryhmän jäseniksi määrättiin lainsäädäntöneuvos, myöhemmin hallitusneuvos Erkki Sarsa (valtiovarainministeriö), ylitarkastaja Tuija Vuorinen (valtiovarainministeriö) ja ylitarkastaja Satu Kurki-Hermunen (valtiovarainministeriö) sekä kutsuttiin lainsäädäntöneuvos Jyrki Jauhiainen (oikeusministeriö), neuvotteleva virkamies Timo Kaisanlahti (kauppa- ja teollisuus-

ministeriö) ekonomisti, sittemmin projektiohjaaja Mikko Niskanen (Suomen Pankki), apulaisjohtaja Anneli Tuominen (Rahoitustarkastus), toimitusjohtaja Henrik Andersin (Pankkiiriliikkeiden yhdistys ry), toiminnanjohtaja, sittemmin johtaja Liisa Jauri (Arvo-osuusyhdistys, sittemmin Suomen Arvopaperikeskus Oy), johtaja Erkki Kontkanen (Suomen Pankkiyhdistys ry), apulaisjohtaja Tapani Manninen (Helsingin Arvopaperipörssi Oy, sittemmin HEX Oy), osastopäällikkö Antti Neimala (Keskuskauppakamari), toimitusjohtaja Markku Savikko (Arvopaperivälittäjien yhdistys ry ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry) ja toimitusjohtaja, sittemmin operatiivinen johtaja Asko Schrey (SOM Oy, sittemmin HEX Oy).

Työryhmän sivutoimiset sihteerit ovat olleet nuorempi finanssisihteerit Kajus Hagelstam (valtiovarainministeriö), lakimies Janne Lauha (Arvo-osuusyhdistys, sittemmin Suomen Arvopaperikeskus Oy) ja lakimies Olli Laurila (Rahoitustarkastus). Työryhmän työhön ovat kirjoittajina osallistuneet myös EU-avustaja, sittemmin nuorempi finanssisihteerit Markus Lankinen (valtiovarainministeriö) ja nuorempi finanssisihteerit Pekka Morén (valtiovarainministeriö) sekä toimistopäällikkö Timo Rintanen (Rahoitustarkastus).

Työryhmä otti nimekseen Arvopaperimarkkinat 2000. Työryhmä on pitänyt 18 kokousta.

Työryhmän keskeiset johtopäätökset ovat yhtäältä, että lainsäädäntö on keskeinen yhteiskunnallinen ohjauskeino, että toimiva, kehittynyt ja luotettava rahoitusjärjestelmä on osa yhteiskunnan infrastruktuuria eli ydintoimintoja ja toisaalta, että arvopaperimarkkinalainsäädännön painopiste on Suomessa siirrettävä Euroopan unionissa valmistellun lainsäädännön kansallisesta täytäntöönpanosta kansallisten tavoitteiden toteuttamiseen. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tietoinen kansallinen kehittäminen markkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseksi lisää markkinaosapuolten edellytyksiä toimia Suomessa, minkä vuoksi työryhmä ehdottaa kansallisen lainvalmistelustrategian määrittelyä ja toteuttamista. Strategia keskittyy pyrkimykseen kohottaa Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälistä kiinnostavuutta.

Työryhmä ehdottaa, että arvopaperimarkkinalainsäädännön valmistelussa noudatetaan lähivuosina strategiaa määriteltäessä hahmottuneita periaatteita. Työryhmän hahmottelemat lainsäädäntöhankkeet tulisi mahdollisuuksien mukaan saattaa julkisesti arvioitavaksi ennen Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen alkamista.

Työryhmän mietintö jakaantuu kolmeen pääjaksoon. Ensimmäisessä pääjaksossa analysoidaan arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä ja toisessa pääjaksossa arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä. Kolmannessa pääjaksossa tehdään ehdotus suomalaisiksi arvopaperimarkkinapolitiikaksi.

Toimintaympäristön analyysia koskevassa ensimmäisessä pääjaksossa kuvataan arvopaperimarkkinoiden osapuolia ja niiden tehtäviä, Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuria, kehitystä ja sijoittajakuntaa, Euroopan talous- ja rahaliiton kolmatta vaihetta, kehityssuuntia rahoitusmarkkinoilla sekä työryhmän työn lähtökohtia ja tavoitteita.

Toisessa pääjaksossa kuvataan ja systematisoidaan Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö ja sitä koskeva oikeuskäytäntö. Lisäksi arvioidaan tarvetta arvopaperimarkkinalainsäädännön sekä sitä täydentävän viranomaissääntelyn ja itsesääntelyn rakenteen kehittämiseen sekä analysoidaan Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen vaikutuksia arvopaperimarkkinalainsäädäntöön.

Työryhmän mietinnön kolmannessa pääjaksossa tehdään ehdotus suomalaisiksi arvopaperimarkkinapolitiikaksi. Ehdotuksen taustaksi esitetään tulevaisuudenkäsitys ja visio Suomen rahoitusmarkkinoista sekä SWOT-analyysin perusteella Suomen rahoitusmarkkinoiden kansalliset erityispiirteet. Lopuksi tehdään ehdotus kansalliseksi lainvalmistelustrategiaksi, joka

määrittämään lainsäädännön kehittämiseksi arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kansainvälisen kilpailukyvyn vahvistamiseksi.

Työryhmän ehdottamaa strategiaa toteutettaisiin etenkin informaatioprosessia, sääntelyrakennetta ja viranomaistoimintaa kehittämällä. Työryhmä jatkaa strategian toteutumisen seuraamista.

Työryhmän mietinnössä on kolme liitettä, joista ensimmäisessä esitellään kansallisia arvopaperimarkkinastrategioita Länsi-Euroopassa (Iso-Britannia, Ruotsi, Ranska, Saksa ja Irlanti). Toisessa liitteessä kuvataan rahoitusmarkkinoita koskevaa verotusta, erityisesti pääomatuloverojärjestelmää. Kolmannessa liitteessä esitellään Suomen viranomaisten ja markkinaosapuolten osallistumista rahoitusmarkkinoita koskevaan kansainväliseen yhteistyöhön ja Euroopan unionin lähivuosien lainsäädäntöhankkeita.

Työryhmän työn aikana osoittautui, että sen toimeksianto oli hyvin laaja. Siksi työryhmän alustavat selvitykset arvopaperimarkkinalainsäädännön konkreettisista muutostarpeista ohjattiin erillisiin lainvalmisteluhankkeisiin, joita on valmisteltu työryhmän yhteyteen perustetuissa erityishankkeissa ja muissa valtiovarainministeriön hankkeissa suoraan hallituksen esityksen muotoon.

Näistä hankkeista pisimmälle on valmisteltu arvopaperikaupan selvitystoiminnan sääntelyä, josta 31.10.1997 annettiin lakiesitys eduskunnalle (HE 209/1997 vp. laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamiseksi sekä muuksi arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi). Mainitussa lakiesityksessä ehdotetaan arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa muutettavaksi ja lakiin lisättäväksi uusi 4 a luku, joka koskee arvopaperikauppojen toteuttamista eli selvitystoimintaa. Selvitystoiminta on julkisessa kaupankäynnissä tehdystä arvopaperikaupasta johtuvien velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista kaupan osapuolten lukuun. Selvitystoiminta on myös sellaisten velvoitteiden määrittämistä ja toteuttamista, jotka johtuvat arvo-osuusjärjestelmään liitetyn arvopaperin tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin muussa kuin julkisessa kaupankäynnissä tehdystä kaupasta tai luovutuksesta. Selvitystoiminta olisi Rahoitustarkastuksen valvonnassa. Laissa säädettäisiin myös selvitysosapuolia koskevista vaatimuksista ja eri osapuolten vastuusuhteista sekä markkinoiden toiminnan kannalta tarpeelliseksi koettuja säännöksiä uusista oikeusilmiöistä, kuten arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimuksista. Esityksen käsittely eduskunnan talousvaliokunnassa alkaa todennäköisesti helmikuussa 1998.

Esitykseen liittyen Eduskunnalle annettiin 7.11.1997 Hallituksen esitys arvopaperien lainausso-
pimusten ja takaisinostosopimusten verotusta koskevaksi lainsäädännöksi (HE 218/1997 vp.), jossa ehdotetut muutokset tuloverolainsäädäntöön tulivat voimaan vuoden 1998 alusta. Säännökset koskevat arvopaperien lainausso-
pimukseen ja takaisinostosopimukseen perustuvan arvopaperiluovutuksen verotusta. Sopimuksen täyttämiseksi tapahtuvaa arvopaperiluovutusta ei pidetä varsinaisen omistajan verotuksessa luovutuksena.

Arvo-osuusjärjestelmää koskevan lainsäädännön kehittämistä jatketaan valtiovarainministeriön 4.12.1997 asettamassa virkamiestyöryhmässä, jonka on tehtävä ehdotukset arvo-osuusjärjestelmää koskevan lainsäädännön kehittämiseksi. Ehdotuksissa on otettava huomioon Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen sekä kansainvälisen kehityksen vaikutus arvo-osuusjärjestelmään liitettyjä velkakirjoja koskevaan lainsäädäntöön, arvo-osuuksien kirjaamisjärjestelmän oikeudelliseen rakenteeseen sekä arvopaperikeskuksen asemaan. Erityisen huomion kohteena on markkamääräisten arvo-osuusmuotoisten joukkovelkakirjojen muuntaminen euromääräisiksi. Arvo-osuusrekisterin pitäjät on tarkoitus muuttaa arvopaperikeskuksen asiamiehiksi ja tilinhoitajayhteisöiksi pohjoismaisen esikuvan mukaisesti. Lisäksi selvitetään yhteisen rahan käyttöönoton ja kansainvälisesti yleistyneen omistajarakenteen moniportaisuuden sääntelyn vaikutusta arvo-osuusjärjestelmää koskevaan lainsäädäntöön, kuten arvo-osuuksien hallintarekisteröintiin.

Sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja arvopaperimarkkinalain peruskäsitteiden, kuten sijoituspalvelun, sijoituskohteen, julkisen kaupankäynnin, säännellyn markkinan ja arvopaperinvälittäjän määritelmien uudistamistarvetta on selvitetty erillisessä alatyöryhmässä, johon on osallistunut myös työryhmän ulkopuolisia asiantuntijoita. Lisäksi on selvitetty ammattimaisten sijoittajien asemaa ja niiden erilaista suojan tarvetta, arvopaperinvälittäjän oikeuksia, sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen liiketoiminnan alaa, luottolaitosten sekä erityisesti ulkomaisien palveluntarjoajien velvollisuuksia, arvopaperinvälittäjän velvollisuuksia, sijoituspalveludirektiivin kansallisen täytäntöönpanon kehittämistä ja kansallista norminantoa yleisen edun perusteella. Tämän ohella on erikseen selvitetty sijoittajien korvausjärjestelmästä annetun neuvoston ja Euroopan Parlamentin direktiivin (97/9/ETY) kansallista täytäntöönpanoa.

Sijoitusrahastolain kehittämistä on selvitetty erillisessä alatyöryhmässä, johon on osallistunut myös työryhmän ulkopuolisia asiantuntijoita. Samassa yhteydessä seurataan Euroopan unionin komission työtä sijoitusrahastodirektiivin uudistamiseksi. Keskeisiä kysymyksiä ovat erikoisrahastot, viranomaistoiminta, viranomaishallinnon keventäminen, osuudenomistajien aseman parantaminen, rahastoyhtiön luotettavan hallinnon vaatimusten yhdenmukaistaminen sijoituspalveluyrityksistä annettuun lakiin, säilytysyhteisön asema ja tehtävät, rahasto-osuuden arvionlaskenta, ulkomaisien rahasto-osuuksien markkinointi, tiedonantovelvollisuuden täsmentäminen ja sijoitusrahastotoimintaan rinnastettava muu rahastoyhtiölle sallittu toiminta.

Arvopaperimarkkinalain kehittämistä varten on valtiovarainministeriössä perustettu erityishanke joulukuun alussa 1997, jossa on järjestetty kuulemistilaisuuksia. Tässä yhteydessä selvitetään mahdollisuudet osakeyhtiölain, kirjanpitolain, tilintarkastuslain ja arvopaperimarkkinalain lähentämiseen, arvopaperien omistuksen julkisuuden lisäämiseen liputusvelvollisuutta muuttamalla, arvo-osuuksien hallintarekisteröinnin kehittämiseen, arvopaperimarkkinoiden keskeisten osapuolten omistajia ja hallintohenkilöitä ja niiden sopivuutta koskevan valvonnan laajentamiseen, äänivallan käyttörajoitusten poistamiseen arvopaperimarkkinoiden keskeisten osapuolten yhtiökokouksissa, arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden uudistamiseen, lunastusvelvollisuutta ja julkista ostotarjousta koskevan sääntelyn täsmentämiseen sekä arvopaperin poistamista julkisesta kaupankäynnistä koskevien edellytysten uudistamiseen ja sisäpiirisääntelyyn uudistamiseen uuden SIRE-järjestelmän kokemuksia hyödyntäen.

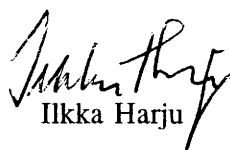
Viranomaistoimintaa ja -hallintoa arvopaperimarkkinoilla on tarkoitus vuoden 1998 keväällä ryhtyä kehittämään rahoitusmarkkinoiden valvonnan uudistamishankkeen yhteydessä (Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 28/1997). Selvitystyö koskee viranomaisten keskinäistä työnjakoa ja yhteistyötä, viranomaisten ja erityisesti rahoitustarkastuksen norminantoa, viranomaisten harkintavaltaa poikkeuslupa- ja muissa hakemusasioissa, oikeussuojaa viranomaispäättöksiä kohtaan, muutoksenhakuoikeutta, viranomaisprosessien nopeuttamista, mahdollisen arvopaperimarkkinalautakunnan perustamista esim. hyvää arvopaperimarkkinatapaa tulkitsemaan, hankekohtaisia sisäpiirirekistereitä, sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteiden tutkimista, sanktiojärjestelmän ja sanktiovalikoiman kehittämistä ja oikeuspaikkakysymyksiä.

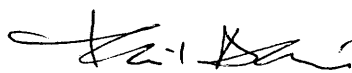
Kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain uudistamistarvetta on selvitetty erillisessä alatyöryhmässä, johon on osallistunut myös työryhmän ulkopuolisia asiantuntijoita. Lain kokonaisuudistus on osoittautunut tarpeelliseksi johdannaismarkkinoiden voimakkaan kehityksen vuoksi. Useat kysymykset, kuten ammattimaisten sijoittajien asema ja keskeisten määritelmien uudistaminen, ovat yhteisiä edellä selostetuille hankkeille.

Työryhmä on myös alustavasti selvittänyt eräitä rahoitusmarkkinoiden laissa sääntelemättömiä kysymyksiä, kuten arvopaperistamista, elektronista rahaa, verkkopalveluja ja kiinteistömarkkinoita.

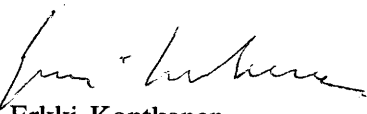
Saatuaan työnsä valmiiksi työryhmä kunnioittavasti luovuttaa laatimansa mietinnön valtiovarainministeriölle.

Helsingissä 16 päivänä joulukuuta 1997

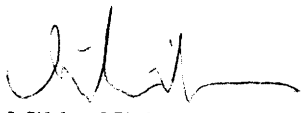

Ilkka Harju


Henrik Andersin

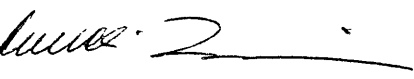

Liisa Jauri


Erkki Kontkanen

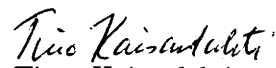

Tapani Manninen


Mikko Niskanen


Markku Savikko


Anneli Tuominen

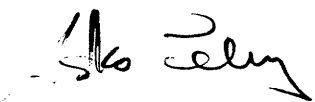

Jyrki Jauhiainen

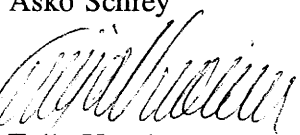

Timo Kaisanlahti


Satu Kurki-Hermunen

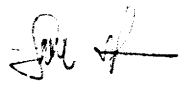

Antti Neimälä


Erkki Sarsa


Asko Schrey


Tuija Vuorinen


Kajus Hagelstam


Janne Lauha


Olli Laurila

Tekijät (toimielimestä: toimielimen nimi, puheenjohtaja, sihteeri) Ilkka Harju (pj.) Kajus Hagelstam (s) Janne Lauha (s) Olli Laurila (s)		Julkaisun laji Muistio	
		Toimeksiantaja Valtiovarainministeriö	
		Toimielimen asettamispvm 22.11.1996	
Julkaisun nimi (myös ruotsinkielinen) Arvopaperimarkkinat 2000			
Julkaisun osat			
Tiivistelmä Työryhmän tehtävänä oli arvioida arvopaperimarkkinalainsäädännön lähivuosien kehittämistarpeita ja tehdä niiden edellyttämät tarpeelliset ehdotukset. Työryhmän oli erityisesti otettava huomioon Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen mahdollisen toteutumisen sekä muun arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen kehityksen aiheuttamat haasteet. Työryhmän keskeiset johtopäätökset ovat yhtäältä, että lainsäädäntö on keskeinen yhteiskunnallinen ohjauskeino, että toimiva, kehittynyt ja luotettava rahoitusjärjestelmä on osa yhteiskunnan infrastruktuuria eli ydintoimintoja ja toisaalta, että arvopaperimarkkinalainsäädännön painopiste on Suomessa siirrettävä Euroopan unionissa valmistellun lainsäädännön kansalliseen täytäntöönpanosta kansallisten tavoitteiden toteuttamiseen. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tietoinen kansallinen kehittäminen markkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kansainvälisen kilpailukyvyn parantamiseksi lisää markkinaosapuolten edellytyksiä toimia Suomessa, minkä vuoksi työryhmä ehdottaa kansallisen lainvalmistelustrategian määrittelemistä ja toteuttamista. Strategia keskittyy pyrkimykseen kohottaa Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälistä kiinnostavuutta. Työryhmä ehdottaa, että arvopaperimarkkinalainsäädännön valmistelussa noudatetaan lähivuosina strategiaa määriteltäessä hahmottuneita periaatteita. Työryhmän hahmottelemat lainsäädäntöhankkeet tulisi mahdollisuuksien mukaan saattaa julkisesti arvioitavaksi ennen Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen alkamista. Työryhmän mietintö jakaantuu kolmeen pääjaksoon. Ensimmäisessä pääjaksossa analysoidaan arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä ja toisessa pääjaksossa arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä. Kolmannessa pääjaksossa tehdään ehdotus suomalaisiksi arvopaperimarkkinapolitiikaksi. Toimintaympäristön analyysia koskevassa ensimmäisessä pääjaksossa kuvataan arvopaperimarkkinoiden osapuolia ja niiden tehtäviä, Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuria, kehitystä ja sijoittajakuntaa, Euroopan talous- ja rahaliiton kolmatta vaihetta, kehityssuuntia rahoitusmarkkinoilla sekä työryhmän työn lähtökohtia ja tavoitteita. Toisessa pääjaksossa kuvataan ja systematisoidaan Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö ja sitä koskeva oikeuskäytäntö. Lisäksi arvioidaan tarvetta arvopaperimarkkinalainsäädännön sekä sitä täydentävän viranomaissääntelyn ja itse-sääntelyn rakenteen kehittämiseen sekä analysoidaan Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen vaikutuksia arvopaperimarkkinalainsäädäntöön. Työryhmän mietinnön kolmannessa pääjaksossa tehdään ehdotus suomalaisiksi arvopaperimarkkinapolitiikaksi. Ehdotuksen taustaksi esitetään tulevaisuudenkäsitys ja visio Suomen rahoitusmarkkinoista sekä SWOT-analyysin perusteella Suomen rahoitusmarkkinoiden kansalliset erityispiirteet. Lopuksi tehdään ehdotus kansalliseksi lainvalmistelustrategiaksi, joka määrittellään lainsäädännön kehittämiseksi arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kansainvälisen kilpailukyvyn vahvistamiseksi. Työryhmän ehdottamaa strategiaa toteutettaisiin etenkin informaatioprosessia, sääntelyrakennetta ja viranomaistoimintaa kehittämällä. Työryhmä jatkaa strategian toteutumisen seuraamista.			
Avainsanat (asiasanat) EMU, arvopaperimarkkinat, lainvalmistelu, rahoitusmarkkinat, EU, euro, kilpailukyky, rahoitusmarkkinastrategia, sääntelyrakenne			
Muut tiedot			
Sarjan nimi ja numero Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1998:3		ISSN 0788-6322	ISBN 951-804-001-X
Kokonaissivumäärä	Kieli Suomi	Hinta	Luottamuksellisuus Julkinen
Jakaja Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto		Kustantaja Valtiovarainministeriö	

SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu
1. Toimintaympäristön analyysi	1
1.1. Arvopaperimarkkinat kansantalouden rahoitushuollon välineenä	1
1.2. Suomen arvopaperimarkkinoiden kuvaus	3
1.2.1. Arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri	3
1.2.2. Arvopaperimarkkinoiden kehitys	7
1.2.3. Arvopaperimarkkinoiden sijoittajakunta	24
1.2.4. Arvopaperimarkkinoiden erityispiirteet	27
1.3. Talous- ja rahaliiton kolmas vaihe	33
1.3.1. Siirtyminen euroalueeseen	33
1.3.2. Euroopan keskuspankkijärjestelmä	34
1.3.3. Arvopaperikauppojen selvitysjärjestelmät	37
1.3.4. Viranomaistoiminnan koordinaatio	41
1.4. Kehityssuuntia rahoitusmarkkinoilla	43
1.4.1. Yhteinen raha nopeuttaa nykyisiä kehityssuuntia	43
1.4.2. Markkinoiden laajentuminen	43
1.4.3. Kilpailun kiristymisen vaikutukset	45
1.4.4. Markkinaehtoistuminen	48
1.5. Lähtökohdat ja tavoitteet	49
1.5.1. Rahoitusmarkkinat, arvopaperimarkkinat ja kansantalouden rahoitus	49
1.5.1.1. Käsitteet ja yleiskuvaus	49
1.5.1.2. Arvopaperimarkkinat kotitalouksien, elinkeinoelämän ja julkisyhteisöjen rahoittajana	51
1.5.2. Motiiveja arvopaperimarkkinoiden strategiseksi kehittämiseksi	53
1.5.3. Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus ja käytäntö	54
1.5.4. Arvopaperimarkkinoiden strateginen kehittäminen Suomessa	56
1.5.5. Rahoituspalveluyritykset elinkeinopoliittisessa strategiassa	61
2. Lainsäädännön analyysi	63
2.1. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö	63
2.1.1. Kuvaus	63
2.1.2. Lainsäädännön systematisointia	67
2.1.3. Arvopaperimarkkinoita koskevaa oikeuskäytäntöä	69
2.2. Lainsäädännön ja muun sääntelyn rakenteen kehittäminen	72
2.2.1. Valtioneuvoston lainvalmistelun kehittämisohjelma	72
2.2.2. Lainsäädännön yhtenäistämisen tarve	74
2.2.3. Arvopaperimarkkinalain asema ja soveltamisala arvopaperimarkkinalainsäädännössä	75
2.2.4. Arvopaperimarkkinalainsäädännön riittävyys ja lähivuosien kehittämis- tarpeet	77
2.2.5. Lakia täydentävän sääntelyn monitasoisuus	78
2.2.5.1. Nykytilanne	78
2.2.5.2. Kansainvälisiä esimerkkejä sääntelyn monitasoisuudesta	79
2.2.5.3. Sääntelyä ohjaavat tavoitteet	80
2.2.5.4. Sääntelyn monitasoisuuden ongelmia ja mahdollisuuksia	81
2.2.5.5. Sääntelyn keskittäminen	83
2.2.5.6. Päätelmiä	84
2.3. Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen vaikutukset arvopaperimarkkinalainsäädäntöön	85
2.3.1. Yleistä	85
2.3.2. Voimassa oleva lainsäädäntö	86
2.3.3. Valmisteilla oleva lainsäädäntö	87
2.3.4. Valtiovarainministeriön päätökset ja itsesääntely	87

II

2.3.5. Rahoitustarkastuksen sääntely	88
3. Suomalainen arvopaperimarkkinapolitiikka	90
3.1. Arvopaperimarkkinastrategia, tulevaisuudenkäsitys ja visio	90
3.2. Suomen rahoitusmarkkinoiden kansalliset erityispiirteet (SWOT)	94
3.3. Kansallinen lainvalmistelustrategia	97
3.3.1. Arvopaperimarkkinalainsäädännön eurooppalainen toimintaympäristö .	97
3.3.2. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kotimainen toimintaympäristö	98
3.3.3. Lainvalmistelustrategian määrittely: lainsäädännön kehittäminen arvo- paperimarkkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kan- sainvälisen kilpailukyvyyn vahvistamiseksi	100
3.3.4. Lainvalmistelustrategian toteuttaminen: sääntelyrakenteen kehittäminen	103
3.3.5. Lainvalmistelustrategian toteuttaminen: viranomaistoiminnan kehittä- minen	104

LIITTEET

- Liite 1 Kansalliset arvopaperimarkkinastrategiat Länsi-Euroopassa
- Liite 2 Rahoitusmarkkinat ja verotus
- Liite 3 Rahoitusmarkkinat ja kansainvälinen yhteistyö

1. Toimintaympäristön analyysi

1.1. Arvopaperimarkkinat kansantalouden rahoitushuollon välineenä

Rahoitusjärjestelmässä erilaiset toimijat muodostavat monimutkaisen verkoston, joka tarjoaa lukuisia keinoja välittää ja siirtää pääomaa rahoitusasemaltaan tilapäisesti ylijäämäisiltä eli säästäviltä talousyksiköiltä tilapäisesti rahoitusta tarvitseville talousyksiköille. Arvopaperimarkkinat ovat tärkeä osa tätä talousyksikköjen *rahoitusongelmien ratkaisua palvelevaa verkostoa*. Kansantalouden rahoitushuollon *välineenä* arvopaperimarkkinoiden ensi- ja jälkimarkkinoiden arvo on huomattava. Työryhmä on mietinnössään analysoinut arvopaperimarkkinallainsäädännön lähivuosien kehittämistarpeet tämän verkoston osan *tehokkuuden* näkökulmasta.

Julkiset ja muut arvopaperimarkkinat

Arvopaperimarkkinoilla kullakin markkinapaikalla ja siellä palveluita tarjoavalla toimijalla on tehtävänsä. Varsinaisia julkisia arvopaperimarkkinoita ovat *rahamarkkinat, joukkovelkakirjamarkkinat, osakemarkkinat sekä johdannaismarkkinat*.

Vieraan pääoman ehtoisella arvopaperistetulla rahoituksella käydään kauppaa rahanmarkkinoilla ja joukkovelkakirjamarkkinoilla. Rahamarkkinoilla vaihdetaan lyhytaikaisia, alle vuoden pituisia sitoumuksia. Joukkovelkakirjamarkkinoilla vaihdetaan puolestaan pitempiaikaisia sitoumuksia, joiden kesto aika on Suomessa yleensä 2-10 vuotta.

Oman pääoman ehtoista rahoitusta hankitaan Suomessa julkisesti Helsingin pörssin ylläpitämällä markkinoilla. Myös kaupankäynti oman pääoman ehtoisilla arvopapereilla tapahtuu pörssin ylläpitämällä listoilla.

Johdannaismarkkinoilla käydään julkisesti kauppaa riskienhallintavälineillä, joista osa liittyy oman pääoman ja vieraan pääoman ehtoiisiin rahoitusvälineisiin. Näillä johdannaissopimuksilla talousyksiköillä on mahdollisuus ottaa taloudellista riskiä kantaakseen taikka luopua jostakin taloudellisesta riskistä.

Joissakin tapauksissa yritysten pääoman hankinta ei kuitenkaan ole pörssiin tai muuhun markkinapaikkaan verrattavissa olevalla tavalla julkista. Erilaiset sijoittajat ja yritykset saattavat neuvotella rahoitustarpeistaan pitkälti kahden kesken.

Rahoitustarpeiden arvopaperistetuissa ratkaisuissa avustavat toimijat

Olipa talousyksikkö ylijäämäinen taikka alijäämäinen, rahoitustarpeita tyydytetään harvemmin arvopaperimarkkinoilla ilman avustavien toimijoiden palveluita. Esimerkiksi yleensä

sijoituspalveluyrityksenä tai luottolaitoksena tai niiden osana toimivat arvopaperinvälittäjät ja pörssivälittäjät muodostavat arvopaperistetun rahoitushuollon verkostossa yhteyden talousyksikköjen ja julkisten markkinapaikkojen välillä. Arvopaperinvälittäjät tarjoavat asiakkaille kanavan sopeuttaa rahoitussitoumuksiaan asiakkaiden kulloisiakin tarpeita vastavaksi.

Jotkut arvopaperimarkkinoilla avustavista toimijoista ovat erikoistuneet erilaisiin neuvontapalveluihin. Toiminnan tavoitteena on pääasiassa *auttaa talousyksikköjä tunnistamaan rahoitustarpeitaan* sekä löytämään niiden *ratkaisemiseksi sopivia keinoja* ja niiden rahoitukselta kiinnostuneita ylijäämäisiä talousyksikköjä. Tällaisten toimijoiden tehtäviin saattavat kuulua erilaiset neuvontapalvelut yritysten ja julkisyhteisöjen rahoitusongelmien ratkaisemiseksi, kuten emissioiden järjestämiseen liittyvät palvelut.

Palveluja tarjoavat toimijat luovat edellytyksiä tai markkinoita talousyksikköjen rahoitustarpeiden tyydyttämiseen, vaikka tarpeiden tyydyttämiseksi tarjottavat sitoumukset eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Asianmukainen neuvonta on alijäämäisen talousyksikön näkökulmasta usein avainasemassa arvopaperirahoitukseen liittyvien ongelmien ratkaisuisa, kun talousyksikön rahoitustarpeiden volyymi ei anna sellaisenaan mahdollisuuksia arvopaperistetun rahoituksen riskeihin nähden edulliseen rahoituksen hankintaan.

Kotitalouksien pienempien rahoitusongelmien ratkaisuisa esimerkiksi perinteisillä pankeilla on mm. jakeluverkostonsa ansiosta merkittävä rooli. Näiden toimijoiden suuri kontaktipinta helpottaa pienempien arvopaperirahoitukseen liittyvien tarpeiden niputtamista ja hinnaltaan kilpailukykyistä tyydyttämistä.

Toinen mahdollisuus ratkaista rahoitukseen liittyviä ongelmia arvopaperirahoituksella tarjoutuu sijoitusrahastojen kautta. Esimerkiksi rahastoyhtiöiden hallinnoimat sijoitusrahastot, joiden rahasto-osuuksia hankkimalla voi pienilläkin rahoitusylijäämillä osallistua suurten alijäämien rahoitukseen, tarjoavat arvopaperistettujen ylijäämien sijoitus- ja hajautuspalveluja.

Selvitys- ja säilytyspalvelut

Arvopaperimarkkinoilla on yli- ja alijäämätalouksien ja näiden kohtaamista helpottavien toimijoiden lisäksi erilaisia selvitys- ja säilytyspalveluita tarjoavia toimijoita. Arvo-osuusrekisterin pitäjät, mm. pankit ja Suomen Arvopaperikeskus Oy, tarjoavat arvopaperimuotoisten rahoitussitoumusten säilytyspalveluita.

Selvitys- ja maksujärjestelmäpalveluita tarjoavat toimijat siirtävät taloudelliset varat yli- ja alijäämätalouksien välillä. Selvityksessä määritellään arvopaperirahoitustapahtumaan osallistuvien talousyksikköjen maksut ja saatavat. Selvityksestä tieto sitoumussuhteista kulkee maksujärjestelmäpalveluja tarjoaville toimijoille, jotka toteuttavat rahoitustapahtuman.

1.2. Suomen arvopaperimarkkinoiden kuvaus

1.2.1. Arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri

Kaupankäynti ja selvitys

Suomen Arvopaperikeskus Oy

Vuoden 1997 alusta toimintansa aloittaneeseen Suomen Arvopaperikeskus Oy:öön (APK) yhdistettiin arvo-osuusyhdistyksen toiminta, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunnan ja Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:n liiketoiminta sekä Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n (HAP) selvitystoiminta. Suomen kansallisena arvopaperikeskuksena toimiva APK tarjoaa markkinaosapuolille keskitetysti arvo-osuuksien käsittelyyn ja kauppojen selvitykseen liittyvät peruspalvelut. Ennen kansallisen arvopaperikeskuksen perustamista arvopapereiden selvitystoiminnan rakenne oli hajanainen, mikä vaikeutti yhteyksien luomista kansainväliin arvopapereiden selvitysjärjestelmiin ja heikensi selvitysjärjestelmän tehokkuutta.

APK:n perustamisen myötä arvo-osuusjärjestelmään liitetään pörssiosakkeiden, valtion viitelainojen ja keskeisten rahamarkkinavelkakirjojen lisäksi julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yksityisen sektorin ja kuntien liikkeeseen laskemia velkakirjoja. APK vastaa toissijaisesti myös arvo-osuusrekisterin pitäjiin kohdistetuista vahingonkorvausvaatimuksista. Vastuunkantokyky turvataan suojarahaston avulla.

APK:n perustaminen on parantanut arvo-osuuksien kirjaamisen ja selvityksen kustannustehokkuutta, turvallisuutta sekä kansainvälistä kilpailukykyä. Samalla edellytykset kansallisesti yhtenäisten, likvidien ja avoimien arvopaperimarkkinoiden syntymiselle ovat entistä paremmat. APK huolehtii myös kansainvälisistä yhteyksistä Suomen arvopaperimarkkinoille ja sitä kautta vahvistaa ulkomaisten sijoittajien luottamusta niihin. Samalla kansallisten arvopaperimarkkinoiden vertailukelpoisuus paranee. Arvopaperikaupan keskitettyyn kirjaamiseen ja selvitykseen tähtääviä uudistuksia on tehty viime aikoina myös muissa Euroopan unionin jäsenvaltioissa.

Kansallinen arvopaperikeskus tekee mahdolliseksi joukkovelkakirjamarkkinoiden järjestämisen nykyistä yhtenäisemmiksi ja likvidimmiksi, mikä tehostaa joukkovelkakirjojen hinnanmuodostusta. Arvopaperikäsittelyn keskittäminen parantaa myös yritysten mahdollisuuksia hankkia erimuotoista rahoitusta suoraan markkinoilta, kun oman ja vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien sekä näiden yhdistelmien liikkeeseenlaskut tapahtuvat yhden ja saman yhteisön järjestelmissä.

Syyskuun lopussa 1997 arvo-osuusjärjestelmässä olevien oman ja vieraan pääoman ehtoisten arvopapereiden markkina-arvo oli yhteensä noin 776 miljardia markkaa, josta osakkeiden osuus oli 402 miljardia markkaa. Rahamarkkinavelkakirjoista arvo-osuusjärjestelmään on liitetty talletuspankkien ja Suomen Pankin sijoitustodistukset ja valtion velkasitoumukset, joiden arvo oli noin 175 miljardia markkaa. Arvo-osuusjärjestelmään on joukkovelkakirjoista liitetty valtion viitelainat, arvoltaan noin 150 miljardia markkaa. Toistaiseksi järjestelmässä on vain muutamia yksityisen sektorin lainoja.

APK:n järjestelmässä selvitettyjen kauppojen lukumäärä oli joulukuussa 1997 noin 85 000, josta valtaosa koostuu osakearvo-osuuksista. Osakkeilla käydyn kaupan keskimääräinen

arvo oli alle 500 000 markkaa. Selvitettyjen velkakirjakauppojen koko on selvästi suurempi, keskimääräisen kaupan arvon oltua joulukuussa 1997 yli 60 miljoonaa markkaa.

APK:n omistavat Suomen Pankki, Suomen valtio, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunta, Helsingin Arvo-osuuskunta Oy, Merita Pankki Oy, Postipankki Oy, Osuuspankkien Keskuspankki Oy ja Aktia Säästöpankki Oy.

HEX Oy

Helsingin Arvopaperipörssi Oy (HAP) sekä SOM Oy, Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö (SOM) sulautuivat vuoden 1997 lopussa. Uuden yhtiön nimeksi tuli HEX Oy, Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö (jäljempänä HEX tai Helsingin pörssi). Sulautumisen johdosta samassa markkinapaikassa voidaan käydä arvopapereiden käteiskaupan lisäksi johdannaissopimusten kauppaa. Kaupankäynnin ohella Helsingin pörssin toimintaan kuuluu kaupankäyntiin liittyvien informaatiopalvelujen sekä johdannaissopimusten selvitystoimintojen tarjoaminen. Helsingin pörssin tytäryhtiönä toimii reaaliaikaisen hintainformaation ja analyysiohjelmien tuottamiseen erikoistunut Somtel Oy.

Toimintansa vapaamuotoisena yhdistyksenä aloittanut ja myöhemmin ensin osuuskunnaksi (1984) ja sitten osakeyhtiöksi (1995) muuttunut HAP toimi vuodesta 1912 Suomessa arvopapereiden markkinapaikkana ja loi sitä kautta edellytykset niiden kaupankäynnille ja jälkimarkkinoiden syntymiselle. Kaupankäynnin kohteina ovat olleet pörssi-, OTC- ja meklarilistalle otetut osakkeet, osakkeiden merkintäoikeudet, optiotodistukset sekä vaihtovelkakirja-, optio- ja joukkovelkakirjalainat.

Arvopapereiden osto- ja myyntitoimeksiannot annetaan pörssivälittäjille, jotka toteuttavat kaupat. Osakkeiden kaupankäynti on tapahtunut vuodesta 1990 lähtien pörssin elektronisessa HETI-kaupankäynti- ja tietojärjestelmässä, johon pörssivälittäjät tallentavat osto- ja myyntitarjouksensa. Kaupankäyntijärjestelmässä tarjoukset yhdistyvät automaattisesti. Kauppoja, välittäjiä ja pörssiyhtiöitä koskeva oleellinen tieto on järjestelmässä reaaliaikaisesti markkinaosapuolien ja informaatiopalveluja käyttävien asiakkaiden käytettävissä. Asiakkaan toimeksiannosta tehtävä kauppa on aina suoritettava pörssin välityksellä, jollei asiakkaan kanssa ole toisin sovittu. Pörssin ulkopuolella tapahtuvasta kaupankäynnistä välittäjien on kuitenkin raportoitava pörssiin.

Arvopaperipörssissä tehtyjen kauppojen selvitys tapahtui 1990-luvulle asti kahdenvälisesti arvopaperinvälitysliikkeiden kesken. Vuodesta 1991 lähtien kauppojen selvitys järjestettiin keskitetysti pörssin perustettua oman selvityskeskuksen. Seuraavana vuonna aloitettiin siirtyminen arvo-osuusmuotoiseen kaupankäyntiin, mikä teki mahdolliseksi kauppojen automaattisen selvitysjärjestelmän käyttöönoton ja selvitysjakson lyhentämisen kolmeen päivään kauppapäivästä vuonna 1996. Vuoteen 1997 mennessä lähes kaikki arvopaperipörssissä tehty osakekaupat selvitettiin arvo-osuusmuotoisina.

Kotimaiset ja ulkomaiset luottolaitokset sekä sijoituspalveluyritykset voivat toimia pörssissä arvopaperinvälittäjinä. Vuodesta 1996 lähtien Euroopan talousalueella toimiluvan saanut välittäjä on voinut etävälittäjänä olla suoraan yhteydessä pörssin kaupankäyntijärjestelmään ja siten käydä kauppaa pörssissä ilman Suomessa sijaitsevaa toimipaikkaa. Vuoden 1997 lopussa Helsingin pörssin 26 välittäjästä neljä toimi etävälittäjinä ulkomailta käsin.

Helsingin pörssi ottaa vuoden 1998 maaliskuussa käyttöön arvopapereiden käteiskaupassa uuden kaupankäynti- ja informaatiojärjestelmän, jolla pyritään lisäämään kaupankäynnin kustannustehokkuutta, luotettavuutta ja hallittavuutta. Osakkeilla ja johdannaissopimuksilla on erilliset kaupankäyntijärjestelmät, mutta välittäjät pystyvät tulevaisuudessa toimimaan molemmissa järjestelmissä saman työaseman kautta. Uusi järjestelmä soveltuu paremmin toimimaan yhteydessä muihin arvopaperikaupan ulkomaisiin ja kotimaisiin järjestelmiin, mikä on tärkeää yhtäältä pörssien välisen kilpailun kiristyessä ja toisaalta niiden välisen yhteistyön lisääntyessä. Vastaavia uudistuksia on tekeillä laajalti myös muiden maiden kansallisissa arvopaperipörssissä.

HEX toimii Suomessa johdannaispörssinä ja johdannaissopimusten selvitysyhtiönä. Ennen HEXin perustamista johdannaissopimusten kaupasta vastasi vuonna 1988 perustettu SOM. HEXin keskeiset tuotteet muodostuvat osakkeisiin, velkakirjoihin ja sähkään perustuvista vakioiduista johdannaissopimuksista. Kaupankäynti tapahtuu HEXin elektronisessa kaupankäyntijärjestelmässä tai puhelimen välityksellä. Sähköjohdannaisten kaupat solmitaan Suomen Kantaverkko Oy:n omistamassa EL-EX Sähköpörssi Oy:ssä, mutta ne selvitetään HEXissä. Sähköpörssin liiketoiminta siirtyi vuoden 1998 alusta Suomen Kantaverkko Oy:lle. Pörssin ulkopuolisten korkojohdannaissopimusten kaupassa HEX toimii tarjousten yhdistäjänä ja kauppojen selvittäjänä.

Ulkomaiset sijoittajat voivat käydä kauppaa HEXin johdannaistuotteilla. Kaupankäynti ja selvitys tapahtuu sekä suomalaisten jäsenten että linkitettyjen etäjäsenten kautta. Elokuussa 1996 voimaan tulleen sijoituspalvelujen tarjoamista koskevan lainsäädännön jälkeen Euroopan talousalueella toimiva arvopaperinvälittäjä voidaan hyväksyä optioyhteisön jäseneksi ilman viranomaisten lupaa.

HEXillä oli vuoden 1997 lopussa yhteensä 28 optiovälittäjäjäsentä, joista kolme toimii ulkomailta käsin etäjäsenenä. Tämän lisäksi pörssillä on linkkiyhteistyösopimus ruotsalaisen johdannaispörssin OM Stockholm AB (OM) kanssa. Yhteistyön johdosta HEXin tuotevalikoima käsittää myös ruotsalaispörssin keskeiset korkojohdannaistuotteet. Linkkiyhteistyön myötä OM ja OM Gruppen AB:n omistama Lontoossa toimiva OMLX johdannaispörssi voivat ottaa kaupankäynnin kohteeksi HEXin korkojohdannaisia. Linkkiyhteys mahdollistaa yli 100 etäjäsenen kaupankäynnin suomalaisilla korkojohdannaistuotteilla. Vuoden 1998 aikana tuotevalikoima laajenee todennäköisesti koskemaan kaikkia HEXin johdannaistuotteita.

HEXin ylläpitämällä johdannaismarkkinoilla toimii markkinatakausjärjestelmä, joka parantaa markkinoiden likviditeettiä ja tehokasta toimintaa. Markkinatakaajat tekevät kauppaa omaan lukuunsa ja niiden tehtävänä on asettaa osto- ja myyntihintoja sovituille tuotteille. Vakuudenhallinta kuuluu myös keskeisenä osana pörssin toimintaan. Erillisen panttaus- ja vakuusjärjestelmän tarkoituksena on huolehtia siitä, että asiakas asettaa ja pitää yllä vakuuksia sopimusvastuiden täyttämiseksi.

Arvopapereiden käteis- ja johdannaismarkkinapaikkojen sulautumisen Helsingin pörssiin voidaan odottaa yksinkertaistavan Suomen rahoitusmarkkinoiden rakennetta ja parantavan niiden kilpailukykyä. HEXin perustaminen edistää osaltaan verkottumiseen perustuvaa kansainvälistä yhteistyötä arvopaperimarkkinoilla, mikä yhtäältä parantaa suomalaisten sijoittajien mahdollisuuksia riskien hajauttamiseen ja toisaalta helpottaa ulkomaisten sijoittajien pääsyä Suomen markkinoille. Verkottuminen ja tietojärjestelmien kehittyminen antavat mahdollisuuden aiempaa monipuolisempaan palveluntarjontaan markkinaosapuolille, koska

sekä käteis- että johdannaismarkkinoiden palveluja tarjotaan jatkossa yhdestä ja samasta organisaatiosta. Voimassa olevaa HEXin ja OM:n yhteistyösopimusta on jatkossa entistä helpompi laajentaa myös osakekauppaa koskeviin yhteistyömuotoihin.

HEX Oy:llä oli vuoden 1997 lopussa noin 130 osakkeenomistajaa, joista suurimmat ovat Merita-konserni, ruotsalainen OM Gruppen AB, OKO-konserni, Postipankki Oy ja Evli-konserni. Liikkeeseenlaskijoiden omistusosuus on yhteensä noin 20 prosenttia ja pankkiiriliikkeiden noin 18 prosenttia.

Suomen Optiopörssi Oy

Suomen Optiopörssi Oy (SOP) toimii HEXin tavoin vakioitujen johdannaissopimusten kauppapaikkana ja selvitysyhteisönä. Aloittaessaan toimintansa vuonna 1987 SOP oli ainoa johdannaispörssi Suomessa. SOP on erikoistunut ennen muuta valuuttajohdannaistuotteisiin, mutta sen merkitys johdannaismarkkinoilla on jäänyt hyvin pieneksi ja vähentynyt edelleen vuodesta 1995. Helmikuussa 1997 SOP aloitti ensimmäisenä maailmassa uuden selluun pohjautuvan johdannaissopimuksen noteeraamisen, jonka kehittämiseen se on keskittänyt yhä enemmän resurssejaan. SOPin liikevaihto muodostuu kokonaan johdannaiskaupasta ja sen oheistuotoista.

SOPin ja HEXin kaupankäynti- ja selvitystoiminnoissa ei ole merkittäviä eroja. Molemmissa optioyhteisöissä välittäjinä ja selvitysosapuolina voivat olla luottolaitokset tai sijoituspalveluyritykset. SOPin korko- ja valuuttatuotteilla oli vuoden 1997 lopussa neljä markkinatakaajaa ja 11 välittäjää.

Pörssien ulkopuolella tapahtuva kaupankäynti

Vieraan pääoman ehtoisten joukkovelkakirjojen ja rahamarkkinavelkakirjojen sekä OTC-johdannaissopimusten kauppa tapahtuu pääasiassa pörssien ulkopuolella. Joukkovelkakirjamarkkinoilla käydään kauppaa pääasiassa yli kahden vuoden pituisilla velkakirjoilla, joita laskevat liikkeeseen valtio, rahoituslaitokset sekä yritykset. Rahamarkkinavelkakirjat ovat alle vuoden pituisia vieraan pääoman ehtoisia velkakirjoja, joita laskevat liikkeeseen Suomen Pankki, pankit, Suomen valtio sekä yritykset.

Pörssilistattujen joukkovelkakirjojen kauppaa on mahdollista käydä Helsingin pörssin kaupankäyntijärjestelmässä. Pörssin järjestelmään voidaan antaa sitovia hintatarjouksia, mutta kaupat on sovittava puhelimen välityksellä ennen niiden kirjausta järjestelmään. Sekä joukkovelkakirjojen vähittäis- että tukkumarkkinoiden kaupankäynnistä merkittävä osa tapahtuu pörssin ulkopuolella. Vähittäiskauppa tapahtuu siten, että arvopaperikaupintaa harjoittavat pankit tai sijoituspalveluyritykset myyvät asiakkailleen hallussaan olevia joukkovelkakirjoja tai ostavat niitä. Tukkumarkkinoilla käydään kauppaa pääasiassa suurten ammattimaisten sijoittajien kesken. Kauppojen solmimiseksi tarvittava informaatio välittyy pörssin tai käytössä olevien yleisten tietojärjestelmien kautta.

Rahamarkkinavelkakirjojen kauppaa käydään ainoastaan suurten ammattimaisten sijoittajien kesken ja yksittäisten kauppojen markkamääräinen arvo on poikkeuksetta suuri. Kauppojen solmimiseksi tarvittava informaatio välittyy käytössä olevien yleisten tietojärjestelmien kautta, mutta sitovat tarjoukset tehdään ja kaupat solmitaan osapuolten kesken puhelimen välityksellä. Rahamarkkinoiden toiminnan perustan muodostavat Suomen Pankki ja sen hyväksymät markkinatakaajat.

Rahamarkkinavelkakirjojen elektroninen säilytys- ja selvitysjärjestelmä otettiin käyttöön vuonna 1992 Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:ssä. Rahamarkkinavelkakirjojen arvo-osuusmuotoinen liikkeeseenlasku aloitettiin vuonna 1995. Vuodesta 1996 lähtien arvo-osuusjärjestelmään on liitetty valtion sarjaobligaatit, joilla käydään merkittävä osa joukkovelkakirjojen kaupasta. Vuoden 1997 alusta lukien keskeisten joukkovelkakirjojen ja rahamarkkinavelkakirjojen kaupankäynti ja selvitys ovat tapahtuneet APK:ssa, joka arvo-osuusrekisterin ohella vastaa arvo-osuusjärjestelmän ylläpidosta ja kauppohen selvityksestä. Vuoteen 1997 mennessä keskeisistä rahamarkkinavelkakirjoista ainoastaan pankkien sijoitustodistusten ja valtion velkasitoumusten liikkeeseenlaskut on toteutettu arvo-osuusmuotoisina. Kauppojen maksuliikenne tapahtuu Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä.

Pörssien ulkopuolisessa johdannaissopimuskaupassa (OTC) kaupankäynnin kohteena ovat yleisimmin sopimukset, joiden kohde-etuutena on korkotaso tai valuuttakurssi. Johdannaissopimusten OTC-kauppa käydään pääasiassa hyvin pitkälle vakioehtoisilla tuotteilla ennalta määrättyjen sopimusten mukaisesti. Kauppaa käyvät pääasiassa pankit sekä suuret pankkii-riliikkeet. Suomessa OTC-johdannaiskauppaa käyvien osapuolien lukumäärä on melko alhainen ja erityisesti valuuttajohdannaissopimusten kaupoissa vastapuolina onkin usein ulkomaisia pankkeja. OTC-johdannaisten kauppa tapahtuu pääsääntöisesti puhelimen välityksellä, vaikka erityisesti vakioehtoisten sopimusten hintoja noteerataan käytössä olevissa sähköisissä tietojärjestelmissä.

OTC-johdannaisten kaupat selvitetään pääsääntöisesti kahdenkeskisesti osapuolten välillä. Poikkeuksen muodostavat markkamääräiset korkotermiini- ja obligaatitermiinisopimukset, joiden kaupoista valtaosa selvitetään keskitetysti HEXissä. HEXissä toteutettu OTC-johdannaiskauppojen selvitys ei poikkea HEXin tarjoamien johdannaistuotteiden selvityksestä, vaan myös niissä pörssi asettuu kauppohen vastapuoleksi. OTC-kauppojen keskitetyn selvityksen etuna on kauppohen liittävän vastapuoliriskin väheneminen HEXin vastatessa kauppohen liittävistä vakuushallinnasta.

Maksuliikenne

Arvopaperikaupan maksuliikenne toteutetaan Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä. Pankkien lisäksi arvopaperimarkkinoiden keskeisillä toimijoilla HEXillä, APK:lla ja valtiokonttorilla on omat sekkitilinsä Suomen Pankissa. Osakekauppojen, rahamarkkinakauppojen ja HEXin kautta selvitettävien johdannaiskauppojen maksuliikenne toteutetaan päivittäin nettomaksuperiaatteella. Tilien haltijat toteuttavat maksusiirrot itse omilta työasemiltaan ja valvovat myös itsenäisesti omaa maksuliikennettään. Arvopaperinvälittäjät ja SOP hoitavat arvopaperikauppaan liittävän rahaliikenteen pääasiassa pankkien kautta.

1.2.2. Arvopaperimarkkinoiden kehitys

Osakemarkkinat

Osakemarkkinoiden kehitys

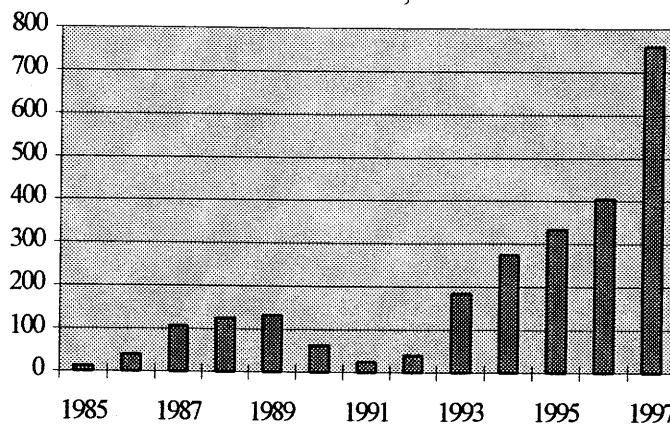
Osakemarkkinoiden merkitys kasvoi yritysten rahoituksessa 1980-luvun loppupuolella. Talouden syvän laman yhteydessä 1990-luvun alussa osakkeiden markkina-arvot laskivat voimakkaasti ja osakeantien määrä jäi vähäiseksi. Vuoden 1992 syksystä lähtien osakemarkkinat ovat kuitenkin kehittyneet nopeasti talouden kasvun ja kaupankäynnin tehostumisen

myötä. Osakemarkkinoiden merkityksen kasvua kuvaa se, että osakkeiden markkina-arvo suhteessa bruttokansantuotteeseen nousi vuoden 1992 noin 15 prosentista vuoden 1996 loppuun 50 prosenttiin.

Osakevaihto Helsingin pörssissä on kasvanut viime vuosina voimakkaasti. Osakkeiden kokonaisvaihto nousi vuonna 1996 ensimmäisen kerran yli 100 miljardin markan, kun se oli 1980-luvulla parhaimmillaan vain runsaat 30 miljardia markkaa. Sama kehitys jatkui vuonna 1997 keskimääräisen päivävaihdon oltua keskimäärin 760 miljoonaa markkaa. Vastaava luku oli vuonna 1996 noin 400 miljoonaa markkaa. Pörssiosakkeiden markkina-arvo nousi vuoden 1997 aikana 292 miljardista markasta 402 miljardiin markkaan (kuva). Osakevaihdon määrään keskeisesti vaikuttanut tekijä on ollut osakkeiden ulkomaalaisomistuksen nopea kasvu.

Helsingin pörssin vaihto on keskittynyt pääasiassa muutamien suurten yritysten osakkeisiin. Viiden suurimman yrityksen osakkeet muodostivat vuoden 1997 alkupuoliskolla 57 prosenttia osakevaihdosta ja 48 prosenttia pörssin markkina-arvosta. Kaupan keskittyneisyyttä korostaa Oy Nokia Ab:n suuri osuus, joka oli kokonaisvaihdosta lähes 40 prosenttia ja markkina-arvosta yli 30 prosenttia. Kaupankäyntiä Helsingin pörssissä voidaan pitää jonkin verran keskittyneempänä Tukholman, Kööpenhaminan ja Oslon arvopaperipörssisiin verrattuna.

Keskimääräinen päivävaihto Helsingin pörssissä vuosina
1985-1997, mmk

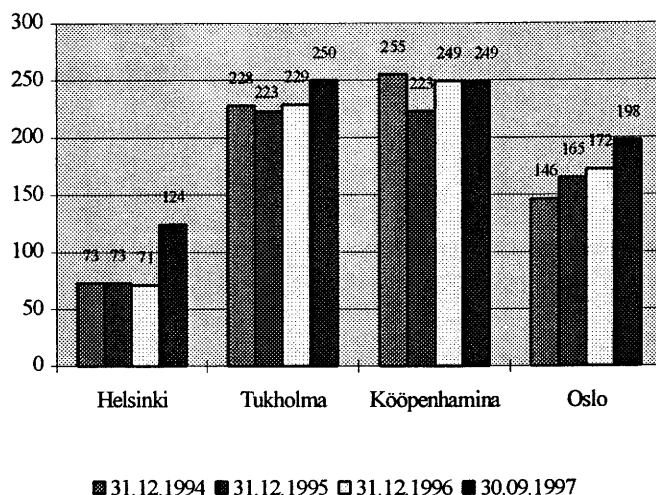


Lähde: HEX Oy

Suomen osakemarkkinoiden viimeaikainen kehitys on vastannut kansainvälistä kehitystä. Kokonaisuudessaan Helsingin pörssin osakevaihdon määrä on pysynyt alhaisempana kuin Tukholman, Kööpenhaminan ja Oslon arvopaperipörsseissä. Myös likviditeetti on Helsingin pörssissä heikompi kuin mainituissa pörsseissä. Pörssin kokonaisvaihdon likviditeettiä kuvaava osakevaihdon kiertonopeus oli Helsingissä vuoden 1997 kolmannella neljänneksellä noin 43 prosenttia, kun vastaava luku oli Tukholmassa 51, Oslolla 64 ja Kööpenhaminassa 52 prosenttia. Helsingin pörssiin on kuitenkin listattu yhtiöitä, kuten Oy Nokia Ab, joiden osakkeiden likviditeetti on poikkeuksellisen hyvä.

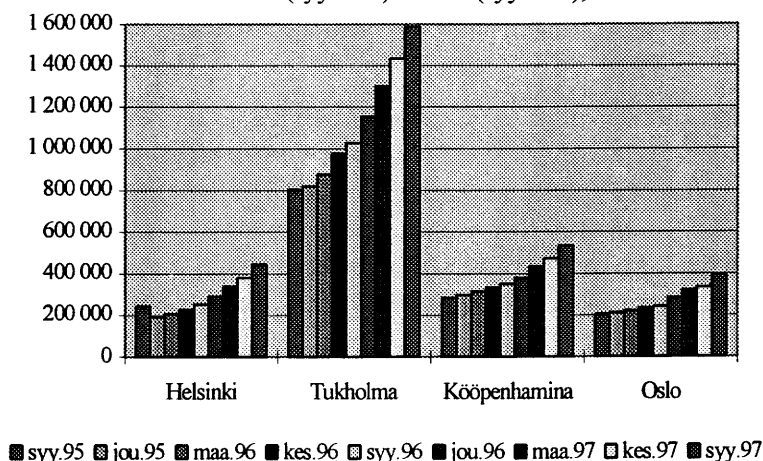
Helsingin pörssissä käytiin vuoden 1997 lopussa kauppaa 125 suomalaisten ja 2 ulkomaisen yrityksen osakkeilla, joista 80 oli pörssi-, 32 OTC- ja 15 meklarilistalla¹. Jatkossa listautuneiden yritysten määrää lisäävinä tekijöinä voidaan nähdä valtion omistamien yritysten yksityistäminen sekä suunnitteilla oleva listarakenteen uudistaminen. Kööpenhaminan ja Tukholman pörsseissä listattujen yhtiöiden määrä oli noin kaksinkertainen (kuva). Ainoastaan viiden suomalaisen pörssiyhtiön osakkeet on rinnakkaislistattu ulkomaisiin pörsseihin. Euroopan unionin jäsenvaltioiden kansallisiin arvopaperipörsseihin oli vuonna 1996 listattu kaikkiaan yli 8 000 yhtiötä.

Listattujen yritysten määrä pohjoismaisissa arvopaperipörseissä
1994 - 1997 (syyskuu)



■ 31.12.1994 ■ 31.12.1995 □ 31.12.1996 ■ 30.09.1997

Pohjoismaisten arvopaperipörssien markkina-arvon kehitys
1995 (syyskuu) - 1997 (syyskuu), mmk

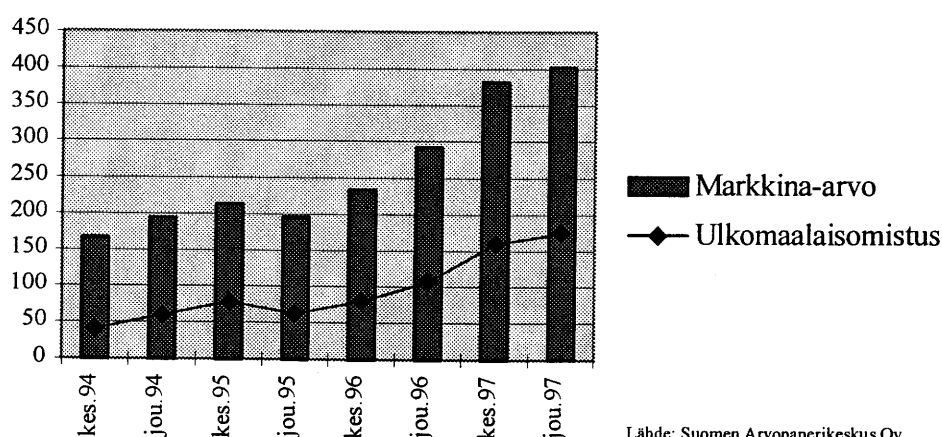


¹ Vuonna 1996 OTC- ja meklarilistan hallinta siirtyi Helsingin Arvopaperipörssi Oy:lle.

Pörssi-yhtiöiden omistusrakenne

Suomen osakemarkkinoiden toimintaan vaikuttanut yksi keskeinen muutos on ollut ulkomaisten sijoittajien osakeomistuksen kasvu sen jälkeen kun ulkomaalaisomistusta koskevat rajoitukset poistettiin vuoden 1993 tammikuussa. Suomeen tehtyjen osakesijoitusten arvo oli vuoden 1997 lopussa 170 miljardia markkaa, kun se oli ainoastaan 40 miljardia kesäkuussa 1994. Ulkomaalaisomistuksen suhteellinen osuus pörssin markkina-arvosta on noussut vastaavana ajanjaksona runsaasta 20 prosentista yli 43 prosenttiin. Ulkomaisen sijoittajien omistusosuuden kasvaessa kotimainen omistuspohja on entisestään keskittynyt. Ulkomaisen omistuksen kasvun voidaan odottaa tehostavan markkinamekanismin toimivuutta osakemarkkinoilla ja sitä kautta vaikuttavan myönteisesti kotimaisten yritysten toimintaan. Ulkomaisten sijoittajien omistusosuuksien lisääntyminen ei kuitenkaan johtane yritysten kontrollin siirtymiseen Suomen rajojen ulkopuolelle. Tätä kuvastaa se, että ulkomaiset osakkeenomistajat omistavat osakkeitaan pääasiassa hallintarekisterin kautta anonyymisti.

Helsingin pörssin markkina-arvo ja yhtiöiden
ulkomaalaisomistus 1994 (kesäkuu) - 1997, mrd.mk



Kotitalouksien epäsuora osakkeiden omistaminen sijoitusrahastojen kautta on poikkeuksellisen vähäistä Suomessa muihin pohjoismaihin ja erityisesti Ruotsiin verrattuna. Ruotsissa osakemarkkinoille on kanavoitunut sijoitusrahastojen kautta noin 130 miljardia markkaa, josta kotitalouksien osuus on merkittävä. Kotitalouksien suora osakeomistus on yleensä suhteellisen vähäistä myös muualla eivätkä kotitaloudet käy osakkeilla aktiivisesti kauppaa. Aktiivisesti osakekauppaa käyvät lähinnä suuret institutionaaliset sijoittajat, kuten kotimaiset ja ulkomaiset pankit, vakuutusyhtiöt ja sijoitusrahastot.

Suomen osakemarkkinoiden (pörssilista) keskeisiä tunnuslukuja 1980-1997.

	Pörssiyhtiöiden	Osakesarjojen	Osakkeiden markkina-arvo,	Pörssivälittäjien	Osakeannit,
	määrä	määrä	mrd.mk	määrä	mmk
1980	50	65	8,3	11	397
1981	50	66	9	11	130
1982	49	65	14,6	11	924
1983	48	64	24	13	1 251
1984	52	98	27,2	14	2 919
1985	51	97	32,9	16	1 390
1986	52	102	63,7	18	3 486
1987	52	103	78,6	23	5 264
1988	69	125	127,3	25	8 667
1989	83	143	124,9	26	8 534
1990	77	137	82,8	22	1 680
1991	65	116	59	20	740
1992	63	111	64	19	1 938
1993	58	77	136,7	19	10 255
1994	65	83	181,6	20	10 028
1995	73	92	191,7	21	5 793
1996	71	95	284,9	22	2 470
1997	80	101	402	26	1 952

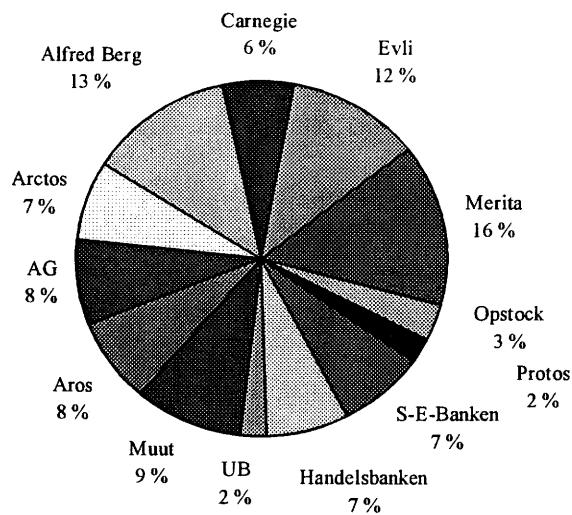
Lähde: HEX Oy

Pörssivälittäjät

1980-luvun alussa osakkeiden välitystoimintaa harjoittivat Suomessa pääasiassa pankit, mutta vuosikymmenen lopulla kilpailu kiihtyi osakemarkkinoiden kehittyessä ja osakkeiden ulkomaalaisomistusta koskevien säädösten lieventyessä. Alalle tuli lukuisia arvopaperinvälitykseen erikoistuneita ulkomaisia välittäjiä sekä eräitä pieniä välitysliikkeitä. 1990-luvun aikana pörssivälittäjien määrä on vakiintunut, mutta ulkomaalaisomistuksessa olevien välittäjien markkinaosuus on kasvanut. Helsingin pörssin osakekaupassa toimi vuoden 1997 lopussa 26 pörssivälittäjää, joista 6 oli kotimaista pankkia tai niiden tytäryritystä, 8 kotimaista pankkiiriliikettä, 12 kokonaan tai osittain ulkomaisessa omistuksessa olevaa välittäjää, joista 4 ulkomailta käsin toimivaa etävälittäjää. Pörssivälittäjien vaihto-osuudet olivat jakautuneet siten, että yhdeksällä välittäjällä oli yhteensä yli 80 prosentin osuus vaihdosta (kuva). Ulkomaisessa omistuksessa olevien pörssivälittäjien osuus vaihdosta on selvästi kasvanut 1990-luvun lopussa. Vuoden 1997 osakevaihdosta osuus yli 50 prosenttia. Ulkomaisessa omistuksessa olevien välittäjien markkinaosuuksien kasvua nopeuttivat vuoden 1997 aikana fuusiot ja yhteenliittymät².

² Pankkiiriliike Erik Selin Oy:n liiketoiminta myytiin Carnegie Securities Finland Ltd:lle kesäkuussa 1997 ja Ane Gyllenberg Oy:n osakekannasta 49 % myytiin Skandinaviska Enskilda Bankenille syyskuussa 1997.

Pörssivälittäjien vaihto-osuudet osakevaihhdossa vuonna 1997, %



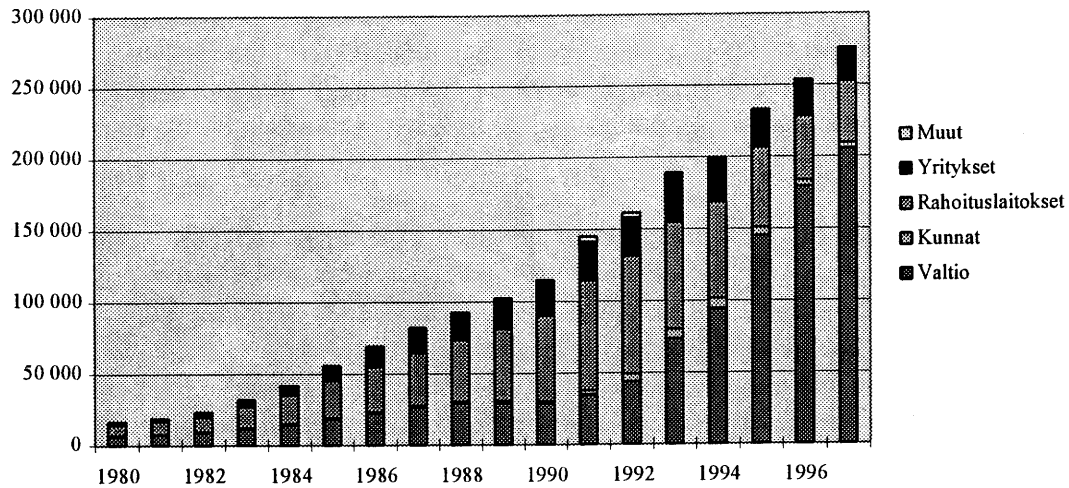
Lähde: HEX Oy

Joukkovelkakirjamarkkinat

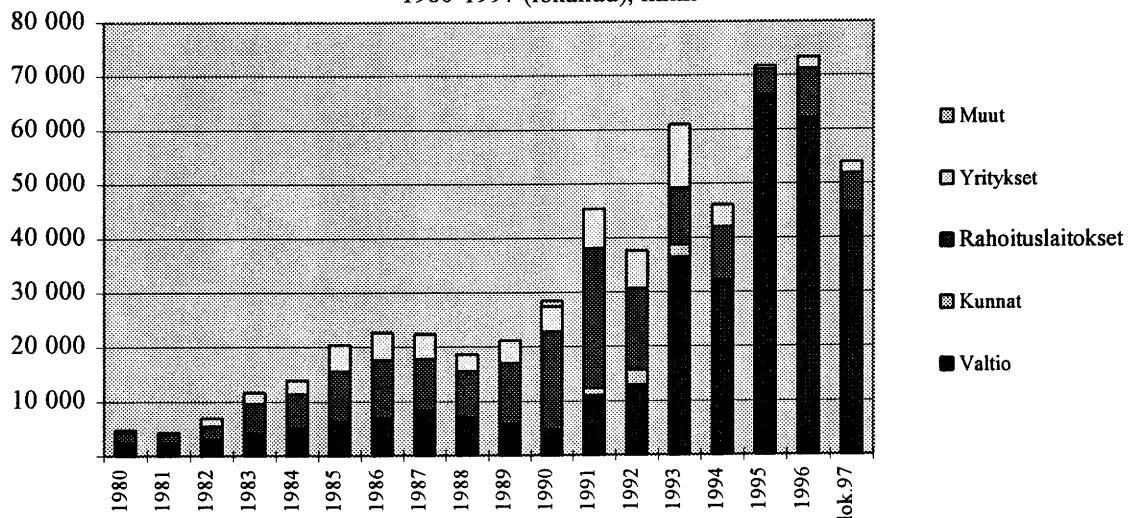
Joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitys

Joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvu alkoi Suomessa 1980-luvun lopussa. Joukkovelkakirjojen merkitys pysyi vähäisenä ennen muuta valtion alhaisen velanottotarpeen vuoksi. 1990-luvun alussa merkittävänä joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijoina olivat rahoituslaitokset, mutta vuodesta 1992 lähtien valtion merkitys liikkeeseenlaskijana on korostunut valtionvelan nopean kasvun seurauksena. Valtion velkaantumisen myötä velkakirjamarkkinoiden rakenne ja toiminta on oleellisesti muuttunut. Markkinatakausjärjestelmän ja arvosuusjärjestelmän käyttöönotto on parantanut valtion velkakirjojen likviditeettiä ja jälki-markkinakelpoisuutta. Samalla kotimaisten ja ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien mielenkiinto Suomen joukkovelkakirjamarkkinoita kohtaan on lisääntynyt. Yksityisen sektorin liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen merkitys on kuitenkin edelleen pysynyt vähäisenä.

Markkamääräisten joukkovelkakirjojen kanta 1980-1997 (lokakuu), mmk



Uusia markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja laskettiin vuonna 1996 liikkeeseen yhteensä 75 miljardin markan arvosta eli hieman enemmän kuin edellisvuonna. Vuonna 1997 emis-sioiden määrä jäi alhaisemmaksi valtion velanottotarpeen hieman pienentyttyä. Valtion lai-nat muodostivat uusista joukkolainoista edelleen valtaosan, kun vastaavasti yritysten ja ra-hoituslaitosten liikkeeseen laskemien joukkolainojen määrä pysyi alhaisena. Erääntyneiden joukkolainojen kuolemusten jäätyä selvästi uusien lainojen määrää alhaisemmaksi, markka-määräisten joukkolainojen koko kanta nousi vuoden 1997 lopussa noin 280 miljardiin mark-kaan, kun se oli ainoastaan runsaat 100 miljardia markkaa vuonna 1990. Valtion joukkovel-kakirjojen osuus joukkolainakannasta kasvoi vuoden 1990 noin 20 prosentista vuoden 1997 lopun 75 prosenttiin.

Markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen emissiot
1980-1997 (lokakuu), mmk

Valtion tarve ottaa uutta velkaa säilyy suurena pitkään, joten valtion velkakirjojen merkitys vieraan pääoman markkinoilla korostuu myös jatkossa. Joukkolainamarkkinoiden rakenteen

kehittymisen myötä myös uusia yksityisiä liikkeeseenlaskijoita tulee markkinoille jatkossa kuitenkin lisää.

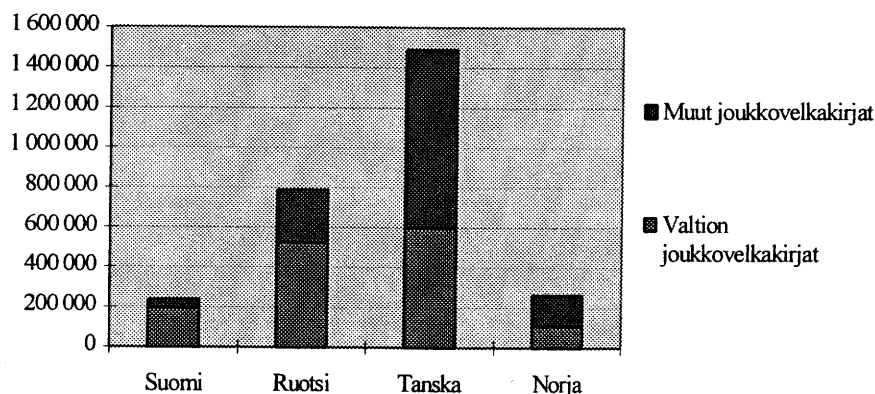
Samalla kun valtio on lisännyt velanottoaan kotimaisilta markkinoilta, yksityisten osapuolten joukkolainojen emissiot ovat pysyneet vähäisinä. Vuonna 1996 yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen määrä oli ainoastaan 3 miljardia markkaa ja rahoituslaitosten vastaavasti 9 miljardia markkaa. Myös pörssin vaihto yritysten velkakirjoilla on viime vuosina vähentynyt oleellisesti.

Keskeinen syy kehitykseen on suomalaisten suuryritysten pyrkimys vahvistaa vakavaraisuutta ja alentaa velkaantumistasetta. Pankkien hyvä likviditeetti on puolestaan vähentänyt niiden tarvetta laskea liikkeeseen joukkovelkakirjoja. Yritysten velkakirjamarkkinoiden kehitystä hidastavia rakenteellisia tekijöitä ovat olleet keskisuurten yritysten vähäinen määrä ja pankkiluottojen perinteisesti suuri merkitys yritysten rahoituslähteenä. Myös työeläkemaksujen takaisinlainauksen merkitys on pitkäaikaisten velkakirjojen sijasta korostunut yritysten rahoitushuollossa.

Emissioiden viime vuosien vähäisyydestä huolimatta joukkovelkakirjojen merkitys korostuu tulevaisuudessa, kun varsinkin suuret ja vakavaraiset yritykset voivat entistä helpommin hankkia vieraan pääoman ehtoista rahoitusta suoraan markkinoilta velkakirjojen likviditeetin parantuessa ja kustannusten pienentyessä. Emissiokustannusten merkitys yritysten rahoituskustannuksissa kuitenkin kasvaa. Valtion joukkovelkakirjamarkkinoiden toimivuuden parantumisella on positiivinen vaikutus pitkäaikaisen vieraan pääoman markkinoihin ja sitä kautta edellytykset yritysten velkamarkkinoiden kehittymiselle ovat hyvät. Myös yritysten liikkeeseen laskemat joukkolainat voidaan jatkossa laskea liikkeeseen arvo-osuusmuotoisina.

Yritysten liikkeeseen laskemien velkakirjojen merkitys korostuu, kun euroalueeseen kuuluvat maat siirtyvät yhteiseen rahapolitiikkaan. Yritysten liikkeeseen laskemien arvopaperien rooli rahapolitiikan välineenä saattaa kasvaa edellyttäen, että yritysten luottokelpoisuus voidaan nykyistä luotettavammin määritellä. Tällöin ainakin suurten ja vakavaraisten suomalaisyritysten velkakirjat voivat tulla kysymykseen keskuspankin vakuusmateriaalina. Vakuusmateriaaliksi hyväksyttävien velkakirjojen likviditeetti parantuisi tällöin oleellisesti, mikä vaikuttaisi myönteisesti velkakirjamarkkinoihin.

Joukkovelkakirjojen liikkeessä oleva määrä Pohjoismaissa
1997 (syyskuu), mmk

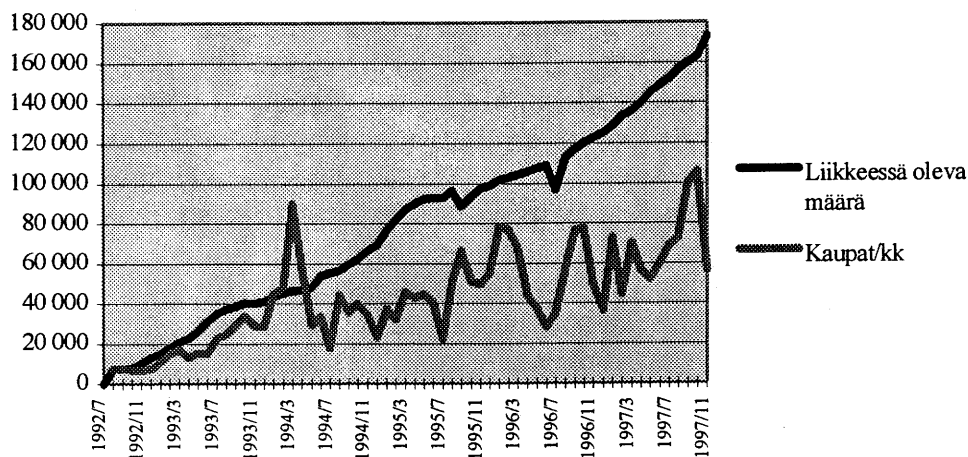


Lähde: NSM-Quar. Stat

Suomen joukkolainamarkkinat poikkeavat muiden pohjoismaiden vastaavista markkinoista siten, että Suomessa kauppa tapahtuu lähes kokonaan arvopaperipörssin ulkopuolella. Tämän lisäksi yksityisten joukkovelkakirjojen kanta on Suomessa huomattavasti alhaisempi. Suurin osa joukkovelkakirjoista on listattu Helsingin pörssiin, mutta kaupankäynti tapahtuu käytännössä kokonaan pörssin ulkopuolella. Ruotsissa Tukholman pörssin osuus joukkovelkakirjojen kaupasta on noin 25 prosenttia. Tanskassa Kööpenhaminan pörssin vastaava osuus on noin 70 prosenttia ja Norjassa Oslon arvopaperipörssin noin 30 prosenttia. Yksityisen sektorin liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen suhteellinen merkitys on mainituissa pohjoismaissa huomattavasti suurempi kuin Suomessa.

Yksityisen sektorin liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen kauppa Suomessa tapahtuu toistaiseksi lähes kokonaan arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella ja kaupankäynti niillä on toistaiseksi vähäistä. Markkinoiden infrastruktuurin kehittymisen myötä myös yksityissektorin joukkolainojen jälkimarkkinoiden voidaan jatkossa odottaa vilkastuvan.

Valtion viitelainamarkkinoiden kehitys
1992-1997 (marraskuu), mmk



Joukkovelkakirjojen kaupankäynti on keskittynyt valtion viitelainoihin, joiden kanta oli vuoden 1997 lopussa 170 miljardia markkaa. Valtion viitelainojen päämarkkinatakaajia oli kaikkiaan kymmenen, Merita Pankki Oy, Osuuspankkien Keskuspankki Oy, Postipankki Oy, Pankkiiriliike Evli Oy, Unibors Securities A/S, Svenska Handelsbanken AB (Helsinki), Goldman Sachs Intl., Alfred Berg Pankkiiriliike Oy, Den Danske Bank A/S sekä Skandinaviska Enskilda Banken AB (Helsinki). Viitelainojen vaihto oli vuoden 1997 alkupuoliskolla keskimäärin noin 2-5 miljardia markkaa päivässä, josta päämarkkinatakaajien osuus on merkittävä.

Sarjaobligaatioista lähes kaikki ovat valtion viitelainoja, joilla kauppaa käyvät institutionaaliset sijoittajat. Sarjaobligaatioiden merkitys onkin yksityisten sijoittajien kannalta vähäinen. Valtion liikkeeseen laskemista lainoista tuotto-obligaatiot on suunnattu myös yksityishenkilöille ja niiden kanta oli syyskuussa 1997 noin 25 miljardia markkaa. Tuotto-obligaatioita ei ole liitetty arvo-osuusjärjestelmään, kuten sarjaobligaatioita, ja niillä käytävän kaupan volyymi on alhainen. Liikkeessä olevia tuotto-obligaatioita on runsaasti myös institutionaalisten sijoittajien, kuten sijoitusrahastojen hallussa. Markkamääräisten joukkovelkakirjojen omistus on jakautunut siten, että niitä pitivät hallussaan pääasiassa kotimaiset rahoitus- ja vakuutuslaitokset, ulkomaiset institutionaaliset sijoittajat sekä kotitaloudet.

Joukkovelkakirjat lasketaan yhteiseen rahaan siirryttäessä liikkeeseen pääsääntöisesti euro-määräisinä. Käytännössä tämä johtaa siihen, että liikkeeseenlaskujärjestelmä ja velkakirjojen maturiteetit yhdenmukaistuvat kilpailullisista syistä. Myös markkinatakausjärjestelmän toiminta ja markkinatakaajien lukumäärä mahdollisesti muuttuvat. Tulevaisuudessa sijoittaminen muiden euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin on entistä luontevampaa, jolloin sijoittajien mielenkiinto myös suomalaisiin velkakirjoihin kasvaa. Kotimaiset sijoittajat säilyvät kuitenkin keskeisenä valtion velkakirjoihin sijoittavana ryhmänä.

Euro-oloissa keskeiseen asemaan nousevat velkakirjojen takaisinostosopimukset (repopimukset), joiden merkitys on korostunut Euroopan unionin ydinmaissa. Repomarkkinoiden voidaan odottaa kehittyvän myös Suomessa marraskuussa 1997 voimaan tulleen arvopapereiden takaisinoston ja lainauksen verotusta koskevan lakiuudistuksen myötä.

Rahamarkkinat

Rahamarkkinoiden kehitys

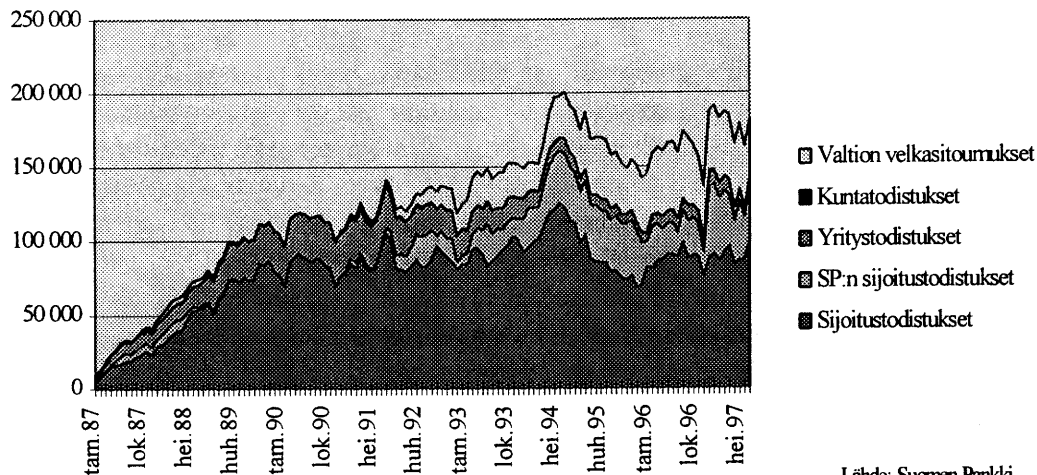
Suomen rahamarkkinat kehittyivät 1980-luvun alussa, jolloin talletuspankkien sijoitustodistukset tulivat jälkimarkkinakelpoisiksi. Kaupankäynnin volyymit alkoivat kasvaa, kun keskuspankki aloitti likviditeetin säätelämisen sijoitustodistusten avulla vuonna 1987. Samalla otettiin käyttöön sijoitustodistusten korkojen perusteella määräytyvät helibor-korot, jotka toimivat vähittäis- ja tukkumarkkinoiden viitekorkoina. Rahamarkkinoilla pankit, valtio ja yritykset hankkivat lyhytaikaista vieraan pääoman ehtoista rahoitusta ja hoitavat kassanhallintaansa.

Keskeisiä rahamarkkinavelkakirjoja ovat Suomessa talletuspankkien ja Suomen Pankin liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset, joiden kanta oli vuoden 1997 syyskuussa 135 miljardia markkaa. Vaikka sijoitustodistuksilla onkin huomattava asema varsinkin pankkien varainhankinnassa, niiden merkitys on vähenemässä valtion velkasitoumusten ja rahamarkkinoilla käytettävien johdannaissopimusten, kuten korkotermiinien, merkityksen korostuessa. Sijoitustodistusten liikkeessä oleva määrä riippuu ennen muuta pankkien varainhankintatarpeesta.

Valtion velkasitoumusten määrä on kasvanut Suomessa vasta 1990-luvulla valtion lisääntyneen lainanottotarpeen seurauksena, ja niitä oli syyskuussa 1997 liikkeessä 39 miljardia markkaa. Keskuspankki otti valtion velkasitoumukset sijoitustodistusten rinnalle rahapolitiikan välineeksi vuonna 1995. Tulevaisuudessa valtion velkasitoumusten käyttö rahapolitiikassa korostuu ja niiden määrän odotetaan hieman kasvavan valtion velanottotarpeen pysyessä suurena. Velkasitoumusten lisäksi myös velkakirjojen takaisinostosopimusten merkityksen voidaan yhteiseen valuuttaan siirryttäessä odottaa yleistyvän rahapolitiikan välineenä.

Myös yritystodistukset yleistyivät 1980-luvulta alkaen, mutta niiden kanta on pienentynyt ja merkitys vähentynyt 1990-luvun aikana. Vuosina 1991-1992 yritystodistusten kanta oli suurimmillaan noin 30 miljardia markkaa. Yritystodistusten merkityksen pysyminen alhaisena johtuu pääasiassa yrityssektorin parantuneesta likviditeettitilanteesta sekä pyrkimyksestä alentaa velkaantumistasetta. Tulevaisuudessa yritystodistusten merkityksen voidaan odottaa lisääntyvän, kun Euroopan unionissa siirrytään yhteiseen rahapolitiikkaan, jonka välineenä myös yritystodistusten rooli oletettavasti korostuu.

Rahamarkkinavelkakirjojen kanta 1987-1997 (syyskuu), mmk



Korkotasoon perustuvien johdannaissopimusten käyttö on lisääntynyt voimakkaasti Suomessa kansainvälisen kehityksen mukaisesti. Pääasiassa niitä käyttävät pankit ja muut institutionaaliset sijoittajat ennen muuta lyhyiden korkojen muutoksilta suojautumiseen. Keskeisten korkojohdannaistyyppien - koronvaihtosopimusten ja korkoterminisopimusten - määrä on 1990-luvulla kasvanut voimakkaasti. Koronvaihtosopimusten kanta nousi Suomessa vuoden 1996 lopussa 220 miljardiin markkaan pankkien välisten korkoterminisopimusten kannan oltua lähes 700 miljardia markkaa. Kauppa koronvaihtosopimuksilla tapahtuu johdannaispörssien ulkopuolella, mutta korkoterminikaupassa Helsingin pörssi toimii tarjousten yhdistäjänä ja kauppajien selvittäjänä. Pörssien kautta tapahtuvan kaupan etuna on asiakkaiden vakuushallinnan ylläpito, joka vähentää kaupankäyntiin liittyviä vastapuoliriskejä. Viime vuosina mainittujen rahamarkkinajohdannaisten merkitys on kasvanut ja sijoitustodistusten merkitys hieman pienentynyt.

Rahamarkkinavelkakirjoista sijoitustodistukset ovat pääasiassa pankkien ja valtiokonttorin hallussa. Sijoitustodistusten merkityksen vähentyessä tulevaisuudessa pankit joutuvat etsimään korvaavia rahoituslähteitä ja tasaamaan likviditeettiä repo-sopimuksin tai talletuksin. Valtion velkasitoumuksia pitävät hallussaan pääosin pankit ja vakuutusyhtiöt sekä muut institutionaaliset sijoittajat ja yritykset.

Suomen rahamarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä

Tulevaisuudessa rahamarkkinoiden toiminta ja rakenne muuttuvat Euroopan keskuspankin aloittaessa toimintansa. Rahapolitiikassa käytettävät välineet, joissa toistaiseksi on suuria eroja valtioiden välillä, muuttuvat ja rahamarkkinoiden kansalliset erityispiirteet poistuvat ainakin osittain. Euroopan yhteisen rahapolitiikan toteuttamista koskevat päätökset yhtenäistävät rahamarkkinoiden toimintaa ja rakennetta.

Suomen rahamarkkinoiden erityispiirteenä on pankkien sijoitustodistusten suuri merkitys, kun muualla esimerkiksi valtion velkasitoumukset tai velkakirjojen takaisinostosopimukset (*reposopimukset*) ovat keskeisessä asemassa. Suomen rahamarkkinoiden toiminnan perustuessa muista maista poiketen talletuspankkien sijoitustodistuksiin, suomalaisten pankkien varainhankinnan pohjautuminen ainakaan nykyisessä laajuudessaan sijoitustodistuksiin on yhteisen rahan oloissa epätodennäköistä. Lyhyellä aikavälillä lyhyiden korkojen määräytyminen pohjautuu edelleen pankkien sijoitustodistusten hintaan, vaikka valtion velkasitoumusten merkitys tuleekin

korostumaan. Rahamarkkinoiden rakenne muuttuu myös kaupankäynnin keskittyessä ja kaupaa käyvien osapuolten määrän vähentyessä.

Johdannaismarkkinat

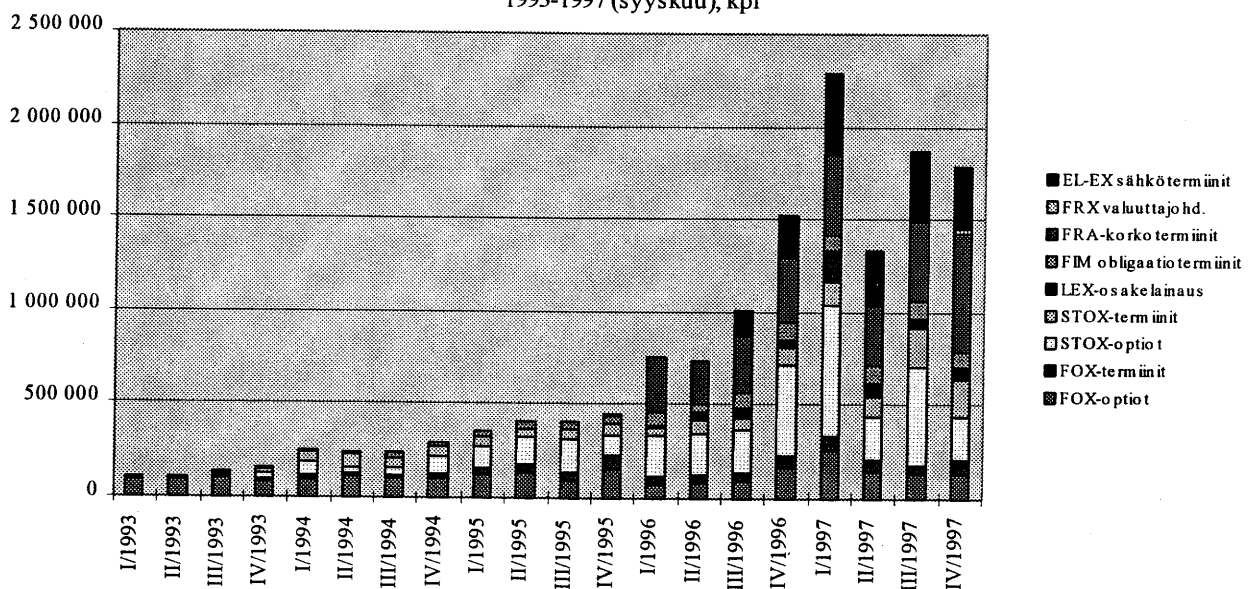
Johdannaismarkkinoiden merkitys arvopaperimarkkinoilla on korostunut markkinoiden monipuolistuessa. Tämä on näkynyt niin sopimusvolyyymien kuin johdannaistuotteiden määrän nopeana kasvuna viimeisen kymmenen vuoden aikana. Kehitys perustuu rahoitusmarkkinoilla käytettävien arvopapereiden ja rahan käteiskaupan kasvuun sekä jälkimarkkinoiden kehittymiseen, mikä on lisännyt johdannaissopimusten kohde-etuuksien kysyntää ja tarjontaa.

Johdannaismarkkinat saivat Suomessa alkunsa, kun pankit alkoivat tarjota asiakkailleen mahdollisuutta suojautua valuuttakurssimuutoksilta termiinisopimusten avulla. Korkojohdannaissopimusten markkinat syntyivät lisääntyvästä tarpeesta suojautua korkojen vaihtelulta. Varsinaisesti korkoteriinisopimusten markkinat syntyivät Suomeen vuonna 1987 ja hieman tämän jälkeen yleistivät koronvaihtosopimukset. Samaan aikaan alkoi myös kansainvälisten korkojohdannaissopimusten ja erityisesti koronvaihtosopimusten voimakas kasvu, joka on jatkunut viime päiviin asti. Rahoituslaitosten johdannaiskaupassa kaupan vastapuolet ovat usein ulkomaalaisia pankkeja. Pörssien kautta tapahtuva vakioitujen johdannaissopimusten kauppa sai Suomessa alkunsa 1980-luvun lopulla, jolloin SOP ja SOM aloittivat toimintansa.

Pörssien kautta tapahtuva kaupankäynti

Kauppapaikkana toimimisen lisäksi johdannaispörssit ovat lisänneet merkitystään tarjoamalla OTC-johdannaisten keskitettyä vakuudenhallinta- ja selvityspalvelua. Tämä on osaltaan lisännyt markkinoilla toimivien osapuolien määrää ja edesauttanut johdannaissopimusten käytön yleistymistä sekä kaupan vakiomuotoisuuden lisääntymistä. Pörssien ulkopuolisen johdannaiskaupan volyymit ovat kuitenkin vielä pörssikauppaa huomattavasti suuremmat. Johdannaispörsseissä kaupankäynti on painottunut edelleen osakepohjaisiin johdannaissopimuksiin, joiden osuus markkinoiden kokonaisvolyyymeista on suhteellisen pieni.

SOM Oyj:n johdannaissopimusten vaihto neljännesvuosittain
1993-1997 (syyskuu), kpl



Lähde: HEX Oyj

HEX toimii Suomessa osakepohjaisten kohde-etuuksien ainoana markkinapaikkana. Vuonna 1997 noin puolet kaikista pörssissä selvitettävistä kaupoista oli osakeindeksi- ja osakejohdannaisia. Osakejohdannaisista vuonna 1997 eniten vaihtoa käytiin STOX-optio- ja termiinisopimuksilla, joiden kohde-etuutena ovat osakemarkkinoilla eniten vaihdettujen yritysten kuten Oy Nokia Ab:n ja UPM-Kymmene Oy:n osakkeet. Vuoden 1997 vaihto nousi kyseisillä osakejohdannaisilla 2,3 miljoonaan sopimukseen. Toisen keskeisen osakejohdannaistyyppin FOX-indeksisopimuksen vaihto oli saman jakson aikana 900 000 sopimusta.

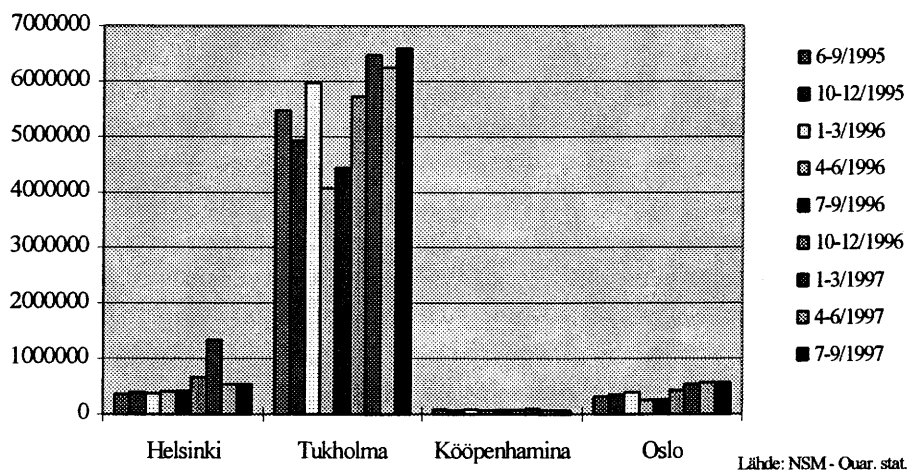
Vuoden 1996 alusta korkojohdannaisten kaupankäynti ja selvitys on lisääntynyt FRA- korkoterminisopimusten määrän kasvun myötä. Korkojohdannaisten kaupankäynti ja selvitys aloitettiin SOMissa vuonna 1994 obligaatioterminisopimuksilla, joissa kohde-etuutena ovat Suomen valtion keskeiset viitelainat. Vuonna 1997 Helsingin pörssin korkojohdannaisten kokonaisvaihto oli yhteensä noin 2,2 miljoonaa sopimusta, joka vastaa nimellisarvoltaan yli 2 000 miljardia markkaa.

Vuonna 1997 keskimääräinen johdannaissopimusten päivävaihto Helsingin pörssissä oli lähes 30 000 sopimusta, joka vastasi yli 7 miljoonaa sopimusta vuodessa. Sopimusvaihdon kasvu on viime vuosina ollut voimakasta, sillä vuonna 1995 vastaava luku oli 1,6 miljoonaa ja vuonna 1996 noin 4 miljoonaa sopimusta (kuva). Yksittäisen päivän kokonaisvaihto johdannaisten kappalemääräisellä vaihdolla mitaten nousi vuoden 1997 alussa ensimmäisen kerran 100 000 sopimukseen.

SOPissa volyymit ovat olleet selvästi alhaisemmat. SOPin kappalemääräisestä vaihdosta valtaosa on muodostunut valuuttajohdannaisista, joiden vaihtomäärät ovat viime aikoina vähentyneet. SOP on erikoistunut yhä selkeämmin selluun pohjautuvan johdannaisten kehittämiseen. Kaupankäynti uudella sellufutuurilla aloitettiin helmikuussa 1997.

Osakejohdannaissopimusten vaihdon määrä on Ruotsissa pohjoismaisista johdannaispörsseistä selvästi suurin. Suomessa sopimusvaihto on hieman vilkkaampaa kuin Norjassa ja selvästi suurempaa kuin Tanskassa (kuva). Ruotsissa myös osakkeiden käteismarkkinat ovat pohjoismaista suurimmat.

Osakejohdannaisten sopimusvaihto Pohjoismaissa neljännesvuosittain
1995 (kesäkuu) - 1997 (syyskuu), kpl



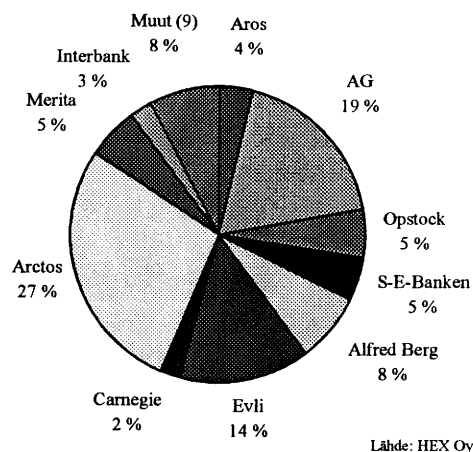
Pörssien ulkopuolella tapahtuva kaupankäynti

Pankkien ja rahoituslaitosten välinen pörssien ulkopuolinen kaupankäynti perustuu pitkälti tuotteiden vakimuotoisuuteen ja kaupankäyntiä koskevien yleisten sopimusehtojen noudattamiseen. Pörssien ulkopuolinen kaupankäynti painottuu valuutta- ja korkojohdannaissopimuksiin, joiden merkitys on säilynyt suurena. Osa pörssien ulkopuolisista tuotteista on räätälöity pankin tai sen asiakkaan tarpeita vastaaviksi. Pankkien tekemien OTC-johdannaissopimusten kanta oli vuoden 1996 lopussa nimellisarvoltaan noin 3 600 miljardia markkaa, josta korkojohdannaisten osuus oli noin 2 900 miljardia ja valuuttajohdannaisten osuus noin 700 miljardia markkaa. Kauppojen nimellisarvon volyymi on kasvanut tasaisesti 1990-luvulla. Jatkossa yhteiseen rahaan siirtymisen odotetaan lisäävän vakautta korko- ja valuuttamarkkinoilla ja sitä kautta vähentävän tarvetta ainakin tietyntyyppisten johdannaissopimusten käytölle.

Johdannaissopimusten välittäjät

Pörssien ulkopuolisessa kaupankäynnissä johdannaissopimusten välittäjinä toimivat pääasiassa pankit. Pörssikaupassa johdannaissopimusten välitystoimintaa harjoittavat pääasiassa samat arvopaperinvälittäjät kuin osakekaupassa. Markkinaosuuksissa on jonkin verran eroja. HEXissä toimi vuoden 1997 lopussa 28 välittäjää, josta osa toimi myös markkinatakaajina.

Helsingin pörssin johdannaismarkkinavälittäjien markkinaosuudet vuonna 1997 (STOX ja FOX johdannaismarkkinat), %



HEXillä on välittäjäjäsenien lisäksi linkkiyhteistyösopimus ruotsalaisen OM Stockholm AB:n kanssa, jonka johdosta yli sadalla Lontoosta ja Tukholmasta käsin toimivalla etäjäsenellä on mahdollisuus käydä kauppaa suomalaisilla korkojohdannaistuotteilla. Linkkiyhteistyö laajentaa merkittävästi suomalaisia johdannaismarkkinoita, koska sen avulla voidaan tehokkaasti lisätä johdannaispörssin jäsenten määrää ilman uusien jäsensovimusten solmimista. SOPilla oli 11 välittäjäjäsentä ja neljä markkinatakaajaa.

Johdannaismarkkinoiden tulevaisuudennäkymiä

Suomalaisten johdannaistuotteiden kansainvälisen kysynnän voidaan odottaa jatkuvan, sillä kansainväliset välittäjät voivat entistä kitkattomammin pyrkiä paikallisille markkinoille etäjäseninä. Kansainvälistä mielenkiintoa suomalaisia johdannaismarkkinoita kohtaan lisää suoma-

laisten arvopapereiden ulkomaisen omistuksen nopea kasvu. Toisaalta sijoitusten hajauttaminen ulkomaisiin sijoituskohteisiin on entistä houkuttelevampaa parempien suojautumismahdollisuuksien vuoksi. Johdannaistuotteiden kasvua tukee myös ammattimaisen omaisuudenhoidon lisääntyminen, johon sisältyy ennen kaikkea johdannaisten käyttö ja asiantuntemus.

Euroon siirtyminen saattaa muuttaa johdannaiskaupan rakenteita jo lyhyellä aikavälillä, sillä kaupankäynnillä on ainakin joidenkin tuotteiden osalta huomattavia keskittymispaineita. Johdannaissopimukset, joiden kohde-etuksina ovat Euroopan unionin jäsenvaltioiden kansalliset valuutat, tulevat kokonaan poistumaan markkinoilta. Samalla euron voidaan olettaa pitkällä aikavälillä lisäävän rahoitusmarkkinoiden vakautta ja alentavan volatiilisuutta, mikä sinänsä vähentää tarvetta käyttää tiettyjä johdannaistuotteita suojaamiseen tai voiton tavoittelemiseen. Euroon siirtymisestä huolimatta johdannaisten kokonaisvolyymien voidaan odottaa kasvavan viime vuosien tapaan voimakkaasti. Tämä johtuu mm. siitä, että pääomamarkkinoiden globalisoituminen jatkuu ja pääomavirrat Euroopan ulkopuolisille valuutta-alueille kasvavat.

Johdannaispörssien välinen kilpailu kiristyy ennen muuta korkojohdannaisten osalta. Yhteisen valuutan käyttöönotto ja lyhyiden korkojen yhdenmukaistuminen euroalueella poistavat tarpeen eräiden kansallisissa valuutoissa myytävien korkotuotteiden käyttöön. Muun muassa lukuisat korkotermiinituotteet korvautuvat sopimuksilla, joiden perustana on tuleva eurokorko.

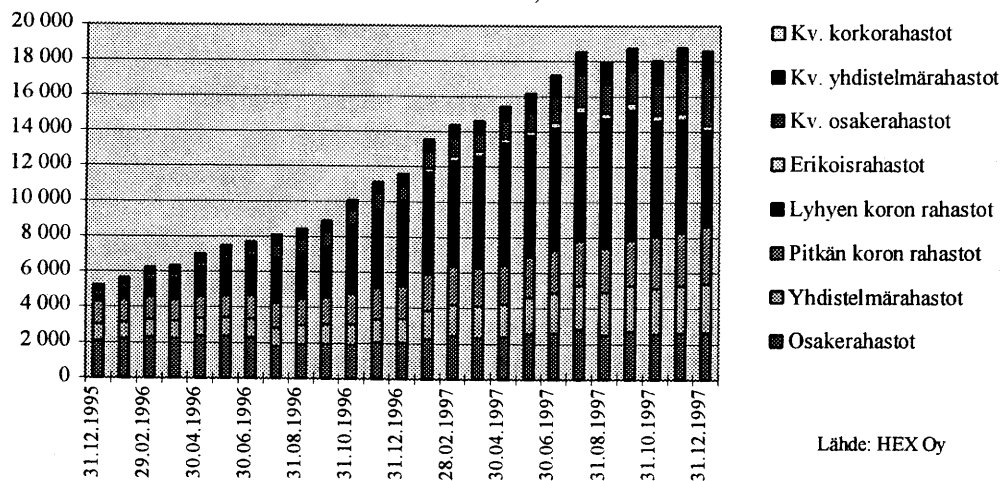
Johdannaiskaupassa ollaan siirtymässä kohti vakioidumpia johdannaismarkkinoita, sillä niin pörsseissä kuin niiden ulkopuolella tapahtuvassa kaupassa tuotteet ovat pitkälle yhdenmukaisia ja vakioituja. Johdannaisten pörssikaupassa on kuitenkin etuna vastapuoliriskiä vähentävä keskitetty selvitys, kauppajien reaalivakuudet sekä parempi likviditeetti. Muun muassa panttaus- ja vakuusjärjestelmien avulla huolehditaan siitä, että asiakas asettaa ja pitää yllä vakuuksia sopimusvastuiden täyttämiseksi. Pörssikaupan etuna on lisäksi hintainformaation luotettavuus.

Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastojen kehitys

Rahastosijoittaminen alkoi Suomessa varsinaisesti 1980-luvun lopussa, kun sijoitusrahastolaki tulivoimaan ja ensimmäiset rahastoyhtiöt perustettiin. Talouden heikko kehitys ja osakemarkkinoiden jyrkkä pudotus 1990-luvun alussa hidastivat oleellisesti rahastosijoittamisen yleistymistä. Huolimatta sijoitusrahastojen viimeaikaisesta kasvusta niiden arvo on edelleen kansainvälisessä vertailussa alhaisella tasolla. Muissa maissa, kuten Ruotsissa ja Tanskassa, rahastosijoittamisen kasvun taustalla ovat olleet ennen muuta verotukselliset tekijät, joiden avulla piensijoittajia on pyritty kannustamaan rahastosäästämiseen. Suomessa vastaaviin toimenpiteisiin ei ole ryhdytty. Sijoitusrahastot toimivat Suomessa verovapaina yhteisöinä, jolloin ne voivat verovapaasti ostaa ja myydä sijoituskohteita. Vero peritään osuudenomistajalta vasta sitten, kun tämä myy rahasto-osuutensa. Myöskään lakisääteisiä tai vapaaehtoisia eläkevakuutussäästöjä ei ole juuri lainkaan kanavoitunut kotimaisiin sijoitusrahastoihin.

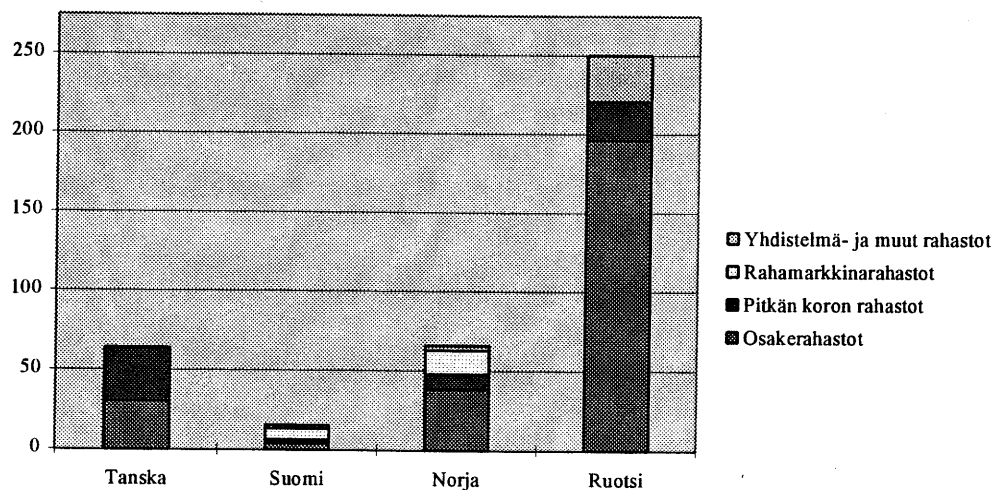
Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen markkina-arvon kehitys
1995-1997, mmk



Sijoitusrahastoja koskevan lainsäädännön uudistaminen 1.8.1996 lukien paransi suomalaisten sijoitusrahastojen kilpailuedellytyksiä. Ensimmäiset merkit rahastosijoittamisen suosion kasvusta olivat nähtävissä vuonna 1996 ja vuoden 1997 alkupuoliskolla, kun Suomeen rekisteröityjen rahastojen arvo nousi 6 miljardista markasta yli 18 miljardiin markkaan. Vuoden 1997 jälkipuoliskolla rahastojen kasvukehitys näytti ainakin väliaikaisesti pysähtyneen. Vuonna 1996 alkanut kasvu tapahtui pääasiassa lyhyen koron rahastoissa, jotka sijoittavat lähinnä rahamarkkinavelkakirjoihin. Kyseisiä rahastoja käyttävät pääasiassa yritykset ja institutionaaliset sijoittajat sijoitustoiminnassaan sekä riskien- ja kassanhallinnassaan. Runsaassa vuodessa nettomerkinnät lyhyen koron rahastoihin kasvoivat yli 5 miljardia markkaa, mutta muissa rahastoissa kasvu on ollut vähäistä.

Muihin pohjoismaihin sekä Euroopan unionin jäsenvaltioihin verrattuna rahastosijoittaminen on Suomessa alhaisimmalla tasolla. Talletuskantaan suhteutettuna rahastosijoittaminen on Suomessa noin kaksi kertaa alhaisempaa kuin Tanskassa ja Norjassa sekä seitsemän kertaa alhaisempaa kuin Ruotsissa.

Sijoitusrahastojen markkina-arvo Pohjoismaissa
30.09.1997, mrd. mk

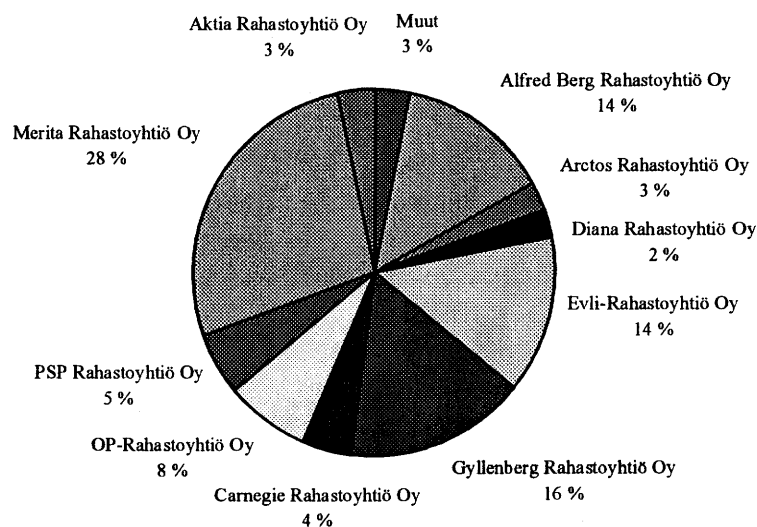


Rahastojen kokonaisarvon kasvun voidaan odottaa jatkuvan, jos kehitys Suomessa vastaa muualla tapahtunutta kehitystä. Rakenteelliset tekijät, kuten määräaikaistalletusten veronhuojennuksen poistuminen, talletussuojan rajaaminen sekä yksilöllisen eläkesäästämisen lisääntyminen ovat tekijöitä, jotka jatkossa todennäköisesti lisäävät sijoitusrahastojen suosiota. Vakuutusyhtiöt ovat lisäksi ryhtyneet tarjoamaan sijoitussidonnaisia vakuutustuotteita, joihin sijoitetut varat kanavoidaan sijoitusrahastoihin. Sijoitusidonnaisten vakuutusten suosio on kuitenkin ollut toistaiseksi vähäinen.

Suomeen oli rekisteröity vuoden 1997 marraskuussa 16 rahastoyhtiötä, joiden hallinnassa oli yhteensä 80 kotimaahan rekisteröityä sijoitusrahastoa. Kotimaisten sijoitusrahastojen lisäksi Suomessa toimii Euroopan unionin sijoitusrahastodirektiivin mukaisia ulkomaisia yhteissijoitusyrityksiä, jotka markkinoivat rahasto-osuuksiaan Suomessa yhden toimiluvan periaatteen nojalla. Myös erällä sijoitusrahastodirektiiviin soveltumattomilla Euroopan unionista tai kolmansista maista tulevilla yhteissijoitusyrityksillä on lupa markkinoida osuuksiaan Suomessa. Kyseinen markkinointilupa on kaikkiaan 22 ulkomaille rekisteröidyllä yhteissijoitusyrityksellä ja niiden hallinnassa on yhteensä noin 200 sijoitusrahastoa. Euroopan unionissa toimi vuoden 1997 syyskuussa noin 16 500 sijoitusrahastoa. Euroopassa toimivien rahastojen suuri määrä kuvastaa hyvin alan kilpailupotentiaalia yhteiseen valuuttaan siirryttäessä, jolloin myös sijoitusrahastojen arvo ilmoitetaan euromääräisinä. Syyskuussa 1997 Ruotsiin rekisteröityjen sijoitusrahastojen lukumäärä oli 327, Tanskaan rekisteröityjen 213 ja Norjaan rekisteröityjen 214.

Markkinaosuudet rahastoyhtiöiden välillä ovat jakautuneet siten, että rahastoyhtiöiden markkina-arvolla mitattuna neljän suurimman osuus kaikkien Suomeen rekisteröityjen rahastojen markkina-arvosta on yli 70 prosenttia. Asiakkaiden lukumäärällä mitattuna pankkien omistamien rahastoyhtiöiden markkina-osuudet ovat selvästi suurimmat.

Suomeen rekisteröityjen rahastoyhtiöiden markkina-osuudet (rahaston arvosta)
marraskuussa 1997, %



Lähde: HEX Oy

1.2.3. Arvopaperimarkkinoiden sijoittajakunta

Aktiivisen sijoitustoiminnan lisääntyminen on edellytys arvopaperimarkkinoiden kehittymiselle. Arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin ja lainsäädännön kehittyminen sekä erityisesti ulkomaalaisomistusta koskevien säädösten ja rajoitusten asteittainen poistuminen ovat 1980-luvulta alkaen lisänneet ammattimaisten sijoittajien toimintaa Suomen arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta erityisen tärkeää on suurten ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien aktiivinen sijoitustoiminta markkinoilla. Suomalaisista arvopapereista on myös tullut osa ulkomaisten sijoittajien riskien hajautusta. Suomalaiset sijoittajat ovat toisaalta viime aikoina myös lisänneet sijoituksiaan ulkomaisiin arvopapereihin (taulukko). Osakeomistuksen suhteellisen osuuden huomattava nousu on viime aikoina johtunut osakekurssien voimakkaasta noususta.

Suomalaisten sijoitukset ulkomaisiin arvopapereihin, mmk.

	1995	1996	30.9.1997
Osakkeet	3 216	7 147	13 269
Joukkovelkakirjalainat	9 619	25 041	37 226
Rahamarkkinavelkakirjat	2 736	3 478	2 303
Yhteensä	15 571	35 666	52 798

Lähde: Suomen Pankki

Ulkomaiset sijoittajat

Kansainvälisten sijoitusrahastojen, eläkerahastojen ja muiden institutionaalisten sijoittajien aktiivinen toiminta Suomen arvopaperimarkkinoilla viime vuosina on ollut merkittävää markkinoiden kehittymisen kannalta. Ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien markkamääräisten arvopapereiden omistuksen arvo nousi vuoden 1997 syyskuussa 255 miljardiin markkaan oltuaan alle 100 miljardia markkaa vuoden 1995 lopussa (taulukko). Erityisesti ulkomaisen osakeomistuksen määrä on kasvanut nopeasti ja sen arvo oli syyskuussa 1997 yli 200 miljardia markkaa. Markkamääräisiä joukkovelkakirjoja ulkomaisilla sijoittajilla oli hallussaan 45 miljardin markan arvosta ja rahamarkkinavelkakirjoja 9 miljardin markan arvosta.

Ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisiin arvopapereihin, mmk.

	1995	1996	30.9.1997
Osakkeet	63 746	108 932	201 959
Joukkovelkakirjalainat	228 676	230 147	255 444
josta markkamääräiset	19 638	26 284	45 286
Rahamarkkinavelkakirjat	10 099	10 689	9 196
Yhteensä	302 521	349 768	466 599

Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastojen merkitys arvopaperimarkkinoilla on Suomessa vasta korostumassa ja niiden suhteellinen merkitys on siten vielä pieni. Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen arvo oli vuoden 1997 lokakuussa 18 miljardia markkaa, josta noin 15 miljardia oli sijoitettu Suomen arvopaperimarkkinoille. Tästä kaikkiaan yli puolet oli sijoitettuna markkamääräisiin velkakirjoihin ja noin 4 miljardia markkaa kotimaisiin osakkeisiin. Vuoden 1996 syyskuusta vuoden 1997 syyskuuhun lyhyen koron rahastojen arvo nousi runsaasta kahdesta miljardista markasta noin kahdeksaan miljardiin markkaan. Lyhyen koron rahastoja käyttävät pääasiassa yritykset ja institutionaaliset sijoittajat. Kotimaisiin sijoitusrahastoihin on jonkin verran kanavoitunut myös vakuutusyhtiöiden tarjoamiin sijoitussidonnaisiin vakuutustuotteisiin sijoitettuja varoja.

Vakuutusyhtiöt

Vakuutusyhtiöillä on hallussaan merkittäviä määriä sijoitusomaisuutta ja niiden sijoituskäytännöllä on myös suuria vaikutuksia arvopaperimarkkinoihin. Vuoden 1996 lopussa henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu sijoituskanta oli noin 97 miljardia markkaa. Viime vuosina henki- ja vahinkoyhtiöt ovat lisänneet huomattavasti sijoituksiaan arvopaperimarkkinoille. Osakesijoitusten osuus niiden sijoituskannasta oli vuoden 1996 lopussa noin 30 miljardia ja velkakirjojen osuus noin 40 miljardia markkaa. Muu varallisuus oli sijoitettuna kiinteistöihin ja luotonantoon.

Eläkevaroja sijoittavat instituutiot

Eläkevaroja sijoittavien instituutioiden merkitys on arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta kansainvälisesti huomattava. Myös Suomen arvopaperimarkkinoille on viime aikoina kanavoitunut runsaasti eläkevaroja ulkomaisista eläkerahastoista. Kotimaisista eläkevarojen sijoittajista keskeisimpiä ovat eläkeyhtiöt, eläkesäätiöt - ja kassat sekä eläkerahastot, joiden sijoituskanta oli vuoden 1996 lopussa arviolta noin 220 miljardia markkaa.

Vuoden 1996 lopussa eläkeyhtiöiden sijoituskanta oli noin 140 miljardia markkaa, josta vain noin 9 prosenttia eli 13 miljardia markkaa oli sijoitettu kotimaisille osakemarkkinoille. Yli 50 prosenttia eläkeyhtiöiden sijoitusvarallisuudesta eli noin 72 miljardia markkaa oli valtion joukkovelkakirjoissa tai rahamarkkinavelkakirjoissa. Jäljelle jäävä noin 55 miljardia markkaa oli kiinteistöissä, takaisinlainauksessa tai muissa varsinaisten arvopaperimarkkinoiden ulkopuolisissa kohteissa. Jatkossa yksi keskeinen arvopaperimarkkinoihin vaikuttava tekijä on juuri eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tehostuminen ja sijoitusten kohdistuminen entistä enemmän kotimaisiin ja ulkomaisiin osakkeisiin.

Eläkesäätiöillä, -kassoilla ja -rahastoilla oli Suomessa vuoden 1996 lopussa arviolta noin 80 miljardin markan sijoitusomaisuus. Niiden sijoitustoiminta on kohdistunut joukkovelkakirjoihin, rahamarkkinavelkakirjoihin, kiinteistöihin, yrityksille kohdistuvaan luotonantoon sekä viime aikoina myös osakkeisiin. Kokonaisuudessaan eläkevarojen kohdentuminen tehokkaasti arvopaperimarkkinoille on Suomessa kansainvälisesti poikkeuksellisen vähäistä.

Kotitaloudet

Kotitalouksien arvopaperiomistus on Suomessa pysynyt kansainvälisesti vertailtuna suhteellisen vähäisenä. Pankkitalletukset muodostavat edelleen pääosan eli noin 65 prosenttia kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta. Esimerkiksi Ruotsissa kotitaloudet pitävät talletustileillä lähinnä maksujenvälityksessä käyttämiään varoja, jolloin talletusten suhteellinen osuus on alhaisempi kuin Suomessa. Kotitalouksien hallussa olevan finanssivarallisuuden määrän ollessa huomattava, kotitalouksien rahoitusomaisuuden rakenteella on suuri merkitys arvopaperien omistuspohjan laajuuteen ja arvopaperimarkkinoiden vakauteen. Vuoden 1996 lopussa kotitalouksien varoja oli kanavoitunut talletuksiin, suoraan osakkeisiin, sijoitusrahastoihin, joukkovelkakirjalainoihin sekä henki- ja eläkevakuutus tuotteisiin yhteensä noin 350 miljardia markkaa, josta noin 222 miljardia markkaa oli talletustileillä. Vaikka talletusten määrä suhteessa kotitalouksien finanssivarallisuuteen onkin Suomessa korkealla tasolla, ei talletusten määrä asukaslukuun nähden merkittävästi poikkeaa muista pohjoismaista.

Kotitalouksien sijoituskäyttäytyminen on Suomessa pysynyt arvopaperimarkkinoiden kehittymisestä huolimatta konservatiivisena. Erityisesti kotitalouksien sijoitusrahastojen kautta tapahtuva epäsuora osakesijoittaminen on kansainvälisessä vertailussa vähäistä. Yksityisten rahasto-osuuksien omistajien määrä vaihtelee Suomessa rahastotyyppin mukaan, mutta yksityisen omistusosuuden voidaan arvioida olevan noin 40 % rahastojen kokonaisarvosta eli ainoastaan noin 7 miljardia markkaa. Suomeen rekisteröidyissä rahastoissa oli elokuussa 1997 noin 70 000 osuudenomistajaa, joista arviolta yli 60 000 oli kotitalouksia.

Kotitalouksista karkeasti arvioiden 15 prosentilla eli noin 360 000 kotitaloudella on suoraan omistuksessaan pörssiosakkeita. Tämä vastaa arviolta noin 40-50 miljardia markkaa. Kotitalouksien keskimääräiset omistusosuudet ovat kuitenkin markkamääräisesti melko pieniä. Joukkovelkakirjoja kotitalouksilla arvioidaan olevan noin 30-45 miljardin markan arvosta. Tulevaisuudessa rahastosijoittamisen yleistymisen ja valtion omistamien yritysten yksityistäminen ovat tekijöitä, jotka todennäköisesti lisäävät myös kotitalouksien sijoitusvarallisuuden kanavoitumista arvopaperimarkkinoille.

Pankit

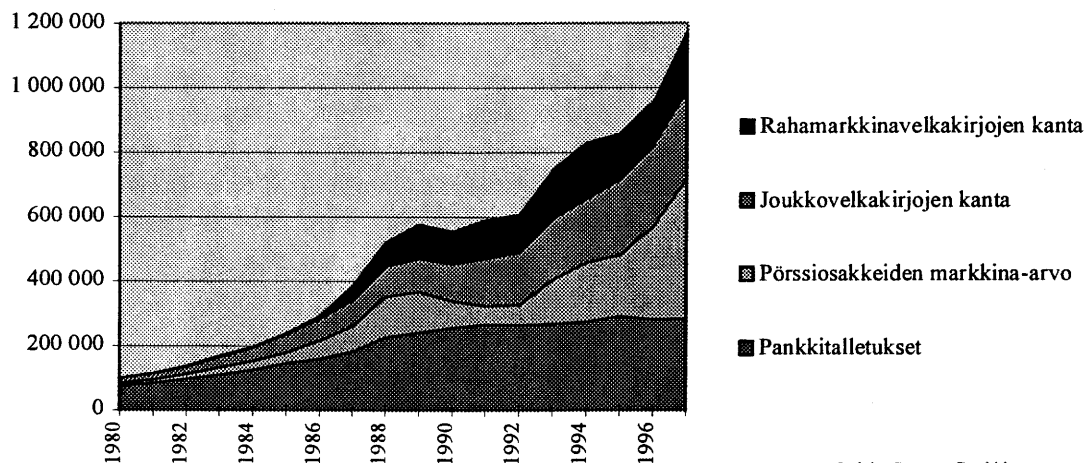
Pankit ja niiden tytäryritykset ovat arvopaperimarkkinoilla keskeisiä sijoittajia. Rahamarkkinavelkakirjoista erityisesti sijoitustodistuksista ja valtion velkasitoumuksista pankkien hallussa on suurin osa. Vuoden 1996 lopussa pankkien hallussa olevien rahamarkkinavelkakirjojen määrä oli noin 40 miljardia, joista osa oli ulkomaisia. Myös joukkovelkakirjamarkkinoilla pankkien rooli on Suomessa korostunut. Vuoden 1996 lopussa suomalaispankkien hallussa oli joukkovelkakirjoja arviolta lähes 40 miljardia markkaa. Pankeilla on myös huomattavia osakeomistuksia ja osakkuuksia suurissa kotimaisissa yrityksissä. Johdannaismarkkinoilla pankkien merkitys korostuu niiden suuren koon ja riskienhajautustarpeiden vuoksi. Pörssien ulkopuolinen johdannaissopimuskauppa tapahtuu pääasiassa pankkien välisenä. Suomessa toimivien pankkien tekemisen johdannaissopimusten nimellisarvon mukainen kanta oli vuoden 1996 lopussa yhteensä noin 3 700 miljardia markkaa, josta pörssien ulkopuolisten korkojohdannaisten osuus on huomattava.

1.2.4. Arvopaperimarkkinoiden erityispiirteet

Markkinat kehitysvaiheessa

Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin, lainsäädännön ja volyymien kehitys on ollut 1980-luvun lopulta alkaen nopeaa. Muutoksen taustalla ovat ennen kaikkea sääntelyn - mukaan lukien ulkomaalaisomistusta koskevien rajoitusten - purkaminen, 1990-luvun alun pankkikriisi ja Euroopan yhdentymiskehitys. Vaikka Suomen arvopaperimarkkinoiden rakenne muistuttaa varsin paljon muiden pohjoismaiden tai muiden pienten eurooppalaisten maiden markkinoita, joitain selkeitä eroja ja erityispiirteitä on olemassa. Keskeisimmät erot johtuvat pääosin siitä, että sääntelyn purkaminen ja infrastruktuurin kehittyminen ovat Suomessa toteutuneet muita maita myöhemmin, joten myös yritysten ja kotitalouksien sijoitus- ja rahoituskäyttäytymisen muuttuminen on ollut verrattain hidasta. Arvopaperimarkkinat ovat Suomessa vielä voimakkaassa murrosvaiheessa, joten kehityksen voidaan odottaa jatkuvan viime vuosien kaltaisena. Samalla arvopaperimarkkinat muistuttavat Pohjoismaissa yhä enemmän toisiaan ja erityispiirteet osittain häviävät.

Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenne vuosina
1980-1997(lokaluu), mmk



Lähde: Suomen Pankki

Uusien sijoitus- ja rahoitustuotteiden nopeasta kehittymisestä ja niiden määrän lisääntymisestä huolimatta arvopaperimarkkinat eivät Suomessa kaikilta osin ole vielä toimivat, koska uusien sijoitus- ja rahoitustottumusten omaksuminen vie aikaa ja vaatii ammattitaitoa. Toisaalta Suomen arvopaperimarkkinoihin liittyy samoja rakenteellisia ongelmia kuin muihin kansallisiin ja kooltaan suhteellisen pieniin markkinoihin. Tämä on näkynyt arvopaperimarkkinoiden kaikilla osa-alueilla.

Osapuolia ja liikkeeseenlaskijoita vähän

Suomen arvopaperimarkkinoiden osapuolten ja liikkeeseenlaskijoiden vähäinen määrä on keskeinen markkinoiden toimintaa häiritsevä tekijä. Osapuolten vähäisyyden takia arvopapereiden hinnanmuodostuksessa ja markkinoiden likviditeetissä on puutteita. Markkinoilla toimivien osapuolien määrä on viime aikoina kuitenkin nopeasti lisääntynyt ja erityisesti ulkomaisten sijoittajien ja välittäjien markkinoille tulolla on ollut keskeinen merkitys arvopapereiden jälkimarkkinoiden toimivuuden edistymisessä. Varsinkin osakemarkkinoilla ulkomaisen omistuksen nopea kasvu on vaikuttanut markkinoiden toimintaan myönteisesti.

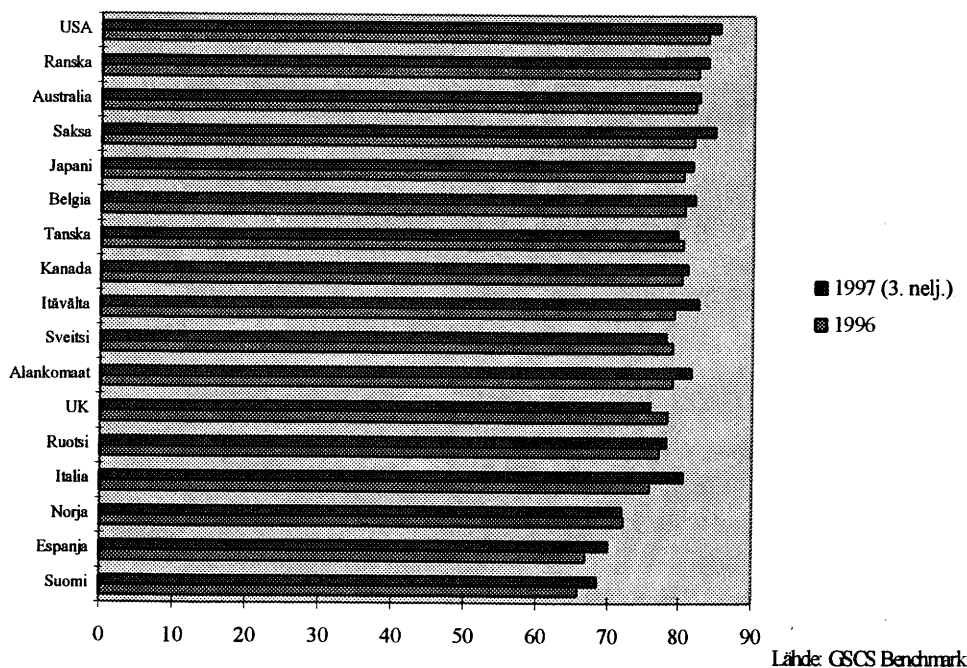
Kansainvälisessä vertailussa Suomen markkinoiden erityispiirteenä ja arvopaperimarkkinoiden kehitystä rajoittavana tekijänä on kuitenkin edelleen eräiden keskeisten toimijoiden ja osapuolien puuttuminen markkinoilta. Erityisesti vakuutusyhtiöiden suhteellisen vähäisestä merkityksestä arvopaperimarkkinoilla sekä rahastosijoittamisen alhaisesta suosiosta johtuu, että markkinoilta on puuttunut kansainvälisesti katsottuna keskeisiä ammattimaisia sijoittajia. Vakuutusyhtiöiden sijoituskäyttäytyminen on selvästi muuttumassa ja niiden sijoittaminen jälkimarkkinakelpoisiin arvopapereihin tulee lähivuosina lisääntymään. Sijoitusrahastojen suhteellista merkitystä voidaan pitää arvopaperimarkkinoiden kehittyneisyyden eräänä mittarina, koska kehittyneimmillä markkinoilla sijoitusrahastot toimivat keskeisinä ammatteisina sijoittajina ja varojen hoitajina.

Kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmät kehittyneet

Pohjoismaissa arvopapereiden kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmät ovat varsin yhdenmukaiset ja kehittyneet. Useista muista Euroopan maista poiketen kaupankäynti ja selvitys on pohjoismaissa varsin pitkälle automatisoitu ja kauppa tapahtuu pääosin arvo-osuusmuotoisena. Suomessa kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista yksityisten osapuolten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat ovat toistaiseksi muutamia poikkeuksia lukuunottamatta arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella. Syynä tähän ovat pääasiassa yksityisten osapuolten joukkovelkakirjalainojen vähäiset emissiot ja niiden jälkimarkkinoiden puuttuminen.

Pohjoismaiset selvitysjärjestelmät poikkeavat muista eurooppalaisista järjestelmistä myös siten, että arvo-osuustilejä pidetään keskitetysti yllä yksittäisille sijoittajille, kun taas muualla keskitetty tilien ylläpito ulottuu vain välittäjiin tai keskeisiin toimijoihin. Tällöin myös arvo-osuustilien lukumäärä pohjoismaissa on suuri. Suomessa arvo-osuusrekisterit toimivat ainakin toistaiseksi hajallaan, mikä hankaloittaa kauppajen selvitystä.

Arvopapereiden käsittelyjärjestelmien toimivuuden kansainvälinen vertailu 1996 ja 1997 (3. neljännes), indeksiluku (0-100)



Osakkeiden selvitys- ja säilytysjärjestelmän toiminta on Suomessa kansainvälisessä vertailussa vielä suhteellisen tehotonta (Kuva. Asiaa käsitellään yksityiskohtaisemmin kohdassa 1.3.6.3.). Arvopaperikeskuksen perustamisen ja kansainväliset toimintatapojen yhdenmuokaistumisen myötä mahdollisuudet arvopapereiden käsittelyyn liittyvien palveluiden ja järjestelmien kehittämisen ovat kuitenkin hyvät.

Osakemarkkinoiden suhteellinen merkitys kasvaa

Kahden viime vuoden aikana osakemarkkinoiden merkitys on Suomessa selvästi korostunut. Osakkeiden markkina-arvon osuus suhteessa muiden rahoitusvaateiden arvoon on vuodesta 1995 nopeasti kasvanut (kuva). Keskeisenä kehitykseen vaikuttavana tekijänä on ollut ulkomaisten ammattimaisten sijoittajien tulo Suomen osakemarkkinoille. Samalla yritysten omistusrakenne on muuttunut.

Suomen osakemarkkinoiden keskeisin ero muihin pohjoismaihin verrattuna on listattujen yritysten vähäinen määrä. Helsingin pörssissä on suunnitteilla listaamiskäytännön ja listarakenteen uudistaminen, joka osaltaan parantaa yritysten listautumisedellytyksiä tulevaisuudessa. Myös listautumista edeltävien pääomasijoitusmarkkinoiden kehittyminen tulee olemaan tekijä, joka jatkossa todennäköisesti lisää listattujen yritysten määrää Suomessa. Pääasiallisina syinä listattujen yritysten alhaiseen määrään voidaan pitää keskisuurten yritysten vähäistä määrää ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen perinteisesti alhaista merkitystä rahoitusvaihtoehtona. Ulkomaisten yritysten listautuminen on Suomessa harvinaisempaa kuin muissa pohjoismaissa.

Osakekauppa on Suomen markkinoilla muihin pohjoismaihin verrattuna keskittynyttä kaupankäynnin kohdistuessa pääasiassa muutaman suuren yrityksen osakkeisiin. Tämä lisää osaltaan pörssin alttiutta häiriöille. Muiden pohjoismaisten tavoin myös Suomen osakemarkkinoiden kurssikehitys seuraa kuitenkin kansainvälisten suurten pörssien kehitystä. Kaupan likviditeetti on Suomessa jonkin verran alhaisempaa kuin muissa pohjoismaissa.

Helsingin pörssin elektronista kaupankäyntijärjestelmää voidaan pitää kansainvälisesti vertailtuna varsin kehittyneenä ja hyvin yhteensopivana muiden maiden vastaaviin järjestelmiin. Tämä lisää Helsingin pörssin kilpailukykyä ja parantaa mahdollisuuksia kaupankäynnin tehostamiseen osakemarkkinoilla. Uuden kaupankäyntijärjestelmän käyttöönotto vuonna 1998 parantaa pörssin kilpailukykyä entisestään.

Osakkeiden käteis- ja johdannaiskauppa samassa markkinapaikassa

Osakkeiden johdannais- ja käteiskaupan tapahtuminen samassa organisaatiossa helpottaa kaupankäyntiä, mikä saattaa osaltaan tehdä suomalaisista arvopapereista aikaisempaa houkuttelevampia sijoituskohteita. Kansainvälisesti vertailtuna johdannais- ja käteismarkkinat toimivat toisistaan pääsääntöisesti erillään, mutta viime aikoina suuntauksena on ollut niiden yhdistäminen. Kaupankäyntijärjestelmän tekninen taso on Suomessa lisäksi korkea, mikä luo hyviä mahdollisuuksia kaupankäynnin likviditeetin ja tehokkuuden lisäämiseen jatkossa. Kaupankäynti on teknisesti hyvin linkitettävissä kansainvälisiin järjestelmiin.

Suomessa heikkoutena on kuitenkin myös johdannaismarkkinoilla kaupankäynnin osapuolten vähäinen määrä, mikä lisää markkinoiden epävakautta ja heikentää hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Erityisesti osaketuotteissa markkinoiden kapeus näkyy markkinatakaajien alhaisena

määränä. Lisäksi kaupankäynti on keskittynyt osaketuotteissa pääasiassa muutamiin kohde-etuksiin samoin kuin osakkeiden käteismarkkinoillakin.

Johdannaismarkkinoiden heikohko likviditeetti perustuu siihen, että ammattimaiseen omaisuudenhoitoon ja sijoitustoimintaan erikoistuneita yrityksiä toimii Suomessa verrattain vähän. Erityisesti sijoitusrahastojen vähäinen merkitys ja vakuutusyhtiöiden yksipuolinen sijoitustoiminta näkyy myös johdannaismarkkinoilla. Johdannaissopimusten välittäjistä poikkeuksellisen suuri osuus on ulkomaisessa omistuksessa olevia välittäjiä ja niiden määrän voidaan olettaa kasvavan myös tulevaisuudessa.

Suomen johdannaismarkkinoiden erityispiirteenä voidaan pitää pörssien ulkopuolisten OTC-kauppojen selvityksen keskittymistä yhä enemmän johdannaispörssiin. Johdannaisten pörssi-kaupan etuna on vastapuoliriskiä vähentävä keskitetty selvitys, kauppojen reaalityydet, hintainformaation luotettavuus sekä parempi likviditeetti. Suomalaisissa pörssissä vakuudenhallinta ulottuu asiakkaaseen eikä pelkästään välittäjään asti. Erityisesti korkojohdannaisten selvityksen siirtyminen HEXiin on johtanut siihen, että kaupat eivät rasita pankkien vakavaraisuutta yhtä paljon kuin selvityksen tapahtuessa kahdenkeskisesti.

Suomessa toimii muista maista poiketen kolme johdannaispörssiä, jotka ovat panostaneet voimakkaasti tuotekehittelyyn ja erikoistumiseen. Suomen Optiopörssi Oy on erikoistunut selluun pohjautuvan johdannaisten kehittämiseen, kun taas EL-EX Sähköpörssi Oy:n erikoisuutena on sähkөөn pohjautuva johdannaissopimus. Helsingin pörssin on määrä aloittaa lähiaikoina koronvaihtosopimusten keskitetty selvitys, mikä on pörssikaupassa kansainvälisesti harvinaista. Pohjoismaisessa vertailussa Suomen johdannaismarkkinat ovat Ruotsin jälkeen pohjoismaista kehittyneimmät niin tuotevalikoimalla kuin vaihdon määrällä mitattuna. Markkinoiden toiminnan kannalta johdannaissopimusten laaja tuotevalikoima onkin Suomessa osaltaan korvannut markkinoiden rakenteellisia puutteita.

Valtion merkitys liikkeeseenlaskijana korostunut joukkovelkakirjamarkkinoilla

Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta ja rakenne poikkeavat melko paljon muista pohjoismaista. Kauppa joukkovelkakirjoilla tapahtuu Suomessa pääasiassa pörssin ulkopuolella ja kauppaa käydään lähes yksinomaan valtion liikkeeseen laskemilla velkakirjoilla. Kaupankäynnin tapahtuessa pörssin ulkopuolella joukkovelkakirjojen hinnanmuodostus ei toimi tehokkaasti. Erityisesti tämä haittaa yksityisen sektorin liikkeeseen laskemien velkakirjojen markkinoiden muodostumista. Yksityisen sektorin liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen merkitys onkin Suomessa poikkeuksellisen vähäinen ja niiden likviditeetti on huono.

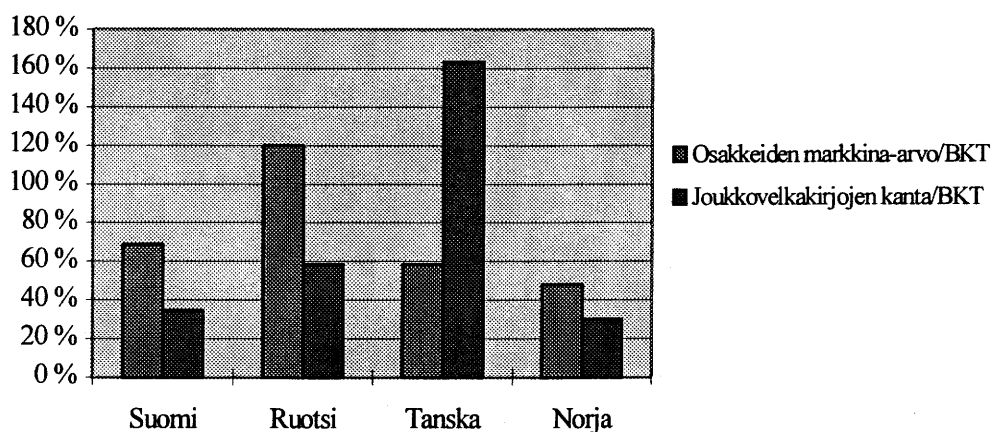
Markkamääräisten joukkovelkakirjojen merkitys yritysten pitkäaikaisen rahoituksen lähteenä on ollut Suomessa erittäin pieni. Aikaisemmin tähän oli syynä korkojen epävakaumus ja niiden korkea taso. Myös työeläkevarojen kanavoituminen merkittävältä osin takaisinlainauksena yrityksille on tyydyttänyt niiden pitkäaikaisen rahoituksen tarvetta joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskun sijasta. Samalla eläkelaitosten sijoituspotentiaalia on sitoutunut joukkovelkakirjamarkkinoiden ulkopuolelle. Yhtenä keskeisenä jälkimarkkinoita haittaavana tekijänä on ollut epäyhtenäisyys liikkeeseen laskettujen joukkovelkakirjojen maturiteeteissa, suuruuksissa ja ehdoissa. Täsmällisen julkisen tiedon puute hinnoista ja lainojen yksityiskohdista on lisännyt epävarmuutta ja haitannut markkinoiden kehittymistä. Suuret suomalaiset yritykset ovat viime aikoina hankkineet vieraan pääoman ehtoista rahoitusta valuuttamääräisenä kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta.

Valtion velkakirjamarkkinoita lukuun ottamatta Suomen velkakirjamarkkinoiden suuri ongelma on likviditeetin puuttuminen ja velkakirjamarkkinoiden suppea sijoittajakunta. Tämä on johtanut siihen, että pienetkin muutokset velkakirjojen kysynnässä ja tarjonnassa vaikuttavat hintatasoon, mistä aiheutuva epävarmuus näkyy suoraan sijoittajien korkeampina tuottovaatimuksina ja vaikuttaa emissioiden houkuttelevuuteen.

Valtion velkakirjamarkkinoiden kehittyminen viime vuosina on luonut hyvät edellytykset yksityisen sektorin joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittymiselle tulevaisuudessa. Valtion markkamääräisen velanoton suuri tarve on kuitenkin samalla syrjäyttänyt yritysten liikkeesen laskemien velkakirjojen kysyntää, mikä on näkynyt yritysten velkakirjaemissioiden alhaisissa määrissä. Erityisesti eläkeyhtiöt ovat lisänneet kahden viime vuoden aikana sijoituksiaan valtion velkakirjoihin.

Suomen joukkovelkakirjamarkkinoiden erityispiirteenä voidaan pitää lisäksi kiinnitysluotto-laitosten liikkeeseen laskemien velkakirjojen markkinoiden puuttumista lähes kokonaan. Myös niin sanottujen indeksiin sidottujen lainojen merkitys on ainakin toistaiseksi vähäinen. Suomen arvopaperimarkkinoiden viime aikaisen kehityksen jatkuessa markkinoille tulee todennäköisesti uusia jälkimarkkinakelpoisia rahoitusvaateita, joilla sijoittajat voivat käydä kauppaa julkisilla markkinoilla. Tulevaisuudessa pitkäaikaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehittyminen esimerkiksi asuntorahoitukseen tulee todennäköisesti korostumaan. Kiinteistöarvopapereiden markkinoiden kehittymisellä on suuri merkitys, koska kiinteistöt muodostavat huomattavan osan kansantalouden varallisuudesta. Arvopaperistettujen rahoitusvaateiden etuna on parempi jälkimarkkinakelpoisuus ja likviditeetti, mikä lisää niiden huokuttelevuutta sijoitusmuotona. Vuoden 1998 maaliskuussa voimaan tulevan kiinteistörahostolain myötä mahdollisuudet kiinteistöjen arvopaperistamiselle paranevat. Jatkossa kiinteistösijoitusten likviditeetti ja jälkimarkkinakelpoisuus todennäköisesti paranevat ja arvon määrittäminen tehostuu.

Pörssiosakkeiden arvo (9/1997) ja joukkovelkakirjojen kanta (9/1997)
suhteessa vuoden 1996 BKT:een pohjoismaissa, %



Sijoitustodistusten merkitys korostunut rahamarkkinoilla

Suomen rahamarkkinoiden erityispiirteenä on pankkien ja Suomen Pankin sijoitustodistusten -suuri merkitys, kun muualla esimerkiksi valtion velkasitoumusten tai yritystodistusten takaisinostosopimukset (*reposopimukset*) ovat keskeisemmässä asemassa. Suomessa takaisinostosopimusten vähäinen merkitys on johtunut pääosin verotuksellisista syistä. Valtion velkasitoumusten merkitys on selvästi kasvamassa myös Suomessa valtion markkamääräisen velanottotarpeen pysyessä myös lähivuosina suurena.

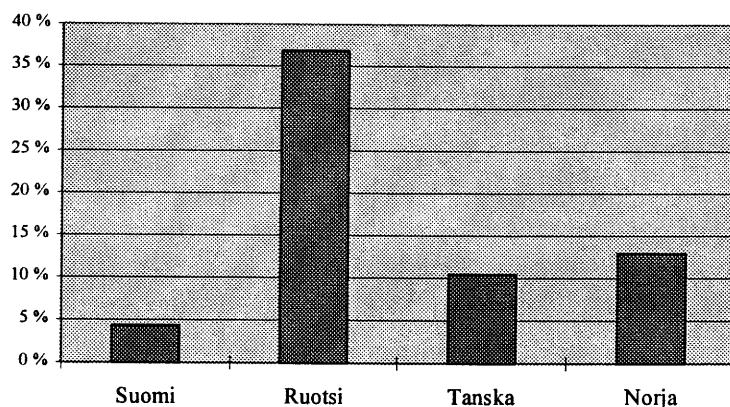
Rahapolitiikassa käytettävät rahamarkkinavelkakirjat vaihtelevat maittain, minkä seurauksena eri maiden rahamarkkinoilla on paljon kansallisia erityispiirteitä. Euroopan unionin yhteisen rahapolitiikan toteuttamista koskevat päätökset yhtenäistävät rahamarkkinoiden toimintaa ja rakennetta tulevaisuudessa. Yhteisen valuutan oloissa rahapoliittisten operaatioiden vastapuolet ja näissä operaatioissa käytettävät arvopaperit osittain muuttuvat.

Euroopan keskuspankki tulee käyttämään rahapoliittisissa operaatioissaan myös yksityisiä arvopapereita. Vakuuskelpoisiksi arvopapereiksi tulevat todennäköisesti kelpaamaan ainoastaan tietyt vähimmäiskriteerit täyttävät arvo-osuusmuotoiset, jälkimarkkinakelpoiset ja euromääräiset arvopaperit. Yksityisistä arvopapereista operaatioissa tullaan kuitenkin käyttämään sellaisten yritysten liikkeeseen laskemia velkakirjoja, joille on olemassa julkinen markkinahinta tai luotettava luottokelpoisuusluokitus.

Sijoitusrahastojen merkitys vasta korostumassa

Sijoitusrahastojen merkitys Suomen arvopaperimarkkinoilla on kasvanut hitaasti. Rahastosijoittamisen vähäisenä pysynyt merkitys on yksi keskeinen Suomen markkinoihin liittyvä erityispiirre. Esimerkiksi muissa pohjoismaissa sijoitusrahastojen suhteellinen merkitys ja niiden lukumäärä on suurempi kuin Suomessa. Useista muista maista poiketen rahastosuukseen sijoittamista ei Suomessa ole kannustettu samoin keinoin kuin monia rahastosuukseille vaihtoehtoisia sijoituskohteita. Viimeaikainen sijoitusrahastojen lukumäärän ja niiden koon kasvu on merkki rahastosijoittamisen suhteellisen merkityksen korostumisesta myös Suomessa.

Sijoitusrahastojen arvo suhteessa talletuskantaan pohjoismaissa
1996, %



Rakenteelliset tekijät, kuten määräaikaistalletusten veronhuojennuksen poistuminen, talletussuojan rajaaminen sekä yksilöllisen eläkesäästämisen lisääntyminen ovat tekijöitä, joiden voidaan odottaa tulevaisuudessa lisäävän sijoitusrahastojen suosiota. Erityisesti viime aikoina kasvussa olleet vakuutusyhtiöiden tarjoamat sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet, joihin sijoitetut varat kanavoidaan sijoitusrahastoihin, lisäävät todennäköisesti edelleen suosiotaan.

1.3. Talous- ja rahaliiton kolmas vaihe

1.3.1. Siirtyminen euroalueeseen

Talous- ja rahaliiton vaiheet

Maastrichtissa sovittiin joulukuussa 1991 Euroopan talousyhteisöä koskevan Rooman sopimuksen (perustamissopimus) muuttamisesta Euroopan unionia koskevalla sopimuksella (unionisopimus), joka tuli voimaan 1.11.1993. Unionisopimuksella lisättiin perustamissopimukseen muun muassa talous- ja rahaliittoa (EMU) koskevat artiklat. Unionisopimukseen kuuluu lisäksi erillisiä pöytäkirjoja, joihin sisältyvät muun muassa Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ja Euroopan keskuspankin (EKP) perussääntö sekä Euroopan rahapoliittisen instituutin (ERI) perussääntö. Perustamissopimukseen sisältyvistä artikloista osaa sovelletaan heti ratifiointin tapahduttua, osaa EMU:n II vaiheen aikana ja loppuja EMU:n III vaiheen aikana.

EMU:n II vaihe alkoi vuoden alusta 1994 ilman Euroopan yhteisöjen toimielinten nimenomaista päätöstä. Ne toimet, joihin jäsenvaltion on tullut ryhtyä ennen toisen vaiheen alkamista, liittyvät pääomien vapaata liikkuvuutta koskevien rajoitusten poistamiseen ja monivuotisten EMU:n toteuttamiseksi tarvittavien talouspoliittisten ohjelmien hyväksymiseen. EMU:n II vaiheen aikana jäsenvaltioiden on kiellettävä julkisen sektorin keskuspankkirahoitus, vältettävä liiallisia julkisen talouden alijäämiä sekä ryhdyttävä sellaisiin toimiin, joilla turvataan jäsenvaltion keskuspankin itsenäisyys.

EMU:n II vaihe on siirtymävaihe, jonka aikana toteutettava talouspoliittinen yhteistyö luo edellytykset siirtyä EMU:n III vaiheeseen sisältyvään yhteisen rahan alueeseen (euroalue). ERI aloitti toimintaansa EMU:n II vaiheen alussa. ERI ei tee kansallisia keskuspankkeja sitovia rahapoliittisia päätöksiä. ERI:lla on kuitenkin keskeinen asema rahaliittoon siirtymistä koskevassa valmistelutyössä ja erityisesti valmistauduttaessa EKPJ:n perustamiseen.

Madridissa joulukuussa 1995 pidetyssä kokouksessa Eurooppa-neuvosto vahvisti, että EMU:n III vaihe alkaa vuoden 1999 alusta. Päätös, jolla valitaan euroalueeseen ensiksi mukaan tulevat jäsenvaltiot, tehdään toukokuun alussa vuonna 1998. Silloin vahvistetaan, mitkä jäsenvaltiot täyttävät euroalueeseen liittymisen lähentymiskriteerit ja mitkä maat jäävät valtioiksi, joita koskee poikkeus. Tämän jälkeen nimitetään EKP:n johtokunta sekä perustetaan EKP ja EKPJ.

Lähentymiskriteerit

Jäsenvaltion osallistuminen euroalueeseen edellyttää lähentymiskriteerien täyttämistä, jotka koskevat hintatason vakautta, julkisen sektorin tasapainoa, valuuttakurssien vakautta ja pitkien korkojen tasoa. Lisäksi jokaisen jäsenvaltion on EMU:n II vaiheen aikana aloitettava tarvittaessa menettely, jolla sen keskuspankin itsenäisyys toteutuu, riippumatta siitä, osallistuuko jäsenvaltio euroalueeseen.

Vaatimukset kansallisten keskuspankkien itsenäisyydestä koskevat rahapolitiikan tavoitteita, pääjohtajan toimikautta ja erottamattomuutta, keskuspankin taloudellista asemaa sekä

keskuspankin päätöksentekaelimen kieltoa pyytää tai ottaa vastaan määräyksiä keskuspankin hoitaessa sille annettuja tehtäviä. Keskuspankin päätöksentekaelimen kielto pyytää tai ottaa vastaan määräyksiä tarkoittaa myös sitä, että muiden kansallisten toimi-elinten (kuten hallituksen ja eduskunnan) jäsenen oikeus osallistua kansallisen keskuspankin päätöksentekoon äänestämällä EKPJ:n toimintaan liittyvissä asioissa on vastoin perustamissopimusta.

Kansallisen keskuspankin itsenäisyyttä koskevan lainsäädännön on oltava sopusoinnussa perustamissopimuksen vaatimusten kanssa silloin, kun EKP ja EKPJ perustetaan. EKP:n neuvosto päättää muun muassa EKPJ:n tulevan rahapolitiikan välineistä ennen EMU:n III vaiheen alkua. EKPJ ja EKP perustetaan keväällä 1998 heti sen jälkeen, kun tiedetään, mitkä jäsenvaltiot osallistuvat euroalueeseen. EKPJ ja EKP valmistautuvat tuolloin aloittamaan toimintaansa. Ne käyttävät toimivaltaansa täysimääräisesti EMU:n III vaiheen ensimmäisestä päivästä lähtien.

Siirtyminen euroalueeseen

EMU:n III vaihe alkaa vuoden 1999 alusta, jolloin kiinnitetään peruuttamattomasti euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden valuuttojen ja euron kurssit. Euron käyttöön ottamisesta säädetään kahdella neuvoston asetuksella. Niistä ensimmäinen tuli voimaan kesäkuussa 1997. Toinen asetus tulee voimaan vuoden 1999 alusta. Tuolloin eurosta tulee itsenäinen valuutta. Kansallisista rahayksiköistä euron alayksiköjä. Neuvoston asetuksissa määrätään laillisesti täytäntöönpanokelpoinen vastaavuus euroyksikköjen ja kansallisten rahayksikköjen kesken. Kansallisen rahayksikön määräiset setelit ja metallirahat säilyttävät asemansa laillisina maksuvälineinä kunkin asianomaisen jäsenvaltion alueella siihen saakka, kunnes euromääräiset setelit on otettu käyttöön. Vuoden 1999 alusta euroyksikkö on laillinen maksuväline tilirahana. Euroyksikkö otetaan käyttöön heti alkuvaiheessa ainakin EKPJ:n rahapolitiikassa ja uusissa valtionlainoissa.

Viimeistään vuoden 2001 lopussa euromääräisiä seteleitä aletaan laskea liikkeeseen ja EKPJ ryhtyy vaihtamaan kansallisia seteleitä niitä vastaan. Viimeistään kuusi kuukautta myöhemmin kansalliset rahayksiköt on korvattu kokonaan euromääräisillä maksuvälineillä kaikissa euroalueeseen osallistuvissa jäsenvaltioissa ja siirtyminen yhteiseen rahaan on viety päätökseen. Kansalliset setelit ja metallirahat menettävät asemansa laillisina maksuvälineinä, ja euroalueella vain eurosetelit ja -metallirahat ovat laillisen maksuvälineen asemassa. Tämän jälkeen kansallisia seteleitä ja metallirahoja voidaan vielä vaihtaa kansallisissa keskuspankeissa (katso tämän jakson liitteenä olevaa siirtymäskenaariota).

1.3.2. Euroopan keskuspankkijärjestelmä

EKPJ:n rakenne ja päätöksenteko

EKPJ koostuu EKP:sta ja Euroopan unionin jäsenvaltioiden keskuspankeista. EKPJ:ää johtavat EKP:n päätöksentekaelimet, jotka ovat EKP:n neuvosto ja johtokunta. EKP:n neuvoston muodostavat EKP:n johtokunnan jäsenet sekä euroalueeseen osallistuvien kansallisten keskuspankkien pääjohtajat. Johtokunnan muodostavat puheenjohtaja, varapuheenjohtaja ja 2-4 jäsentä, joiden toimikausi on kahdeksan vuotta. EKPJ:n ja EKP:n toimintaa ohjaavat sekä perustamissopimuksen määräykset että yksityiskohtaisemmat EKPJ:n ja EKP:n perussääntöön sisältyvät määräykset. EKP:n kolmas päätöksentekaelin on yleisneuvosto, jonka jäseninä ovat myös euroalueen ulkopuolelle jäävien kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

EKPJ ei ole oikeushenkilö. Sen sijaan EKPJ:ään kuuluvat keskuspankit ovat itsenäisiä oikeushenkilöitä kansallisen lainsäädäntönsä perusteella. EKPJ käsitteenä kuvaa EKP:n ja kansallisten keskuspankkien olemassaoloa yhtenäisenä kokonaisuutena, jonka toimintaa

ohjaavat yhteisesti sovitut määräykset ja joka on sidottu sille asetettujen tavoitteiden noudattamiseen ja tehtävien suorittamiseen.

Kansalliset keskuspankit ovat kiinteä osa EKPJ:ää ja niiden on toimittava EKP:n antamien suuntaviivojen ja ohjeiden mukaisesti suorittaessaan EKPJ:lle kuuluvia tehtäviä. Kansallisella keskuspankilla voi olla EKPJ:n toimialaan kuulumattomia tehtäviä, jollei EKP:n neuvosto katso, että tällaiset tehtävät ovat ristiriidassa EKPJ:n tavoitteiden ja tehtävien kanssa. Muut kuin perussäännössä määrätyt tehtävät kansallinen keskuspankki suorittaa omalla vastuullaan, eikä sen silloin katsota toimivan EKPJ:n osana.

EKPJ:llä on yksinomainen oikeus ja velvollisuus määritellä rahapolitiikka euroalueella ja toteuttaa sitä. Keskuspankkien itsenäisyys on rahaliiton tärkein toiminnallinen edellytys. EKP:n itsenäisyyttä rajaavat sen perussääntö, jossa määritellään EKP:n tavoite ja sen toimivallan laajuus, sekä se tapa, jolla tuomioistuinlaitos tarkastelee EKP:n hallinnollisia, yhteen tai useampaan osapuoleen kohdistettuja toimia.

Rahapolitiikan tavoitteet ja strategia

EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ:n tulee tukea lisäksi yleistä talouspolitiikkaa Euroopan unionissa rajoittamatta kuitenkaan hintatason vakauden tavoitetta. EKPJ:n tulee toimia vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista.

Perustamissopimuksessa ei määritellä konkreettista inflaatiotavoitetta eikä tarkkaa rahapolitiista strategiaa, jota EKPJ:n tulee noudattaa rahanarvon vakauden turvaamiseksi. Nämä kysymykset täsmentyvät viimeistään, kun EKP ja EKPJ perustetaan.

Rahapolitiikan strategian tulee täyttää kaksi perusvaatimusta. Ensinnäkin sen tulee olla tehokasta siinä mielessä, että sen harjoittaminen johtaa toivottuun tulokseen hintavakauden saavuttamiseksi. Toiseksi sen tulee olla uskottavaa, jotta markkinaosapuolet ja muut toimijat voivat olla varmoja keskuspankin sitoutumisesta lopulliseen tavoitteeseen ja sen kyvystä saavuttaa tavoite. EKPJ:n vaihtoehtoisista strategioista eli rahan määrän kasvutavoitteesta ja suorasta inflaatiotavoitteesta päättää EKP:n neuvosto ennen EMU:n III vaiheen alkua.

Rahapolitiikan välineet

Avomarkkinaoperaatioilla on tällä hetkellä keskeinen asema rahapolitiikassa, koska niillä ensisijaisesti ohjataan rahamarkkinakorkoja useimmissa Euroopan unionin jäsenvaltioissa. Niiden käyttö kuvastaa rahapolitiikan lisääntyvää joustavuutta ja markkinalähtöisyyttä. EKPJ tulee käyttämään avomarkkinaoperaatioita korkojen säätelyyn, markkinoiden likviditeetin hallintaan ja rahapolitiikan signaalien antamiseen. EKPJ:llä on käytettävissään viidenlaisia välineitä avomarkkinaoperaatioiden toteuttamiseen. Tärkein väline ovat huutokaupat takaisinmyyntisopimuksin eli repokaupat. EKPJ voi myös tehdä suoria kauppvoja, laskea liikkeeseen velkasitoumuksia, tehdä valuuttaswapeja ja kerätä määrääikaistalletuksia.

EKPJ:n maksuvalmiusjärjestelmään, jota voidaan käyttää keskuspankin vastapuolten omasta aloitteesta, kuuluu maksuvalmiusluotto ja talletusmahdollisuus. Maksuvalmiusluotossa likviditeettiä tarjotaan markkinakorkoa korkeammalla korolla niille vastapuolille, joille on päivän päättyessä jäämässä velkasaldo. Vastapuolet, joilla on päivän päättyessä luottosaldo, voivat käyttää talletusmahdollisuuksia sijoituksiin, joiden tuotto on alle markkinakorkojen. Yhdessä näiden kahden mahdollisen rahoitusvälineen koroilla voidaan asettaa markkinakorkojen vaihteluille rajat. Maksuvalmiusjärjestelmää käytetään myös rahapoliittisten signaalien

välittämiseen keskipitkällä aikavälillä. EKPJ:n käyttämä korko tulee olemaan yksinkertainen korko, jonka laskukäytäntö on todelliset päivät jaettuna 360 päivällä.

EKPJ:n likviditeettiä lisäävien operaatioiden tulee perustua riittäviin vakuuksiin. EKPJ:ssä tullaan laatimaan kahdenlaisia listoja niistä arvopapereista, jotka kelpaavat käytettäväksi vakuutena EKPJ:n likviditeettiä lisäävissä rahapoliittisissa operaatioissa. Molemmat listat sisältävät sekä julkisen sektorin että yksityisten osapuolten liikkeeseen laskemia arvopapereita, ja arvopaperit ovat pääosin vakuuskelpoisia koko euroalueella. Ykköstason lista (tier 1) koostuu jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista, jotka täyttävät EKP:n määrittelemät, koko euroalueella yhdenmukaiset kelpoisuusvaatimukset. Lista tulee lisäksi sisältämään EKP:n liikkeeseen laskemat velkainstrumentit, mikäli sellaisia on. EKP laatii listan ja ylläpitää sitä. Kakkostason lista (tier 2) koostuu sellaisista muista jälkimarkkinakelpoisista tai ei-jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista, joiden kansalliset keskuspankit katsovat olevan erityisen tärkeitä kansallisille rahoitusmarkkinoilleen ja pankkijärjestelmilleen. Kansalliset keskuspankit tulevat laatimaan ja ylläpitämään kansallisia listoja vakuuskelpoisista kakkostason arvopapereista EKP:n antamien ohjeiden mukaan. Molemmat listat tulevat olemaan julkisia.

Vähimmäisvarantovelvoitteet kuuluvat EKPJ:n käytössä oleviin rahapolitiikan välineisiin. Vähimmäisvarantojärjestelmää EKPJ voisi käyttää rahamarkkinakorkojen tasaamiseen, rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarpeen luomiseen tai lisäämiseen ja mahdollisesti helpottamaan rahan määrän kasvun ohjausta. Vähimmäisvarantojärjestelmän ehdot, mukaan lukien vaadituille varannoille mahdollisesti maksettava korko, olisivat koko euroalueella samat. EKP:n neuvosto tekee lopullisen päätöksen rahapolitiikan ohjausjärjestelmästä, kuten vähimmäisvarantojärjestelmästä, ottamalla huomioon euroalueeseen kuuluvien jäsenvaltioiden taloudelliset olosuhteet ja rahoitusmarkkinoiden tilan.

Maksujärjestelmät

TARGET-järjestelmä (*Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) on EMU:n III vaiheen alkaessa Euroopan laajuinen automatisoitu reaaliaikainen bruttoselvityspäätteellä toimiva maksujärjestelmä. TARGET-järjestelmään kuuluu yksi reaaliaikainen bruttoselvitysjärjestelmä eli RTGS-järjestelmä kustakin sellaisesta jäsenvaltiosta, joka ottaa yhteisen rahan käyttöön. Lisäksi perustetaan kytkentäverkosto, joka koostuu tietoliikenneverkosta ja yhteisistä menettelytavoista, joiden avulla TARGET-järjestelmään kuuluvat RTGS-järjestelmät kytketään toisiinsa.

Myös euroalueen ulkopuolelle jäävien jäsenvaltioiden RTGS-järjestelmiä voidaan kytkeä TARGET-järjestelmään, mutta ainoastaan euromääräisten tapahtumien käsittelyyn kytkentäverkon kautta. Näiden valtioiden RTGS-järjestelmien osapuolten, jotka haluavat liittyä TARGET-järjestelmään, tulee tätä tarkoitusta varten pitää kaksia tilejä keskuspankissaan (euromääräiset tilit ja kansallisen valuutan määräiset tilit). Euroalueen ulkopuolelle jäävien jäsenvaltioiden kansallisilla keskuspankeilla ei ole mahdollisuutta myöntää euromääräistä yön yli -luottoa RTGS-järjestelmiensä osapuolille. Euroalueen ulkopuolisten kansallisten keskuspankkien mahdollisuuksista myöntää euromääräistä päivänsisäistä luottoa osapuolilleen keskustellaan yhä.

TARGET-järjestelmän avulla kansallisiin RTGS-järjestelmiin osallistuvat osapuolet voivat lähettää toisilleen sekä kotimaisia että ulkomaisia euromääräisiä maksuja. Toisin kuin nykyisin käytetyissä kansallisissa maksujärjestelyissä, TARGET-järjestelmässä kutakin ulkomaista maksua käsittelee kaksi selvityskeskusta. Näistä toinen on kansallinen keskuspankki, jonka tehtävänä on veloittaa maksunlähettäjän tiliä, ja toinen on se kansallinen keskuspankki, jonka vastuulla on maksunsaajan tilin hyvittäminen.

TARGET-järjestelmällä tulee olemaan pitkä aukioloaika. Se tulee normaalisti avautumaan klo 7.00 ja sulkeutumaan klo 18.00 "Euroopan keskuspankki -aikaa", eli Frankfurtin mukaista aikaa. Yhdenmukaistamalla näin aukioloajat Euroopan unionissa nykyisin käytettävissä olevien pisimpien aukioloaikojen kanssa saavutetaan pidempi yhteinen aukioloaika Pohjois-Amerikan ja Kaukoidän finanssikeskusten kanssa.

1.3.3. Arvopaperikauppojen selvitysjärjestelmät

EKPJ:n vaatimuksista

Talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa EKPJ tulee harjoittamaan rahapolitiikkaa markkinaoperaatioiden avulla. Keskuspankkiluottoa annetaan vain korkeatasoisia arvopaperivaikuuksia vastaan. EKPJ tulee myös itse laskemaan liikkeeseen velkasitoumuksia. Rahapoliittiset välineet kytkeytyvät siten tiiviisti arvopaperimarkkinoihin ja arvopaperien käsittelyjärjestelmiin. Arvopaperien käsittelyssä EMI pyrkii ratkaisuun, joka perustuisi rahapolitiikassa käytettävään hajautusperiaatteeseen. Sen mukaan EKPJ käyttäisi olemassa olevia kansallisia arvopaperijärjestelmiä (hajauttamisen periaate) ja puuttuisi vain niihin toimintoihin, joita yksityiset osapuolet eivät pysty tai halua hoitaa riittävästi (markkinaehtoisuuden periaate). Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvä selvitystoiminta voitaisiin uskoa kansallisille arvopaperikeskuksille, kuten Arvopaperikeskukselle Suomessa, jos keskuksat täyttävät EKPJ:n asettamat vähimmäisvaatimukset.

EKPJ tulee vaatimaan keskuspankkitoimiin käytettäviltä selvitysjärjestelmiltä nopeutta, tehokkuutta ja luotettavuutta. Markkinaosapuolten on voitava antaa keskuspankilleen vakuudeksi myös ulkomaisia arvopapereita vaivattomasti. Selvitysjärjestelmien tulee sallia se, että keskuspankkioperaatioissa voidaan käyttää mahdollisimman laajaa vakuuskelpoisten arvopaperien joukkoa. Samoin mahdollisimman monen hyväksyttävän markkinaosapuolen on voitava osallistua operaatioihin selvitysjärjestelmän kautta. Selvitystoiminnan on taattava se, että keskuspankkiluottoa ei voida nostaa ennen kuin sen vakuudeksi annettavat arvopaperit on siirretty ehdottomasti ja peruuttamattomasti keskuspankille. Rahapolitiikkaan liittyvän selvitystoiminnan maksuliikenne hoidettaisiin yksinomaan TARGET-järjestelmässä ja siihen liittyvissä kansallisissa RTGS-järjestelmissä.

EMI on julkaissut tammikuussa 1998 vähimmäisvaatimukset (Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations), jotka keskuspankkitoimiin osallistuvien kansallisten selvitysjärjestelmien on täytettävä. Vähimmäisvaatimuksissa keskitytään erityisesti keskuspankkien riskien hallintaan. Tämän mukaisesti selvitysjärjestelmistä tarkastetaan erityisesti, että:

1. selvitysjärjestelmien oikeudellinen perusta on turvattu riittävästi,
2. keskuspankkien operaatiot voidaan selvittää keskuspankkirahassa,
3. selvitysjärjestelmät eivät sisällä arvopaperien hallintaketjuista johtuvia liiallisia säilytysriskejä,
4. viranomaiset valvovat järjestelmiä riittävästi,
5. selvitysjärjestelmien osapuolet ovat tietoisia järjestelmien riskeistä ja että pääsyvaatimukset ja toiminnan lopettamisen ehdot ovat julkisia ja objektiivisia,
6. riskienhallinta on järjestetty asianmukaisesti,
7. keskuspankkien operaatiot voidaan selvittää päivän sisäisesti siten, että selvitys on lopullinen ja tapahtuu toimitus maksua vastaan -periaatteen mukaisesti,
8. selvitysjärjestelmien aukioloajat vastaavat TARGET-järjestelmän aukioloaikoja, ja
9. selvitysjärjestelmissä käytettävät tietojärjestelmät ja tietotekniikka ovat luotettavia ja että näille on järjestetty riittävät varajärjestelmät.

Kansallisten arvopaperikeskusten verkko

Euroopan unionin kansalliset arvopaperikeskukset perustivat EMI:n tavoitteiden ja toivomusten mukaisesti keväällä 1997 yhteistyöverkon (European Central Securities Depositories Association, ECSDA). Sen tavoitteena on edesauttaa arvopaperikeskusten kahdenvälisten linkkien perustamista ja tehostamista. Yhteistyöllä pyritään varmistamaan se, että eri maissa liikkeeseen lasketut arvopaperit ovat yhtäläisesti käytettävissä koko euroalueella. Suomesta linkkiverkkoon osallistuu Arvopaperikeskus.

ECSDA:ssa on suunniteltu yhteistyömallia, joka perustuu länsieurooppalaisten arvopaperikeskusten välillä jo osittain käytössä oleviin ratkaisuihin. Pääperiaate olisi se, että arvopaperikeskukset avaisivat järjestelmissään toisten keskusten nimiin yhteissäilytys- eli omnibus-tilejä, joilla säilytettävien arvopaperimäärien jaosta nämä toiset keskukset pitäisivät kirjaa omissa järjestelmissään ja omien kansallisten periaatteidensa mukaisesti. Verkko antaisi sen piirissä toimiville sijoittajille, välittäjille ja liikkeeseenlaskijoille mahdollisuuden hoitaa arvopaperikauppaan liittyvät selvitystapahtumat kotimaisen arvopaperikeskuksen kautta siitä riippumatta, missä arvopaperi on laskettu liikkeeseen. Ulkomaisten arvopaperien käsittelyssä noudatettaisiin mahdollisimman pitkälle kotimaisia periaatteita. Tällaisten linkkien perustamista tuetaan myös Euroopan unionissa valmisteltavassa direktiivissä, joka koskee selvityksen lopullisuutta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä. Direktiivistä on saavutettu neuvoston ja komission yhteinen kanta 13.10.1997, ja se on tällä hetkellä Euroopan parlamentin toisessa käsittelyssä. Sen odotetaan päättyvän helmikuun lopussa 1998. Direktiivin kansallista täytäntöönpanoa on ryhdytty valmistelemaan oikeusministeriössä.

EMI:n piirissä on valmisteltu vakuuksien hallinnointiin ja käsittelyyn järjestelmä, jossa EKPJ:ään kuuluvat keskuspankit toimisivat toistensa kirjeenvaihtajapankkeina. Tätä järjestelmää käytettäisiin, jos kansallisten arvopaperikeskusten verkko tai jokin sen osa ei tarjoa talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alussa riittävää pohjaa EKPJ:n vakuuskäsittelylle.

Euron käyttöönotto ja markkinoiden kilpailukyky

Yhteinen valuutta tarjoaa mahdollisuuden laajentaa ja syventää euroalueen arvopaperimarkkinoita sekä lisätä niiden likvidisyyttä ja läpinäkyvyyttä. Käytännössä tämä myös pakottaa euroalueen kansalliset markkinat omaksumaan euron mahdollisimman nopeasti. Kansallisessa rahayksikössä toimivan markkinan oletetaan nimittäin menettävän kaupankäyntiä sellaisille markkinoille, jotka ovat siirtyneet euroon aikaisemmin.

Markkinoiden siirtymisestä euron käyttöön tullaan määräämään neuvoston asetuksessa, joka annetaan Maastrichtin sopimuksen 109 1 artiklan 4 kohdan perusteella. Talousministerien ECOFIN-neuvosto on hyväksynyt asetuksen poliittisesti heinäkuussa 1997 (97/C 236/04). Asetuksen mukaan euro voidaan ottaa käyttöön joukkolainojen nimellisarvoissa ja markkinoiden laskentayksiköissä jäsenvaltion kansallisilla toimenpiteillä. Näitä toimenpiteitä ei kuitenkaan määrätä tarkemmin.

Euroasetuksen tarkoituksen toteutumista voidaan tukea kansallisella lainsäädännöllä, vaikka asetus ei suoranaisesti velvoitakaan muuttamaan lakeja. Suomen arvopaperimarkkinoiden sopeutumismahdollisuuksia voidaan lisätä merkittävästi helpottamalla euron käyttöönottoa lainsäädännössä ja muussa viranomaisnormistossa. Euroasetuksen 8 artiklan 4 kohdan tarkoittamista rahayksikön muutoksista joukkolainojen nimellisarvoissa ja markkinoiden toiminnassa voitaisiin säätää nimenomaisesti laissa. Tällaisia muutoksia valmistellaan myös muissa EU-maissa. Lainmuutoksilla voitaisiin varmistaa se, että Suomen markkinoilla siirrytään euroon selkeiden säännösten perusteella mahdollisimman tehokkaasti, nopeasti ja

luotettavasti. Tämä puolestaan helpottaisi markkinoiden valmistautumista kiristyvään kansainväliseen kilpailuun.

Osakeselvitysjärjestelmän ongelmista

Kansalliset arvopaperien käsittelyjärjestelmät joutuvat euron käyttöönoton ja tiivistyvien kansainvälisten yhteyksien takia nykyistä avoimempaan kilpailutilanteeseen. Suomalainen osakkeiden käsittelyjärjestelmä ei ole menestynyt vertailuissa, joita suurimmat monikansalliset omaisuudenhoitopankit teettävät kansallisista markkinoista (*GSCS Major Markets Benchmarks*). Suomi on jäänyt näiden vertailujen mukaan selvästi jälkeen muista Pohjoismaista selvitys-, säilytys- ja toimintariskejä kuvaavissa arviointi-indekseissä. Kahdestakymmenestä maailman kehittyneestä markkinasta vuosittain tehdyissä vertailuissa Suomi on 1990-luvulla sijoittunut toistaiseksi jatkuvasti viimeisille sijoille. Tämä on johtunut ainakin osaksi Suomen markkinoiden kasvusta ja ulkomaalaisomistuksen huomattavasta lisääntymisestä. Lisäksi huonoon sijoitukseen vaikuttivat suomalaisten omaisuudenhoitopankkien rakennejärjestelyt, jotka osuivat yhteen markkinoiden kasvun kanssa ja hidastivat uusien järjestelmien käyttöönottoa. Selvitysjärjestelmän viiveitä lisäävät myös lainausjärjestelmän puuttuminen käteismarkkinoilta, viivästysseuraamusten vähäisyys ja huono teho, asiakasohjeiden myöhästyminen, markkinoilla omaksutut toimintatavat ulkomaisten asiakkaiden kauppohen selvityksessä, aikaerot, maksuliikkeen mahdolliset viiveet, suomalaiset arkipyhät, ulkomaisten asiakkaiden kauppohen suhteellisen suuri koko sekä Suomen markkinoiden vähäinen likviditeetti.

Myös suomalaiset markkinaosapuolet ovat viimeaikoina kiinnittäneet julkisuudessa huomiota osakeselvitysjärjestelmän toimintakyvyn parantamiseen ja selvityksen kustannusten vähentämiseen kasvavilla markkinoilla. Näiden näkemysten mukaan selvitysjärjestelmän, arvo-osuusjärjestelmän ja siinä toimivien itsenäisten arvo-osuusrekisterin pitäjien sekä maksujärjestelmien yhteistoimintaa ei ole automatisoitu ja yhdenmukaistettu riittävästi. Tämä viivästyttää etenkin ulkomaisten osapuolten kauppohen selvitystä.

Arvopaperikeskus ja sen osapuolet ovat ryhtyneet parantamaan selvitysjärjestelmän toimintakykyä, ja selvitysviiveiden vähentäminen kuuluu Arvopaperikeskuksen strategiseen kehittämisohjelmaan. Lisäksi kauppaselvityksen toimivuutta voidaan parantaa, kun oman pääoman ehtoisten arvo-osuuksien käsittelyjärjestelmä keskitetään. Arvopaperilainauksen verotus on muutettu kansainvälisen käytännön mukaiseksi vuoden 1998 alusta voimaan tulleella lainsäädännöllä. Hallitus on lisäksi antanut eduskunnalle esityksen arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännökksi (HE 209/1997 vp.). Esitykseen sisältyvillä lakiehdotuksilla pyritään parantamaan mahdollisuuksia järjestää selvitystoiminta kansainvälisesti kilpailukykyisekksi. Valtiovarainministeriö on 4.12.1997 asettanut viranomaistyöryhmän, jonka tehtävä on valmistella mm. Euroopan talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen toteutumiseen liittyvät ehdotukset arvo-osuusjärjestelmän kehittämisekksi. Työryhmä tulee laatimaan myös arvo-osuusjärjestelmän keskittämistä edesauttavat lakiesitykset.

Siirtyminen euron käyttöön Suomessa

Yhteisen raha- ja valuuttapolitiikan harjoittaminen johtaa siihen, että interbank- ja valuuttamarkkinat ryhtyvät käyttämään euroalueella euroa heti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alusta. Suomen raha- ja viitelainamarkkinoilla käydään kauppaa lähinnä puhelimitse Suomen Pankin, Valtiokonttorin ja markkinaosapuolten välillä tehtyjen peli- ja käyttäytymissääntösopimusten mukaiseksti. Toistaiseksti ei ole ratkaistu, millaisia muutoksia talous- ja rahaliiton kolmas vaihe aiheuttaa tukkumarkkinoiden peli- ja käyttäytymissääntösopimukksiin.

Vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien kaupankäynnissä merkittävät suuret ovat markkinahinta (tuotto prosentti) ja hankittava määrä (pääoma). Kauppaerän pääoma on yhteydessä velkakirjan nimellisarvoon. Kauppaselvitystä ei siten voida muuttaa euromääräiseksi, ellei samalla muuteta joukkolainan nimellisarvoa.

Joukkolainojen nimellisarvon muuttamisen tarve liittyy ensisijaisesti valtion velanottoon, jossa on joka tapauksessa ryhdyttävä käyttämään euroa talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alusta. Useat maat ovat ilmoittaneet muuntavansa vanhan, kotimaan valuutan määrällisen velkansa tai osan siitä euromääräiseksi vuoden 1999 alussa. Tämän mukaisesti hallituksen talouspoliittinen ministerivaliokunta on 28.10.1997 päättänyt periaatteesta, jonka mukaan valtion markkamääräiset ja arvo-osuusmuotoiset viitelainat ja lyhyet velkasitoumukset muutetaan euromääräiseksi 1.1.1999 alkaen. Muunnettavien lainojen määrä on noin 183 miljardia markkaa.

Valtiovarainministeriön EMU ja valtionvelka -työryhmä on 19.12.1997 julkaissut valtionvelan eurostrategiaa koskevan suunnitelman. Sen mukaan valtion arvo-osuusmuotoisen velan muunnossa noudatetaan Saksassa omaksutun ratkaisun mukaista ns. bottom up-menetelmää. Muunto toteutetaan arvo-osuustileittäin ja lajeittain siten, että arvo-osuustilillä oleva lainamäärä muunnetaan euromääräiseksi ja jaetaan yhden eurosentin määräisiin yksikköihin. Tällä tavoin voidaan välttää suuret poikkeamat alkuperäisen markkamäärän ja muunnetun euromäärän välillä. Muunnon tueksi on tarkoitettu valmistella kansallista lainsäädäntöä, ja valmistelutyö on jo aloitettu valtiovarainministeriön asettamassa viranomaistyöryhmässä.

Valtion arvo-osuusmuotoisilla sarjaobligatioilla, valtion velkasitoumuksilla, pankkien ja Suomen Pankin sijoitustodistuksilla sekä muilla rahamarkkinoiden sijoituskohteilla tehdyt kaupat selvitetään Arvopaperikeskuksen vieraan pääoman ehtoisten arvo-osuuksien keskitetyssä käsittelyjärjestelmässä eli RM-järjestelmässä. Selvityksen maksuliikenne selvitysosapuolten ja Arvopaperikeskuksen välillä toteutetaan Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä. Valtion, EKPJ:n ja kansainvälisen kilpailukyvyn vaatimusten täyttämiseksi RM-järjestelmässä tullaan siirtymään euromääriin heti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alussa.

Myös HEX Oy:n pörssikaupankäynnissä siirrytään euromääriin talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alussa. Samanaikaisesti Arvopaperikeskuksessa tullaan muuttamaan pörssi-kaupankäynnin selvitys euromääräiseksi. Maksuliikenteessä siirrytään euroihin siitäkin syystä, että Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä ryhdytään käyttämään yksinomaan euroa.

Osakekaupan selvityksen perusyksikkö on osakkeiden kappalemäärä eikä niiden pääoma. Siksi osakkeen nimellisarvon markkamääräisyys ei vaikuta välittömästi kauppaselvitykseen. Oikeusministeriö on kuitenkin lokakuussa 1997 julkistanut valmistelemansa ehdotuksen, jonka mukaan osakepääoman muuttamista euromääräiseksi helpotettaisiin erityislainsäädännöllä. Samalla tehtäisiin mahdolliseksi osakkeen nimellisarvosta luopuminen. Tämä helpottaisi erityisesti niiden kansainvälisesti toimivien yhtiöiden siirtymistä euron käyttöön, joiden osakkeet on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Vastaavaa ratkaisua tutkitaan ainakin Saksassa, Ranskassa, Itävallassa ja Alankomaissa. Nimellisarvottoman osakkeen liikkeeseenlasku on jo mahdollista Belgiassa ja Luxemburgissa. Oikeusministeriössä valmisteltavalla ehdotuksella vahvistettaisiin suomalaisten arvopaperimarkkinoiden ja liikkeeseenlaskijoiden toimintaympäristön kilpailukykyä talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa.

1.3.4. Viranomaistoiminnan koordinaatio

Valtiovarainministeriön EMU-projekti

Valtiovarainministeriö on 17.4.1996 asettanut EMU-projektin. EMU-projektin tehtävänä on laatia Suomelle kansallinen yhteiseen valuuttaan siirtymistä koskeva suunnitelma, jossa yksilöidään ja aikataulutetaan yhteisen valuutan käyttöönoton edellyttämät keskeiset lainsäädäntö- ja muut muutostarpeet. Projektin tehtävänä on lisäksi koordinoida kansallista yhteiseen valuuttaan siirtymistä yhteiskunnan eri osa-alueilla.

Projektin tarkoituksena on varmistaa kaikkien yhteiskunnan osapuolten siirtyminen yhteiseen rahaan päätetyssä aikataulussa. Projekti huolehtii siitä, että lainsäädäntö voidaan saada vastaamaan yhteisen valuutan asettamia vaatimuksia. Projekti on luonteeltaan koordinoiva. Lainsäädäntö- ja muiden muutosten käytännön toteutus on eri hallinnonalojen ja sektoreiden vastuulla.

Projektia johtaa johtoryhmä. Se vastaa kansallisesta valmistelusta EU:ssa jo sovitun ja asteittain täsmentyvän aikataulun mukaisesti. Johtoryhmässä ovat mukana yhteiseen valuuttaan siirtymisen kannalta keskeisimmät viranomaistahot. Johtoryhmän kokoonpanolla varmistetaan myös tiedonkulku EU:sta ja ERI:stä (Euroopan rahapoliittinen instituutti) projektin käyttöön.

Projekti koordinoi yhteiskunnan eri tahoilla tehtävää valmistautumista kuudessa työryhmässä. Näistä neljä käsittelee eri sektoreiden, rahoitussektorin, yritystoiminnan, julkisen sektorin ja kansalaisten valmistautumista yhteiseen valuuttaan. Julkisen hallinnon edustajista koostuvat kaksi asiantuntijaryhmää vastaavat EMU-tiedotuksesta ja yhteiseen valuuttaan liittyvistä lainsäädännön kysymyksistä.

EMU-projektin laatima kansallisen siirtymäsuunnitelman ensimmäinen versio julkaistiin huhtikuussa 1997. Siirtymäsuunnitelman päivitetty versio julkaistiin 18.12.1997. Päivitettyssä siirtymäsuunnitelmassa on pääosa keväällä aukijääneistä kysymyksistä ratkaistu ja lukuisia yksityiskohtia tarkennettu. Mitään olennaisia asioita ei ole muutettu, joten siirtymäsuunnitelmaan perustuva eri tahoilla suoritettu valmistautuminen voi jatkua muutoksitta. Tämä siirtymäsuunnitelma on laadittu entiseen tapaan projektin työryhmissä siten, että eri osapuolten esittämät näkökohdat on otettu mahdollisimman pitkälti huomioon.

EMU-projektin lainsäädäntöryhmä julkisti kesäkuussa 1997 kartoituksen kansallisen lainsäädännön muutoksista, jotka ovat tarpeen yhteiseen rahaan siirryttäessä. Tarvittavat esitykset valmistellaan asianomaisissa ministeriöissä.

Valtiovarainministeriön EMU ja valtionvelka -työryhmä

EMU ja valtionvelka -työryhmän perustamat asiantuntijaryhmät ovat laatineet ehdotuksensa yhteisen valuutan käyttöönottoon valmistautumiseksi valtion lainanotossa ja velanhallinnassa. Asiantuntijaryhmät ovat käsitelleet valtionvelan redenominaatioon, valtion lainanottostrategiaan ja markkamarkkinoiden infrastruktuuriin, valtionvelan riskienhallintaan, valtion lainanoton juridiikkaan sekä tietojärjestelmiin liittyviä kysymyksiä.

EMU ja valtionvelka -työryhmä on koonnut yhteen asiantuntijaryhmien esittämät toimenpiteet valtionvelan eurostrategiaksi. Valtiovarainministeriö on julkistanut 19.12.1997 lyhennelmän EMU ja valtionvelka -työryhmän muistiosta.

Työryhmä katsoo, että valtion markkamääräiset arvo-osuusmuotoiset sarjaobligaatit ja valtion velkasitoumukset tulee muuttaa euroiksi 1.1.1999 - 3.1.1999 välisenä aikana yhdellä

kertaa. Muuttamisessa sovelletaan nk. bottom up -menetelmää. Tällöin arvo-osuustilien arvo-osuuslajikohtaiset nimellisarvot muutetaan euromääräisiksi. Tämän ns. laajan re-denominaation toteuttaminen edellyttää selventävää kansallista lainsäädäntöä.

Työryhmä pitää strategisesti tärkeänä markkamarkkinoiden kehittämistä mahdollisimman lähelle eurooppalaista tasoa jo ennen yhteisen valuutan käyttöönottoa. Tämä tarkoittaa erityisesti viitelainojen jälkimarkkinakaupan kasvattamista, toimivien repomarkkinoiden luomista sekä markkinakäytäntöjen harmonisoimista tulevien eurostandardien mukaisiksi.

Työryhmä katsoo myös, että valtion liikkeeseen laskeman lainakannan suppeasta re-denominaatiosta (markkojen muuttaminen euroiksi) olisi tarpeen säätää yleisluontoisesti myös kansallisella tasolla. Työryhmä katsoo, että sen esittämät toimenpiteet tulee pääosiltaan toteuttaa vuoden 1998 aikana.

Suomen Pankin maksujärjestelmien kehittämistyöryhmät

Maksujärjestelmät ovat viime aikoina olleet kaikkialla maailmassa entistä näkyvämmän huomion kohteena. Merkittävä syy tähän on ollut maksuliikenteen nopea kasvu niin kansainvälisesti kuin maiden sisälläkin. Maksuliikenteen kasvun myötä myös maksujärjestelmäriskit ovat lisääntyneet. Myös arvopaperimarkkinoiden volyymin kasvu on huomattavassa määrin ruokkinut maksuliikenteen lisääntymistä.

Maksujärjestelmien kehittäminen ja riskien vähentäminen on viime vuosina ollut viranomaisten jatkuvan huomion kohteena. Pääasiassa viranomaistoiminta on ollut yhteistyötä keskeisten maksujärjestelmäosapuolten kanssa ja tapahtunut usein kansainvälisten yhteistyöfoorumien puitteissa. Varsinkin keskuspankeilla on maksujärjestelmien kehittäjinä ollut maailmanlaajuisesti merkittävä rooli.

Suomessa maksujärjestelmien sääntely ja normisto perustuvat luottolaitoslainsäädäntöön, lakeihin Suomen Pankista ja Rahoitustarkastuksesta sekä itsesääntelyyn; erillissäädöksiä maksujärjestelmistä ei ole ollut. Nettoutuksesta, tilisiirroista ja selvityksen lopullisuudesta on kylläkin tulossa säädöksiä. Maksujärjestelmien viranomaisvalvonnasta vastaavat Suomen Pankki ja Rahoitustarkastus yhdessä; Suomen Pankki valvoo maksujärjestelmiä kokonaisuuksina, kun taas Rahoitustarkastus vastaa yksittäisten valvottavien maksujärjestelmäriskistä ja niiden valvonnasta.

Talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa tulee Euroopan keskuspankkijärjestelmällä olemaan keskeinen rooli maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäjänä. Euroopan keskuspankki sekä rahaliittoon kuuluvat kansalliset keskuspankit voivat tarjota maksujärjestelmäpalveluita ja EKP voi antaa asetuksia maksu- ja selvitysjärjestelmien tehokkuuden ja vakauden varmistamiseksi yhteisön sisällä sekä kolmansien maiden kanssa.

Maksujärjestelmien tärkeä korostuu TARGET-järjestelmässä, jonka ensisijainen tehtävä on palvella rahapolitiikan tarpeita. TARGET-järjestelmä syntyy yhdistämällä keskuspankkien omat kansalliset reaaliaikaiset bruttomaksujärjestelmät toisiinsa. TARGETin avulla voidaan välittää myös asiakkaiden ja pankkien välisiä maksuja. TARGETin ylläpidosta vastaavat EKP ja kansalliset keskuspankit yhteisesti.

Kotimaisten maksujärjestelmien ytimen muodostaa jatkossakin Suomen Pankin sekkitili-lijärjestelmä, jossa suoritetaan kaikki Suomen Pankin ja pankkien väliset maksut, pankkien keskinäiset suuret maksut sekä pankkien asiakasmaksuihin liittyvät pankkien väliset katesiirrot. Myös Suomen Arvopaperikeskus Oy:ssä selvitettävän arvopaperikaupan maksuliikenne hoidetaan pääosin Suomen Pankin sekkitilijärjestelmässä.

Maksu- ja selvitysjärjestelmien kehittäjänä Suomen Pankin kotimainen toiminta on hyvin pitkälle yhteistyötä pankki- ja muun rahoitussektorin kanssa. Yhteistyöfoorumia ovat mm. Suomen Pankin johdolla toimivat Maksujärjestelmien ohjausryhmä (MJO) ja Maksujärjestelmien yhteistyöryhmä (MJY) sekä Suomen Pankkiyhdistyksen työryhmät. Vaikka MJO- ja MJY-ryhmillä ei ole muodollista asemaa, niillä on huomattava merkitys yhteisymmärryksen saavuttamisessa eri maksujärjestelmähankkeissa. MJO/MJY-yhteistyötä on jatkossa tarkoitus soveltaa myös arvopaperikaupan maksuliikenteeseen liittyvissä kehityshankkeissa. Näissä kysymyksissä myös Suomen Arvopaperikeskus Oy olisi edustettuna.

Yhteistyöhankkeiden lisäksi Suomen Pankki voi toimia itsenäisesti maksujärjestelmäkysymyksissä mm. omia maksujärjestelmiään kehittäessään sekä myötävaikuttaessaan muihin toimivaltaisiin viranomaisiin mm. lainsäädäntökysymyksissä.

Euroopan talous- ja rahaliitto muuttaa kotimaisen maksujärjestelmäyhteistyön luonnetta lähinnä kolmella tavalla. Ensinnäkin taloudellinen yhdentyminen koko euroalueen kattaviksi yhteismarkkinoiksi edellyttää eri maiden maksujärjestelmiltä tietynasteista yhdenmukaistumista. Toiseksi yhteisen rahapolitiikan toteuttaminen edellyttää maksujärjestelmiltä niin ikään tiettyä yhteensopivuutta. Kolmanneksi euroon siirtymisestä aiheutuu teknisiä sopeutumistarpeita keskuspankkien lisäksi myös muille rahoitusmarkkinatoimijoille. Mm. siirtyminen euroon ja kahden denominaation käsittely siirtymäkaudella edellyttävät suuren määrän yhteisiä päätöksiä pankkisektorissa. Rajan yli tapahtuvan euroalueen sisäisen maksuliikenteen odotetaan lisääntyvän myös arvopaperikaupan kasvun myötä.

1.4. Kehityssuuntia rahoitusmarkkinoilla

1.4.1. Yhteinen raha nopeuttaa nykyisiä kehityssuuntia

Siirtyminen yhteiseen rahaan Euroopan unionissa nopeuttaa ja vahvistaa rahoitusmarkkinoiden nykyisiä yleismaailmallisia kehityssuuntia. Nämä yleismaailmalliset kehityssuunnat, kuten sääntelyn purkaminen, kansainvälinen yhdenmukaistuminen ja nopea tekninen kehitys, ovat voimakkaita jo nykyisin. Niiden vaikutukset rahoitusmarkkinoiden toimintaan jatkuvat vielä pitkään ja euroalueen muodostuminen kiihdyttää niitä. Vaikutukset ovat muun muassa seuraavanlaisia: kilpailu kiristyy, markkinat laajentuvat, säästämis- ja sijoitusvarallisuus hajautetaan yhä enemmän erilaisiin sijoituskohteisiin ja useampiin valtioihin, markkinaehtoistuminen kiihtyy, markkinapaikat verkottuvat kansainvälisesti ja osittain keskittyvät euroalueella, markkinapaikat keskittyvät kansallisesti, toimijoiden välillä tapahtuu fuusioita ja yhteistyöjärjestelyitä, rahoituspalveluja tarjoavien kesken tapahtuu erikoistumista, valtionyhtiöitä yksityistetään yhä enemmän, toimialaliukumat rahoitus- ja vakuutusmarkkinoilla jatkuvat ja lisääntyvät, rahoituspalveluiden tuottamista ulkoistetaan yhä enemmän, rahoitustuotteet ja -palvelut sekä niiden välitysmuodot monipuolistuvat, sekä tietotekniikan hyväksikäyttö rahoituspalveluiden tarjonnassa yleistyy.

1.4.2. Markkinoiden laajentuminen

Euroalueen perustaminen

Euroopan keskuspankkijärjestelmän perustaminen ja siirtyminen euroalueella yhteiseen rahaan euroon luo Eurooppaan laajat raha- ja rahoitusmarkkinat. Rahapolitiikka ja sen välineet yhdenmukaistuvat tällöin koko euroalueella. Yhteinen raha- ja valuuttakurssipolitiikka edellyttää erityisesti, että euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden rahamarkkinat yhtenäistyvät.

Rahapolitiikan toteuttaminen kansallisten keskuspankkien kautta säilyttää kuitenkin osittain alueellista rahamarkkinatoimintaa ainakin rahaliiton alkuvaiheessa. Euroopan keskuspankin

määrittelemän rahapolitiikan seurauksena kansallisten keskuspankkien kautta toteuttavien huutokauppojen korot ovat kaikissa euroalueen jäsenvaltioissa sama. Lyhyt rahamarkkinakorko tulee näin ollen yhdenmukaistumaan koko euroalueella. Lisäksi rahamarkkinoilla ostettavat ja myytävät arvopaperit muuttunevat suhteellisen nopeasti sellaisiksi, jollaisia EKP:n rahapolitiikan välineiden edellytetään olevan. Käytännössä tämä tarkoittanee, että valtion velkasitoumusten ja yritystodistusten jälkimarkkinat saavat yhä suuremman merkityksen rahamarkkinoilla. Voimassaoloajaltaan vähän pitempien velkakirjojen tuottonoteeraukset voivat euroalueella kuitenkin poiketa toisistaan riskiluokituserojen vuoksi. Esimerkiksi yksittäisten liikkeeseenlaskijoiden toimintaan liittyvä luottoriski ja arvopaperien likviditeetti eli rahaksi muutettavuus tulevat jatkossakin vaikuttamaan arvopaperien hinnoitteluun.

Valuuttakurssierojen poistuminen vähentää yhteisen rahan käyttöön ottavien jäsenvaltioiden ja niiden rahoitusjärjestelmien välisten rajojen ja erityispiirteiden merkitystä. Kansallisten valuuttojen poistuessa tärkein kansallisia raha- ja pääomamarkkinoita erillään pitänyt tekijä katoaa. Kansallinen valuutta on ollut kansallisten rahoitus- ja vakuutusmarkkinoiden olemassaolon perusedellytys. Erityisesti rahoituksen tukkumarkkinat yhtenäistyvät euroalueella yhden yhtenäisen raha- ja valuuttakurssipolitiikan seurauksena. Euroalueella tukku-pankkitoiminta, suuryritysten vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankinta sekä instituutio-naalinen sijoittaminen tapahtuvat yhä enemmän yli valtiollisten rajojen. Tämän seurauksena euroalueen raha- ja joukkovelkakirjamarkkinat laajentuvat ja syventyvät.

Yhteinen raha lisää rahoitus- ja sijoitusmahdollisuuksia euroalueella merkittävästi. Euroina ilmaistavien rahoitusvälineiden ja sijoituskohteiden lukumäärä moninkertaistuu. Suomalais-ten talousyksiköiden sijoitukset kohdistunevat yhä enemmän ulkomaisten yritysten ja muiden valtioiden julkisen sektorin liikkeeseen laskemiin arvopapereihin. Vastaavasti ulkomaalaisten talousyksiköiden sijoitukset suomalaisiin arvopapereihin kasvavat kansallisen valuutan poistumisen myötä. Kansalliset arvopaperikeskukset luovat yhteistyöjärjestelmiä, jotta eri valtioissa liikkeeseen lasketut arvopaperit tulevat yhtäläisesti käytettäviksi koko euroalueella. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että arvopaperi, joka on laskettu liikkeeseen jossakin jäsenvaltiossa, siirtyy tiedostona arvopaperikeskusten verkoston välityksellä valtiosta toiseen.

Euroopan unioni on maailman suurin talousalue. Euroopan unionin jäsenvaltioiden yhteenlaskettu bruttokansantuote oli vuonna 1996 noin 31 prosenttia maailmantaloudesta, Yhdysvaltojen noin 26 prosenttia ja Japanin noin 14 prosenttia. Yhteinen raha lisää kauppaa ja palveluiden tarjontaa euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden välillä. Yli valtiollisten rajojen tapahtuvien suorien investointien ja sijoitusten määrä kasvaa myös euroalueella. Myös kolmansista valtioista euroalueelle tulevien suorien investointien ja sijoitusten voidaan olettaa kasvavan. Toiminnan laajeneminen euroalueelle riippuu euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden määrästä ja euron vakaudesta. Euroalue ja Yhdysvallat tulevat muodostamaan maailman kaksi suurinta valuutta-aluetta. Euroopan unionin jäsenvaltioiden rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta katsottuna yksittäisten sijoittajien painoarvo euroalueella pienenee merkittävästi.

Eurosta laskutus- ja varantovaluutta

Eurosta tulee sekä laskutusvaluutta että varantovaluutta. Euroalueella kaupankäynti tapahtuu pääasiallisesti euroissa. Euron merkitys muodostuu sen käyttöönoton aikana selvästi suuremmaksi kuin euroalueeseen osallistuvien valtioiden kansantalouksien koko sinänsä edellyttäisi. Euron käyttö varantovaluuttana sekä laskutusvaluuttana euroalueen ulkopuoliossa kaupankäynnissä pienentää osallistuvien valtioiden yritysten valuuttakurssiriskiä entisestään.

Valuuttamarkkinoilla syntyy kolmijako euron, dollarin ja jenin välillä. Yhdysvaltojen dollarin merkitys kansainvälisessä kaupassa säilyy merkittävänä. Kilpailu etenkin Pohjois- ja Etelä-Amerikasta sekä Kaakkois-Aasiasta vaikuttaa dollarin aseman säilymiseen tärkeänä Suomen viennissä. Noin neljännes Suomen viennistä laskutetaan dollarissa. Lisäksi jos suomalaisten yritysten panokset tai tuotanto hinnoitellaan maailmalla jossakin muussa valuutassa kuin eurossa, valuuttakurssiriski säilyy epäsuorasti. On mahdollista, että euron vaihtokurssi suhteessa dollariin tulee vaihtelevaan enemmän kuin nykyisten Euroopan unionin jäsenvaltioiden valuuttojen vaihtokurssit keskimäärin vaihtelevat suhteessa dollariin. Lisäksi, jos Ruotsi jättäytyy alkuvaiheessa euroalueen ulkopuolelle, säilyy Ruotsin kruunu mahdollisesti merkittävänä kilpailutekijänä joillekin Suomessa toimiville elinkeinoelämän toimialoille.

1.4.3. Kilpailun kiristymisen vaikutukset

Hintakilpailu korostuu euroalueella

Yhteinen raha parantaa euroalueeseen osallistuvien valtioiden välistä hintavertailtavuutta ja lisää näin kilpailua kaikilla toimialoilla. Kilpailu kiristyy varsinkin rahoituksenvälityksessä ja tämä vaikuttaa eri voimakkuudella kaikkiin rahoituspalveluja tarjoaviin yrityksiin. Euron käyttöönoton myötä rahoituspalveluiden hinnoittelu on entistä läpinäkyvämpää, mikä vähentää rahoituksenvälittäjien mahdollisuuksia kasvattaa marginaaleja tai välityspalkkioita. Kilpailu lisää hintatehokkuutta rahoituksenvälittäjien tuotteissa ja palveluissa. Kilpailusta johtuva hintatehokkuus ja esimerkiksi säästöt valuutanvaihtokustannuksista tulevat kuluttajien, sijoittajien ja pk-yritysten hyödyksi, kun taas rahoituksenvälittäjät menettävät osan tuotoistaan.

Kilpailu kiristyy yhä rahoituksen tukku- ja vähittäismarkkinoilla

Rahoituksen tukkumarkkinat yhtenäistyvät euroalueella yhden yhtenäisen raha- ja valuuttakurssipolitiikan seurauksena. Markkinoiden laajentuminen hyödyttää erityisesti kansainvälisesti toimivia rahoituksen- ja vakuutuksenvälittäjiä. Kansainvälisesti toimivat luotto- ja vakuutuslaitokset ja sijoitusrahastot hyötyvät toiminnassaan suuruuden eduista sekä valtiolliset rajat ylittävistä yhteyksistä ja jakelukanavista. Euroalueella suuruuden etuja (*economies of scale*) on muun muassa varainhallinnassa (*treasury-toiminnassa*) ja omaisuudenhoidossa (*asset management-toiminnassa*). Kehitys kansainvälisesti osittain standardoituihin rahoitus- ja vakuutustuotteisiin (*commoditisation*) kasvattaa myös suurtuotantoetujen merkitystä kansainvälisesti toimiville rahoitus- ja vakuutuspalveluiden tarjoajille. Kansainvälisiltä rahoituksen- ja vakuutuksenvälittäjiltä edellytetään yhä laajempaa varainhallintaa, suurempaa riskinkantokykyä sekä kykyä toimia kauppajen vastapuolena.

Kansainvälisen kilpailun yhä jatkuva kiristyminen vaikuttaa myös rahoitus- ja vakuutuspalveluiden vähittäismarkkinoihin. Rahoituksen ja vakuutuksen vähittäismyynnissä alueellisen liiketoiminnan asiantuntemus on kuitenkin erityisen tärkeää. Kotitalouksien ja pk-yritystoiminnan rahoitus perustuu lähialueiden tuntemukseen sekä pitkäaikaiseen ja luottamukselliseen liikesuhteeseen. Alueelliseen toimintaan keskittyvässä rahoitustoiminnassa vahvuus on erityisesti oman asiakaskunnan ja paikallisen elinkeinoelämän tarpeiden tuntemus.

Kansalliseen tai alueelliseen toimintaan keskittyvillä luotto- ja vakuutuslaitoksilla voi olla asiakassuhteidensa sekä alueellisen tietämyksensä ansiosta suhteellinen etu kilpailussa paikallisille kotitalouksisille ja varsinkin pk-yrityksille tarjottavista palveluista. Kansainväliset yhteistyömuodot, fuusiot tai muut yli valtiollisten rajojen tarjottavat rahoitus- ja vakuutuspalvelut nopeuttavat kuitenkin palveluiden kansainvälistymistä. Euroopan unionissa pankki- ja vakuutustoiminta on perinteisesti ollut hyvin kansallisesti suuntautunutta toimintaa, mutta on viime vuosina kansainvälistynyt nopeasti.

Kilpailu rahoituksen vähittäismarkkinoilla kiristyy myös sijoitusvaihtoehtojen ja rahoituksenvälityksen eri muotojen välillä. Kilpailu piensijoittajien varoista erilaisten vaihtoehtojen sijoitusmuotojen, kuten pankkitalletusten, rahastosijoittamisen sekä eläke- ja vakuutussäästämisen välillä, korostuu entisestään. Tämän seurauksena sijoitus- ja säästämismarkkinoiden rakenne muuttuu ja monipuolistuu edelleen.

Fuusiot ja toimialaliikumukset jatkuvat

Kilpailun kiristyminen ja markkinoiden toiminnan tehostuminen ilmenee myös ylikapasiteetin vähenemisenä ja fuusioina. Fuusioita voi tapahtua sekä erilaisten että samankaltaisten rahoituksen- ja vakuutuksenvälittäjien välillä. Erityisesti samankaltaista liiketoimintaa harjoittavien rahoituksenvälittäjien fuusiot yli valtiollisten rajojen ovat hyvin mahdollisia. Luotto- ja vakuutuslaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä on lukumääräisesti enemmän Euroopan unionissa kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

Toimialaliikumukset rahoitusmarkkinoilla jatkuvat fuusioiden ja tarjottavien rahoitustuotteiden monipuolistumisen johdosta. Pankki-, vakuutus- ja sijoituspalveluita tarjotaan yhä enemmän samassa konsernissa. Toisaalta ammattitaidon kasvavan merkityksen ja teknisen kehityksen seurauksena tapahtuu myös erikoistumista. Erikoistumisen myötä luotto- ja vakuutuslaitosten toiminnassa rahoitus- ja vakuutustuotteiden ja -palveluiden tilaaminen alihankkijoilta eli niiden ulkoistaminen (*outsourcing*) yleistyy.

Tekninen kehitys muuttaa palvelumuotoja

Teknisen kehityksen seurauksena verkkojärjestelmissä syntyy uusia maksujenvälitys-, rahoitus-, vakuutus- ja sijoituspalvelumuotoja. Avoimista tietoverkoista, kuten internetistä, kehittyy yhä merkittävämpi maksu- ja kaupantekojärjestelmä. Erityisesti standardoitujen rahoitus- ja vakuutustuotteiden tarjonta yleistyy jatkuvasti verkossa. Avoimien tietoverkkojen merkitys kasvaa myös arvopaperinvälityksen toimeksiantojärjestelmänä sekä reaaliaikaisena kaupantekojärjestelmänä. Kehityksen seurauksena myös piensijoittajien mahdollisuus osallistua rahoituksenvälittäjien ylläpitämiin lähes reaaliaikaisiin kaupantekojärjestelmiin paranee, jolloin piensijoittajien kustannukset arvopaperikaupasta laskevat merkittävästi.

Avoimet tietoverkot mahdollistavat rahoitus- ja vakuutuspalveluiden tarjoamisen toimistojen aukioloajoista riippumatta. Internetin houkuttelevuus rahoituksenvälittäjille perustuu siihen, että se mahdollistaa laajan palveluvalikoiman (*economies of scope*) suurelle yleisölle suhteellisen pienillä kustannuksilla. Sähköisen kaupankäynnin yleistymisen avoimissa tietoverkoissa on kiinteästi yhteydessä sen turvallisuuteen ja luotettavuuteen.

Luotto- ja vakuutuslaitosten ylläpitämän konttoriverkoston merkitys rahoituksenvälityksessä vähenee tietoverkkojen kehityksen ja yhteistyöjärjestelyjen seurauksena. Rahoituksen ja vakuutuksen vähittäismarkkinoille on lisäksi tulossa teknisen kehityksen seurauksena uusia palveluntarjoajia. Näillä ei välttämättä ole omaa konttoriverkostoa lainkaan, vaan ne toimivat esimerkiksi internetin, vähittäiskauppakettujen tai postilaitoksien kautta. Erityisesti suurilla vähittäiskauppaketteilla on laaja asiakaskunta sekä valmis jakelukanava ja tuotemerkki. Tuloksena voi olla, että jotkut vähittäiskauppakettijat perustavat kapealla sektorilla toimivia luottolaitoksia tai rahoituslaitoksia taikka luovat yhteistyömuotoja olemassaolevien luottolaitosten kanssa. Sähköisen kaupankäynnin yleistymisen ja euron käyttö tilirahana vuodesta 1999 lisäävät elektronisten maksuvälineiden käyttöä myös vähittäiskaupankäynnissä. Viimeistään vuoden 2002 alusta euroseteleitä ja -kolikoita lasketaan liikkeeseen.

Markkinoilla tapahtuu keskittymistä ja verkottumista

Kansallisilla rahoitusmarkkinoilla sekä kansallisten rahoitusmarkkinoiden välillä tapahtuu yhtäältä sekä keskittymistä että erikoistumista ja toisaalta yhteensulautumista teknisen kehityksen seurauksena. Keskittymistä tapahtuu varsinkin johdannaispörssien välillä. Samalla yleistyy etäosallistuminen kaupankäyntiin toisesta valtiosta. Kilpailu erityisesti korko- ja valuuttajohdannaissopimusten pörssikaupassa kiristyy yhteisen rahan oloissa, jolloin syntyvät yhteiset markkinakorkoon perustuvat johdannaismarkkinat sekä valuuttajohdannaismarkkinat euron ja muiden suurten valuuttojen välillä. Keskittymistä tapahtuu myös valtioiden joukkovelkakirjojen futuurimarkkinoilla. Tämän seurauksena näiden rahoitustuotteiden kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmät verkottuvat kansainvälisesti ja keskittyvät kansallisesti. Keskittymistä tapahtuu osittain myös yleisesti euroalueella. Lisäksi useat eurooppalaiset pörssit erikoistuvat osittain tuotevalikoiman perusteella. Pienten pörssien kilpailukyky euroalueella perustuu erikoistumiseen ja niiden toimintamahdollisuuksia parantaa verkottuminen muiden pörssien kanssa.

Kaupanteko kansallisten rahoitusmarkkinoiden, kuten arvopaperi- ja johdannaispörssien, välillä helpottuu etävälityksen tai keskinäisten yhteistyöjärjestelmien kautta. Uudet yhteistyömenetelmät, erilaiset verkkopalvelut ja etävälitys vähentävät maantieteellisen sijainnin merkitystä rahoituksenvälityksessä ja kaupankäynnissä. Lisäksi yksittäisten yritysten tarve listautua useampaan euroalueella toimivaan arvopaperipörssiin vähenee. Arvopaperipörssit joutuvat kilpailemaan entistä enemmän listalleen pyrkivistä yrityksistä.

Suomen lähialueiden kansalliset rahoitusmarkkinat, erityisesti Tukholma, tulevat harmonisoidun lainsäädännön ja varsinkin yhteisen rahan oloissa varteenotettaviksi vaihtoehtoiksi suomalaisille pääomamarkkinoille. Ruotsin, Tanskan ja Norjan poisjääminen euroalueeseen ensimmäisenä osallistuvien valtioiden joukosta antaa kuitenkin suomalaisille rahoituksenvälittäjille kilpailuedun yhteisen rahan markkinoilla suhteessa muihin pohjoismaisiin rahoituksenvälittäjiin. Toisaalta varsinkin ruotsalaisten rahoituksenvälittäjien kiinnostus laajentaa toimintojaan Suomeen on tässä tapauksessa suuri, mistä onkin jo runsaasti esimerkkejä.

Jäljellä olevia esteitä kansainväliselle kilpailulle

Jäljellä olevia esteitä kansainväliselle kilpailulle ja markkinoiden laajentumiselle ovat vielä muun muassa kansallisesti poikkeavat verotussäännöt, kaupankäyntijärjestelmät, rahoituksenvälittäjien toimintaa koskevat viranomaisvaatimukset sekä rajoitukset kansallisten eläkevarojen sijoittamisessa. Sääntelyssä ja kaupankäyntijärjestelmissä on pitkät kansalliset perinteet useimmissa Euroopan unionin jäsenvaltioissa. Erityisesti Euroopan unionin sisämarkkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta sisämarkkina- ja rahoituspalveludirektiivien erilaiset kansalliset sovellutukset voivat muodostua esteeksi. Direktiivien sisältöön ovat usein vaikuttaneet eri valtioiden kansalliset tavoitteet ja lopputulos on ollut usein näiden tavoitteiden kompromissi. Lisäksi direktiivien voimaansaattaminen kansalliseen lainsäädäntöön perustuu minimiharmonisointiperiaatteeseen.

Kansalliset verotasot muodostavat joillekin valtioille kilpailuedun ja toisille kilpailuhaitan. Yhteisen rahan oloissa paineet kaiken epäsuoran verotuksen yhdenmukaistamiseksi ovat voimakkaasti kasvamassa. Tämä koskee varsinkin arvonlisä- sekä pääomatuloverotusta. Verokilpailun mahdollinen kiristyminen euroalueella joudutaan estämään joko Euroopan unionin minimiharmonisointiperiaatteen avulla tai muilla poliittisilla sopimuksilla jäsenvaltioiden välillä. Veropolitiikassa Euroopan unionin toimivalta on hyvin rajoitettu. Euroopan unionin harmonisoidulla veropolitiikalla pyritään estämään jäsenvaltioita luomasta uusia

tulleihin tai määrällisiin rajoituksiin rinnastettavia kaupan esteitä. Yhteisymmärryksen saavuttaminen verotukseen liittyvissä kysymyksissä on Euroopan unionissa käytännössä ollut hyvin vaikeaa.

1.4.4. Markkinaehtoistuminen

Euroalue nopeuttaa markkinoiden arvopaperistumista

Suomessa sijoittaminen arvopapereihin on viime vuosina suhteellisen nopeasti kasvanut, mutta arvopaperimarkkinat ovat siitä huolimatta kansainvälisesti katsottuna pienet. Rahoitusmarkkinoiden arvopaperistuminen jatkuu edelleen. Yritysten ylimääräistä likviditeettiä ja kotitalouksien säästöjä sijoitetaan yhä enemmän suoraan tai sijoitusrahastojen kautta sekä kotimaisiin että ulkomaisiin arvopapereihin. Sijoitusrahastojen tarjonta ja valikoima laajenee. Lisäksi vapaaehtoinen eläkesäästäminen ja eläkelaitosten varat kohdistuvat tulevaisuudessa yhä enemmän kotimaisiin ja ulkomaisiin osakkeisiin. Säästämis- ja sijoitusvarallisuus hajautetaan yhä enemmän erilaisiin sijoituskohteisiin ja useampiin valtioihin, jotta varojen riski-tuottosuhde olisi mahdollisimman hyvä.

Arvopaperikaupan kehitystä ovat edistäneet Suomessa tietotekniikan uudet käyttömahdollisuudet, arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiölainsäädännön kehitys sekä uusien kaupankäyntimenetelmien luominen. Rahoitusmarkkinoiden markkinaehtoistuminen edistää myös valtionyhtiöiden yksityistämistä ja näiden yhtiöiden listautumista arvopaperipörssiin.

Yhteinen raha nopeuttaa markkinoiden arvopaperistumista euroalueella. Euroopan rahoitusmarkkinat ovat keskimäärin vähemmän arvopaperistuneet kuin esimerkiksi Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinat. Erityisesti suurten ja keskisuurten yritysten vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen edellytykset voivat parantua laajempien markkinoiden seurauksena. Vakavaraisille yrityksille euroalueen synty johtaa varsinkin vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien nykyistä parempaan likviditeettiin. Näiden yritysten velkakirjojen liikkeeseenlasku helpottuu ja kustannukset pienenevät. Erityisesti valtionlainojen liikkeeseenlaskijoiden välinen kilpailu sijoittajien varoista euroalueella kasvaa.

Yritysten oman pääoman ehtoinen rahoitus voi myös kehittyä myönteisesti yhteisen rahan oloissa. Hintatason vakautta tavoitteleva rahapolitiikka edistää korkotason vakautta sekä alhaisuutta euroalueella. Korkotason vakaudella on myönteisiä vaikutuksia arvopaperisijoittamiseen. Pk-yritysten vieraan pääoman ehtoinen rahoitus säilyy kuitenkin vähäisenä. Pk-yrityksille tärkein oman pääoman ehtoinen rahoitus on edelleen tulorahoitus. Toisaalta nopeasti kasvavien pk-yritysten rahoitusmahdollisuudet kehittyvät jatkuvasti. Esimerkiksi mahdollisuudet kasvavien pk-yritysten osakelistan menestymiselle ovat rahaliitossa paremmat kuin kansallisesti. Tällaisten osakelistojen tehokas toiminta edellyttää kuitenkin kattavaa luottokelpoisuusluokitusta yli valtiollisten rajojen. Yleisesti ottaen sekä oman että vieraan pääoman ehtoisen arvopaperimuotoisen rahoituksen osuuden voidaan olettaa kasvavan euroalueella.

Euroalueella kansallisten tekijöiden merkitys vähenee sijoituspäätöksissä. Tuotantosektoreiden ja yksittäisten yritysten tuloskehitys korostuu yli valtiollisten rajojen tapahtuvassa sijoitustoiminnassa. Kansainvälisesti toimivien institutionaalisten sijoittajien tuotto-odotukset yksittäisten yhtiöiden osakkeiden kehityksestä vaikuttavat jo nykyisin merkittävästi pörssiyhtiöiden toimintaan. Oman ja vieraan pääoman ehtoisesa rahoituksessa yritysten riskiä hinnoitellaan valuuttakurssiriskin poistuessa yhä tarkemmin euroalueella tapahtuvassa kaupankäynnissä. Yritysanalyysien merkitys kasvaa täten myös yli valtiollisten rajojen tapahtuvassa sijoitustoiminnassa.

Kasvatavat repomarkkinat

Arvopaperien lainaussopimuksiin ja myynti- ja takaisinostosopimuksiin (*sale and repurchase agreement* eli *repo*) perustuva kaupankäynti rahoitusmarkkinoilla yleistyy euroalueella. Rahoitusmarkkinoiden kansallisten rajojen mukainen jakaantuminen Euroopassa on hidastanut repomarkkinoiden kehitystä. Euroopan unionin jäsenvaltioissa repomarkkinat ovat kehittyneet nopeasti 1990-luvulla, mutta ne ovat vielä sekä määrällisesti että likviditeetiltään paljon Yhdysvaltojen markkinoita kehittymättömämmät. Alun perin Yhdysvaltojen repomarkkinoiden syntyminen taustalla oli pienten ja keskisuurten pankkien ja sijoituspalveluyritysten kasvava lyhytaikaisen rahoituksen kysyntä. Näiden toimijoiden mahdollisuudet osallistua suurten pankkien välisiin talletusmarkkinoihin olivat rajalliset. Repomarkkinoiden kasvua edistää nykyisin myös rahoitusmarkkinoilla toimivien välittäjien riskitietoisuus ja takaisinostosopimusten yleistyminen keskuspankkien rahapolitiikan toteuttamisessa. EKPI tulee käyttämään repokauppoja rahapolitiikan avomarkkinaoperaatioiden toteuttamisessa.

1.5. Lähtökohdat ja tavoitteet

1.5.1. Rahoitusmarkkinat, arvopaperimarkkinat ja kansantalouden rahoitus

1.5.1.1. Käsitteet ja yleiskuvaus

Kansantalouden rahoitusongelma

Rahoitusmarkkinat kehittyivät tarpeesta ratkaista talousyksikköjen menojen ja tulojen eriaikaisuudesta johtuvia rahoitusongelmia. Ideoiden, osaamisen ja pääomien kohtaamispaikkana toimivilla rahoitusmarkkinoilla myydään säästäjien rahoitusyli jäämiä sellaisille talouksille, jotka haluavat kuluttaa tai sijoittaa väliaikaisesti enemmän kuin mihin niiden samaan aikaan käytettävissä olevat tulot riittävät. Menojen ja tulojen eriaikaisuus ilmenee eri talousyksiköissä eri tavalla.

Kotitalouden oletetaan yleensä pyrkivän sellaiseen kulutukseen, joka olisi riippumaton kyseiseen talousyksikköön kuuluvien henkilöiden kulloisestakin elämäntilanteesta ja lyhyen tähtäimen tulotasosta. *Yksilön elinkaaren* eri vaiheissa talousyksikkö velkaantuu, säästää ja purkaa säästettyä varallisuutta siten, että tarpeiden tyydyttämiseksi tarvittava kulutustaso kehittyä jotakuinkin tasaisesti läpi elämän.

Yrityksen rahoitusongelma johtuu *tuotantoprosessin elinkaaren* eri vaiheiden rahoitussellisista seurauksista. Tuotantotekijöiden vastaanottaminen näkyy yrityksessä ensimmäiseksi kassasta maksuina, ja suoritteiden luovuttaminen puolestaan aikaansaa kassaan maksuja vasta myöhemmin.

Julkisyhteisöjen rahoitusongelmaa voidaan verrata kotitalouksien ja yritysten menojen ja tulojen eriaikaisuuteen, vaikka julkisyhteisöjen ja erityisesti valtion rooli rahoitusmarkkinoilla onkin moniulotteisempi. Teoriassa voitaisiin ajatella, että julkisyhteisöjen rahoitusongelma syntyy *matala- ja korkeasuhdanteen elinkaaren* aikana esiintyvistä julkisen vallan toimenpiteiden tarpeista.

Rahoitusmarkkinat

Talousyksiköillä on mahdollisuus ratkaista rahoitusongelmiaan joko sisäisesti tai ulkoisesti. Talousyksikkö turvautuu *sisäiseen rahoitukseen* muuttamalla omia reservejään tulo- ja menovirtoja vastaaviksi. Rahoitusongelmien ratkaisemiseksi luotujen sitoumusten ostoa ja myyntiä kutsutaan *ulkoiseksi rahoitukseksi* eli *rahoitusmarkkinoilla* tapahtuvaksi rahoitukseksi.

Rahoitusmarkkinoiden kyky ratkaista rahoitusongelmia on suuri yhteiskunnallinen ja kansantaloudellinen voimavara, jolla on hintansa. Niukkojen rahoitusylijäämien tehokkaan käytön kannalta on tärkeää, että *erikokoisia ylijäämiä voidaan yhdistää* vastaamaan suurtenkin alijäämien rahoitustarpeita siten, että sijoituksen *likviditeetti ja riski* tyydyttävät talouksien tarpeita *mahdollisimman pienin kokonaiskustannuksin*. Rahoitusongelmien monipuolisuus on johtanut erilaisten rahoituksenvälittäjien ja markkinapaikkojen syntymiseen. Nämä rahoitusmarkkinoiden toimijat ovat eri tavalla erikoistuneet *välitettyyn ja/tai suoraan* rahoitukseen.

Rahoitusmarkkinoiden yli- ja alijäämien tasausfunktio toteutuu *suoraan*, jos sitoumuskauppaa käydään suoraan yli- ja alijäämätalouksien kesken. *Välitetystä* eli epäsuorasta rahoituksesta puhutaan silloin, kun rahoituksen välitykseen erikoistunut toimija, kuten pankki tai vakuutusyhtiö, ottaa kantaakseen tai siirtää sijoitukseen liittyvät riskit tallettajien ja sijoittajien puolesta. Tällöin sitoumuskauppaa käydään talousyksikön ja rahoituksen välitykseen erikoistuneen toimijan kesken siten, että kyseinen toimija ratkaisee omia rahoitusongelmiaan ostamalla sekä luomalla ja myymällä sitoumuksia muille talousyksiköille.

Arvopaperimarkkinat

Sekä suoraan että välitettyä rahoitusta voidaan järjestää *markkinakelpoisilla sitoumuksilla* ja sitoumuksilla, joiden varsinainen myynti ei tapahdu julkisten markkinoiden puitteissa. Suora rahoitus markkinakelpoisilla vaateilla tapahtuu *arvopaperimarkkinoilla*, jotka voidaan jakaa *oman ja vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen markkinoihin, lyhytaikaisen vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen rahamarkkinoihin* sekä näillä markkinoilla kaupattavia sijoituskohteita koskeviin *johdannaismarkkinoihin*. Sen lisäksi, että arvopaperimarkkinat tarjoavat *ensimarkkinoilla* välittömän mahdollisuuden nettorahoitusvirtojen toteuttamiseksi, voidaan *jälkimarkkinoilla* muuttaa sitoumusten koostumusta annetun nettorahoituksen määrällä.

Epäsuoraa rahoitusta järjestetään pääosin yksilöidyn sitoumuksin julkisten markkinoiden ulkopuolella, jolloin pääosa tämäntyypisistä rahoituksesta, esimerkiksi pankkien ja muiden luottolaitosten taseiden kautta välitetty rahoitus, ei kuulu arvopaperikaupan piiriin. Arvopaperimarkkinoiden määrittely suoran rahoituksen markkinoilla vaihdettavien sitoumusten kauppapaikaksi on kuitenkin siinä mielessä ongelmallinen, että arvopaperistumisen seurauksena arvopaperimarkkinoilla voidaan käydä välillisesti kauppaa myös sellaisilla suoran ja välitetyn rahoituksen vaateilla, joiden vaihto perustuu julkisten markkinoiden ulkopuolella oleviin henkilökohtaisiin sopimuksiin.

On olemassa toimijoita, kuten rahastoyhtiöitä, joiden toiminta perustuu alijäämäsektorin markkinakelpoisten sitoumusten ostamiseen, mutta myös julkisten markkinoiden ulkopuolella vaihdettavien sitoumusten ostamiseen. Näiden sitoumusten ostamisen rahoittamiseksi toimija luo sijoitusosuuksia, joista osa on myytävänä ja kaupankäynnin kohteena julkisilla markkinoilla, ja osa on ostettavissa julkisten markkinoiden ulkopuolella.

Arvopaperimarkkinat ovat kiinteä osa tällaisten organisaatioiden toimintaa, vaikka esimerkiksi rahastoyhtiöiden toiminta ei täytäkään suoran rahoituksen kaikkia kriteereitä. Myöskään pääomasijoittamiseen erikoistuneiden yhteisöjen toiminta ei täytä kriteereitä, jotka liittyvät sitoumusten vaihdettavuuteen julkisilla markkinoilla. Tämänkaltaiset tapaukset vaikeuttavat arvopaperimarkkinoiden yksiselitteistä määrittelyä.

Arvopaperimarkkinat 2000

Teknologiset ja yhteiskunnalliset muutokset ovat viime vuosikymmeninä vaikuttaneet ja vaikuttavat hyvin merkittäväällä tavalla tulevaisuudessakin rahoitusmarkkinoiden tapaan

ratkaista erilaisten talousyksikköjen rahoitusongelmia. Niukkojen ylijäämäresurssien tehokkaan hyötykäytön kannalta tämä muutoskehitys on tuonut uusia mahdollisuuksia rahoitukseen liittyvien riskien hallintaan, ylijäämien entistä edullisempaan kokoamiseen ja sijoitusten likviditeetin parantamiseen.

Välitettyyn rahoitukseen erikoistuneilla toimijoilla on ollut suuri rooli rahoitusongelmien ratkaisijana. Viime ajan uudet teknologiset ratkaisut asettavat kuitenkin tämän rahoitusmuodon kustannustehokkuuden muihin rahoitusmuotoihin verrattuna joiltain osin kyseenalaiseksi¹. Tämä näkyy käytännössä esimerkiksi aiemmin puhtaasti välitettyyn rahoitukseen keskittyneiden toimijoiden kiinnostuksessa täydentää/korvata rahoitusongelmien ratkaisuvaihtoehtoja uusilla rahoitustuotteilla.

Sekä yli- että alijäämätalouksien rahoitusrakenteiden optimoinnin laiminlyönti johtaa taloudellisten voimavarojen haaskaukseen. Hyvinvointi kasvaa, kun yhä useampi talous on löytänyt itselleen sopivia, toisinaan myös perinteistä pankkirahoitusta edullisempia ratkaisuja rahoitusongelmiinsa. Julkisilla markkinoilla vaihdettavien sitoumusten kautta taloudelliset voimavarat ohjautuvat tuotto/riski -hinnoittelun avulla niille talouksille, joiden alijäämien rahoittamista pidetään kaikista eniten toivottavana ja kannattavana.

Rahoitusmarkkinoiden muutostrendi vie välitetyn, julkisen hinnoittelumekanismien ulkopuolella olevien sitoumusten hallitsevasta roolista kohti *entistä laajempaa rahoituksen ympäristöä*. Tässä laajemmassa ympäristössä välitettyjä markkinakelpoisia sekä suoria sitoumuksia on otettava huomioon lähivuosien rahoitusmarkkinoiden kehittämistarpeita arvioitaessa. Työryhmän strategisessa kehittämistyössä sovelletaan arvopaperimarkkinoihin taloustieteellistä määritelmää laajempaa käsitettä. Tarkastelussa kiinnitetään huomiota *suorien, julkisilla markkinoilla vaihdettavien sitoumusten* kauppaan ja lisäksi *julkisilla markkinoilla vaihdettavien* luonteeltaan kuitenkin *välitettyjen sitoumusten* kauppaan sekä sellaisten *suorien sitoumusten*² kauppaan, jotka eivät vielä ole *vaihdettavissa* julkisilla markkinoilla.

1.5.1.2. Arvopaperimarkkinat kotitalouksien, elinkeinoelämän ja julkisyhteisöjen rahoittajana

Arvopaperimarkkinoiden rooli rahoituksessa on merkittävä erityisesti suurille talousyksiköille, kuten yrityksille ja julkisyhteisöille. Kotitalouksille, pienille yrityksille ja huomattavalle osalle suuriakin yrityksiä julkisen kaupankäynnin ulkopuolella oleva välitetty rahoitus on ollut kuitenkin ainoa tai merkittävin kanava, jonka kautta ulkoista rahoitusta on totuttu hakemaan.

¹ Luottolaitosten keskeinen asema rahoitusmarkkinoilla on perinteisesti johtunut siitä, että monissa tapauksissa ne ovat pystyneet järjestämään eri kokoisille talousyksiköille kustannusetuja järjestämällä pieniä säästöjä suuriksi sijoituksiksi, hajauttamalla riskejä ja parantamalla sijoitusten likviditeettiä. Nopeasti etenevinä ilmiöinä arvopaperistuminen, kansainvälistyminen ja jälkimarkkinoiden kehittyminen *laajentavat rahoituksen ympäristöä*, jossa *suoraan* voidaan tarjota rahoitusmarkkinoiden etuja pienemmin kustannuksin kuin mihin välitetyn rahoituksen avulla pystytään. Kotitalouksien ja pienempien yritysten rahoituksessa luottolaitoksilla on edelleen toimintaa alueita, joilla niiden kilpailukyky verrattuna suoran rahoituksen palveluyrityksiin on hyvä. Välitetty rahoitus, esimerkiksi yhteislainojen, nk. syndikoitujen luottojen muodossa, saattaa olla myös suurille yrityksille edullinen tapa varautua potentiaalisiiin rahoitustarpeisiin. Pankkien rooli maksujen välityksessä on edelleen keskeinen. Tosin erityisesti tällä toimialalla teknologian kehitys tuo uusia tarjoajia markkinoille, ja kilpailu asiakkaista kiristyy.

² Tässä yhteydessä huomion kohteena on esimerkiksi pääomasijoittamiseen erikoistuneiden yhtiöiden toiminta.

Rahoituksen välitykseen erikoistuneiden toimijoiden, erityisesti pankkien ja vakuutuslaitosten, perinteisesti keskeinen asema rahoitusmarkkinoilla on johtunut siitä, että monissa tapauksissa ne ovat kyenneet järjestämään asiakkailleen hyvin toimivien rahoitusmarkkinoiden tuomat edut pienemmin kustannuksin kuin mihin asiakkaat itse suoran rahoituksen avulla olisivat pystyneet.

Julkisten markkinoiden ulkopuolella vaihdettaviin sitoumuksiin perustuvan välitetyn rahoituksen huomattava kustannusetu on kuitenkin murtumassa. Arvopaperimarkkinoilla toimivat rahoituksenvälittäjät pystyvät tarjoamaan esimerkiksi pankkitalletuksiin verrattuna likviditeettitään ja riskiominaisuuksiltaan kilpailukykyisiä sijoitusvaihtoehtoja ratkaisuksi yhä pienemmille sijoitustarpeille.

Esimerkkinä *kotitalouksien* luottojen rahoituksesta arvopaperimarkkinoiden kautta ovat asuntoluottojen tai autoluottojen niputus yhteen luottopooliin. Luottopoolia koskevia arvopapereita myydään sitten yleisölle³. Esimerkiksi Yhdysvalloissa asuntoluottoihin perustuvien sijoitusosuuksien jälkimarkkinat ovat kehittyneet varsin tehokkaiksi.

Pienten yritysten mahdollisuudet hankkia rahoitusta arvopaperimarkkinoilta ovat myös parantuneet erilaisten rahastojen, kuten määrääkaiserahastojen, toiminnan kasvun ja informaatioteknologian edistymisen myötä. Tietoverkkoihin perustuvat kohtaamisfoorumit ja markkinapaikat toimivat jo useassa maassa, vaikkakin likvidien jälkimarkkinoiden kehittymättömyys saattaa merkitä, että tämä rahoitusmuoto on yrityksille suhteellisen kallis. Pk-sektorilla on ollut myös mahdollisuus hankkia osakepääomaa pk-yritysten rahoitukseen erikoistuneiden pääomasijoittajien välityksellä.

Rahoitusaliijämäiselle, suhteellisen *suurelle yritykselle* myös varsinaisten arvopaperimarkkinoiden ensimarkkinat tarjoavat suoraa *oman pääoman* ehtoista rahoitusta sekä pitkäaikaista ja lyhytaikaista *vieraan pääoman* ehtoista rahoitusta⁴. Suomessa yritysten vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien markkinat eivät ole vielä kehittyneet sellaiselle tasolle, jolla yritysten suora vieraan pääoman hankinta olisi järjestettävissä kilpailukykyiseen hintaan.

Alijämäisellä *julkisyhteisöllä* on käytettävissään ainoastaan arvopaperimarkkinoiden vierasta pääomaa rahoitustarpeidensa tyydyttämiseksi. Julkisyhteisöjen asema rahoituksen hankkijana arvopaperimarkkinoilla poikkeaa yrityksistä myös sikäli, että julkisyhteisöihin ei liity samanlaista konkurssiriskiä kuin yksityisiin talouksiin. Julkisyhteisöillä on usein mahdollisuus verojen kanton ja/tai rahan painatukseen. Tämä mahdollisuus poistaa elinkeinoelämän rahoitukseen liittyvän konkurssiriskitekijän. Julkisyhteisöjen rahoitukseen liittyy

³Velkaantuvan kotitalouden näkökulmasta kyseessä ei kuitenkaan ole julkisilla markkinoilla hankittu rahoitus, kun alkuperäisen, henkilökohtaisen luoton myöntäjänä toimii perinteinen luottolaitos, eikä luottolaitoksen arvopaperistamis päätöksellä ole vaikutusta lainan myöntämiseen, laina-aikaan tai lainan kustannuksiin.

⁴ Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen verotus poikkeaa monessa maassa oman pääoman ehtoisen rahoituksen verotuksesta sikäli, että korkokuluja voidaan usein vähentää tulon hankkimisesta aiheutuneena menona. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen osinkomaksuista tällaiseen menettelyyn ei ole vastaavaa mahdollisuutta. Tästä syystä yrityksille pitkäaikainen ja lyhytaikainen vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on suhteessa oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen usein *edullisempi* keino hankkia rahoitusta arvopaperimarkkinoilta. Lisäksi vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen edullisuuteen vaikuttavat vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien suhteellisesti pienempi tuotto- ja pääomatappioriski. Pitääkseen rahoitusrakennettaan terveenä ja kilpailukykyisenä yritykset tyydyttävät osan rahoitustarpeistaan omalla pääomalla. Suomessa vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verotuskohtelu ei ole osakeyhtiölain uudistuksen voimaantulon jälkeen (1.9.1997) enää ratkaiseva oman pääoman ehtoisen rahoituksen suhteelliseen kalleuteen vaikuttava tekijä. Rahoitusmuotojen väliset hintaerot johtuvat ensisijaisesti sijoitusten erilaisista riskipitoisuuksista.

toisaalta maksukyvyttömyysriski, joka näkyy esimerkiksi köyhien sekä pahasti velkaantuneiden julkisyhteisöjen rahoituksen hinnassa. Muiden riskitekijöiden, kuten hinta- ja inflaatiotriskin kannalta julkisyhteisöjen rahoitus arvopaperimarkkinoilla kaupattavilla sitoumuksilla ei kuitenkaan poikkea elinkeinoelämän ulkoisen rahoituksen hintaan vaikuttavista tekijöistä.

1.5.2. Motiiveja arvopaperimarkkinoiden strategiseksi kehittämiseksi

Euroopassa eletään kansantaloudellisesti ja yhteiskunnallisesti merkittävien muutosten aikaa. Työttömyys, väestön ikääntyminen ja teknologia koettelevat vanhoja yhteiskunnallisia rakenteita. Elinkeinotoiminnan luonne muuttuu Euroopan unionin sisämarkkinaohjelman edistyessä sekä Euroopan talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen lähestyessä. Pyrkimys hallita näitä muutoksia näkyy yhteiskunnan eri aloja koskevissa kehittämisstrategioissa.

Myös rahoitus- ja arvopaperimarkkinoilla nämä muutokset tuntuvat selvästi. Mm. yhteinen raha, arvopaperistuminen, kansantalouden rahoituskustannuksiin vaikuttava rahoitus- ja varainhallintakilpailu sekä sosiaaliturvan rahoitusongelmat pakottavat viranomaisia ja muita intressiryhmiä arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri- ja lainsäädäntöympäristön aktiiviseen kehittämiseen sekä rahoituksen ympäristön laajentamiseen. Pankkirahoituksen kriisit, jotka ovat vaikuttaneet myös Suomen kansantalouden kehitykseen, kannustavat rahoitukseen liittyvien riskien korostamiseen ja arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen.

Yhteiskuntajärjestelmien välisessä *kilpailussa* arvopaperimarkkinoiden rooli *infrastruktuurin* osana korostuu ja monipuolistuu. Arvopaperimarkkinat ja niiden kehittäminen liittyvät esim. talous-, alue-, rakenne- ja työllisyyspolitiikkaan. Myös kansallisilla *imagotekijöillä* on arvopaperimarkkinastrategian kehittämisprosessissa merkitystä.

Arvopaperimarkkinoiden kehittämisen *talouspoliittiset* motiivit perustuvat markkinoiden tehokkuuden nostamiseen. *Tehokkuudella tarkoitetaan arvopaperimarkkinoilla sitä, missä määrin informaatio heijastuu sijoituskohteiden markkinahintoihin.* Kehittämisen kohteena olevien arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kasvu näkyy reaalitaloudessa *investointien kannattavuutena ja toteutettavien investointien määrässä.*

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kasvulla ja siten investointikysynnän kasvulla on huomattava *työllisyyspoliittinen* merkitys. Kansantalouden työllisyys reagoi arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kasvuun sekä välillisesti että välittömästi. Yleisesti välillinen vaikutus on merkitykseltään tärkeämpi, mutta on esimerkkejä, joissa arvopaperimarkkinat ja -rahoitus ovat niitä harvoja toimialoja, joiden kasvu pehmentää työllisyyden heikkenemiseen rahoituspalvelusektorille muutoin kohdistuvia paineita. Suoran ja arvopaperimarkkinoiden kautta kanavoituvan välitetyn rahoituksen kasvu näkyy arvopaperimarkkinoilla palveluita tarjoavien toimijoiden työvoiman kysynnän kasvuna, mutta myös muissa yrityksissä tämän alan asiantuntijoiden lisääntyvänä tarpeena.

Aluepoliittisesta näkökulmasta arvopaperimarkkinoiden vetovoimalla on suuri merkitys paikallisella, alueellisella ja kansallisella tasolla. Monipuolisia rahoituspalveluja tarjoavaan kansainväliseen finanssikeskukseen hakeutuu lisää rahoituspalveluita tarjoavia yrityksiä kehittyvän teknologian tarjoamista etätoiminnan mahdollisuuksista huolimatta. Tähän vaikuttavat esimerkiksi työvoiman fyysiseen läheisyyteen liittyvät synergiaedut.

Arvopaperimarkkinoiden kehittämisen *rakennepoliittinen* merkitys näkyy monipuolistuvassa paikallisessa *elinkeinorakenteessa*. Monipuolinen infrastruktuuri vaikuttaa puolestaan julkisyhteisöjen tulonhankintakanaviin. Finanssikeskuksen taloudellinen vauraus näkyy myös poliittisen vaikutusvallan kasvuna kansallisissa ja kansainvälisissä kysymyksissä.

Kansalliseen *riippumattomuuteen* liittyvät tekijät ovat joiltakin osin myös arvopaperimarkkinoiden strategisen kehittämisen motiiveina. Tällöin ei tarkoiteta kuitenkaan arvopaperimarkkinoiden omavaraisuutta sellaisella tavalla, joka johtaisi eräänlaiseen eristäytymiseen. Rahoitusmarkkinoiden edellyttämä infrastruktuuri ja infrastruktuurin ylläpitämiseksi tarvittavien henkisten voimavarojen pitkälle erikoistunut osaaminen ovat arvokkaita kansallisia voimavaroja, joita kriisin sattuessa on vaikea muodostaa tyhjästä. Ajatus kansallisesta riippumattomuudesta on yhteydessä myös *yritysten kansainväliseen omistusrakenteeseen* ja siihen liittyvään määräysvaltaan.

1.5.3. Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus ja käytäntö

Arvopaperimarkkinoiden rakenteiden säilymisen lähtökohtana on oltava tilanne, jossa on olemassa *potentiaalisia rahoitustarpeita*, eli sekä potentiaalista rahoituksen kysyntää että potentiaalista rahoituksen tarjontaa. Rahoituksen potentiaalinen kysyntä, eli yhteiskunnan kyky tuottaa ideoita ja osaamista, on kansalliseen kokonaisstrategiaan kuuluva edellytys. Samaan aihepiiriin kuuluu yhteiskunnan valmius säästää ja investoida eli siirtää nykyisiä kulutusmahdollisuuksia korvausta vastaan tulevaisuuteen. Henkisen pääoman olemassaolo sekä henkisen ja fyysisen pääoman yhdistämisestä syntyvä jaettavissa oleva lisäarvo ovat yhteiskunnan pidemmän tähtäimen olemassaolon edellytyksiä ja myös *mielekkään arvopaperimarkkinoita koskevan strategian lähtökohtia*.

Tehokkuus

Perusta arvopaperimarkkinoiden kehittämiseksi on olemassa, jos yhteiskunta pystyy tuottamaan sijoittajien kannalta mielenkiintoisia ideoita. Tällaisessa kansantaloudessa arvopaperimarkkinoiden tulevaisuus riippuu paikallisen rahoituksenvälityksen *suhteellisesta tehokkuudesta*. Tehokkuudella tarkoitetaan arvopaperimarkkinoilla sitä, missä määrin informaatio heijastuu sijoituskohteiden markkinahintoihin.

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta voidaan kuvata mallilla, jossa tehokkuus muodostuu kolmen prosessin yhteisvaikutuksena. Varojen *allokoitumisprosessi* ohjaa taloudelliset voimavarat rahan tarjoajilta rahan kysyjille. Arvopapereiden *vaihdantaprosessissa* arvopapereiden omistajat käyvät keskenään kauppaa jälkimarkkinoilla. *Informaatioprosessissa* informaatio välittyy rahan tarjoajien ja rahan kysyjien välillä.

Rahoituksen *allokoitumisprosessin* tehokkuudessa on kysymys taloudellisten resurssien kysynnästä ja tarjonnasta. Yli- ja alijäämätalouksien erilaisten odotusten tehokas yhteensovittaminen vaatii suuria määriä sijoitettavaa pääomaa ja paljon hyviä rahoituksen kohteita. Mitä suurempi rahoituksen tarjonnan ja kysynnän kirjo on, sitä tehokkaammin arvopaperimarkkinoiden *ensimarkkinat* toimivat.

Vaihdantaprosessin tehokkuus riippuu arvopaperimarkkinoiden *jälkimarkkinoiden* syvyydestä ja laajuudesta sekä kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien kustannustehokkuudesta. Pienillä, vain rajoitetusti likvideillä markkinoilla korkea teknologiakaan ei pysty korvaamaan korkeampien transaktiokustannusten aiheuttamaa tehokkuusvajetta. Tehokkaan hinnanmuodotuksen edellyttämä kysyntä ja tarjonta vaativat suuren määrän aktiivisia sijoittajia ja mielenkiintoisia tuotteita.

Informaatioprosessin tehokkuus on jokaisen markkinan ja markkinapaikan haaste. Sijoituspäätöksen kannalta relevantin informaation hallinta on ehto tehokkaalle sijoitustoiminnalle. Jos informaation määrä saavuttaa sellaisia ulottuvuuksia, joissa informaation asianmukainen evaluointi käy mahdottomaksi, tehokkuus kärsii. Tämä seikka on erityisen huomionarvoinen kulttuurillisesti ja myös maantieteellisesti suhteellisen eristyneille markkinoille. Informaation jossain määrin paikallinen luonne - eli kiinnostavuus, kieli, kulttuuri, ym. -

saattaa johtaa joidenkin rahoitustarpeiden tehokkaampaan tyydyttämiseen pienemmillä foorumeilla, joissa kilpailu sijoittajien mielenkiinnosta ei vaadi yhtä suuria taloudellisia voimavaroja.

Kehitystyö käytännössä: Allokaatio

Käytännössä on ajateltavissa, että allokoitumis-, vaihdanta- ja informaatioprosessin tehokkuuteen voitaisiin vaikuttaa usealla tavalla. Allokoitumisprosessin tehostamiseksi voidaan panostaa esimerkiksi pääomien liikkumisvapauden kehittämiseen, rahoituskilpailun edistämiseen sekä institutionaalisen sijoitustoiminnan kehittämiseen.

Vaikka *pääomien kansainvälinen liikkumisvapaus* onkin lisääntynyt huomattavasti kahden viime vuosikymmenen aikana, niin kansalliset rahoitushuollon järjestelmät ovat vasta integroitumassa maailmanlaajuiseen rahoitusverkostoon. Syynä tähän on esimerkiksi se, että sijoittajien keskuudessa ei tunneta vielä tarpeeksi hyvin sijoitusten kansainväliseen hajauttamiseen liittyviä etuja. Pääomien kansainvälisen liikkumisvapauden tiellä ovat esimerkiksi sijoitustoimintaa koskeva lainsäädäntö, mutta myös sijoituspäätöksiä tekevien henkilöiden asenne, jolla suhtaudutaan eri tavoin tuttuihin kotimarkkinoihin sekä tuntemattomampiin ulkomaisiin arvopaperimarkkinoihin.

Julkisen vallan omistuksessa olevien yhteisöjen *yksityistäminen* on myös tärkeä rahoituksen allokoitumisprosessin tehokkuuteen vaikuttava tekijä. Arvopaperimarkkinoiden toiminta vilkastuu, kun julkisoikeudelliset yhteisöt joutuvat kilpailemaan rahoituksesta samoilla ehdoilla kuin yksityisetkin yritykset. Rahoittajien ja välillisesti myös yhteiskunnan preferenssit paljastuvat myös julkisoikeudellisten yhteisöjen rahoituksen hinnassa ja vaikuttavat siten näidenkin toimijoiden liiketoiminnan suunnitteluprosesseihin. Kaikki kansantaloudessa toimivat yritykset ja yhteisöt joutuvat sopeutumaan entistä nopeammin ja aikaisempaa enemmän kilpailun muutoksiin. Samoista syistä myös välitetyn rahoituksen *arvopaperistuminen* vaikuttaa allokoitumisprosessin tehostumiseen.

Monissa maissa institutionaalisten sijoittajien, kuten vakuutuslaitosten, eläkevakuutuslaitosten ja rahastoyhtiöiden asema rahoitusmarkkinoilla on vilkkaan keskustelun kohteena. *Institutionaaliset sijoittajat* tarjoavat arvopaperimarkkinoilla kilpailukykyisiä rahoitusvaihtoehtoja yhä suuremmalle joukolla talousyksiköjä. Allokoitumisprosessin tehokkuus riippuu näiden sijoittajien infrastruktuuri- ja lainsäädäntöympäristön liberalisoinnista, mutta myös yleisön suhtautumisesta näiden toimijoiden tarjoamiin uusiin rahoitusratkaisuihin.

Vaihdanta

Vaihdantaprosessin tehokkuus määräytyy esimerkiksi markkinoiden likviditeetin sekä kaupankäynnin transaktiokustannusten perusteella. *Likviditeetti* määräytyy sijoituskohteen, toimialan ja/tai markkinapaikan kiinnostavuuden perusteella ja on siten riippuvainen markkinoita aktiivisesti seuraavasta suuresta joukosta sijoittajia. Suurten sijoittajien mahdollisuus ja kiinnostus seurata aktiivisesti tiettyjä tuotteita, toimialoja ja markkinoita vaikuttaa seurannassa olevan kohteen muodostamien markkinoiden syvyyteen ja laajuuteen. Sijoittajien käytettävissä oleva sijoitustuotteiden valikoima monipuolistuu, kun valtionyhtiöitä yksityistetään ja pankkiluottoja arvopaperistetaan, mikä saattaa vaikuttaa toimialan tai markkinapaikan kiinnostavuuden kasvuun.

Kaupankäynnin transaktiokustannukset muodostuvat kauppatapahtuman kaupankäynti-, selvitys- ja arvo-osuusjärjestelmän kustannuksista ja riippuvat käytännössä kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien nopeudesta ja turvallisuudesta. Rahoituksen riskiä vähentävänä tekijänä kustannustehokkaasti ja turvallisesti toimiva järjestelmä vaikuttaa kaupankäynnin kustannustasoon. Suuri merkitys on myös kaupankäynnin läpinäkyvyydellä. Läpinäkyvyys-

teen ja nopeuteen keskittyvien järjestelmien avulla pyritään minimaalisiin kaupankäynnin transaktiokustannuksiin. Teknologiajärjestelmän valinnalla on tässä yhteydessä huomattava merkitys.

Informaatio

Informaatioprosessin tehostaminen on yhteydessä muun muassa rahoitusmarkkinoiden valvontaan, sijoitusanalyysimenetelmiin sekä yritysten potentiaaliin sijoittajiin ylläpitämiin suhteisiin. Kansallisten arvopaperimarkkinoiden menestys riippuu informaatioprosessin näkökulmasta mm. kustannustehokkaasti toimivasta arvopaperimarkkinoiden *valvontajärjestelmästä*, jonka puitteissa rahoitusmarkkinoiden eri toimijat kilpailevat tasavertaisesti aiheuttamatta vahinkoa yhteiskunnalle. Teknologisen kehityksen, institutionaalisten sijoittajien painoarvon kasvun sekä kansainvälistymisen tilanteessa rahoitusvalvonnan tulisi pystyä edesauttamaan *vakautta joustavasti* vaarantamatta markkinoiden tehokasta toimintaa. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehokkuuden varmistamiseksi voidaan kiinnittää erityistä huomiota siihen, että erot institutionaaliin sijoittajiin ja perinteisiin rahoituksen välittäjiin kohdistuvassa valvonnassa eivät vaikuta näiden toimijoiden väliseen kilpailuun.

Sijoitusanalyysimenetelmien kehityksellä on suuri vaikutus informaatioprosessin tehokkuuteen. Niissä Euroopan unionin jäsenvaltioissa, jotka ottavat käyttöön yhteisen rahan, muun muassa valuuttakurssipoliittisten tekijöiden vaikutus sijoituspäätöksiin heikkenee. Toimiala- ja yritysکوhtaiset aspektit nousevat sijoituspäätöksiä ohjaaviksi tekijöiksi. Luotettavan sijoitusanalyysin painoarvo kasvaa. Informaatioprosessin tehokkuus edellyttää, että arvopaperimarkkinoilla on valmiuksia tällaisen tiedon ammattitaitoiseen tuottamiseen ja tulkitsemiseen.

Rahoituksesta tulee entistä merkittävämpi kilpailutekijä niin alueellisesti kuin maailmanlaajuisestikin toimiville yrityksille. Jotta yrityksillä on mahdollisuus muuttaa rahoitusrakenteitaan kilpailutilanteen edellyttämällä tavalla, tulisi kiinnittää entistä enemmän huomiota yritysten *sijoittajasuhteiden hoitoon*. Potentiaalisten sijoittajien tarpeista lähtevän tiedotuskäytännön vaikutus rahoituksen hintaan korostuu. Informaatioprosessin tehostamiseksi tämä yhteys tulisi mieltää entistä selkeämmin ja pitäisi selvittää tarkoin, millä tavalla suhteet potentiaaliin sijoittajiin näkyvät rahoituksen saatavuudessa.

Arvopaperimarkkinastrategian mielekkyys on kokonaisuudessaan riippuvainen siitä, että kehitystoimenpiteiden tarkoituksenmukaisuus arvioidaan *kustannus-hyöty -analyysin* avulla. Esimerkiksi markkinavalvonnan muutoksesta tai lisäyksestä aiheutuneiden kustannusten tulisi pysyä suhteessa saavutettuun hyötyyn eli suhteessa rahoituksen alempaan hintaan. Informaatioprosessin parantamisesta aiheutuneiden kustannusten *kohdistamiseen* tulisi myös kiinnittää huomiota.

1.5.4. Arvopaperimarkkinoiden strateginen kehittäminen Suomessa

Suomen arvopaperimarkkinastrategian tavoitteena on ennen kaikkea varmistaa, että suomalaisilla rahoituksentarvitsijoilla on potentiaalisen rahoituksen kysynnän tyydyttämiseksi mahdollisuus hakeutua tarpeidensa toteuttamisen kannalta tehokkaimman rahoitusjärjestelmän piiriin. Talouspoliittisista syistä Suomen rahoitusjärjestelmän pitäisi olla kokonaisuudessaan niin tehokas, että *Suomen ja suomalaisten rahoituksentarvitsijoiden rahoitustarpeita voidaan tyydyttää kansantalouden kansainvälistä kilpailukykyä turvaavaan hintaan*.

Arvopaperimarkkinastrategia ei ensisijaisesti pyri ottamaan kantaa arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen liittyviin alue- tai rakennepoliittisiin kysymyksiin. Tavoitteena on, että suomalaisen talousyksikön rahoitushuolto voitaisiin hoitaa yhtä edullisesti kuin vastaavassa asemassa olevan ulkomaisen talousyksikön rahoitushuolto. Vaikka yhteiskunnan kilpailu-

kyvyn kannalta onkin periaatteessa toissijaista, missä maassa tai rahoitusjärjestelmässä talousyksikkö hakeutuu arvopaperimarkkinoille, tulisi myös ottaa huomioon, että kansallisten arvopaperimarkkinoiden kehittäminen saattaa palvella kansallista vaurastumista. Tältä osin olisi syytä arvioida, missä määrin *arvopaperimarkkinoiden* kansantalouden *rahoitusfunktio* ja rahoitussektoriin liittyvät *elinkeinopoliittiset tavoitteet* voisivat *tukea toinen toisiaan*.

Suomalaisten ja Suomessa toimivien talouksien yhteydessä toimivien arvopaperimarkkinoiden säilyminen on kysymys, joka ratkeaa vain *eri tehokkuusaspektien tuottaman kokonaistuloksen* perusteella. Arvopaperimarkkinastrategian yhteydessä pitäisi pohtia tehokkuushyötyjen saamiseksi uhrattavien voimavarojen sekä tehokkuushyötyjen välistä suhdetta. Tarkastelun pohjalta tulisi ryhtyä arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta parantaviin toimenpiteisiin. Tulevaisuudessa jokainen talousyksikkö tarkastelee eri markkinapaikkojen tehokkuutta kuitenkin yksilöllisten rahoitustarpeidensa pohjalta ja hakeutuu tarkastelun tuloksen perusteella rahoitusjärjestelmän piiriin.

Allokaatio

Kun tarkastellaan suomalaisten yli- ja alijäämätalouksien mahdollisuuksia rahoitustarpeidensa tyydyttämiseen pelkästään allokoitumisprosessin tehokkuuden näkökulmasta, niin arvopaperimarkkinoiden säilyminen Suomessa näyttäisi riippuvan ensisijaisesti *suurten kansainvälisten trendien vaikutuksista Suomen arvopaperimarkkinoihin*⁵. Integroituminen maailmanlaajuiseen rahoitusverkostoon edellyttää, että lainsäätäjien ja sijoittajien asenteet muuttuvat ja arvopaperimarkkinoiden kansainväliset kontaktit lisääntyvät. Riippumatta Suomen institutionaalisten sijoittajien sijoituskäyttäytymisen kehityksestä pitäisi panostaa myös niihin ulkomaisiin toimijoihin, joilla on mahdollisuus sijoittaa Suomeen.

Suomessa arvopaperimarkkinoiden allokoitumisprosessin tehostamiseksi voidaan edistää esimerkiksi institutionaalista sijoitustoimintaa, arvopaperistumista sekä valtionyhtiöiden yksityistämistä. Vaikka näiden toimenpiteiden vaikutukset Suomen arvopaperimarkkinoiden *absoluuttiseen* kilpailuasemaan jäisivätkin vähäisiksi, niin *suhteellisten voimasuhteiden* kannalta niillä voisi kuitenkin olla paljonkin merkitystä. Tässä yhteydessä pitäisi ottaa huomioon institutionaalisessa sijoitustoiminnassa sekä yksityistämisessä tapahtuva kehitys muissa maissa. Kun muiden maiden allokoitumisprosessi tehostuu entisestään, tulisi Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi ryhtyä vastaavanlaisiin toimenpiteisiin.

Suomalaisten talousyksikköjen säästövarojen kanavoitumisen tehostamiseksi tulisi kiinnittää huomiota myös *arvopaperisäästämisen* edistämiseen. Suorien sijoitusten sekä sijoitusrahastojen kautta ohjautuvien sijoitusten yleistymisen erityisesti *kotitalouksien* säästämissuotona on keskeinen osa Suomen arvopaperimarkkinastrategiaa.

Arvopaperimarkkinoiden allokoitumisprosessin tehokkuuden ohella säästämiskäyttäytymisen muutos vaikuttaa myös suomalaisten yritysten omistuspohjaan ja siihen liittyvään määräysvaltaan. Vaikka ulkomainen pääoma on elintärkeä suomalaisille arvopaperimarkkinoille ja

⁵ Käytännössä voitaisiin tarkastella esimerkiksi Iso-Britannian tai Saksan eläkesijoitusrahastojen portfolioita ja näiden rahastojen salkkujen "Suomi-painoa". Jos suomalaisiin arvopapereihin sijoitettu summa olisi *suhteellisesti* pienempi kuin esimerkiksi ruotsalaisten arvopaperien painoarvo (ottaen huomioon kyseisten rahastojen sijoitustoimintaa koskeva lainsäädäntö, esim. valuuttariski), niin suomalaisten arvopaperimarkkinoiden tehokkuus suhteessa Ruotsiin heikkenisi allokoitumisprosessin tehokkuuden heikentymisen seurauksena. Vastaavasti sijoitussalkkujen suhteellisesti suurempi Suomi-paino toimisi Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta absoluuttista ja suhteellista tehokkuutta parantavana tekijänä.

elinkeinoelämälle, on myös kiinnitettävä huomiota huomattavaan ulkomaalaisomistukseen mahdollisesti liittyviin vaaroihin⁶. Olisi syytä puuttua suomalaisten kotitalouksien arvopaperisäästämisen yleistymisen tiellä oleviin esteisiin, jos suomalaisen elinkeinoelämän kansallista omistuspohjaa halutaan turvata.

Euroopan suurilla, kansainvälisten sijoittajien hyvin tuntemilla rahoituskeskuksilla on parhaimmat edellytykset arvopaperimarkkinoiden allokoitumisprosessin tehokkuuden kasvattamiseksi riippumatta Suomen valitsemista keinoista arvopaperimarkkinoiden kehittämiseksi. Tulisi toisaalta pitää mielessä, että myös suomalaiset talousyksiköt hyötyvät näiden keskuksien rahoituksen tarjonnan ja kysynnän runsaudesta. Tämä on yksi tärkeimmistä yhteiseen valuuttaan liittyvistä eduista. Kiristyvässä rahoituskilpailussa suurille markkinoille hakeutuminen voi olla joillekin alijäämätalouksille jopa ainoa käytettävissä oleva keino, jotta ne pysyisivät kilpailukykyisinä kansainvälisellä ja kansallisella areenalla⁷.

Vaihdanta

Suomessa kaupankäynnin kohteena olevien tuotteiden kiinnostavuus on avainasemassa jos suomalaisten ja Suomessa toimivien talouksien valinta siitä, millä arvopaperimarkkinoilla ne toimivat, riippuisi puhtaasti vaihdantaprosessin tehokkuudesta. Esimerkiksi talousyksiköiden sijoittamismielitykset vaikuttavat jälkimarkkinoiden likviditeettiin. Vaikka Suomen arvopaperimarkkinoiden laajuus ja syvyys jäisivätkin kokonaisuudessaan muista markkinoista jälkeen, niin *sijoittajien mieltymysten* perusteella määräytyvä *likviditeetti*⁸ saattaa tietyissä arvopapereissa muodostua tehokkaaksi.

Pienille ja keskisuurille yrityksille tosin myös *markkinapaikan* likviditeetti on tärkeä rahoituksen hintaan vaikuttava tekijä. Näiden yritysten kilpailukyky kärsisi, jos suurten suomalaisten yritysten likviditeetti siirtyy jostain syystä kansainvälisille arvopaperimarkkinoille. Tällaisen tilanteen ehkäisemiseksi ja markkinapaikan likviditeetin ylläpitämiseksi

⁶On esimerkiksi esitetty, että lisääntyvä ulkomaalaisomistus lisää suomalaisten yritysten paineita erikoistumiseen. Nopeasti muuttuvassa maailmassa on olemassa vaara, että erikoistuminen menee liian pitkälle ja yrityksen tuotantoon kohdistuva kysyntä pienenee nopeasti.

Oletetaan esimerkiksi, että kaksi yritystä kilpailee keskenään markkinoilla, joilla hinnanmuodostus tapahtuu melko tehokkaasti, kuten hyvin integroiduilla, suurilla ja kansainvälisillä markkinoilla. Kumpikin yritys hakee toimintapääomansa oman maansa rahoitusmarkkinoilta, joista toinen rahoitusmarkkina-alue on suhteellisen pieni, toinen taas suurempi ja tehokkaampi. Rahoitushuoltonsa tehokkaammilla markkinoilla järjestävä yritys saa rahoitustaan halvempaan hintaan kuin kilpailijansa, ja pystyy siten joko siirtämään tämän kustannusedun tuotteisiinsa tai voitonjakoon yrityksen omistajille. Edellisessä tapauksessa yritysten tuotteiden kysyntä siirtyy suhteellisesti edullisempia tuotteita tarjoavan yrityksen tuotantoon, jälkimmäisessä tapauksessa yrityksen rahoituskustannukset laskevat entisestään, kun ylijäämätaloudet haluavat hyötyä tästä edullisesta tuotto/riski -suhteesta. Pienemmän maan rahoitusmarkkinoilla rahoitustaan hankkiva yritys joutuu hakeutumaan tehokkaammille rahoitusmarkkinoille, jollei se pysty muulla tavoin alentamaan rahoituskustannuksiaan kilpailijansa tasolle.

⁸ Likviditeetti muodostuu siten, että mahdollisimman suuri ja aktiivinen joukko sijoittajia on seuraamassa tietyn yrityksen, toimialan tai markkinapaikan tapahtumia. Tämä seuranta johtaa suureen määrään osto- ja myyntitarjouksia sekä aktiiviseen kaupankäyntiin sellaisissa tilanteissa, joissa markkinoille tulee uutta tietoa yrityksen, toimialan tai markkinoiden kehitykseen vaikuttavista tekijöistä. Suomessa Nokian osakkeiden hinnanmuodostus on osoittanut, että markkinoiden koolla on vain toissijainen merkitys yksittäisten tuotteiden likviditeetin kannalta. Voidaan myös ajatella, että esimerkiksi suomalaisten sijoittajien mielenkiinto metsäteollisuuteen sekä asiantuntemus metsäteollisuuteen liittyvissä asioissa voisi johtaa melko likvidiin metsäklusteri-osakkeiden kaupankäyntiin. Kun tulevaisuudessa sijoitussalkkujen koostumusta vaihdellaan sijaintitekiöiden sijasta korostetusti toimialatekijöiden perusteella, niin olisi kuviteltavissa, että tällaiseen toimialaan sijoittavat pyrkisivät käymään myös arvopapereilla kauppaa Suomessa.

ja kasvattamiseksi suhteessa toisiinsa markkinapaikkoihin voisi ryhtyä esimerkiksi *institutionaalista sijoitustoimintaa* ja *kotitalouksien arvopaperisäästämistä* kehittäviin toimenpiteisiin.

Suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien likviditeettiä voidaan myös tukea *kansainvälisillä yhteistyösopimuksilla*. Arvopaperipörssille tarjoutuu erilaisia kansainvälisen yhteistyön muotoja, joista yleisimmät ovat etävälitys ja yhteislistojen ylläpito, joka on luonteeltaan tiiviimpi yhteistyön muoto. Etävälitystoiminnan kautta saavutettava likviditeetti on erityisesti yksinkin riittävästi kiinnostusta herättävälle arvopaperipörssille mahdollisuus vaihdantaprosessin tehostamiseksi.

Suomessa voisi myös panostaa *kansallisen yhteistyön* tehostamiseen siten, että arvopaperimarkkinat tarjoaisivat keskitetysti mahdollisimman monipuolisen ja kiinnostavan tuotevalikoiman. Kansallisten ja kansainvälisten yhteistyösopimusten lisäksi *tuotevalikoimien kehitystyö sekä pyrkimykset rahoituspalvelutarjonnan keskittämiseksi* (nk. one-stop -shopping) ovat tärkeitä niin allokoitumis- kuin myös vaihdantaprosessin tehokkuuteen vaikuttavia tekijöitä.

Suomen arvopaperimarkkinoiden kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien teknologia on joiltain osin kansainvälisen edelläkävijän asemassa. Täydentämällä näitä edistyksellisiä ratkaisuja kansainvälistä huippua edustaviksi ratkaisuisi olisi mahdollista lisätä arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä siten, että se johtaisi tulevaisuudessakin vaihdantaprosessin suhteellisen hyvään tehokkuuteen sijoittajien suosiossa olevissa arvopapereissa.

Informaatio

Monessa maassa arvopaperimarkkinoiden valvontajärjestelmää ollaan selkeyttämässä siten, että sijoittajien toivomukset *tasapuolisesta ja kustannustehokkaasta valvonnasta* otettaisiin entistä paremmin huomioon. Rahoitusmarkkinoiden valvonta on tärkeä sijoituspäätöksiä ohjaava tekijä. Myös Suomessa rahoitusmarkkinoiden valvonnan uudistamiseen liittyvä työ on parhaillaan vireillä. Pankki- ja vakuutusvalvontaa kehittämällä Suomella on mahdollisuus nostaa arvopaperimarkkinoiden ja yleensäkin rahoitusmarkkinoiden läpinäkyvyyttä entistä korostuneemmin informaatioprosessia vahvistavaksi tekijäksi.

Kun tulevaisuudessa sijoituspäätöksiä tehdään yhä selkeämmin yritys- ja toimiala-analyysien perusteella, tulisi Suomessa huolehtia siitä, että tällaisen aineiston saatavuus ei muodostu sijoitustoimintaa rajoittavaksi tekijäksi. Toimiva ja kattava yritysten *reittausjärjestelmä* on tärkeä lähtökohta. Korkealaatuinen sijoitus-, yritys- ja toimiala-analyysi näkyy tutkitun talousyksikön rahoituksen hinnassa. Sen lisäksi, että tilastoinnissa ja raportoinnissa käytetään kansainvälisesti tunnettuja ja vertailukelpoisia menetelmiä, pitäisi Suomessa myös panostaa aktiivisesti sijoitusanalyysimenetelmien kehittämiseen ja tulostietojen markkinointiin.

Yrityksen *tiedotuspolitiikkaan* pitäisi suhtautua myös tulevaisuudessa siten, että potentiaalisilla sijoittajilla on tarpeeksi tietoa sijoituspäätöksensä tukena. Omistajille ja muille sijoittajille tulisi tulevaisuudessa kertoa entistä säännöllisemmin ja myös aikaisempaa enemmän siitä, minkälaisessa taloudellisessa asemassa heidän omistamansa yritys tai muu sijoituskohteensa kulloinkin on.

Informaatioprosessi poikkeaa allokoitumis- ja vaihdantaprosesseista sikäli, että rahoituspäätöksen kannalta olennaisen tiedon asianmukaisen evaluoinnin kannalta arvopaperimarkkinoiden syvyys ja laajuus on toissijaista. Mm. informaation paikallinen kiinnostavuus ja kieli vaikuttavat rahan tarjoajien ja rahan kysyjien välisen informaation vaihtoon eli rahoitusinformaation kysyntään ja tarjontaan.

Suurilla markkinoilla saatavilla olevan rahoitusinformaation suuri määrä ja tämän informaation kenties epävarma laatu saattavat johtaa tehottomuuteen, kun informaation toimivuuden varmistamiseksi on käytettävä kohtuuttomasti voimavaroja. Jos Suomen arvopaperimarkkinoilla on valmiuksia myös paikallisen informaation aktiiviseen, ammattitaitoiseen seurantaan ja evaluointiin, niin joidenkin talousyksiköiden informaatioprosessi saattaa muodostua suhteellisesti tehokkaammaksi Suomessa.

Johtopäätös

Yhteisen valuutan Euroopassa monella suomalaisella taloudella on erinomainen mahdollisuus tyydyttää rahoitustarpeitaan tehokkaasti maailman suurimmissa finanssikeskuksissa, mikä on kansantaloudellisesti myönteinen asia. Jokainen yli- ja alijäämätalous tekee rahoitusratkaisunsa omien mieltymystensä ja tarpeidensa pohjalta. Suomalaisen talousyksikön kannattaa hakeutua muille, esimerkiksi eurooppalaisille arvopaperimarkkinoille, jos kyseisen talousyksikön rahoitustarpeiden hinnoittelu tapahtuu noilla markkinoilla tehokkaammin kuin Suomessa. Näin voisi käydä, jos kansainvälisen rahoituskeskuksen arvopaperimarkkinoilla on kiinnostus ja hyvä valmius analysoida kyseistä talousyksikköä koskevaa informaatiota.

Tosin tämä suomalaista talousyksikköä koskevan informaation analysointivalmius saattaa olla kansainvälisessä rahoituskeskuksessa myös puutteellinen, esimerkiksi silloin, kun rahoitusvaateiden hinnanmuodostuksessa on huomattavia tekijöitä, joilla ei ole yhteyttä rahoitustapahtuman kannalta oleellisiin seikkoihin. Tällöin kansainvälisen keskuksen allokointimisprosessin perusteella muodostuva tehokkuusetumatka hupenee tai eri tehokkuusaspektien kokonaistulos kääntyy negatiiviseksi. Vastaavasti Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkuusaspektien kokonaistulos kääntyy tällöin positiiviseksi. Talousyksiköillä, joiden näkökulmasta kansainvälisen rahoituskeskuksen tarjoamaan rahoitukseen sisältyisi huomattavia epätietoisuudesta johtuvia kustannuksia, pitäisi olla *mahdollisuus saada rahoitusta kilpailukykyiseen hintaan* suomalaisilta arvopaperimarkkinoilta.

Tämän mahdollisuuden varmistamiseksi Suomen pitäisi panostaa arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyyn kehittämiseen. Kehittämistyön lähtökohtana tulisi olla *allokoitumis- ja vaihdantaprosessin tehostamiseen tähtäävät toimenpiteet* siten, että Suomen arvopaperimarkkinoiden suhteellinen kilpailuasema ainakin säilyy. Myös laajemmassa rahoituksen ympäristössä toimivissa kansantalouksissa on ryhdytty rahoitushuollon kehittämiseksi erilaisiin allokoitumis- ja vaihdantaprosesseja vahvistaviin toimenpiteisiin. Jotta suomalaisten talousyksikköjen rahoitushuollon *suhteellinen tehokkuus säilyisi ainakin nykyisellä tasollaan, tulisi näitä toimenpiteitä seurata*.

Pelkästään nämä toimenpiteet saattavat kuitenkin osoittautua alimitoitetuiksi, vaikka määrätietoinen strateginen kehittämistyö johtaisikin positiivisiin tuloksiin. Jotta suomalaisilla talousyksiköillä olisi tästä huolimatta mahdollisuus tyydyttää rahoitustarpeitaan kansainvälisesti kilpailukykyiseen hintaan, Suomessa tulisikin aktiivisesti panostaa arvopaperimarkkinoiden *informaatioprosessin kehittämiseen ja markkinointiin*.

Kehittämisen kohteena oleva *valvonta* tarjoaa hyvän lähtökohdan *korostaa luotettavuuden ja läpinäkyvyyden merkitystä* tässä prosessissa. Rahoituksen tuottoihin ja riskeihin liittyvän edullisen ja luotettavan informaation tuotanto perustuu vastuullista itsesääntelyä korostavaan, markkinoiden vakautta huomioon ottavaan toimintaan. Kustannustehokkaasti toimiva, turvallinen valvontajärjestelmä on ensiarvoisen tärkeä, jotta suomalaiset talousyksiköt pääsisivät hyötymään kansainvälisen pääoman tarjonnasta Suomen arvopaperimarkkinoilla.

Keskeisenä osana arvopaperimarkkinoiden informaatioprosessin tehokkuutta tulisi kehittää suomalaisia talousyksikköjä koskevaa *sijoitustutkimusta, reittausjärjestelmiä* sekä yritysten

analysointia tukevaa *tiedotuskäytäntöä*. Tässä informaation mielellään reaaliaikaisessa, kansainvälisessä jakelussa ja asianmukaisessa evaluoinnissa tulisi kiinnittää huomiota *nykyaikaisen tietoteknologian tarjoamiin mahdollisuuksiin*. Kun toimenpiteet allokaatio- ja vaihdantaprosessien tehostamiseksi osoittautuvat todennäköisesti riittämättömiksi ylläpitämään suomalaisen rahoitushuollon kilpailukykyä, niin kansainvälisessä vertailussa tehokkaalla informaatioprosessilla tulisi pyrkiä painamaan suomalaisten arvopaperimarkkinoiden kautta tapahtuvan rahoituksen kustannukset ulkomaisten arvopaperimarkkinoiden vastaavien kustannusten tasolle tai niitä alemmalle tasolle.

Arvopaperimarkkinastrategia luo parhaimmillaan hyvän lähtökohdan menestyä kiristyvässä yhteiskuntien välisessä kilpailussa. Yhteiskuntien välisessä kilpailussakin informaatioprosessin tehokkuus nousee keskeiseksi teemaksi, kun rahoituksen hinta vaikuttaa yhä pienemmän yrityksen kilpailukykyyn.

Arvopaperimarkkinastrategian toteuttamisessa tulisi kiinnittää erityistä huomiota rahoituksen tehostumisesta syntyvään hyötyyn ja tehostumisesta aiheutuvien kustannusten tarkoituksenmukaiseen kohdentumiseen. Informaatioprosessin tehostaminen aiheuttaa kustannuksia, joita on verrattava saavutettuihin hyötyihin ja säästöihin. Hyödyt ja säästöt toteutuvat mm. rahoituksen alempina hintoina.

Kansainvälisesti kilpailukykyinen informaatio-osaaminen tuo myös uusia ulottuvuuksia arvopaperimarkkinoiden elinkeinopoliittisen aseman kehittämiseen. Hyvin koulutetut rahoitusalan ammattilaiset yhdistettyinä toimivaan, kenties eri tarpeisiin muunneltavissa olevaan valvontajärjestelmään ja erilaisten talousyksiköiden tarpeiden analysointikykyyn antaa tukevan pohjan rahoitus- ja arvopaperimarkkinoita koskevan elinkeinopolitiikan kehitystyölle.

1.5.5. Rahoituspalveluyritykset elinkeinopoliittisessa strategiassa

Useassa maassa tarjotaan kansainvälisille rahoituspalveluyrityksille erityisen suotuisia puitteita liiketoiminnan harjoittamiseksi. Tämäntyyppisten elinkeinopoliittisten toimenpiteiden yhteys kansantalouden rahoitushuollon tehostamiseen on kuitenkin lähinnä välillinen. Rahoitusalan yritysten etabloitumisen helpottamisen taustalla ovat kansallisten hallitusten pyrkimykset saada sijoituksia, työpaikkoja ja verotuloja kansantalouteen. Tällaisia pyrkimyksiä on ollut myös eräissä Euroopan unionin jäsenvaltioissa.

Muiden maiden yrityksiin kohdistuvasta elinkeinopolitiikasta voidaan joissakin tapauksissa puhua myös *verokilpailun*, segmenttihinnoittelun tai polkuhinnoittelun nimellä. Hintakilpailun kohteena on yhteiskunnan infrastruktuuri.

Hallitusten välinen kilpailu muiden maiden yritysten suorista sijoituksista ei ole mikään uusi ilmiö. Siitä lähtien, kun työttömyydestä on tullut rasite yhä useammalle kansantaloudelle, ulkomaisia yrityksiä on houkuteltu erilaisin keinoin tekemään suoria sijoituksia. Myöskään rahoituspalveluyritysten houkuttelemisen erilaisilla infrastruktuurirakenteiden erikoisuuksilla ei ole mikään uusi ilmiö. Euroopassa Sveitsi, Luxemburg ja eräät saaret Englannin kanaalista ovat tästä hyviä esimerkkejä.

Rahoituspalveluyritysten suosion syitä

Viime aikoina on kuitenkin näyttänyt siltä, että muiden maiden rahoituspalveluyrityksiin suuntautuvasta aggressiivisesta elinkeinopolitiikasta on tullut yhä useamman kansallisen hallituksen tapa taistella työttömyyttä ja julkisen talouden alijäämää vastaan. Tämä johtuu monestakin syystä, mm. rahoituspalvelujen tuotantotekijöiden ja jakeluverkostojen liikkuvuudesta.

Aiemmin myös rahoituspalveluyritysten liiketoiminta oli ainakin osittain sidoksissa asiakkaiden ja yhteistyökumppaneiden fyysiseen läheisyyteen. Nykyään erityisesti teknologian kehityksen ansiosta *sijaintitekijöiden vaikutus liiketoimipaikan valintaan on muuttunut*. Asiakasläheisyyden mittarina käytetään yhä harvemmin fyysistä etäisyyttä ja yhä useammin kontaktiaikaa, -hintaa yms.

Toinen merkittävä rahoituspalveluyritysten suosiota selittävä tekijä on rahoituspalvelusektorin maailmanlaajuinen kasvu. Pääomanliikkeiden vapauduttua ja tietotekniikan yleistyttyä arvopaperi- ja valuuttamarkkinoiden volyymi on kasvanut valtavasti mittasuhteisiin. Rahoituspalvelusektorin kasvun mukanaan tuoma *vauraus* kansantaloudelle kiinnostaa yhä useamman maan hallitusta.

Voidaan myös tarkastella rahoituspalvelusektoriin keskittyvän elinkeinopolitiikan etuja suhteessa esim. teollisuuteen. Automaatiokehityksen ansiosta teollisuusinvestointi ei *työllistä* enää läheskään niin paljon työvoimaa kuin vielä esim. 1970-luvulla. Rahoituspalveluyritysten toiminta perustuu sen sijaan pitkälti palveluihin, joissa ammattitaitoisen henkilökunnan merkitys on suuri.

Aggressiivisen elinkeinopolitiikan ongelmia

Hallitusten elinkeinopoliittiset toimenpiteet, jotka tähtäävät toisten maiden yritysten suorien sijoitusten houkuttelemiseen, eivät ole mitenkään suosittuja niiden maiden hallituksissa, jotka yrittävät vastaavasti pitää oman maansa kansantalouden rahoituspohjaa terveenä. Myös Suomi on vastustanut vahingollista verokilpailua Euroopan unionin piirissä.

Haitallinen verokilpailu voi vääristää kansantalouksien verotusjärjestelmiä siten, että ne toimivat työllisyyttä vähentävinä voimina. Kun joidenkin tuotannontekijöiden, erityisesti pääoman, liikkuvuus yli valtiollisten rajojen on lisääntynyt, verotuksen painopiste on siirtynyt yhä enemmän heikoimmin liikkuviin tuotannontekijöihin, kuten työvoimaan. Tämä seikka on eräiden arvioiden mukaan suoraan yhteydessä korkeaan työttömyyteen joissakin Euroopan unionin jäsenvaltioissa.

Helposti siirrettävien tuotannontekijöiden alhaisen verotuksen käyttö kansantalouden kansainvälisenä kilpailukeinona pienentää myös joidenkin maiden verokertymiä. Tämä aiheuttaa paineita verotuksen kiristämiseksi tai vaikeuttaa kokonaisveroasteen tuntuvaan alentamista. Uhka kansallisen verotuspohjan supistumisesta johtaa haitallisen verokilpailun jatkumiseen ja kaventaa kansantalouksien mahdollisuuksia toteuttaa esimerkiksi ympäristönsuojeluun liittyviä verosuunnitelmia.

Euroopan unionin jäsenmaiden harjoittama verokilpailu hankaloittaa myös Euroopan talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen lähestymiskriteerien saavuttamista. Niissä maissa, joissa julkisen talouden alijäämä uhkaa jäädä kolmea prosenttia suuremmaksi, ei suhtauduta kovinkaan myönteisesti maihin, jotka antavat ulkomaalaisille talousyksiköille veronalennuksia pienentäen samalla naapurimaiden verokertymiä.

Veroalennusmyynti ja Euroopan unioni

Euroopan unionissa keskustelu veroalennusmyynnistä, verojen harmonisointipaineista, kilpailun vääristymisestä ja *haitallisesta kilpailusta* käy vilkkaana. Euroopan unionin komission mukaan toimenpiteitä verotuksen yhdenmukaistamiseksi ei voida pitemmällä tähtäimellä välttää. Mm. Irlannin, Luxemburgin, Madeiran ja Triesten rahoituspalvelujen verotuskäytäntö aiheuttaa ongelmia joidenkin Euroopan unionin jäsenmaiden välisissä suhteissa. Belgiassa ja Alankomaissa puolestaan veroalennus ei kohdistu erityisesti rahoituspalveluihin, vaan kansainvälisiin yrityksiin yleensä.

Euroopan unionin komissio on todennut, ettei se sinänsä vastusta jäsenvaltioiden välistä verokilpailua. Kansantalouksien välinen verokilpailu on periaatteessa yksi niistä tekijöistä, joiden avulla yhteiskunnat pyrkivät vaikuttamaan resurssien käytön tehokkuuteen. Verotuksen painopisteiden muutoksilla saattaa olla positiivisia vaikutuksia myös työllisyyteen. Verotus voi olla yksi terveen, yhteiskuntien välisen kilpailun kilpailukeinoista ja saattaa siten hyödyttää kansalaisia ja lisätä paineita vähentää julkisia menoja. Tuomittavaksi verokilpailu muuttuu vasta siinä vaiheessa, kun se selvästi vääristää kilpailua ja toimii yhteismarkkinoiden periaatteita vastaan. Jos maan hallitus kohtelee esimerkiksi ulkomaisia talousyksikköjä verotuksellisesti yleisestä käytännöstä poikkeavalla tavalla, voidaan puhua myös suorasta *valtion tuen muodosta*.

Verotus on yksi niistä aloista, joissa Euroopan unionilla ei tähän asti ole ollut merkittävää toimivaltaa. Veropolitiikka koetaan monessa maassa vielä erottamattomaksi osaksi kansallista itsenäisyyttä. Näin esimerkiksi keskustelu arvonlisäverotuksen harmonisoinnista on edennyt hyvin hitaasti. Euroopan unioni on nyt lähestynyt tätä ongelmaa *toimenpidepaketillä* haitallisen verokilpailun poistamiseksi.

Euroopan unionin pyrkimyksenä on kääntää liikkuvien tuotannontekijöiden ja työvoiman verotuksen rakenteiden kehitys työllistämistä edistävään suuntaan. Toimenpidepaketilla ei pyritä jäsenvaltioita oikeudellisesti sitoviin päätöksiin. Komissio antaa lähinnä poliittisia suuntaviivoja, joiden pohjalta haitalliseen verokilpailuun liittyviä ongelmia voitaisiin hoitaa toissijaisuusperiaatteen mukaisessa hengessä. Toimenpidepaketin mahdollisia osia olisivat mm. yritysten verottamista koskevat ohjesäännöt, toimenpiteet pääomatulojen verotuksen vääristymien poistamiseksi sekä yhtiöiden välisen, valtiolliset rajat ylittävien korko- ja rojaltimaksujen lähdeverotuksen poistaminen.

Euroopan unionissa myös verokilpailua harjoittavien maiden joukossa on hallituksia, jotka tunnustavat tällaiseen elinkeinopolitiikkaan liittyvän problematiikan olemassaolon. Integroituneiden rahoitusmarkkinoiden maailmassa, jossa pääomat liikkuvat suhteellisen vapaasti yli valtiollisten rajojen, on kuitenkin otettava huomioon, ettei Euroopan unionissa tehdyillä päätöksillä ole vaikutusta Euroopan unionin ulkopuolisten maiden harjoittamaan verolainsäädäntöön.

Haitalliseen verokilpailuun liittyviä seurauksia ei voida välttää, jos Euroopan unionin sisäisen verotusharmonisoinnin seurauksena pääoma siirtyy esimerkiksi Euroopan unionin ulkopuoliseen maahan. Haitallinen verokilpailu on maailmanlaajuinen ongelma, josta keskustellaan Euroopan unionin lisäksi myös OECD:n ja G7-maiden piirissä.

2. Lainsäädännön analyysi

2.1. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö

2.1.1. Kuvaus

Arvopaperimarkkinalainsäädännön valmistelu 1980 -luvulla

Suomalaisen arvopaperimarkkinalainsäädännön pääasiallisina tavoitteina on ollut turvata markkinoiden tehokas toiminta ja suojata sijoittajaa. Kansainvälistä kehitystä seuraten arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteisiin on pyritty varmistamalla markkinoilla toimivien osapuolten mahdollisuudet saada tarpeeksi markkinoita koskevaa tietoa, edellyttämällä markkinoilla toimivien osapuolten toiminnalta puolueettomuutta sekä luomalla arvopaperimarkkinoiden viranomaisvalvonta pankkitarkastusvirastoon keväällä 1989 (tätä ennen valvojina toimivat Suomen Pankki ja valtiovarainministeriö). Arvopaperimarkkinoita koskevaa erillislainsäädäntöä annettiin ensimmäisen kerran noin kymmenen vuotta sitten.

Tärkeimpiä lakeja ovat 1.9.1987 voimaan tullut sijoitusrahastolaki (SijRahL, 480/1987), 1.11.1988 voimaan tullut vakioitujen johdannaissopimusten kauppaa sääntelevä laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä (OptioL, 772/1988) sekä arvopaperimarkkinalainsäädännön perustan muodostavat arvopaperimarkkinalaki (AML, 495/1989) ja laki arvopaperinvälitysliikkeistä (AVL, 499/1989), jotka tulivat voimaan 1.8.1989. AML sisältää säännöksiä sekä arvopaperien markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta, tiedonantovelvollisuudesta, julkisesta kaupankäynnistä, arvopaperinvälittäjän velvollisuuksista, julkisesta ostotarjouksesta, lunastusvelvollisuudesta, sisäpiirin kaupoista että arvopaperimarkkinoiden valvonnasta. Arvopapereiden ensimarkkinoilla sijoittajille on annettava tietoja sisällöltään tarkasti määritellyissä tarjous- ja listalleottoesitteissä ja myös arvopapereiden jälkimarkkinoilla liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta on laajennettu ja täsmennetty. Huomattava osa arvopaperimarkkinoiden sääntelystä perustuu lakia alemmantasoisin säännöksiin, käytännössä rahoitustarkastuksen määräyksiin ja ohjeisiin sekä itsesääntelyyn, joka on suurelta osin viranomaisen vahvistamaa, kuten arvopaperipörssin ja optioyhteisöjen sekä arvopaperikeskuksen säännöt.

1980-luvulla valmisteltu arvopaperimarkkinalainsäädäntö vastasi pitkälti Euroopan unionissa valmisteltuja sisämarkkinadirektiivejä, joten Euroopan yhdentymiskehityksestä ei aiheutunut arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön suuria sisällöllisiä muutoksia. Muutostarpeet tarkistettiin vuonna 1990 asetetussa arvopaperimarkkinatoimikunnassa (KM 1991:48), jonka tärkeimmät ehdotukset (HE 318/1992 vp.) koskivat AML:n muuttamista arvopaperin liikkeeseenlaskuun liittyvän tiedonantovelvollisuuden, liputusvelvollisuuden ja sisäpiirintiedon käsitteen laajentamiseksi. Samaan aikaan sijoitusrahastolainsäädäntöön tehtiin ETA-sopimuksen voimaansaattamisesta ja sijoitusrahastodirektiivin tarkemmasta täytäntöönpanosta johtuneita uudistuksia (HE 309/1992 vp.), jotka myös tulivat voimaan vuoden 1994 alusta. Viimeisin SijRahL:n muutostyö (HE 59/1996 vp.), jolla sijoitusrahastolainsäädäntöä modernisoitiin entisestään, tuli voimaan 1.8.1996.

Arvo-osuuslainsäädäntö

Paperitonta ja automaattiseen tietojenkäsittelyyn perustuvaa arvopaperikauppaa koskeva lainsäädäntö valmistui 1990-luvun alussa. Laki arvo-osuusjärjestelmästä (AOJL, 826/1991) ja laki arvo-osuustileistä (AOTL, 827/1991) sekä muut järjestelmään liittyvät lait tulivat voimaan 1.8.1991. Ensimmäinen laki sisältää säännökset arvo-osuusjärjestelmän rakenteesta, toiminnasta ja organisaatiosta ja jälkimmäinen laki säännökset arvo-osuuksiin liittyvistä varallisuusosoikeuksista ja kirjaamismenettelystä. Lakia arvo-osuustileistä on myöhemmin muutettu kaksi kertaa (HE 136/1993 vp. ja 102/1996 vp.). Viime vuosina on erityisesti keskitytty joukkovelkakirjojen siirtämiseen arvo-osuusjärjestelmään (HE 18/1994 vp. ja 98/1995 vp.). Arvo-osuusjärjestelmä on toiminut pitkään hajautetusti siten, että toimiluvan saaneet organisaatiot ovat ylläpitäneet erillisiä arvo-osuusrekistereitä, joiden toimintaa on kuitenkin koordinoitunut ja kehittänyt yhteinen yläorganisaatio Arvo-osuusyhdistys. Kustannustehokkuuteen ja kilpailukykyyn liittyvistä syistä arvo-osuusjärjestelmää tiivistetään (HE 192/1996 vp.) parhaillaan siten, että vuoden 1999 alussa kaikki arvo-osuuksilla tehtyjen kauppajen kirjaamistoiminta pyritään keskittämään kansalliseen arvopaperikeskukseen, Suomen Arvopaperikeskus Oy:ön, ja ajan mittaan itsenäiset rekisterinpitäjät ryhtyvät toimimaan keskuksen asiamiehinä. Laki arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain muuttamisesta ja muut kansallisen arvopaperikeskuksen toteuttamista koskevat lait (1073-1077/1996) tulivat voimaan vuoden 1997 alusta, jolloin myös Suomen Arvopaperikeskus Oy aloitti toimintansa. Arvopaperi-, johdannaish- ja valuuttakauppojen nettouttamista koskeva laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan ehdoista (588/1997) tuli voimaan 1.7.1997.

Arvopaperimarkkinoiden tehokkaan ja luotettavan toiminnan parantamiseksi on vuoden 1998 alkupuolella AML:in tarkoitus ottaa myös uusi 4a luku arvopaperikauppojen selvitystoiminnasta, josta ei ole aiemmin ollut Suomessa laintasoisia säännöksiä. Hallituksen esitys

laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta sekä muuksi arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi (HE 209/1997 vp) annettiin eduskunnalle lokakuun 1997 lopussa. Selvitystoiminnan ammattimaiseen harjoittamiseen vaadittaisiin jatkossa toimilupa ja toiminnan yleisistä edellytyksistä ja puitteista säädettäisiin laissa. Esitys sisältää säännöksiä myös niin sanotun arvopaperien lainaustoiminnan järjestämisestä.

Luottolaitostoiminnan sääntely

Luottolaitokset ovat perinteisesti olleet keskeisiä markkinaosapuolia arvopaperimarkkinoilla, mistä syystä arvopaperimarkkinalainsäädäntöön voidaan katsoa kuuluvaksi myös eräitä pankkitoiminnan osa-alueita koskeva lainsäädäntö. Luottolaitosten toimintaa pääasiallisesti ohjaava EY-säännöstö sisältyy vuonna 1977 hyväksytyyn niin sanottuun ensimmäiseen pankkidirektiiviin (ensimmäinen neuvoston direktiivi luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta, 77/780/ETY) sekä vuonna 1993 voimaan tulleeseen toiseen pankkidirektiiviin (toinen neuvoston direktiivi luottolaitosten liiketoiminnan aloittamiseen ja harjoittamiseen liittyvien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta, 89/646/ETY). Luottolaitosten toimintaa ohjaava keskeinen kotimainen normisto on luottolaitostoiminnasta annettu 1.1.1994 voimaan tullut laki (LLL, 1607/1993), jonka 20 §:n mukaan luottolaitokset voivat harjoittaa muun muassa arvopaperikauppaa ja muuta arvopaperitoimintaa. Luottolaitostoiminnasta annettu laki sisältää yleiset säännökset luottolaitosten perustamisesta, omistamisesta, toiminnasta, tilinpäätöksestä, tilintarkastuksesta, maksuvalmiudesta, riskien hallinnasta ja vakavaraisuudesta sekä luottolaitosten vakuusrahastosta. Erityistä pankkityypikohtaista sääntelyä sisältyy liikepankkilakiin (1269/1990), säästöpankkilakiin (1270/1990), osuuspankkilakiin (1271/1990) ja lakiin Postipankki Oy:stä (972/1987). Koska luottolaitoksilla on toimilupansa nojalla oikeus harjoittaa arvopaperikauppaa ja muuta arvopaperitoimintaa, pidetään niitä automaattisesti AML:ssa tarkoitettuina arvopaperinvälittäjinä. Tällöin niiden on noudatettava useita arvopaperinvälittäjän käsitteeseen liitettyjä velvollisuuksia, kuten velvollisuutta pitää sisäpiirirekisteriä ja raportoida arvopaperikaupat. Samasta syystä luottolaitoksia pidetään myös OptioL:ssa tarkoitettuina välittäjinä, joten niiden on noudatettava myös OptioL:ssa säädettyjä välittäjien oikeuksia ja velvollisuuksia. Ulkomaisten luottolaitosten toimintaa Suomessa koskee laki ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa (1608/1993).

Sijoituspalvelulainsäädäntö

Euroopan unionin sisämarkkinaohjelman merkittävimmät vaikutukset suomalaiseen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön aiheutuivat vuoden 1996 alusta voimaan tulleesta sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla annetusta neuvoston direktiivistä (sijoituspalveludirektiivi, 93/22/ETY) sekä neuvoston direktiivistä sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävydestä (markkinariskidirektiivi, 93/6/ETY). Direktiivien johdosta sijoituspalveluita tarjoavia yrityksiä koskeva lainsäädäntö yhdenmukaistettiin luottolaitoksia koskevien säännösten kanssa elokuussa 1996 voimaan tulleilla uusilla laeilla sijoituspalveluyrityksistä (SipaL, 579/1996) ja ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (UlkSipaL, 580/1996) sekä AML:in ja OptioL:in tehdyillä muutoksilla (581/1996 ja 582/1996). SipaL toi myös Suomessa lainsäädännön ja viranomaisvalvonnan piiriin useita arvopaperimarkkinoilla toimivia yrityksiä, joiden toiminta ei aikaisemmin ollut luvanvaraista eikä viranomaisvalvonnassa. Luvanvaraisia sijoituspalveluja ovat nykyisin arvopaperinvälitys, omaisuudenhoito, markkinatakaus, arvopaperikaupinta, emissionjärjestäminen sekä emissiotakaaminen. Luetelluista palveluista vain arvopaperinvälityksen harjoittaminen oli ollut Suomessa arvopaperinvälitysliikkeistä annetun lain mukaisesti luvanvaraista ja viranomaisvalvonnassa. Yhtenäiset säännökset sisältävät määräyksiä sijoituspalveluyrityksen perustamisesta, omistamisesta, toiminnasta, tilinpäätöksestä, tilintarkastuksesta, vakavaraisuudesta, riskien ja suurten vastuiden hallinnasta sekä

viranomaisvalvonnasta. Uuden lainsäädännön myötä kaikkien kyseisiä sijoituspalveluja tarjoavien yritysten tulee olla valtioneuvostolta toimilupansa saaneita osakeyhtiöitä. Lisäksi niihin sovelletaan AML 4 luvun säännöksiä hyvästä tavasta arvopaperikaupassa ja arvopaperinvälittäjän velvollisuuksista. Toimilupia oli 7.1.1998 myönnetty 38 kappaletta ja peruutettu yksi.

SipaL:n sekä LLL:n tilintarkastus- ja tilinpäätössäännösten sekä yhteisöoikeudellisten normien yhtenäistämistä on valmisteltu valtiovarainministeriössä luottolaitoslainsäädännön tarkistamishankkeessa. Hallituksen esitys (HE 208/1997 vp) luottolaitostoiminnasta annetun lain ja sijoituspalveluyrityksistä annetun lain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta annettiin eduskunnalle lokakuun 1997 lopussa. Esityksen yleisenä tavoitteena on lisätä ja selkeyttää luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten taloudellista asemaa koskevaa julkista informaatiota sekä tehostaa ja selkeyttää niiden viranomais- ja omistajavalvontaa.

Sijoituspalveluyrityksistä annetun lainsäädännön toinen merkittävä vaikutus arvopaperimarkkinoilla palveluja tarjoavien yritysten toimintaan oli sijoituspalveludirektiiviin sisältynyt yhden toimiluvan vastavuoroisen tunnustamisen periaate. Periaatteen mukaan jokainen Suomessa Sipal:n mukaisen toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys saa vapaasti tarjota sijoituspalveluja myös muissa ETA-alueen valtioissa ilman erillistä toimilupaa. Ulkomaisten sijoituspalveluyritysten toimintaa Suomessa koskee samassa yhteydessä annettu laki ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa. Soveltamisalaltaan liian suppeaksi sijoituspalveludirektiivin kannalta jäänyt arvopaperinvälitysliikkeistä annettu laki kumottiin vuoden 1996 elokuun alusta.

Muu arvopaperimarkkinalainsäädäntö

Mainittujen erillislakien lisäksi arvopaperikauppaa koskevat kauppakaaren 18 luvun säännökset asiamiehen velvollisuuksista. Lisäksi toimeksiantosopimukseen sovelletaan varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (228/1929) säännöksiä sekä yleisiä vahingonkorvausoikeudellisia periaatteita. Arvopaperien vaihdantaa koskevat tärkeät puitesäännökset sisältyvät velkakirjalakiin (622/1947). Myös irtaimen kauppaa koskevan kauppalain (355/1987) vapaaehtoisia säännöksiä voidaan soveltaa arvopaperien kauppasopimukseen. Kuluttajansuojalain (38/1978) soveltamisalaa laajennettiin vuoden 1994 heinäkuun alusta siten, että lain tarkoittamana kulutushyödykkeenä pidetään nykyisin myös arvopapereita, joita tarjotaan luonnollisille henkilöille.

Arvopaperimarkkinalainsäädännön uudet ja tulevat muutoshankkeet

Sijoituspalveludirektiivin 12 artiklan seurauksena EU:n komissio antoi piensijoittajien oikeusaseman parantamiseksi loppuvuonna 1994 sijoittajien korvausjärjestelmiä koskevan muutetun direktiiviehdotuksen. Valtiovarainministeriö asettikin helmikuussa 1996 työryhmän valmistelemaan asiaa koskevaa lainsäädäntöä. Sijoittajansuojatyöryhmä sai ehdotuksensa valmiiksi joulukuussa 1996 (Sijoittajansuojatyöryhmän muistio 1/97) ja päätyi ehdottamaan, että Suomeen tulisi perustaa sijoittajien suojaksi erityinen korvausrahasto, johon kuulumisen olisi kaikille sijoituspalveluja tarjoaville luottolaitoksille ja sijoituspalveluyrityksille pakollista. Työryhmän muistion pohjalta laadittava hallituksen esitys annettaneen eduskunnalle kevästuntokaudella 1998, sillä alkuvuonna 1997 lopullisesti hyväksytty direktiivi (97/9/EY) tulee saattaa voimaan viimeistään 26. syyskuuta 1998. Sijoittajien korvausjärjestelmän perustaminen tulee merkitsemään piensijoittajien kannalta sijoituspalveluyrityksen maksukyvyttömyys-tilanteiden saattamista osittain samankaltaisen suojajärjestelmän piiriin kuin se suoja, joka pientallettajan pankkitilille tallettamilla varoilla on tulevassa talletussuojajärjestelmässä.

Lisäksi valtiovarainministeriössä on valmisteltu kiinteistörahastolainsäädäntöä, jonka

tarkoituksena on säännellä ja samalla vilkastuttaa toimintaa, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin. Lainsäädäntöä koskeva hallituksen esitys (HE 77/1997 vp) annettiin eduskunnalle toukokuussa 1997. Eduskunnassa loppuvuonna 1997 hyväksytty kiinteistörahastolaki (1173/1997) tulee voimaan 1.3.1998. Kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annettuun lakiin 1.9.1997 voimaan tulleella muutoksella (599/1997) vahvistettiin El-Ex Sähköpörssi Oy:n valvontaa.

2.1.2. Lainsäädännön systematisointia

Lainsäädännön jäsentelyä

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on Suomessa uutta ja sen perusta rakennettiin kutakuinkin tyhjästä Suomessa 1980-luvun lopulla, kun pääasiallisesti oikeusministeriössä tapahtuneesta valmistelusta erittäin nopeasti saatettiin voimaan useita keskeisiä lakeja. Lainsäädäntö on olennainen osa Suomen arvopaperimarkkinoiden uskottavuutta.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kuuluvissa kahdeksassa laissa on tällä hetkellä yhteensä 394 pykälää (AML 78, SijRahL 97, OptioL 45, SipaL 43, UlkSipaL 17, AOJL 36, AOTL 46 ja KiintRahL 32, joista KiintRahL tulee voimaan 1.3.1998).

Lait ovat riippuvuussuhteessa toisiinsa ja muodostavat Suomessa uuden oikeudenalan, arvopaperimarkkinaoikeuden. Pekka Timosen väitöskirjassaan esittämän määritelmän mukaan ("Määräysvalta, hinta ja markkinavoima", 1997, s. 180) arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely koskee:

- "1) vaihdannan kohteita (sijoitusinstrumentit, arvo-osuusjärjestelmä jne.),
- 2) vaihdantatransaktioita (kaupankäynnin toteuttaminen, clearing, maksujärjestelyt, vastuukysymykset),
- 3) markkinaosapuolia (tiedonanto- ja liputusvelvollisuus, sisäpiirikauppa, tarjous- tai lunastusvelvollisuus jne.),
- 4) markkina-ammattilaisia (sijoituspalveluyritykset, sijoitusrahastot, niiden vakavaraisuutta ja sijoituskohteita koskevat säännökset jne.), sekä
- 5) kauppapaikkaa (pörssi, optiopörssi jne)."

Lainsäädännön vaiheet

Seuraavassa pelkistetyssä esityksessä ajankohdat tarkoittavat lakiesitysten antamisen ajankohtaa eduskunnalle.

- 1) Arvopaperimarkkinalainsäädännön rakentaminen (1986-1990)
- 2) ETA-sopimus ja EU-direktiivien kansallinen täytäntöönpano (1991-1993)
- 3) EU-direktiivien kansallisen täytäntöönpanon jatkaminen ja parantelu sekä arvopaperimarkkinalainsäädännön rakentamisen jatkaminen kansallisin hankkein (1994-1997 ja edelleen)
- 4) Kansainvälisen kilpailukyvyn parantaminen (1998-)

Näkökulman kehittyminen

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on noin kymmenessä vuodessa saavuttanut länsi-eurooppalaisen vaatimustason. Lainsäädäntöön on muutamassa vuodessa sisällytetty parinkymmenen vuoden kuluessa laaditut Euroopan unionin normit. Osakkeiden ulkomaalaisomistus vapautettiin vuotta ennen ETA-sopimuksen voimaantuloa. Tämän lisäksi on siirrytty eurooppalaisittain edistyskäsittelyyn perustuvaan paperittomaan arvopaperien säilytys- ja kirjaamisjärjestelmään, joka on otettu Euroopan unionin jäsenvalti-

oista Suomen ohella käyttöön vain Espanjassa, Ranskassa, Ruotsissa ja Tanskassa.

I 1986-1990

- a) piensijoittajan suoja
- b) osakemarkkinoiden sääntelyn perusteet lainsäädäntöön kodifioimalla silloinen itsesääntely
- c) arvopaperimarkkinalain voimaantulon ajoittuminen rahoitusmarkkinoiden ylikuumenemisen aikaan 1980-luvun lopulla
- d) olemassaolevat rakenteet (AML: markkinapaikat, AVL: pankkiiriliikkeet, OptioL: SOM ja SOP)
- e) täydentävien rakenteiden luominen (arvo-osuusjärjestelmä)
- f) arvopaperimarkkinoiden viranomaisvalvonnan aloittaminen
- g) itsesääntelyn ja pankkitarkastusviraston ohjeiden vahva asema
- h) EU-direktiivien ennakointi (AML 2, 5 ja 6 luku)
- i) Ruotsin mallin seuraaminen (SijRahL, OptioL)
- j) keskeiset esikuvat muut pohjoismaat ja Iso-Britannia

II 1991-1993

- a) EU-direktiivien tunnontarkka kansallinen täytäntöönpano
- b) ei lainsäädännön varsinaisia kansainvälisiä vertailuja
- c) lakia alemmanasteisen sitovan viranomaisnormiston kasvu
- d) EU-direktiivien ennakointi (AML 6 luku)

III 1994-1997

- a) EU-direktiivien kansallisen täytäntöönpanon parantelu ja jatkaminen
- b) erilaisten sijoittajatyyppeihin huomioon ottaminen erityisesti arvo-osuusjärjestelmään liitettyjä, tukkumarkkinoilla kaupattavia arvopapereita koskevaa sääntelyä kehittämällä
- c) valtion edun ja valtionlainamarkkinoiden korostaminen
- d) arvopaperimarkkinalainsäädännön reagointi pankkikriisiin
- e) rahoitusjärjestelmän monipuolistamispyrkimys
- f) infrastruktuurin rakentaminen kansallisina hankkeina
- g) rahoitustarkastuksen olennainen vahvistuminen
- h) lainsäädännön yksityiskohtaiset kansainväliset vertailut

IV 1998-

- a) EU-direktiivien muuttuminen kehysdirektiiveiksi
- b) kansallisten erityispiirteiden vähentäminen
- c) sitoutuminen osaksi eurooppalaista markkina-aluetta
- d) kilpailun kiristyminen ja tehokkuuden kasvu
- e) lainsäädännön merkitys kansallisten rahoitusmarkkinoiden perustan muodostajana ulkomaisille sijoittajille
- f) markkinapaikka Suomi ja markkinapaikka Helsinki
- g) valmistautuminen yhteisen rahan käyttöönottoon
- h) lainsäädännön kokonaisvaltainen tarkastelu sen toimivuuden, joustavuuden ja kilpailukyvyyn varmistamiseksi
- i) erilaisten sijoittajatyyppeihin ja erityisesti ammattimaisten sijoittajien tarpeiden huomioon ottaminen
- j) Arvopaperimarkkinat 2000 -työryhmän uusi informaatioprosessia painottava strategia

- k) verotuksen ja arvopaperimarkkinalainsäädännön koordinoinnin tehostaminen

Erillisprojekteja

AOTL:n valmisteluvastuu on oikeusministeriössä ja muiden arvopaperimarkkina-lainsäädäntöön kuuluvien lakien valmisteluvastuu valtiovarainministeriössä.

Arvopaperimarkkinalainsäädännön vireillä olevia hankkeita ja muita valtiovarainministeriössä ja oikeusministeriössä valmisteltavia erillisprojekteja ei käsitellä tässä mietinnössä.

Vireillä olevat erillisprojektit oikeusministeriössä ovat

- a) rangaistussäännösten siirtäminen rikoslakiin (mm. kurssimanipulaatio ja sisäpiiririkokset), joka annettaneen eduskunnalle alkuvuonna 1998,
- b) arvo-osuudet poikkeusoloissa -työryhmän muistio, jota valmistellaan edelleen,
- c) pk-yrityksiä koskevan sääntelytarpeen selvittäminen erityisesti osakeyhtiölain kehittämisen kannalta, ja
- d) eri yhteisömuotoja, kuten osakeyhtiöitä ja osuuskuntia, koskevien säädösten yhdenmukaistaminen.

2.1.3. Arvopaperimarkkinoita koskevaa oikeuskäytäntöä

Yleistä

Arvopaperimarkkinalain voimaantulon 1989 jälkeen on arvopaperimarkkinoita koskevia oikeustapauksia kertynyt muutama vuotta kohden. Tapauksia on ollut lähes kaikilta arvopaperimarkkinoiden osa-alueilta. Oikeustapaukset ovat kuitenkin lähinnä alempien oikeuksien ratkaisuja, joskin korkeimpienkin oikeuksien päätöksiä on saatu. Arvopaperien markkinointin osalta tapauksia on käsitelty myös markkinatuomioistuimessa.

Arvopaperien välitystä koskevat oikeustapaukset muodostavat erilaiset arvopaperinvälittäjän toimintaa koskevat oikeustapaukset, jotka ovat liittyneet toimeksiannon sisältöön, välittäjän tiedottamis- ja muihin velvollisuuksiin ja välittäjän muuhun toimintaan.

Toinen suurehko ryhmä on arvopaperien markkinointia koskevat oikeustapaukset. Yleensä kyse on ollut yleisölle annettujen tietojen riittävydestä tai muista sijoituspäätöksen synty-miseen olennaisesti vaikuttavista seikoista.

Muutamia tapauksia on ollut arvopaperin arvoon keinotekoisesti vaikuttamisesta sekä sisäpiiriläisiä aiemmin koskeneen kaupankäyntirajoituksen rikkomisesta. Luottamuksellisen yritystiedon eli sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on yksi tapaus.

Arvopaperin pörssilistalta poistamisesta Korkein hallinto-oikeus antoi kesäkuussa 1996 ratkaisun, jossa se katsoi, ettei arvopaperin pörssilistalta poistamiselle ollut edellytyksiä. Korkeimman hallinto-oikeuden käsityksen mukaan tavanomainen ja jatkuva kaupankäynti arvopaperilla oli edelleen mahdollista.

Pörssiyhtiöidenn tiedottaminen on ollut esillä varsin paljon. Toistaiseksi on pörssiyhtiön tiedottamista (jatkuva tiedonantovelvollisuus) puitu oikeudessa pari kertaa. Toisessa tapauksessa Helsingin raastuvanoikeus katsoi, ettei pörssiyhtiö ollut julkistanut tietoa valuutta-kaupoissa aiheutuneista tappioista ilman aiheetonta viivytystä. KHO puolestaan hylkäsi listatyn yhtiön hakemuksen yrityskaupan kauppahinnan julkistamatta jättämisestä.

Jäljempänä selostetut tapaukset on kerätty lähinnä Rahoitustarkastuksen ja Helsingin Pörssin

kokoamista oikeustapauksista.

Arvopaperien markkinointia koskevia oikeustapauksia

Harhaanjohtavia tietoja osakeantia markkinoitaessa, tarjousesitteen laatimisen laiminlyönti (AML 2:1, 2:2 ja 2:3 sekä 8:3) Lehti-ilmoituksessa osakeantia markkinoitaessa oli annettu harhaanjohtavia tietoja, kun ilmoituksessa oli mainittu, että "osakaslainan antaja saa pysyvän oikeuden oleskella maksutta yhden viikon - kuukauden vuodessa hotellissamme lainan suuruuden mukaisesti", eikä ilmoituksessa ole mainittu, että ilmainen oleskelu edellytti vähintään 75.000 markan osakaslainan antamista. Ilmoitus on ollut mainostoimiston laatima, mutta liikkeeseenlaskijan viaksi jää, ettei hän ole riittävällä huolellisuudella tarkastanut ilmoituksen tekstiä. Lisäksi merkitsijöiden saatavilla ei ole pidetty riittäviä tietoja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista sekä on laiminlyöty tarjousesitteen laatiminen. Lisäksi laiminlyöty huolehtiminen siitä, että pankkitarkastusviraston vaatimuksesta myöhemmin laaditussa tarjousesitteessä olisi ollut täsmälleen oikeat tiedot. Helsingin raastuvanoikeus 12.3.1992 (R 91/8323): Arvopaperimarkkinarikkomus. Ei valitettu.

Joukkovelkakirjalainan markkinoiminen (AML 2:1, 2:2 ja 8:3)

Joukkovelkakirjan markkinoiminen yleisölle harhaanjohtavia tietoja antaen ja pitämättä merkitsijöiden saatavilla riittäviä tietoja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Helsingin käräjäoikeus 29.12.1993 (R 93/3940): Arvopaperimarkkinarikkomuksia ja -rikoksia. Helsingin hovioikeus: ei muutosta. KKO: ei valituslupaa.

Joukkovelkakirjalainan markkinoiminen (AML 2:2)

Joukkovelkakirjalainaa myytäessä on merkintäpäätökseen ratkaisevasti vaikuttavia seikkoja, mm. pankin takauksen puuttuminen, näytön puuttuessa katsottu jätetyn kertomatta. Kihlakunnanoikeus on katsonut, että myyjänä toiminut pankki on joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijan jouduttua konkurssiin tuottamuksellaan aiheuttanut kantajalle kanteessa tarkoitetun vahingon. Pirkkalan kihlakunnanoikeus 30.11.1993 (S 93/11 ja 157): Vahingonkorvausvelvollisuus. Turun hovioikeus: tehdyt valitukset peruutettu ja rauenneet.

Osakeannin markkinointi (AML 2:1, 2:2, 8:2 ja 8:3)

Totuudenvastainen ja harhaanjohtava tieto, arvopaperien markkinointi, tahallisuus, tiedonantovelvollisuus, vastuu velvollisuuksien täyttämisestä, asianomistaja-asema. Helsingin käräjäoikeus 19.12.1996 (R 96/5097): syytteet arvopaperimarkkinarikoksista ja -rikkomuksista hylättiin. Helsingin hovioikeus: vireillä.

Sopimaton osakeannin verkostomarkkinointi (AML 2:1 ja 7:2)

Markkinatuomioistuin kielsi asianomaisia yhtiöitä sakon uhalla tarjoamasta osakkeita merkittäväksi käyttämällä markkinointi-ilmaisuja, joiden mukaan osakemerkinnän tehnyt henkilö voi hankkia lisätuloja uusien merkitsijöiden tekemien sijoitusten perusteella, jollei se, jolle tällaiseen markkinointijärjestelmään liittymistä tarjotaan, ole sitä ennen jo tehnyt osakemerkintää. Markkinatuomioistuimen päätös 17.6.1997 (7/97).

Listatun yhtiön tiedonantovelvollisuus

Liiketoimintatappioista tiedottaminen (AML 2:7 ja 8:3)

Pörssiyhtiölle oli valuuttakaupoista aiheutunut noin 250.000.000 markan tappiot. Vahingon

määrä oli toteutunut maaliskuussa 1991, mutta yhtiö oli vasta toukokuussa julkistanut syntyneen tappion. Raastuvanoikeuden arvion mukaan mainittu tappio sen suuruus huomioon ottaen on ollut sellainen yhtiötä koskeva seikka, joka on ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon, eikä sitä ole julkistettu ilman aiheetonta viivytystä. Helsingin raastuvanoikeus 23.1.1992 (R 91/9080): Arvopaperimarkkinarikkomus. HO: ei muutosta.

Yrityskaupan kauppahinnan julkistaminen (AML 2:7)

Julkisesti noteeratun yhtiön tekemä yrityskauppa ja siinä suoritettu vastike olivat arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 1 momentissa tarkoitettuja seikkoja, jotka olivat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon ja jotka olivat siten mainitun säännöksen mukaan julkistettavia. Verrattaessa julkistamatta jättämisen vaikutusta sijoittajien asemaan julkistamisen yhtiölle aiheuttamiin haittoihin, korkein hallinto-oikeus katsoi, ettei arvopaperimarkkinalain 2 luvun 11 §:n 1 ja 2 momenteissa säädettyjä edellytyksiä kauppahinnan julkistamatta jättämistä koskeneelle poikkeusluvalle ollut. KHO 21.11.1997 (2754/1/95).

Välittäjän toimintaa koskevat oikeustapaukset

Arvopaperinvälittäjän tiedottamisvelvollisuus (AML 4:4.2)

Kantaja oli tehnyt pankin kanssa arvopapereiden ostoa koskevan toimeksiantosopimuksen, jonka mukaisesti pankin tuli ostaa ja välittää kantajalle 40.000 Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattavan yhtiön osaketta. Pankki oli täyttänyt toimeksiantosopimuksen välittämällä kantajalle samana päivänä sovitun määrän sanottuja osakkeita. Pankki ei ollut ennen toimeksiantosopimuksen tekemistä ilmoittanut kantajalle sitä tiedossaan olevaa seikkaa, että kyseinen osakkeiden liikkeeseenlaskija oli yhtiökokouksen päätöksellä asetettu selvitystilaan. Helsingin käräjäoikeus 30.12.1994 (94/32468): Vahingonkorvausvelvollisuus. Helsingin hovioikeus 7.1.1997: ei muutosta. Ei valitettu.

Arvopaperien välitystoimeksiantoon perustuva vahingonkorvaus ja oikeudenkäyntikulujen korvaaminen (AML 4.3)

Kysymys toimeksiannon hoitamisesta tasapuolisesti ja toimeksiantojen saapumisjärjestyksessä. KKO 1994:1087.

Kurssimanipulaatio

Osakkeita koskeneet kaupat (AML 4:3.1 ja 8:2)

Syytetty on yksituumaisesti yhtiö Y:n toimitusjohtajan kanssa tekemänsä päätöksen mukaisesti tarkoituksella vaikuttaa julkisen kaupankäynnin kohteena olleiden osakkeiden hintatasoon tehnyt osakkeita koskeneet kaupat ja siten harjoittanut arvopaperinvälitystä vastoin arvopaperimarkkinalain säännöksiä. Helsingin raastuvanoikeus: syyte hylätty. Helsingin hovioikeus 9.9.1993 (R 92/969): Arvopaperimarkkinarikos. Ei valitettu.

Jatkuvan osto- ja myyntitarjouksen ilmoittaminen (AML 4:3.1 ja 8:2)

- 1) Syytetty on toimeksiantonsa arvopaperinvälittäjänä tahallaan ilmoittamalla jatkuvan osto- ja myyntitarjouksen meklarilistalle ja tekemällä sisäistä kauppaa keinotekoisesti vaikuttanut arvopaperin markkinahintaan. Helsingin raastuvanoikeus 18.10.1993 (R 93/2387): Arvopaperimarkkinarikos. Helsingin hovioikeus: ei muutosta. KKO: ei valituslupaa.
- 2) Syytetty on tahallaan tarkoituksenaan vaikuttaa osakkeiden hintatasoon edistänyt

edellä 1) -kohdassa kerrottua arvopaperimarkkinarikosta antamalla pankkiiriliikkeenle osto- ja myyntitarjouksia ilmoitettaviksi meklarilistalle sekä antamalla sisäiseen kauppaan johtaneita osto- ja myyntitoimeksiantoja määräämäänsä keinotekoiseen kurssiin. Helsingin raastuvanoikeus 18.10.1993 (R 93/2387): Avunanto arvopaperimarkkinarikokseen. Helsingin hovioikeus: ei muutosta. KKO: Ei valituslupaa.

Sisäpiiriläisten kaupankäynti

Kaupankäyntirajoituksen rikkominen (AML 4:10 ja 8:2, nyttemmin kumottu)

Syytetty oli päämeklarina toimiessaan törkeästi huolimattomuudesta hankkinut julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita omaan lukuunsa ja luovuttanut niitä, vaikka hankinnan ja vastikkeellisen luovutuksen sekä vastaavasti vastikkeellisen luovutuksen ja hankinnan välinen aika ei ole ollut kuutta kuukautta. Helsingin raastuvanoikeus 11.3.1993 (R 93/725): Arvopaperimarkkinarikos. Ei valitettu.

Syytetty on luovuttanut omistamansa pörssiyhtiön osakkeet lokakuussa 1991 ja hankkinut saman pörssiyhtiön osakkeita toisen omistamansa yhtiön lukuun helmikuussa 1992, vaikka hän pörssiyhtiön hallituksen jäsenenä on ollut oikeutettu tekemään vain sellaisia kauppvoja, joissa luovutuksen ja hankinnan välinen ero on vähintään kuusi kuukautta. Helsingin raastuvanoikeus 28.9.1993 (R 93/4350): Arvopaperimarkkinarikos. Ei valitettu.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö

Luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö (AML 5:1)

Ilmoittaessaan myyntitoimeksiannossa rajahinnan syytetty on tiennyt liikkeeseenlaskijayhtiön maksuvaikeuksista ja tilikauden jatkamisesta. Syytetty on tietoisena liikkeeseenlaskijan ilmeisestä konkurssin uhasta tahallaan hankkiakseen yhtiöilleen aineellista etua käyttänyt julkistamatonta tietoa hyväkseen myydessään yhtiönsä osakkeet. Helsingin raastuvanoikeus 18.10.1993 (R 93/2387): Jatkettu luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö. Helsingin hovioikeus: ei muutosta. KKO: ei valituslupaa.

Listalta poistaminen (AML 3:11.3)

Korkein hallinto-oikeus on katsonut, että edellytyksiä osakkeen poistamiselle pörssilistalta ei ole ollut, kun asiakirjoista on ilmennyt osakkeella edelleen käydyn kauppaa eikä asiassa ollut esitetty selvitystä siitä, ettei tavanomainen ja säännöllinen kauppa osakkeella enää ole mahdollista. KHO 13.6.1996 (409/1/96).

2.2. Lainsäädännön ja muun sääntelyn rakenteen kehittäminen

2.2.1. Valtioneuvoston lainvalmistelun kehittämisohjelma

Valtioneuvosto teki 30.5.1996 periaatepäätöksen valtioneuvoston lainvalmistelun kehittämisohjelmaksi. Kehittämisohjelman 33 periaatetta ja toimenpidettä koskevat lainvalmistelun lisäksi lakia alemmanasteisten säädösten valmistelua.

Kehittämisohjelman tavoitteet. Valtioneuvoston lainvalmistelun kehittämisohjelman lähtökohtana on, että lainsäädäntö on yhteiskunnan merkittävimpiä ohjauskeinoja. Lakien säätäminen on eduskunnan tärkein valtaoikeus. Demokratian toimivuuden kannalta on olennaista, että lait valmistellaan huolellisesti ja asian merkittävyyteen nähden riittävän laajapohjaisesti.

Kehittämishojelman tavoitteena on parantaa lainvalmistelua ja siten lainsäädännön laatua. Hyvän lain ja lakia alemmanasteisen säädöksen vähimmäisvaatimuksena pidetään sitä, että se on tarpeellinen, sillä saavutetaan halutut tavoitteet ja että se on paras keino tavoitteiden saavuttamiseksi.

Lisäksi edellytetään, että säädöksen vaikutukset on asianmukaisesti ja riittävästi selvitettävä. Säädöksen on myös oltava oikeudellisesti moitteeton, lakiteknisesti ja kielellisesti viimeistelty sekä selkeä ja ymmärrettävä. Lakiesityksessä on oltava asianmukaiset perustelut, jotka vastaavat ehdotetun lain sisältöä.

Ohjelman tavoitteet ovat siten arvovapaita ja epäpoliittisia.

Kehittämishojelman periaatteet ja toimenpiteet. Kehittämishojelma sisältää useita linjauksia, jotka koskevat a) lainvalmistelun ja Euroopan unionin säädösvalmistelun huomioon ottamista ministeriöiden tulostavoitteissa ja toiminnan suunnittelussa, b) säädösehdotusten vaikutusten ennakoimista ja seurantaa, c) lainvalmistelun organisointia ja kuulemista lainvalmistelussa, sekä d) lainvalmistelukoulutusta, ohjausta ja laintarkastusta.

Lakien valmistelu eduskunnan päätöksentekoa varten on ministeriöiden tärkein tehtävä. Lainvalmistelun ja Euroopan unionin säädösvalmistelun huomioon ottaminen ministeriöiden tulostavoitteissa ja toiminnan suunnittelussa merkitsee mm. sitä, että lainvalmistelun johtaminen on otettava ministeriöiden toiminnan kehittämisen osa-alueeksi. Lainvalmistelun ladun parantaminen otetaan ministeriöiden tulostavoitteeksi.

Jotta Euroopan unionin piirissä toteutettavaan säädösvalmisteluun voidaan sisällöllisesti vaikuttaa, on se johdonmukaisesti nivottava kansalliseen valmisteluun. Kansallinen valmistelu on käynnistettävä riittävän ajoissa ja mahdollisimman samanaikaisesti Euroopan unionin piirissä tapahtuvan valmistelun kanssa.

Kansalaisten on voitava saada selville laeista oikeutensa ja velvollisuutensa. Lakeja ei siten tule kirjoittaa vain niitä soveltavia viranomaisia ja tuomioistuimia silmällä pitäen.

Säädöstasoon on kiinnitettävä erityistä huomiota. Lailla on säädettävä asioista, joissa se yhteiskunta- ja oikeusjärjestelmän perusteiden kannalta taikka sääntelyn oikeusvaikutusten, kansalaisten oikeusturvan tai muun vastaavan syyn vuoksi on tarpeen. Periaate heijastaa Suomen vahvaa oikeusvaltioperinnettä.

Säädösmuutokset on toteutettava tarkoituksenmukaisina kokonaisuuksina. Muutoinkin on pyrittävä välttämään usein toistuvia osittaisuudistuksia ja edistämään sääntely hallittavuutta ja vähentämään sääntelyn määrää. Valmistelutyössä on myös selvitettävä sääntelyn oikeudelliset ja muut kuin oikeudelliset vaihtoehdot.

Säädösehdotusten vaikutusten ennakoimista ja seurantaa on tarkoitus kehittää edellyttämällä, että lainvalmisteluhankkeiden suunnittelussa selvitetään riittävän kattavasti vallitseva yhteiskunnallinen tilanne. Valmistelussa on arvioitava suunnitellun lainsäädännön ja sen mahdollisten vaihtoehtojen eri tyyppiset suorat ja epäsuorat vaikutukset kohderyhmittäin. Kustannuksista ja muista taloudellisista vaikutuksista on arvioitava vähintään niiden suuruusluokka. Lain voimaantulon jälkeen on seurattava lain vaikutuksia ja tarpeen vaatiessa on valmisteltava ehdotuksia epäkohtien poistamiseksi.

Lainvalmistelun organisointia ja kuulemista lainvalmistelussa on tarkoitus kehittää edellyttämällä, että lainvalmisteluhankkeen esivalmistelussa selvitetään, mikä ongelma lainvalmisteluhankkeella on tarkoitus ratkaista tai mistä muusta syystä säädös on tarpeen ja miksi.

oikeudellista sääntelyä pidetään parhaana keinona. Selvitysten pohjalta hankkeelle on asetettava riittävän selkeät tavoitteet.

Asiantuntemuksen riittävydestä on huolehdittava. Hankkeista vastaavilla ja muilla valmistelijoiden on oltava riittävät edellytykset tehtävän hoitamiseen. Tarvittaessa on hyödynnettävä ministeriön ulkopuolista asiantuntemusta säädösehdotuksen valmistelussa. Merkittävien uudistusten jättämistä pelkästään suppean virkamiesvalmistelun varaan on vältettävä.

Hyvässä lainvalmistelussa noudatetaan avoimuutta ja huolehditaan riittävästä ja asianmukaisen laajasta kuulemisesta.

Kehittämishjelmassa on myös todettu sen toimeenpanoa ja seuranta koskevista periaatteista.

Kehittämishjelman toimeenpanoon liittyen valtiovarainministeriö on loppuvuonna 1997 julkistanut ehdotuksen lakiehdotusten taloudellisten vaikutusten arvioinnista.

2.2.2. Lainsäädännön yhtenäistämisen tarve

AML:n sekä OptioL:n yhtenäistämiseen on ilmeinen tarve. Arvopaperi ja johdannaissopimus muistuttavat toisiaan sijoituskohteina niin paljon, että kovin erilaiselle sääntelylle ei ole perusteita. Arvopaperin määritelmän jäykkyys ja johdannaissopimuksen kehittämisen helppous saavat aikaan tilanteen, jossa markkinat saattavat järjestäytyä arvopaperimarkkinoiden asemesta johdannaismarkkinoiksi. Tällä on vaikutusta mm. markkinariskeihin, markkinoilla olevan informaation määrään ja sijoittajansuojaan.

Vaihtoehtoisia etenemistapoja mainittujen lakien yhtenäistämiseksi ovat ainakin a) nykytila, jossa lait ovat erillisiä, b) lakien yhdistäminen, jolloin luovuttaisiin AML 10 luvun 1 §:ssä käytetystä viittaustekniikasta, muutettaisiin AML 1 luvun määritelmiä ja laadittaisiin AML:iin esim. optioyhteisötoimintaa koskeva uusi 3 a luku sekä c) lakien sisällön lähentäminen toisiinsa. Vertailtaessa vaihtoehtoja toisiinsa havaitaan, että a-vaihtoehto on osoittautunut melko työlääksi ylläpitää, b-vaihtoehtoa on abstraktisuutensa vuoksi vaikea toteuttaa nopeasti ja c-vaihtoehto on käytännöllisin ja lyhyellä aikavälillä toteuttamiskelpoisin.

Ruotsissa ja Tanskassa on tehty lähinnä b-vaihtoehtoa muistuttavat ratkaisut, jotka tosin ovat erilaisia. Ruotsissa on arvopaperimarkkinallain soveltamisalalta kaksi eri lakia ("lag om handel med finansiella instrument" sekä "lag om börs- och clearingverksamhet"), kun taas Tanskassa on arvopaperimarkkinallain soveltamisalalta yksi, uusi laki ("lov om vaerdipapirhandel"). Tällaisen vaihtoehdon toteuttaminen Suomessa eli AML:n sekä OptioL:n yhdistäminen voi edellyttää arvopaperin ja johdannaissopimuksen käsitteiden yhdistämistä. Tällöin johdannaissopimus voitaisiin rinnastaa yleiseen liikkeeseen saatettuun arvopaperiin ja vakioitu johdannaissopimus pörssi-arvopaperiin. Ratkaisu on tärkeä, koska samoja käsitteitä käytetään kaikkialla arvopaperimarkkinallainsäädännössä.

Arvopaperin ja johdannaissopimuksen käsitteellinen yhdistäminen voi olla eräiltä osin ongelmallista. Se saattaa esim. edellyttää vakioituja johdannaissopimuksia koskevan, OptioL 5 luvun 1 §:ssä säädetyn luovutuskieillon kumoamista. Luovutuskieiltoa on aikanaan perusteltu sillä, että esineoikeudellisten periaatteiden soveltuminen vakioitujen johdannaissopimusten luovutustilanteissa on ollut epäselvää. Esineoikeutta ei Suomessa ole varsinaisesti säännelty lain tasolla. Laintasaisen luovutuskieillon voidaan katsoa suojanneen optioyhteisöjä riskeiltä, joita olisi aiheutunut siitä, että luovutus ei olisi toteutunut riidattomasti. Luovutuskieillon poistaminen voisi koskea sellaisia johdannaissopimuksia, kuten optioita, joissa toisen

osapuolen suostumusta luovutukseen ei tarvita. Sen sijaan termiineissä ja SWAP-sopimuksissa tällainen suostumus olisi ilmeisesti tarpeen.

Toisaalta, jos johdannaissopimus rinnastetaan arvopaperiin, sitä voidaan pitää myös arvo-osuutena. Tämä puolestaan ilmeisesti edellyttäisi, että johdannaissopimukset olisi laskettava liikkeeseen arvo-osuusjärjestelmässä ja että optioyhteisön olisi oltava arvo-osuusrekisterin pitäjä tai arvopaperikeskuksen arvo-osuusrekisterin asiamies. Tällainen järjestelmä saattaa aiheuttaa lisäkustannuksia.

Edelleen voi osoittautua ongelmalliseksi, että leimaverosta vapaa johdannaissopimuksen luovutus on kiistattomasti vain silloin, kun luovutus tapahtuu optioyhteisössä. Niin sanottujen OTC-johdannaissopimusten luovutuksen leimaverokohtelun epäselvyys voi olla este niiden häiriöttömälle kaupankäynnille. Tällaisten epäselvyyksien korjaaminen esim. reposopimuksia koskevan leimaverolain 47 b §:n mukaisella tavalla voi olla markkinoiden toiminnan kannalta hidasta.

Toinen keino poistaa päällekkäisyyksiä on c-vaihtoehdon mukaisesti keventää OptioL:a siirtämällä lain 3 luvun välittäjän ja siihen yhteydessä olevien henkilöiden velvollisuuksia koskevat säännökset AML 4 ja 5 lukuun. Tämä merkitsee sitä, että OptioL vastaisi AML 1, 3, 4 a, 7, 8 ja 10 luvuissa säädettyä. AML 10 luvun 1 §:n viittaukset voitaisiin siirtää kunkin AML:n pykälän yhteyteen ja OptioL:n nimi muuttua optioyhteisölaiksi tai johdannaismarkkina-laiksi. AML olisi yleislaki ja OptioL johdannaismarkkinoihin tarkemmin pureutuva erityislaki. Tällöin ei olisi tarvetta suorittaa arvopaperin ja johdannaissopimuksen käsitteiden yhdistämistä. Arvopaperin määritelmän kehittämiseen joustavammaksi on tarvetta ilmeisesti muutoinkin.

Toinen esimerkki lainsäädännön yhtenäistämistarpeesta on SijRahL:n suhde muuhun arvopaperimarkkinalainsäädäntöön, kuten sisäpiirisääntelyyn ja kaupankäyntirajoituksiin AML:ssa sekä luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten raportointivelvollisuuteen. Myös vakuutustuotteiden kehityksessä on osoitettavissa enenevässä määrin merkkejä siitä, että tuotteet ominaisuuksiltaan lähestyvät ja jopa muistuttavat arvopaperimarkkinalainsäädännössä perinteisesti säänneltyjä sijoituskohteita.

Lainsäädännön yhtenäistämiseksi on tarpeellista määrittää ja valita se etenemistapa, jolla yhtenäistäminen voidaan toteuttaa lyhyellä aikavälillä kaikkien joustavimmin.

2.2.3. Arvopaperimarkkinalain asema ja soveltamisala arvopaperimarkkinalainsäädännössä

Lainsäädäntö on keskeinen yhteiskunnallinen ohjauskeino. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tietoinen kansallinen kehittäminen lisää markkinaosapuolten edellytyksiä toimia Suomessa. Lainsäädännöllä voidaan varmistaa toimivat ja joustavat puitteet, jolloin suomalaiset pääomantarvitsijat, rahoituksenvälittäjät ja sijoittajat voivat helpommin sitoutua kotimaisiin arvopaperimarkkinoihin, toimintaan niillä ja niiden kehittämiseen. Jos tätä sitoutumista ei ole tai se vähenee merkittävästi, suomalaisten arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin rahoituskustannukset kasautuvat liian harvoille osapuolille.

Kirjoitettu lainsäädäntö muodostaa Suomessa, kuten muuallakin manner-Euroopassa, oikeusjärjestelmän perustan. Tämä keskeinen ero mannereurooppalaisen ja anglosaksisen oikeuskulttuurin välillä korostuu arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoilla sen vuoksi, että riippumatta lainsäädännön vähäisyydestä rahoitusmarkkinat ovat Yhdysvalloissa maailman kehittyneimmät ja Iso-Britanniassa Euroopan kehittyneimmät. Sääntelyn rakenteet poikkeavat yhteisestä EU-normistosta huolimatta esim. Suomessa ja Iso-Britanniassa siinä määrin toisistaan, että lainsäädännön suoranainen vertailu saati Iso-Britannian esimerkin seuraaminen ei ole helppoa. Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä kehitettäessä on tarpeen kartoittaa

kansainvälisen sääntelyn ja kehityksen kanssa ristiriidassa olevat säännökset. Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä kehitettäessä on näistä syistä tarkoituksenmukaista omaksua lainsäädäntöön sellaisia ominaisuuksia, jotka lisäävät sääntelyn joustavuutta ja käytännöllisyyttä.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä kehitettäessä on kuitenkin pidettävä mielessä, että Euroopan Unionissa pankkitoiminnan sääntely perustuu niin sanottuun yleispankkiperiaatteen, jonka mukaan pankit voivat harjoittaa toimintaa arvopaperimarkkinoilla oman toimilupansa nojalla. Anglo-saksisissa rahoitusjärjestelmissä puolestaan pankki- ja arvopaperitoimintaa on perinteisesti harjoitettu erillisissä organisaatioissa. Toisaalta anglo-saksisille rahoitusjärjestelmille tyypillinen laaja markkinoiden itsesääntely on vakiintunut käytännöksi esim. Ruotsissa.

AML:n asema arvopaperimarkkinalainsäädännön perustan muodostavana yleislakina on samantapainen, mutta ei ilmeisestikään yhtä vahva kuin Iso-Britannian arvopaperimarkkinalainsäädännön keskeisen lain ("Financial Services Act"). AML:n ohella erityisesti AOJL:ssa, SipaL:ssa ja SijRahL:ssa on runsaasti merkittäviä säännöksiä, joilla ei ole suoraa yhtymäkohtaa AML:iin. Kutakuinkin kaikki keskeiset määritelmät ovat kuitenkin AML:ssa. Tällä on kasvava merkitys myös muussa elinkeinoelämää koskevassa lainsäädännössä. Pyrkimys tarkastella sääntelyä kokonaisuutena ja pyrkimys yhtenäistää arvopaperimarkkinalainsäädäntöä johtavat siihen, että AML:n asemaa arvopaperimarkkinalainsäädännön perustan muodostavana yleislakina olisi edelleen vahvistettava. Tämä edellyttää kuitenkin AML:n kokonaisuudistusta, eräänlaisen "arvopaperimarkkinakaaren" säätämistä, jonka keskeisenä tavoitteena tulisi olla lainsäädännön selkeyttämisen ohella markkinoilla toimivien osapuolten yhdenmukainen ja tasapuolinen kohtelu.

Jos arvopaperimarkkinalainsäädännön keskeiset määritelmät sisällytetään kaikki arvopaperimarkkinalakiin, voidaan lisätä määritelmien kattavuutta ja pyrkiä lisäämään niiden toimivuutta ja joustavuutta. Määritelmien keskittäminen yhteen lakiin mahdollistaa myös sen, että arvopaperimarkkinalainsäädännön suhdetta osakeyhtiölakiin, kirjanpitolakiin, tilintarkastuslakiin, luottolaitostoiminnasta annettuun lakiin sekä muuhun pankkilainsäädäntöön voidaan lähentää. On tärkeää, että muussa lainsäädännössä tapahtuvien lainmuutosten voimaantulon yhteydessä voidaan varmistua siitä, että niiden vaikutus arvo paperimarkkinalainsäädäntöön selvitetään ja toteutetaan samanaikaisesti. Tämä helpottaa myös arvopaperimarkkinoihin vaikuttavan siviili- ja muun yksityisoikeudellisen sääntelyn sekä verolainsäädännön kehittämistä yhtenäisesti arvopaperimarkkinalainsäädännön kanssa. Esim. tilinpäätösinformaatiota koskevaa sääntelyä antaa usea viranomaislain, mikä voi johtaa epäyhtenäiseen sääntelyyn. Arvopaperimarkkinalain aseman vahvistaminen voi johtaa toisaalta siihen, että lain soveltamisalan piiriin tulee aikaisempaa enemmän osapuolia, jotka on otettava huomioon myös arvopaperimarkkinalakia muutettaessa. Tämä voi joissakin tapauksissa hidastaa lainmuutosten voimaansaattamista.

Iso-Britannian hallituksen suunnitelmat keskittää rahoitusmarkkinoiden valvonta yhdelle viranomaiselle ("Financial Services Authority") lisäävät mahdollisuutta vähentää julkisen vallan sääntelyn monitasoisuutta, selventää normeja antavien eri viranomaisten keskinäisiä suhteita ja minimoida usein viranomaiskeskeisestä Euroopan unionin normistosta aiheutuva byrokratia. Samantapainen hanke rahoitusmarkkinoiden valvonnan uudistamiseksi on vireillä myös Suomessa. Viranomaistoiminnan keskittäminen vähentää sääntelyn aiheuttamia kustannuksia, mihin pyritään myös ottamalla paremmin huomioon erilaisten sijoittajatyyppejen, kuten piensijoittajien ja ammattimaisten sijoittajien erilaiset tarpeet sekä korostamalla ammattimaisen sijoittajan aseman kehittämistä.

Uudistukset Iso-Britanniassa vahvistavat viranomaisten antaman sääntelyn asemaa suhteessa itsesääntelyyn. Tämä vähentää Suomen ja Ison-Britannian välisiä sääntelyn eroja, koska

viranomaissääntelyn asema on Suomessa vahva. Suomessa on tarpeen jatkaa itsesääntelyn käyttömahdollisuuksien parantamista kohottamalla lainsäädännön edellyttämää markkinoiden itsesääntelyn vaatimustasoa ja karsimalla mahdollista lainsäädännön ja muuta julkisen vallan ylisääntelyä. Itsesääntelyn kehittäminen lisää edellytyksiä painottaa lainsäädännön ja muun sääntelyn valmistelussa sijoittaja- ja asiakaslähtöisyyttä. Lainsäädäntöön ei kuitenkaan tule sisällyttää itsesääntelyn sisältöä sellaisenaan, koska näin jäykistetään itsesääntelyn kehittämismahdollisuuksia. Itsesääntelyn vahvistusmenettely viranomaisessa saattaa eräissä tapauksissa hidastaa itsesääntelyn muutosten käyttöönottoa. Vahvistusmenettelyn vähentämistä on harkittava. Itsesääntelyn lisäämiseen ei ole olemassa sellaisia valtiosääntöoikeudellisia rajoitteita, jotka koskevat lakia täydentävää viranomaissääntelyä. Ilmeistä kuitenkin on, että itsesääntely kohdistuu tulevaisuudessakin sopimusperusteiseen toimintaan, eikä esim. sijoittajien suojaa koskevia säännöksiä voida siirtää lainsäädännöstä itsesääntelyn piiriin.

2.2.4. Arvopaperimarkkinalainsäädännön riittävyys ja lähivuosien kehittämistarpeet

Rahoitusjärjestelmän vakaudesta on huolehdittava myös arvopaperimarkkinalainsäädännön keinoin. Lainsäädännöstä on pyrittävä tekemään rahoitusmarkkinoilla kriisien syntymistä ehkäisevä voima. Koska arvopaperistumiskehitys rahoitusmarkkinoilla on jatkuvasti voimistunut, lainsäädäntötyö on osa arvopaperimarkkinoiden pitkäjänteistä kehittämistä. Arvopaperimarkkinalainsäädännön sääntelemättömiä kysymyksiä on kartoitettu, jotta selvitetäisiin, voidaanko rahoitusjärjestelmän monipuolistumista, rahoituksenvälityksen monimuotoistumista ja rahoitusmarkkinoiden arvopaperistumista edistää uuden lainsäädännön kehittämisellä. Tällaisia hankkeita ovat esimerkiksi SijRaL:n soveltamisalan laajentaminen, hyödykemarkkinoiden tarkempi sääntely, KiintRaL, arvopaperikaupan selvitystoiminnan sääntelyä koskeva lakiehdotus, arvopaperimarkkinoiden menettelytapasääntöjen täsmentäminen ja sijoittajien korvausrahaston perustaminen.

Kansallinen lainvalmistelu ei ole enää eikä lähivuosina siten sidottu Euroopan unionin tuottamaan lainsäädäntöön kuin viime vuosina. Kansallisen sääntelyn kehittämisessä ei siksi pidä rajoittua pelkästään siihen, että pannaan täytäntöön Euroopan unioni tuottamaa uutta lainsäädäntöä. Lainsäädännön painopiste on siirrettävä kansallisten tavoitteiden toteuttamiseen. Ajanmukainen arvopaperimarkkinalainsäädäntö on olennainen osa arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä.

Arvopaperimarkkinoiden rakenteen tiivistymisen vuoksi on tärkeää keskittyä HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen toimintaa kohtaan tunnetun luottamuksen vahvistamiseen. Esim. täsmentämällä HEX Oy:tä ja Arvopaperikeskusta koskevia vakavaraisuus- ja selvitystilasäännöksiä, selvittämällä pörssiyritysten tiedonantovelvollisuutta vastaavien arvopaperimarkkinalain säännösten ulottamista koskemaan niitä, tehostamalla niiden omistussuhteiden muutoksen valvontaa muualla rahoitusmarkkinalainsäädännössä käytössä olevan ns. omistaja- ja hallintohenkilökontrollin avulla sekä täsmentämällä niiden raportointia rahoitustarkastukselle voidaan parantaa mahdollisuuksia erityisesti järjestelmäriskin hallitsemiseen.

Markkinoiden toimivuuden tehostamiseksi on tarpeen arvioida erilaisten verokannustimien (leima- ja tulovero) kohdistumista HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen toimintaan, varsinkin jos tällaiset verokannustimet eivät lisää markkinoiden tehokkuutta. Lisäksi on syytä selvittää mahdollisuudet kustannusrakenteen keventämiseen esim. rahoitustarkastuksen ja Arvopaperikeskuksen välistä kaksinkertaista työtä vähentämällä.

Arvopaperimarkkinoiden laajentamiseksi on tarpeen selvittää mahdollisuuksia lisätä arvopaperipörssissä ja optioyhteisössä kaupankäynnin kohteeksi otettavien ja arvo-osuusjärjestelmään liitettävien sijoituskohteiden lukumäärää, helpottaa etävälittäjien ja -selvittäjien osallistumismahdollisuuksia kotimaisia osapuolia syrjimättä, mahdollistaa viranomaisvalvonnassa olevien ammattitaitoisten ja vakavaraisten sijoittajien, kuten vakuutuslaitosten, suora

osallistuminen arvopaperi- ja johdannaismarkkinoille ilman välittäjää ja selvitysosapuolta sekä helpottaa ulkomaisten kaupankäynti- ja selvitysyhteysien eli niin sanottujen linkkien toteuttamista.

2.2.5. Lakia täydentävän sääntelyn monitasoisuus

2.2.5.1. Nykytilanne

Arvopaperimarkkinoiden toimintaa säännellään usealla lakia täydentävällä normitasolla. Tällainen lakia täydentävä sääntely voi olla viranomaissääntelyä tai itsesääntelyä.

Itsesääntelyllä on myös vahva rooli arvopaperimarkkinoilla. Suomen arvopaperimarkkinoiden pitkäjänteisen kehityksen kannalta on tärkeää, että viranomaissääntelyn monitasoisuuden tarkoituksenmukaisuutta tarkastellaan kriittisesti sekä kehitetään itsesääntelyä.

Viranomaissääntely

Viranomaissääntelyn ylimpänä tasona voidaan pitää EU-lainsäädäntöä, jota arvopaperimarkkinoilla edustavat direktiivit, mm. sijoitusrahastodirektiivi (UCITS) ja sijoituspalveludirektiivi (ISD). Keskeinen oikeuslähde on kuitenkin kansallinen normisto. Lainsäädännön lisäksi on olemassa runsaasti alemmanasteisia säädöskokoelmassa julkaistavia säännöksiä (mm. asetus 919/95 ja valtiovarainministeriön päätökset mm. tarjousesitteestä) sekä lakia alemmantasoisia viranomaisnormistoa, esimerkiksi Rahoitustarkastuksen määräyksiä ja ohjeita. Viranomaissääntelyä voidaan kansallisesti antaa usealta tasolta. Sääntelytasot voidaan jakaa esimerkiksi seuraavasti: a) lainsäädäntö, b) asetukset ja ministeriöiden päätökset, c) muu viranomaisnormisto, mm. täytäntöönpanoviranomaisten antamat normit. Seuraavassa on noudatettu tätä jakoa.

A) Lainsäädäntö. Keskeiset sijoittajan oikeudet ja velvollisuudet sekä arvopaperinvälittäjän ja liikkeeseenlaskijan oikeudet ja velvollisuudet on säänneltävä lainsäädäntötasolla, jotta Suomen rahoitusmarkkinat täyttävät niille asetettavat uskottavuuden, luotettavuuden ja sääntelyn riittävyyden vaatimukset. Lisäksi perustuslailliset näkökohdat vaativat, että lainsäädännöllä luodaan tai vahvistetaan olemassa oleva perusta arvopaperimarkkinoiden toiminnalle ja luodaan kulloinkin voimassa oleva perusrakenne eli infrastruktuuri. Lainsäädäntö on myös keskeinen EU-direktiivien kansallisen voimaansaattamisen keino. Lainsäädännössä ja rajoitetusti myös muussa viranomaissääntelyssä määritellään myös arvopaperimarkkinoiden valvonnan organisointi (esim. rahoitustarkastuslaki) ja valvonnan muodot (esim. tietojensaantioikeudet lainsäädännössä, lupamenettelyt) ja keinot (esimerkiksi raportointia koskevat rahoitustarkastuksen määräykset).

B) Asetukset ja ministeriöiden päätökset. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on alusta alkaen ollut puitelainsäädäntöä ja se on sisältänyt merkittäviä valtuutussäännöksiä alemmanasteiseen sääntelyyn. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö sisältää esimerkiksi runsaasti valtuutuksia antaa valtiovarainministeriön päätöksiä.

C) Muu viranomaisnormisto. Keskeisin lakia alemmanasteisen sääntelyn antaja arvopaperimarkkinoilla on tähän asti ollut Rahoitustarkastus. Tämän lisäksi myös muut viranomaiset, mm. sosiaali- ja terveysministeriö sekä kauppa- ja teollisuusministeriö (kirjanpitolautakunta), ovat säännelleet arvopaperimarkkinoita.

Itsesääntely

Itsesääntely voidaan vastaavasti jakaa useampiin osiin esimerkiksi sen mukaan, onko itsesääntely sitovaa vai ei-sitovaa.

Sitovaa itsesääntelyä ovat mm. arvopaperipörssien, optioyhteisöjen, selvitysyhteisöjen sekä arvopaperikeskuksen säännöt. Tällainen sitova sääntely on laajasti lainsäädännössä säädetty vahvistettavaksi. Vahvistus tapahtuu pääosin valtiovarainministeriössä, mutta esimerkiksi sijoitusrahastojen säännöt vahvistetaan Rahoitustarkastuksessa.

Ei-sitovaa itsesääntelyä voi olla esimerkiksi suositus, ohjeistus hyvästä tavasta tai yhteisesti käytettäväksi sovitut vakiosopimusehdot (esimerkiksi välittäjien yhteiset toimeksiantoehdot. Jotta näitä voitaisiin pitää itsesääntelynä, on niillä kuitenkin oltava tosiasiallista vaikuttavuutta. Tällainen tosiasiallinen vaikuttavuus voi tulla esimerkiksi etukäteissitoutumisen kautta tai tällaista ei-sitovaa itsesääntelyä antaneen tahon vahvan asiantuntijuuden kautta. Etukäteissitoutuminen voi tapahtua esimerkiksi osallistumalla asian valmisteluun ja päätöksentekoon itsesääntelyorganisaation hallinnossa. Esimerkkeinä tästä voidaan mainita Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:n valmistelemat arvopaperien osto- ja myyntitoimeksiantojen ehdot sekä yhden kuukauden kaupankäyntirajoitus meklareille tai Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n antamat *Corporate Governance* -suositukset. Asiantuntijaelimenä suosituksia ovat antaneet mm. KHT-yhdistys ry sekä Suomen Sijoitusanalyttikot ry.

Viranomaisvaikuttamisen keinot itsesääntelyssä

A) *Ei-sitova itsesääntely.* Tällaisia ovat lähinnä suositukset. Viranomaisilla ei ole roolia tällaisen itsesääntelyn vahvistamisessa, mutta viranomaiset saattavat olla luonteivia lausunnonantajia tai olla esimerkiksi mukana yhteistyössä laatimassa tällaisia suosituksia.

B) *Sitova itsesääntely, ei vahvistusmenettelyä.* Menettelyssä sitovan itsesääntelyn ehdot toimitetaan viranomaiselle joko jälkikäteen tai etukäteen *tiedoksi*. Itsesääntely voi olla joko vapaaehtoista tai lainsäädännön edellyttämää.

C) *Non-action-menettely.* Tiedot toimitetaan viranomaiselle etukäteen *tiedoksi ja mahdollisia toimenpiteitä varten*. Menettelyssä viranomaisille annetaan *mahdollisuus* puuttua itsesääntelyyn, muussa tapauksessa itsesääntely katsotaan hyväksytyksi. Menettelyä voitaisiin käyttää teknisluonteisessa itsesääntelyssä (esimerkiksi vakioitujen johdannaissopimusten tuotekuvaukset) vahvistusmenettelyn sijasta.

D) *Ehtojen vahvistusmenettely valvontaviranomaisessa.* AML 4 luvun 5a §:n mukaan Rahoitustarkastus vahvistaa hakemuksesta takaisinostosopimuksen ehdot. Hakijana voi toimia esimerkiksi markkinoilla toimivien osapuolten toimialajärjestö. Vahvistettujen ehtojen noudattaminen on vapaaehtoista, mutta niiden noudattamisella voi olla saavutettavissa esimerkiksi veroetuja.

E) *Sääntöjen viranomaisvahvistus ministeriössä tai valtioneuvostossa.* Sääntöjen noudattaminen on pakollista. Menettely sisältää yleensä itsesääntelyorganisaatiossa laajaa sisäistä kuulemismenettelyä. Viranomaiskäsitteily voi myös kestää lausuntovaiheineen kauan. Menettely on raskain, mutta markkinoiden luotettavuuden vaatimukset edellyttänevät keskeisten itsesääntelyn osien vahvistuttamista.

2.2.5.2. Kansainvälisiä esimerkkejä sääntelyn monitasaisuudesta

Ruotsi

Ruotsissa luottolaitostoimintaa, arvopaperimarkkinoita sekä vakuutustoimintaa valvoo valtion viranomainen, Finansinspektionen. Se toimii ministeriön, Finansdepartementet, alaisuudessa itsenäisenä keskusvirastona. Finansinspektionenin valtuudet ovat suomen Rahoitustarkastusta laajemmat erityisesti lupahallinnon (vahvistaa toimiluvat), mutta jossain määrin myös sääntelyn kannalta. Finansinspektionen on mm. antanut ne tarjous- ja

listalleottoesitteitä koskevat säännökset, jotka Suomessa kuuluvat valtiovarainministeriön annettaviksi. Ruotsin arvopaperimarkkinalainsäädäntö (lähinnä lagen om clearing- och börsverksamhet ja lagen om handel med finansiella instrument) on luonteeltaan lyhyttä ja väljähkösti kirjoitettua. Sama on koskenut perinteisesti myös Finansinspektionenin ohjeita. Itsesääntelylle, mm. pörssin ja johdannaispörssin säännöille on Ruotsissa jätetty runsaasti liikkumatilaa, sillä viranomaisvahvistamismenettely ei koske kaikkea itsesääntelyä. Itsesääntelyssä myös suosituksilla ja muulla ei-sitovalla itsesääntelyllä on ollut runsaasti tosiasiallista vaikutusta. Väljästi kirjoitetut lait ja ohjeistus jättävät toisaalta Finansinspektionenille hyvin runsaasti tulkintamahdollisuuksia käytännön tilanteissa, mikä saattaa olla oikeusturvankäytännön kannalta kyseenalaista.

Iso-Britannia

Iso-Britannian arvopaperimarkkinalainsäädäntö on luonteeltaan puitelainsäädäntöä, ja se sisältää keskeiset arvopaperimarkkinasäännökset yleisluonteisina. Säännösten valvonta ja tarkempi sisällön määrittäminen sekä niiden ohitse menevä yksityiskohtainen muu sääntely on syksyllä 1997 toteutetussa uudistuksessa annettu valtion valvontaviranomaiselle, Financial Services Authoritylle⁹ (FSA). FSA valvoo koko rahoitustoimintasektoria Iso-Britanniassa (pankkitoiminta, vakuutustoiminta, arvopaperimarkkinat).

USA

Amerikan Yhdysvaltain (USA) itsesääntelymekanismi vastaa Iso-Britanniassa ennen valvontauudistusta harjoitettua hajautettua valvontaa. USA:ssa keskeiset säännökset ovat lainsäädännössä, jonka lisäksi liittovaltion valvontaviranomainen Securities and Exchange Commission (SEC) on antanut omia säännöksiään. Keskeinen itsesääntely on SEC:n hyväksymillä itsesääntelyelimillä (Self Regulating Organisation, SRO), joita ovat lähinnä markkinapaikat, esimerkiksi NYSE, NASD ja AMEX. Eräänä SEC:n keskeisenä roolina on ollut sen valvominen, että SRO:t antavat riittävää itsesääntelyä ja että ne huolehtivat omien sääntöjensä noudattamisen valvonnasta. USA:ssa on lisäksi muitakin valvontaviranomaisia, mm. johdannaiskauppaa valvova Commodity Futures Trading Commission (CFTC) sekä kunkin osavaltion omat valvontaviranomaiset.

2.2.5.3. Sääntelyä ohjaavat tavoitteet

Markkinoiden luotettavuus ja vakaus

Arvopaperimarkkinoilla viranomaistoiminnan keskeisinä tavoitteina ovat luotettavien ja vakaiden markkinoiden edellytysten luominen ja ylläpito. Viranomaissääntelyn etu verrattuna markkinoiden itsesääntelyyn on mahdollisuus markkinoiden luotettavuuden sitä vaatiessa antaa sääntelyä, joka asettaa markkinaosapuolille myös sellaisia sijoittajansuojan tai markkinoiden vakauden kannalta tarpeellisia velvollisuuksia, joita markkinaosapuolet itsesääntelyssä todennäköisesti itse eivät olisi halukkaita antamaan. Viranomaissääntelyä on kuitenkin käytettävä harkiten ja siltä on edellytettävä kustannustehokkuutta, joustavuutta sekä markkinoiden luotettavuutta ja vakautta lisääviä ratkaisuja.

⁹ Aiemmin valvonta- ja sääntelyvaltuudet oli annettu Securities and Investment Board:lle (SIB). SIB oli puolestaan antanut hyväksymilleen itsesääntelyorganisaatioille (*Self Regulatory Organisation, SRO*) lakeja täydentävät väljät raamimääräykset, jotka SRO:iden on voimaansaattettava suhteessa jäsenistöönsä. Tasmälliset ja yksityiskohtaiset säännökset on siten annettu itsesääntelyssä, jonka sisältö on kuitenkin pitkälti sidottu toteutettavat tavoitteet sisältävillä ylempienasteisilla säädöksillä. Itsesääntelyä rajoitti SRO:lle annettu osittainen viranomaisasema, SIB:lle asetettu alemmanasteisen sääntelyn valvontavelvoite sekä SIB:lle annettu oikeus tarvittaessa poistaa SRO:lta viranomaishyväksyntä, mikä poistaisi myös itsesääntelyvaltuudet.

Oikeusturvanäkökohdat

Viranomaissääntelyssä korostuvat erityisesti oikeusturvanäkökohdat. Lainsäädäntötyössä oikeusturvanäkökohdat toteutuvat parlamentaarisen menettelyn kautta. Lakia alemmanasteisen viranomaissääntelyn osalta viranomaisen (ministeriöt ja muut viranomaiset) sääntelymahdollisuuksia ja kuulemismenettelyä ohjaavat mm. laki viranomaisten määräyksistä ja ohjeista (573/1989) ja VNp viranomaisten määräyksiä ja ohjeita koskevista toimenpiteistä. Kuulemismenettelyä ja viranomaisen perusteluvelvollisuutta voidaankin pitää keskeisenä oikeussuojakeinona määräyksiä ja ohjeita annettaessa.¹⁰

Sääntelyn joustavuus ja nopeus

Sääntelytason valintaan vaikuttavat toisaalta nopeus ja toisaalta sääntelylle asetettavat vaatimukset. Alemmanasteisen sääntelyn etuina verrattuna ylemmänasteiseen sääntelyyn on nopeus ja mahdollisuus yksityiskohtaisempaan, olosuhteiden muuttumisen paremmin huomioonottavaan sääntelyyn. Erityisesti itsesääntelylle on tyypillistä joustavuus sekä markkinaosapuolten näkökantojen sekä kustannusvaikutusten pitkälle menevä huomioonottaminen ja yhteensovittaminen. Toisaalta joissain tilanteissa lainsäädäntö saattaa olla nopein tapa antaa säännöksiä. Näin on esimerkiksi, jos säänneltävästä asiasta ei ole itsesääntelyn edellyttämää tahtotilaa saavutettavissa.

Sääntelyn kustannustehokkuus

Sääntelyn kustannustehokkuus (*cost effective regulation*) tarkoittaa sitä, että viranomainen ottaa sääntelyä antaessaan huomioon siitä aiheutuvat kustannukset ja vertaa niitä saavutettavaan hyötyyn. Lisäksi kustannustehokas sääntely ottaa huomioon, että annettava sääntely pitää yllä markkinoiden kilpailukykyä. Esimerkiksi Britanniassa tällä *cost of compliance* -ajattelulla on pitkät perinteet. Keskeinen keino periaatteen toteuttamisessa on palautteen hankinta ja viranomaissääntelyn avoimuuden lisääminen. Sääntelyssä on siten pyrittävä ottamaan huomioon arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky sekä vallitsevat menettelytavat ja pyrittävä siihen, että kustannuksia ei tule enemmän kuin on välttämätöntä tavoitteen saavuttamisen kannalta.¹¹

2.2.5.4. Sääntelyn monitasaisuuden ongelmia ja mahdollisuuksia

Sääntelyn monitasaisuus saattaa aiheuttaa ongelmia, mikäli tasoja on liikaa. Mitä useampi viranomainen ja itsesääntelijä sääntelee samaa tahoa, esimerkiksi pörssiyhtiötä, sitä todennäköisempää on, että sääntelyssä on ristiriitaisuuksia tai päällekkäisyyksiä. Lisäksi on mahdollista, että yhtiö tai markkinaosapuolet eivät kattavasti pysty seuraamaan kaikkea sääntelyä. Ongelmallista on erityisesti horisontaalisen sääntelyn (eli samanarvoisten sääntelijöiden/säännösten) lukuisa määrä. Tällöin saattaa tulla vaikeita tulkintaongelmia, jos säännökset ovat ristiriitaisia. Hankala tilanne näin arvioiden on esimerkiksi liikkeeseenlaskijoilla. Tällä hetkellä pörssiyhtiöiden toimintaa arvopaperimarkkinoilla säännellään ainakin

¹⁰ Itsesääntelyä ei koske viranomaissääntelyä ohjaava lainsäädäntö, mutta sen periaatteista erityisesti kuulemismenettely korostuu käytännössä yleensä hyvinkin laajasti. Sijoittajansuojaa ja markkinoiden luotettavuutta valvovien viranomaisten pitääkin voida tarvittaessa puuttua itsesääntelyyn, mikäli itsesääntely olisi ristiriidassa lainsäädännön tai lainsäädännössä asetettujen tavoitteiden kanssa.

¹¹ Kustannustehokkaassa sääntelyssä eräänä muotona voidaan pitää sääntelyä, jossa sääntely antaa tavoitteet, mutta toteuttamistapa jäisi valvottavien valittavaksi, jollei pakottavista syistä muuta johdu (esim. yhtenäiset raportointitavat, lomakkeet tms.). Esimerkiksi Rahoitustarkastuksen uudemmassa ohjeistuksessa näin on pyritty menettelemään.

laeilla, valtiovarainministeriön päätöksillä, arvopaperipörssin säännöillä ja ohjeilla, arvopaperikeskuksen säännöillä ja määräyksillä, Rahoitustarkastuksen määräyksillä ja ohjeilla, sosiaali- ja terveysministeriön antamilla määräyksillä ja ohjeilla sekä kirjanpitolautakunnan yleisohjeella¹². Lisäksi on arvopaperimarkkinoilla toimimista koskevia suosituksia, mm. Keskuskauppakamarilta, Teollisuuden ja työnantajien keskusliitolta sekä Suomen Sijoitusanalyytikot ry:ltä.

Vertikaalisten sääntelytasojen määrä ei ole yhtä ongelmallista, koska alemman asteinen sääntely on alisteista ja väistävää suhteessa ylemmänasteiseen. Vertikaalisessa sääntelyssä yksityiskohtaisuuden aste ja joustavuus kasvaa alaspäin siirryttäessä, kun horisontaalisessa sääntelyssä näin ei välttämättä käy. Lailla ja asetuksilla julkisen vallan tulee asettaa yleiset puitteet arvopaperimarkkinoiden toiminnalle. Alemmantasoisilla viranomaismääräyksillä täsmennetään lainsäädännön tai ministeriöiden päätösten sisältöä. Nämä ovat luonteeltaan yksityiskohtaisia sekä teknis- ja täytäntöönpanoluonteisia määräyksiä. Sen, millä tasolla erityyppiset säännökset annetaan, tulisi riippua säännöksen tarkoituksesta. Suomen arvopaperimarkkinoiden kehityksen kannalta on tärkeää, että lakia alemmantasoisilla viranomaismääräyksillä ja itsesääntelyllä kyetään nopeallakin tahdilla reagoimaan markkinoiden ja valvottavien toiminnan muutoksiin. Ongelmana on siten normihierarkkisesti rinnakkainen sääntely, jolloin normien keskinäinen suhde saattaa olla vaikeasti määriteltävissä.

Viranomaissääntelyn käyttömahdollisuudet

Valtiovarainministeriön päätökset ovat joustavampi sääntelytapa kuin lainsäädäntö, mutta ne ovat silti säädöskokoelmassa julkaistavia säädöksiä. Täten päätöksiä voidaan käyttää mm. direktiivien kansalliseen voimaansaattamiseen, mitä ei alemmanasteisella sääntelyllä voida toteuttaa.

Rahoitustarkastukselle ja muulle viranomaiselle luontevasti soveltuva sääntelytehtävä on lakia tämentävien säännösten antaminen sijoittajansuojaa sekä valvottavien, esimerkiksi arvopaperinvälittäjien, velvollisuuksia koskevissa asioissa. Lisäksi Rahoitustarkastus on antanut runsaasti valvontaan liittyviä säännöksiä, mm. taloudellista raportointia koskevia normeja. Eduskunnan perustuslakivaliokunta on katsonut, että Rahoitustarkastukselle kuuluva sääntelytehtävä on antaa teknis- ja täytäntöönpanoluonteisia määräyksiä ja ohjeita, jolloin Rahoitustarkastuksen sääntelyvallan rajat tulee antaa siinä materiaalisessa lainsäädännössä, jossa määräyksenantovaltuutus annetaan. Tätä on perusteltu sillä, että Rahoitustarkastuksen norminantovalta ei ole osa valtioneuvoston ohjausvaltaa, koska Rahoitustarkastus toimii Suomen Pankin yhteydessä, eikä ministeriön alaisena keskusvirastona, kuten pankkitarkastusvirasto. Kantaa on käytännössä sovellettu mm. viittaamalla viimeaikaisessa lainsäädännössä Rahoitustarkastuksen harkintavallan rajoituksena EU-direktiivien sisältöön.

Itsesääntelyn käyttömahdollisuudet

Keskeiset itsesääntelyvaltuudet on annettu lainsäädännössä. Itsesääntelyn käyttömahdollisuuksia voitaisiin lisätä myös antamalla muulla viranomaissääntelyllä mahdollisuus yksityiskohtaiseen sääntelyyn itsesääntelyssä. Esimerkiksi Rahoitustarkastuksen kauppaportointia koskevat säännökset viittaavat osittain raportoinnin vastaanottavan yhteisön teknisiin ohjeisiin ja lomakkeisiin. Vastaavasti voitaisiin menetellä esimerkiksi sisäpiirirekisterien valvonnassa. Kehitys, jossa viranomaissääntelyssä ja itsesääntelyssä asetetaan tavoitteet, ja itsesääntelyssä tarkennetaan laissa säädetyt toteuttamiskeinot, voi tietyissä rajoissa olla järkevää myös lakia alemmanasteisessa viranomaissääntelyssä. Tämäntyyppinen

¹² Yleisohje tilinpäätöksen, tilinpäätöstiedotteen ja osavuositarkastuksen laatimisesta

muutos ei edellytä lainsäädäntömuutoksia, mutta lainsäädännön perusteluissa voisi olla syytä mainita tällaisen delegoinnin mahdollisuudesta.

Mikäli arvopaperinvälittäjiä koskevan viranomaissääntelyn tilalle haluttaisiin laajempaa itsesääntelyä, saattaisi erillinen itsesääntelyorganisaatio¹³ olla tarpeellinen. Itsesääntelyorganisaatiolta pitää edellyttää, että sen antamat normit koskevat kaikkia sijoituspalveluita Suomessa tarjoavia yhteisöjä. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että ainakin kotimaiset yhteisöt (sijoituspalveluyritykset ja sijoituspalveluita tarjoavia luottolaitokset) olisivat velvollisia liittymään itsesääntelyorganisaatioon (sopimuspakko). Suomen arvopaperimarkkinoiden pienen koon huomioon ottaen erillisen itsesääntelyorganisaation perustaminen ei ole tarkoituksenmukaista. Sen sijaan olemassaolevien toimialaorganisaatioiden toiminta itsesääntelijänä (lähinnä ei-sitovan itsesääntelyn kannalta) on luontevaa.

2.2.5.5. Sääntelyn keskittäminen

Viranomaissääntelijöiden määrä ei ole Suomessa kansainvälisesti erityisen suuri, mutta silti on syytä arvioida, voidaanko viranomaissääntelyä keskittää. Asiantuntemuksen hajaantumisen ongelma voidaan ratkaista esimerkiksi velvollisuudella pyytää lausuntoa asiantuntijaviranomaiselta. Näin on esimerkiksi menetelty sähköjohdannaismarkkinoiden valvonnan uudistamisessa. *Sääntelytasojen horisontaalisen (samanarvoisten sääntelijöiden) runsas määrä saattaa olla ongelma.* Eräänlaisena ideaalisääntelytilana voisi olla kunkin arvopaperimarkkinoilla toimivan yhteisön sääntelijöiden rajoittamista lainsäädäntöön, yhteen viranomaistahoon sekä yhteen itsesääntelyelimeen. Vasta-argumenttina sääntelyn keskittämislle on kuitenkin se, että sääntelijänä tulee kuitenkin toimia viranomaisista se, joka on kyseisen alan asiantuntija.

Arvopaperinvälittäjien (sijoituspalveluita tarjoavat yhteisöt) osalta voisi olla luontevaa keskittää sääntely lainsäädäntöön ja näitä yhteisöjä valvovan Rahoitustarkastuksen normintoon. Lisäksi saattaisi olla järkevää kehittää sijoituspalvelun tarjoajille itsesääntelyä esimerkiksi AML 4 luvun 5 a §:n mallin mukaisesti. Tällaiseen mahdollisuuteen voitaisiin tarvittaessa kytkeä Rahoitustarkastuksen vahvistusmenettely.

Liikkeeseenlaskijoiden sääntelyä löytyy monelta taholta. Sääntelyn keskittämisen tarvetta on syytä harkita. Liikkeeseenlaskijoiden sääntelijänä voisivat toimia luontevimmin valtiovarainministeriö ja itsesääntelijä eli arvopaperipörssi tai johdannaisyhteisö.

Sisäpiirisääntely on arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden vaalimiseksi annettua sääntelyä. Tästä syystä sääntely voi olla syytä keskittää lainsäädäntöön sekä viranomaissääntelyyn. Sääntely on myös sisäpiirivalvonnan mahdollisuuksien kannalta tarpeen säilyttää viranomaisten käsissä.

Sijoitusrahastojen sääntelyssä (pien)sijoittajien suojaa ja luottamuksen ylläpitämistä voidaan pitää keskeisenä suojeltavana intressinä. Tämä puoltaa sääntelyn jättämistä viranomaisvetoiseksi, eli lainsäädäntöön ja viranomaissääntelyyn perustuvaksi. Toisaalta voisi olla mahdollista, että viranomaisvahvistusmenettely (AML 4 luvun 5 a §:n tapaan) voisi olla joissain tilanteissa suotavaa, esim. lunastushinnan määräytymisperusteita määriteltäessä.

¹³ Aiemmin arvopaperimarkkina-alueilla on ollut itsesääntelyorganisaatio *arvopaperinvälittäjien yhteisö*, jolla oli lakisäätteisiä tehtäviä. Tällaisena yhteisönä toiminut Arvopaperinvälittäjien yhdistys ry. on antanut joitakin suosituksia jäseninään oleville arvopaperinvälittäjille, mm. kaupankäyntirajoituksesta.

Arvo-osuusjärjestelmän sääntelyn osalta lainsäädännössä on annettu keskeinen infrastruktuuria koskeva säännöstö, mutta määrällisesti laajinta on ollut itsesääntely. Nykymenettelyssä Suomen Arvopaperikeskus Oy:n säännöt ovat keskeistä itsesääntelyä. Menettelyssä on monia hyviä puolia. Muun viranomaissääntelyn, erityisesti Rahoitustarkastuksen sääntelyn rooli on ollut vähäinen, mikä ei ole ollut täysin linjassa muiden yhteisöjen sääntelyn kanssa.

Pörssien ja pörsseissä toimimisen sääntely käteis- ja johdannaismarkkinoilla keskittyy lähinnä lainsäädäntöön sekä itsesääntelyyn (säännöt). Sääntöjen ja vakiosopimusten osalta voidaan harkita useita itsesääntelyn kehittämismenettelyä, mm. viranomaishyväksyntämenettelyn laajentamista (AML 4:5a) ja non-action -menettelyä. Viranomaissääntelyn roolia voi olla syytä selvittää.

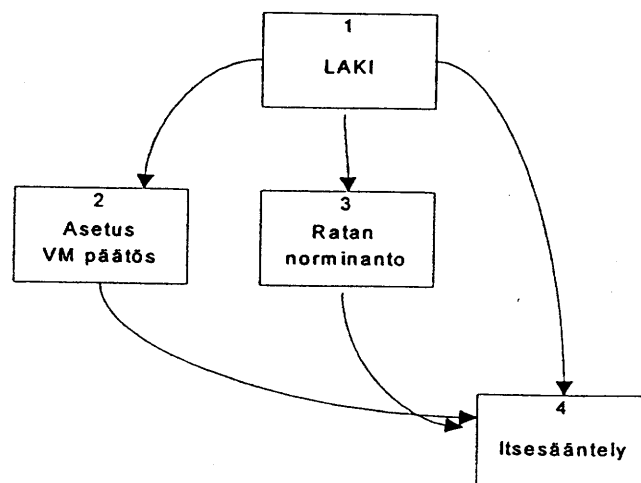
2.2.5.6. Päätelmiä

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on sisältänyt merkittäviä valtuuksia alemmanasteiseen sääntelyyn. Näistä voidaan mainita mm. itsesääntelyä koskevat säännökset sekä viranomaisille (mm. valtiovarainministeriö, Rahoitustarkastus ja kirjanpitolautakunta) annetut määräysenantovaltuudet. Lainsäädäntöä on jouduttu, osittain EU-direktiivien voimaansaattamisen takia, jatkuvasti uudistamaan ja uudelleenarvioimaan, mikä on menettelynä eduskuntakäsittelyineen ollut hidasta. Lainsäädännön kehittäminen edelleen puitelainsäädännön suuntaan lieneekin tavoiteltava suunta. *Tällöin voisi eräänä keinona yksinkertaistaa sääntelyä olla se, että vertikaalisen sääntelyn keinoja lisättäisiin, mutta horisontaalisten sääntelijöiden määrää pidettäisiin suppeana.*

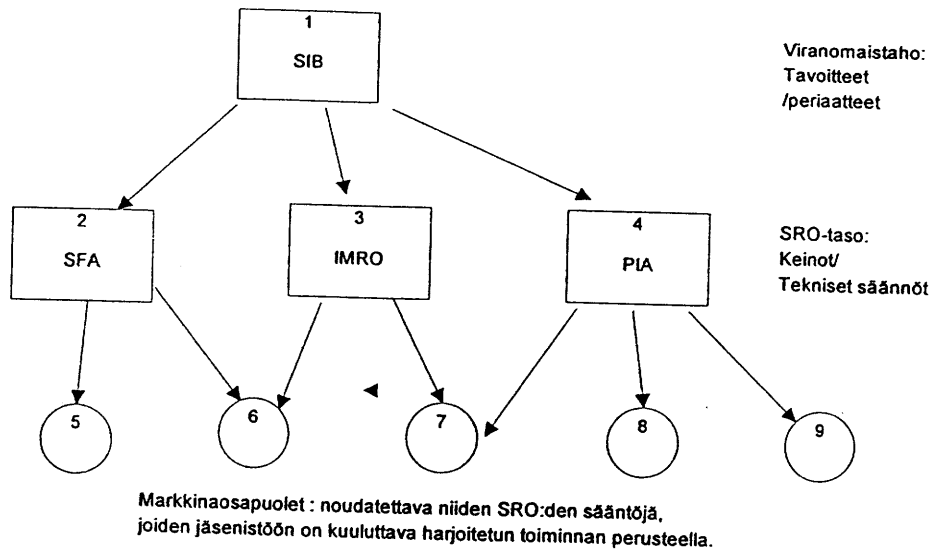
Toinen keskeinen muutostrendi lainsäädännössä voisi olla *itsesääntelyn ja nimenomaisesti siihen liittyvän viranomaisvaikuttamisen* keinovalikoiman monipuolistaminen. Tämä lisäisi itsesääntelyn käyttömahdollisuuksia ja joustavuutta. Tällöin ei-sitovan itsesääntelyn tosiasiallinen vaikuttavuus ja erilaiset viranomaisvahvistamista keveämmät vaihtoehdot tulisi ottaa lainsäädännön valmistelussa huomioon.

Arvopaperimarkkinoiden *viranomaissääntelyssä* pitää jatkossakin ottaa pitkälti huomioon ne tavoitteet, joiden tulee ohjata viranomaissääntelyä, mm. kustannustehokkuus ja oikeusturvankäsitteet. *Keskeisin tavoite on sääntelyn laadun pitäminen mahdollisimman korkeana*, mikä onnistuu parhaiten pitämällä sääntelyn valmistelu mahdollisimman avoimena ja laajapohjaisena.

Kuva 1: Itsesääntelyn ja lakia alemmanasteisen viranomaissääntelyn valtuutusvaihtoehdot



Kuva 2: Iso-Britannian arvopaperimarkkinoiden sääntely ennen valvontauudistusta



2.3. Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen vaikutukset arvopaperimarkkinalainsäädäntöön

2.3.1. Yleistä

Euroopan talous- ja rahaliiton (EMU) III vaiheeseen siirrytään Euroopan unionin jäsenvaltioissa vuoden 1999 alusta. Osallistuminen EMU:n III vaiheeseen ja yhteisen rahan käyttöönotto vaikuttavat Suomen arvopaperimarkkinoihin sekä niiden toimintaan ja rakenteeseen paljon siitä riippumatta, ottaako Suomi yhteisen rahan käyttöön ensimmäisten EMU:n III vaiheeseen osallistuvien valtioiden joukossa. Käytännössä näitä arvopaperimarkkinoihin liittyviä vaikutuksia ennakolta huomioon ottavaa työtä on tehty jo paljon, koska Euroopan yhdentymiseen, rahoitusjärjestelmän monipuolistamiseen ja pankkikriisin aiheuttamiin kokemuksiin perustunut tavoite saattaa arvopaperimarkkinalainsäädäntö kehittyneelle eurooppalaiselle tasolle helpottavat suureksi osaksi varautumista EMU:n III vaiheen alkamiseen ja Suomen osallistumiseen siihen.

Arvopaperimarkkinalainsäädännössä viime vuosina toteutuneet merkittävimmät kotimaiset hankkeet ovat valtion sarjaobligaatioiden pääosan liittäminen arvo-osuusjärjestelmään ja arvopaperikeskuksen perustaminen. Arvo-osuusjärjestelmä perustuu automaattiseen tietojenkäsittelyyn ja siten olennaisesti vähentää yhteisen rahan käyttöön ottamisesta aiheutuvia ongelmia arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikeskusta perustettaessa varauduttiin myös siihen, että EMU:n III vaiheen toteuduttua arvopaperikaupan selvitystoiminta verkottuu Euroopassa niin, että yhteistyö tapahtuu kansallisten arvopaperikeskusten kautta. Merkittävimmän arvopaperimarkkinalainsäädännössä viime vuosina toteutetun Euroopan unionin lainsäädännön täytäntöönpanoon liittyvän hankkeen, sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla annetun neuvoston direktiivin (93/22/ETY) voimaansaattamisessa varauduttiin arvopaperimarkkinoiden keskittymiskehitykseen Euroopassa, jota EMU:n III vaiheen alkuinen mitä ilmeisimmin vain vahvistaa.

Edelleen on kuitenkin tarpeen arvioida, mitä muita ratkaisuja lainsäädännön kehittämiseksi on tehtävä parhaan mahdollisen lähtökohdan saavuttamiseksi alati muuttuvissa olosuhteissa. Tällöin lähtökohtana on, että suurin osa muutoksista liittyy arvopaperimarkkinoiden

toiminnan helpottamiseen käytännössä, eikä Euroopan unionin lainsäädännön täytäntöönpanoon.

Yhteisen rahan käyttöönoton vaikutuksesta Suomen valtion velanoton edellytyksiin määrätään euron käyttöön ottamisesta Maastrichtin sopimuksen 109 1 artiklan 4 kohdan nojalla annettavan neuvoston asetusehdotuksen ("toinen euroasetus") 8 artiklan 4 kohdan ensimmäisessä luetelmakohdassa. Toinen euroasetus on asiallisesti ja lopulliselta sisällöltään hyväksytty ja se on myös julkaistu. Kysymystä selvitetään erillisessä "EMU ja valtionvelka"-nimisessä valtiovarainministeriön työryhmässä, joka on 28.4.1997 ja 19.12.1997 saanut valmiiksi toistaiseksi luottamukselliset ensimmäisen ja toisen väliraporttinsa ja joka on jatkanut työtään apunaan useita erityistyöryhmiä. Työryhmä julkisti ennen joulua suosituksensa, jotka liittyvät valtion velanoton kehittämiseen yhteisen rahan olosuhteissa.

Euroopan komission ehdotusta direktiiviksi selvityksen lopullisuudesta maksujärjestelmissä ja arvopaperien selvitysjärjestelmissä on 13.10.1997 hyväksytty yhteinen kanta neuvostossa. Euroopan komission muutettu ehdotus on parhaillaan Euroopan Parlamentin toisessa käsittelyssä, jonka odotetaan päättyvän helmikuun loppuun 1998 mennessä.

Euroopan rahapoliittisessa instituutissa tapahtuvasta valmistelusta on puolestaan julkaistu varsin rajoitetusti tietoa, kuten raportit: The Single Monetary Policy in Stage Three: Specifications of the Operational Framework (January 1997), EU Securities Settlement Systems: Issues related to Stage Three of the EMU (February 1997), The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures (September 1997) ja Standards for the Use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations (January 1998).

Eräät arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kuuluvat lainkohdat sisältävät markkamääriä, ja niissä markka muuttuu euroksi neuvoston asetuksen perusteella. Näissä tapauksissa kyseisessä lainkohdassa viittaus markkaan on tarkoituksenmukaista muuttaa viittaukseksi euroon silloin, kun lakia muutoinkin muutetaan. Lainkohtia, joita on Euroopan unionista tehdystä sopimuksesta johtuvista oikeudellisista syistä sisällöltään muutettava, ei ole arvopaperimarkkinalainsäädännössä toistaiseksi havaittu. Myöskään uuden arvopaperimarkkinalainsäädännön tarvetta ei ole havaittu. Sen sijaan eräitä lainkohtia saattaa olla tarpeen muuttaa tarkoituksenmukaisuussyistä, kuten markkamäärien arvo-osuusmuotoisten joukkovelkakirjalainojen muuntaminen euromääräisiksi.

2.3.2. Voimassa oleva lainsäädäntö

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön ei aiheudu EMU:n III vaiheen toteutumisen johdosta suoranaisia lainmuutostarpeita, sillä toinen euroasetuksen mukaan euro korvaa jäsenvaltion rahan muuntokurssin mukaisesti (3 art.). Kyseinen asetusta on vuoden 1999 alusta Suomessa suoraan sovellettavaa oikeutta, jos Suomi ottaa yhteisen rahan käyttöön ensimmäisten EMU:n III vaiheeseen osallistuvien valtioiden joukossa. Niitä seitsemää jäljempänä mainittua arvopaperimarkkinalainsäädäntöön sisältyvää lainkohtaa, joissa on mainittu markkamäärä, ei siksi välttämättä ole tarpeen muuttaa.

Myöhemmin päätettävä Suomen markan ja euron välinen muuntokurssi vaikuttaa puolestaan siihen, onko lainkohdissa olevien markkamäärien muututtua euromääräksi tarkoituksenmukaista pyöristää niitä. Pyöristyssäännöistä määrätään neuvoston asetuksessa tietyistä euron käyttöön ottamiseen liittyvistä säännöksistä (4 ja 5 art.). Markka- ja pennimäärien muuntaminen euro- ja senttimääräksi muuntokurssin mukaisesti johtaa käytännössä desimaaleja sisältäviin tarkkanumeroisiin ja epätasaisiin määriin. Tällöin määrät on säädösmuutoksilla pyöristettävä tasalukuihin.

Markkamääriä sisältäviä lainkohtia, joista saattaa aiheutua lainmuutostarpeita, ovat AML 2 luvun 3 §:n 4 momentin poikkeus velvollisuudesta julkistaa esite, SijRahL 9 §:n säännös rahastoyhtiön perustamispääomasta ja 16 a §:n säännös sijoitusrahaston vähimmäiskoosta, OptioL 2 luvun 2 §:n säännös optioyhteisön perustamispääomasta, AOJL 18 §:n säännös arvopaperikeskuksen rahastosta sekä SipaL 13 §:n säännös sijoituspalveluyrityksen perustamispääomasta ja 49 §:n säännös asiakkaan tunnistamisesta. Osaan näistä lainkohdista saataneen ohje Euroopan komission työstä direktiivien ecua koskevien viittausten tulkitsemiseksi, jota edelleen valmistellaan.

Sopimusten jatkuvuutta koskevien periaatteiden kannalta saattaa olla tarpeen laatia siirtymäsäännöksiä mm. listalleotto- ja tarjousesitteiden sekä selvitettävänä olevien arvopaperikauppojen asemasta vuodenvaihteessa 1998-99. Muutosten ajoittuminen on osaksi avoin kysymys, sillä tarkoituksenmukaisuusperusteella yhteisen raha voidaan ottaa käyttöön jo ennen kuin Suomen markan käyttämisestä on välttämätöntä luopua.

Oikeusministeriössä on selvitetty osakeyhtiölain (734/1978) muuttamista yhtiöiden osakkeiden nimellisarvosta luopumiseksi. Tässä kysymyksessä valittavat ratkaisut vaikuttavat myös arvopaperimarkkinalainsäädäntöön. Samaten velkakirjalain (622/1947) mahdollinen muuttaminen vaikuttaa arvopaperimarkkinalainsäädäntöön.

UlkSipaL:ssa ei ole markkamääriä sisältäviä lainkohtia eikä siten lainmuutostarpeita. Maininnat Suomen Pankista AML 3 luvun 14 §:ssä ja 7 luvun 1 §:n 6 momentissa sekä OptioL 3 luvun 2 §:n 2 momentissa voidaan säilyttää ennallaan. KiintRahL (1173/1997) 9 §:ssä säädetään lisäksi kiinteistörahaston osakepääomasta.

2.3.3. Valmisteilla oleva lainsäädäntö

Muutamien valmisteltavana oleviin lakiesityksiin sisältyy säännösehdotuksia, joissa on mainittu markkamäärä. Ensinnäkin on mainittava hallituksen esitys arvopaperimarkkinalain muuttamista ja muuta arvopaperikaupan selvitystoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi (HE 209/1997 vp.). Lisäksi on otettava huomioon valtiovarainministeriön sijoittajansuojatyöryhmän muistio (VM 1/97), joka sisältää luonnoksen hallituksen esitykseksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain muuttamiseksi ja muuksi sijoittajien korvausrahastoa koskevaksi lainsäädännöksi. Esitys annetaan eduskunnalle alkuvuonna 1998.

2.3.4. Valtiovarainministeriön päätökset ja itsesääntely

Valtiovarainministeriön päätöksillä sekä rahoitustarkastuksen määräyksillä ja ohjeilla on tärkeä merkitys lakia täydentävinä säännöksinä. Useissa valtiovarainministeriön antamien päätösten yksittäisissä säännöksissä on mainittu markkamäärä, kuten tarjousesitteestä annetun päätöksen (905/1994) 2 §:n 2 kohdassa ja 7 §:n 1 momentin 2 kohdassa, arvopaperin ottamista pörssilistalle koskevista vaatimuksista annetun päätöksen (906/1994) 3 §:n 1 momentissa ja 8 §:n 1 momentissa, arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta annetun päätöksen (879/1995) 2 §:n 3 momentin 8 ja 9 kohdassa, sijoituspalveluyrityksen toimilupahakemuksen sisällöstä annetun päätöksen (675/1996) 8 §:n 1 momentin 6 kohdassa sekä rahastoesitteestä annetun päätöksen (711/1996) 3 §:n 1 momentin 6 kohdassa. Asetukseen listalleotto- ja tarjousesitteiden vastavuoroisesta tunnistamisesta (919/1995) ja valtiovarainministeriön päätökseen omistusosuuksien ilmoittamisen ja julkistamisen yhteydessä annettavista tiedoista (904/1994) ei aiheudu muutostarpeita.

Rahoitustarkastuksessa on alustavasti arvioitu, että EMUn III vaiheen toteutumisen vaikutus rahoitustarkastuksen määräyksiin ja ohjeisiin on luonteeltaan lähinnä tekninen. Tässä yhteydessä rahoitustarkastus on aikonut muutoinkin selkeyttää määräyksiään ja ohjeitaan.

Lukumääräisesti suuremmat muutostarpeet kohdistuvat ilmeisesti valtiovarainministeriön vahvistamaan arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyyn, kuten arvopaperipörssien, optioyhteisöjen ja arvopaperikeskuksen sääntöihin. Koska itsesääntely on osa sopimussuhdetta, johon markkinaosapuolet sitoutuvat liittyessään arvopaperipörssin, optioyhteisön tai arvopaperikeskuksen osapuoleksi, toisen euroasetuksen 8 artiklan 4 kohdan toinen luettelukohta on tässä yhteydessä tärkeä. Voitaneen sanoa, että kyseinen artiklakohta tavallaan kannustaa EMUn III vaiheeseen osallistuvia jäsenvaltioita tarjoamaan kansallisille arvopaperimarkkinoille ja niiden osapuolille mahdollisuuden yhtenäisestä siirtymisratkaisusta yhteiseen rahaan. Itsesääntelyssä on kyse suurelta osin sopimusten jatkuvuuden turvaamisesta.

Mainitussa artiklassa ei tarkemmin rajoiteta niitä toimenpiteitä, joita jäsenvaltio voi toteuttaa. Toimenpiteet ovat siten jäsenvaltion kansallisessa harkinnassa. Artiklassa tuskin on kuitenkaan ensisijaisesti tarkoitettu toimenpiteitä, jotka toteutuvat ilman julkisen vallan myötävaikutusta. Tämä johtuu siitä, että 8 artiklan 4 kohta on 8 artiklan 5 kohdasta johdettavan vastakohtaispäätelmän mukaan poikkeus periaatteesta, jonka mukaan yhteisen rahan käyttöön ottamiseen ei voida pakottaa eikä yhteisen rahan käyttöön ottamista voida estää (engl. "no prohibition, no compulsion"). On kuitenkin mahdollista, ettei itsesääntelyyn, joka on oikeudellisesti sopimussuhteiden verkosto, voida sen vapaaehtoisen muuttamisen lisäksi puuttua muutoin kuin julkisen vallan myötävaikutuksella. Julkisen vallan tahdon toteutumista helpottaa, että AML 10 luvun 3 §:n 1 momentissa on säädetty muutoksenhaku-kielto asianomaisen ministeriön päätöksiin, jotka koskevat arvopaperipörssin sääntöjen ja muun julkisen kaupankäynnin sääntöjen vahvistamista. Vastaavasta kiellosta säädetään OptioL 5 luvun 8 §:n 1 momentissa. Muutoksenhakukiellot voi olla tarpeen poistaa laista muista syistä. Tämän vuoksi on tarpeen varmistua siitä, että itsesääntelyssä toteutetaan riittävät varautumistoimenpiteet.

Käytännössä ja riittävän joustavuuden varmistamiseksi saattaa olla aiheutonta muuttaa kaikkia arvopaperimarkkinalainsäädäntöön kuuluvia lakeja näiltä osin yksityiskohtaisesti. Tarkoituksenmukaisempaa voi olla muuttaa lainsäädäntöä siten, että valtioneuvostolle tai asianomaiselle ministeriölle varataan tarvittavat valtuudet määrätä arvopaperipörssin, optioyhteisön, selvitysyhteisön, arvopaperikeskuksen ja sijoitusrahaston sääntöjä muutettavaksi, jos yhteisen rahan käyttöön ottaminen sitä edellyttää. Tällaiset valtuutussäännökset ovat tavanomaisia arvopaperimarkkinalainsäädännössä. Vaikka näin viranomaisten määräyksenantovaltuuksia lisätään, muutosten pääosa ohjattaisiin lakia alemmanasteiseen säännöstöön. On mahdollista, että vaatimus sijoitusrahaston sääntöjen muuttamisesta on aiheuton, jos siirtyminen yhteisen rahan käyttöön julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden piirissä johtaa myös sijoitusrahastojen arvonlaskennan muuttumiseen.

2.3.5. Rahoitustarkastuksen sääntely

Helsingin Pörssi (HEX Oy, Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö), rahamarkkinat, joukkovelkakirjojen tukkumarkkinat sekä Suomen Optiopörssi Oy siirtyvät heti EMUn kolmannen vaiheen alusta (suunnitelmien mukaan 1.1.1999) käyttämään euroa noteeraus- ja kaupankäyntivaluuttana. Kaupankäynti ja arvopaperikauppojen raportointi siirtynee siten heti 1.1.1999 europohjaiseksi, samoin arvopaperimarkkinatilastot. Valtaosa pankeista ja sijoituspalveluyrityksistä säilyttäneen markan kirjanpitovaluuttana vuoteen 2002. Täten myös taloudellinen raportointi siirtynee valtaosaltaan euroiksi vasta tuolloin. Osavuosii- ja kuukausiraportointi seurannee samaa siirtymätahtia. Sijoitusrahastojen siirtymäaikatauluista ei ole vielä arvioita. Pörssin siirtyminen euroon johtanee kuitenkin välittömästi sijoitusrahastojen arvonlaskuvaluutan muuttumiseen euroiksi.

Kirjanpitoa ja taloudellista raportointia koskevat Rahoitustarkastuksen määräykset

Raportoinnin muutoksia on selvitetty Viranomaisyhteistyöryhmässä (Virati) yhteistyössä Ratan, Suomen Pankin ja Tilastokeskuksen kanssa. Viratissa on sovittu komission *vihreän kirjan* ja *Neuvoston asetuksen euron käyttöönottoon liittyvistä säännöksistä* mukaisesti, että Rahoitustarkastuksen valvottavilta vaadittavien raporttien ilmoitusvaluutta voi olla 1.1.1999 alkaen joko markka tai euro 31.12.2001 saakka, jonka jälkeen se on vain euro.

Euroon siirtymisen tärkeimmät vaikutukset Rahoitustarkastuksen määräyksiin ja ohjeisiin ja niiden perusteella tapahtuvaan raportointiin koskevat kirjanpidon ja tilinpäätöksen valuuttaa, ilmoitusvaluuttaa, valuuttaerittelyjä, korkosidonnaisuuserittelyjä, kotimainen - ulkomainen - jakoa sekä sellaisten valuuttasidonnaisten johdannaissovimusten käsittelyä, joissa sopimus on tehty ecun ja eurovaluutan välillä tai kahden eurovaluutan välillä.

Rahoitustarkastus noudattaa euroasetuksessa esitettyä ei pakkoa, ei estettä -periaatetta siirryttäessä euron käyttöön Suomen rahoitusmarkkinoilla. Täten kaikki Rahoitustarkastukselle toimitettavat tiedot voidaan ilmoittaa siirtymävaiheessa joko markkoina tai euroina 1.1.1999 lähtien kuitenkin niin, että tiettyyn määräykseen ja ohjeeseen sisältyvät raportit ilmoitetaan kaikkien erien osalta samana valuuttana. Samassa raportissa ei siis voida ilmoittaa eriä sekä markka- että euromääräisinä. On myös eri määräyksiin sisältyviä sellaisia raportteja, jotka liittyvät niin olennaisesti yhteen mm. siten, että tietoa siirretään raportilta toiselle, että kaikki nämä raportit tulee toimittaa samana valuuttana. Tällaisia raportteja ovat mm. vakavaraisuuteen ja suuriin asiakasriskeihin liittyvät raportit sekä rahoitusriskiä ja taseen ulkopuolisia sitoumuksia koskevat raportit. Siirtymäkauden loputtua 31.12.2001 tulee kaikki raportit toimittaa Rahoitustarkastukselle euromääräisinä.

Se, millaisia korkosidonnaisuuksia käytetään euron voimaantultua, on vielä ratkaisematta ja asiaan saattavat vaikuttaa myös mahdolliset lainsäädännölliset muutokset.

Muut Rahoitustarkastuksen määräykset

Muutokset muihin arvopaperimarkkinamääräyksiin ovat lähinnä teknisiä, määräyksen sanamuotomuutoksia. Ongelmia saattaa aiheuttaa se, että joidenkin määräysten osalta on varauduttava kahden valuutan rinnakkaiskäyttöön siirtymäaikana ja/tai eri markkinaosapuolten eriaikaiseen siirtymiseen euron käyttöön. Ratan arvopaperimarkkinoita koskevia määräyksiä ja ohjeita (pl. kirjanpito-, tilinpäätös- ja riskiraportointimääräykset), joissa on viitattu markkamääriin, ovat mm. kauppaportointia koskevat määräykset, sisäpiiriasioita koskevat määräykset, osavuositarkastus- & kuukausiraporttimääräykset. Lisäksi lukuisissa muissa määräyksissä on markka-arvoon perustuvia mainintoja tai viittauksia, jotka on muutettava euromääräisiksi.

Rahoitustarkastuksen muutosajataulu

Ratan ohjeisiin, määräyksiin ja raportteihin tehdään euron aiheuttamat muutokset mahdollisimman pian sen jälkeen, kun ne ovat tiedossa. Lopulliset hyväksymiset tehdään, kun EMUn kolmannen vaiheen aloittaminen ja Suomen osallistuminen siihen on vahvistettu. Muutetut ohjeet ja määräykset on suunnitelmien mukaan jaettu valvottaville 1.6.1998 mennessä. Muutokset tulevat voimaan EMU:n kolmannen vaiheen alkaessa. Rahoitustarkastuksen tarkoituksena ei ole antaa erikseen mitään uutta ohjeistusta EMUn kolmannen vaiheen tai Euron käyttöönoton johdosta.

3. Suomalainen arvopaperimarkkinapolitiikka

3.1. Arvopaperimarkkinastrategia, tulevaisuudenkäsitys ja visio

Arvopaperimarkkinastrategian lähtökohta

Yhteisen valuutan Euroopassa suomalaisilla talousyksiköillä on mahdollisuus tyydyttää rahoitustarpeitaan tehokkaasti kansainvälisissä finanssikeskuksissa, jotka kuuluvat maailman suurimpiin. Mahdollisuus saada tehokkaasti hinnoiteltua rahoitusta vaikuttaa positiivisesti talousyksikköjen kilpailukykyyn ja on myös kansantaloudellisesta näkökulmasta myönteinen asia.

Toisaalta joillakin suomalaisilla talousyksiköillä on enemmän vaikeuksia saada kilpailukykyistä rahoitusta Euroopan suurista finanssikeskuksista kuin muuten vastaavassa tilanteessa olevalla, suuressa finanssikeskuksessa jostain syystä halvemmin toimivalla suomalaisella tai ulkomaisella talousyksiköllä. Suomen kilpailukykyyn kannalta on tärkeä varmistaa, että myös näillä ***talousyksiköillä on mahdollisuus saada rahoitusta kilpailukykyiseen hintaan - jollei muualta, niin ainakin suomalaisilta arvopaperimarkkinoilta.*** Tämän varmistamiseksi tarvitaan kansallinen arvopaperimarkkinastrategia kehittämään suomalaisten rahoitusongelmien kilpailukykyisissä ratkaisuissa tarvittavaa infrastruktuuria Suomessa.

Arvopaperimarkkinoilta saatavan rahoituksen kilpailukyky riippuu tekijöistä, joista osa on yhteydessä markkinoiden syvyyteen ja laajuuteen sekä näistä tekijöistä syntyviin ***skaalaetuihin.*** Toiset talousyksikköjen rahoituksen kilpailukykyyn kannalta keskeiset tekijät ovat yhteydessä arvopaperimarkkinoiden valmiuteen hinnoitella rahoitukseen liittyviä riskitekijöitä asiantuntevasti. Tähän arvopaperimarkkinoiden rahoitusinformaatioon ja sen evaluointiin ***ei liity yhtä merkittäviä skaalaetuja kuin muihin rahoituksen hintaan vaikuttaviin tekijöihin.*** Tietotekniikan kehityksestä ja sen myötä reaaliaikaisesta, edullisesta ja maailmanlaajuisesta informaation tarjonnasta huolimatta on rahoituspäätöksiä edellyttämä inhimillisten tekijöiden vuorovaikutus joiltain osin ratkaisematta. Panostamalla arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin kehityksessä erityisesti ***informaatioprosessin*** kehittämistyöhön myös pieni, avoin kansantalous voi vaikuttaa talousyksikköjensä rahoituksen hintaan ja siten koko kansantalouden kilpailukykyyn.

Strategian tavoite

Arvopaperimarkkinapolitiikan strategisena tavoitteena on turvata suomalaisten talousyksikköjen kilpailukyky rahoituksen hankkimiseksi myös niissä tapauksissa, joissa kansainvälisen rahoituskeskuksen tarjoamaan rahoitukseen sisältyy huomattavia epätietoisuudesta ja rahoitusriskin epätarkasta hinnoittelusta johtuvia kustannuksia. Keskeiseksi strategiseksi teemaksi muodostuu suomalaisten arvopaperimarkkinoiden ja arvopaperirahoituksen informaatioprosessin kehittämistyö. Joillekin talousyksiköille kynnys hakea rahoitusta kenties tehokkaimmin toimivissa suurissa kansainvälisissä keskuksissa voi olla korkea. Tehostamalla rahoituksen hintaan vaikuttavan informaation tuotantoa, jakelua, evaluointia ja hyödyntämistä parannetaan myös näiden talousyksikköjen kilpailukykyä.

Suomen arvopaperimarkkinastrategian avulla pyritään kannustamaan kaikkia talousyksikköjä ottamaan edulliseen rahoitukseen liittyviä kilpailuetuja täysimääräisesti käyttöön. Kiinnittämällä entistä enemmän huomiota rahoitukseen liittyvään tuotto/riski -informaatioon tehostetaan sekä suomalaisen pääoman käyttöä että pääoman käyttöä Suomessa. Samalla huolehditaan suomalaisten talouksien valmiudesta hakea kilpailukykyistä rahoitusta kansainvälisiltäkin markkinoilta. Onnistunut arvopaperimarkkinoiden kehittämistyö näkyy siten, että suomalaisten talousyksikköjen ***niin kansainvälisiltä kuin myös kotimaisilta***

arvopaperimarkkinoilta saadun rahoituksen hinta on kansainvälisen mittakaavan mukaan oikeassa suhteessa rahoitukseen liittyvään riskiin. Tällöin hyvinvointi Suomessa kasvaa.

Epäonnistuminen saattaa johtaa arvopaperimarkkinoiden näivettymiseen ja rahoituksen hankinnan suhteelliseen kallistumiseen. Huonosti uuteen rahoitusympäristöön valmistautuneilla suomalaisilla talousyksiköillä olisi huomattavia vaikeuksia hyödyntää Euroopan yhteiseen valuuttaan liittyviä mahdollisuuksia. Kiinnostavat ja kansainvälisesti tunnetut talousyksiköt hakeutuvat tehokkaille ulkomaisille markkinoille. Seurauksena saattaa olla, että kansainvälinen kiinnostus tarjota rahoituspalveluita suomalaisen infrastruktuurin puitteissa pienenee. Suomen kansantalouden kilpailukyky olisi vakavasti uhattuna.

Onnistuessaan arvopaperimarkkinastrategia luo valmiudet arvopaperimarkkinoiden kansallisen merkityksen kasvuille myös puhtaan rahoitusfunktion ulkopuolella. Arvopaperimarkkinoiden strategisen kehittämistyön motiiveina pidetään esimerkiksi muualla Euroopassa erilaisia elinkeinopoliittisia tavoitteita sekä kansalliseen riippumattomuuteen liittyviä arvoja. Myös Suomen arvopaperimarkkinastrategian kansainvälisesti kilpailukykyinen informaatio-osaaminen on yhdistettävissä muihin suomalaisen yhteiskunnan kehittämisohjelmiin ja arvopaperimarkkinoiden elinkeinopoliittisen aseman kehittämiseen.

Tulevaisuus avaa arvopaperimarkkinastrategian laajapohjaiselle hyödyntämiselle runsaasti uusia mahdollisuuksia. On esimerkiksi tärkeää havaita, että informaatioprosessin, erityisesti informaation evaluoinnin, tehostamiseksi tietotekniikka ei ole edistyksestä huolimatta pystynyt ratkaisemaan vielä kaikkia ongelmia. Suurten, joiltain osin jopa uhkaavien muutosten aikana arvopaperimarkkinastrategia on välttämätön, mutta myös joustava, avoin ja uusia mahdollisuuksia tarjoava kehittämisalue.

Melko abstraktina prosessina strategian toteutumisesta ei kannata esittää yksityiskohtaisia aikataulutavoitteita. *Lähivuosina* sen riittävyys ja tarkoituksenmukaisuus kuitenkin testataan. Osa strategiseen suunnitteluun pakottavista muutoksista on jo pitempään ollut käynnissä ja kehittynyt pitkälle. Sikäli kun varautuminen näihin muutoksiin on vielä kesken, tulisi pikaisesti ryhtyä toimenpiteisiin. Osa muutoksista voimistuu vasta seuraavien vuosien ja vuosikymmenten aikana. Niin Suomen arvopaperimarkkinastrategia kuin myös siihen liittyvä visio elää näiden muutosten tahdissa.

Tulevaisuudenkäsitys

Teknologian kehityksellä, kansainvälistymisellä ja Euroopan talous- ja rahaliitolla sekä kehittyneiden maiden *väestön ikääntymisellä* on suuri vaikutus rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden tulevaisuuteen. Voidaan olettaa, että nämä tekijät pakottavat sekä yhteiskuntia että talousyksiköitä taloudellisten voimavarojen aiempaa tehokkaampaan hyödyntämiseen. Käytännössä tämä näkyy muutoksina rahoitushuollossa, kansantalouden ohjattavuudessa sekä arvopaperimarkkinoiden rakenteissa.

Arvopaperistuminen

Teknologian kehitys mahdollistaa suoran, arvopaperistetun rahoituksen suhteellisen osuuden kasvun. Myös Suomen kaltaisissa rahoitusmarkkinoiltaan pankkikeskeisissä maissa rahoituksen ympäristö muuttuu entistä laajemmaksi. Suorilla sitoumuksilla on entistä suurempi merkitys ja myös välitettyjen sitoumusten vaihto tapahtuu kasvavassa määrin julkisilla markkinoilla. Mm. pankkisektori keskittyy entistä enemmän tuottamaan suoraan rahoitukseen ja julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin välitettyihin sitoumuksiin liittyviä asiantuntijapalveluja sekä maksujärjestelmäpalveluja. Kilpailu rahoitusmarkkinoilla kiristyy, minkä seurauksena mm. pankit ja vakuutusyhtiöt fuusioituvat kansallisesti ja kansainvälisesti. Rahoituspalvelujen jakelu perustuu kasvavassa määrin tietoverkkoihin.

Rahoitushuolto

Julkisten markkinoiden ulkopuolella välitetyn rahoituksen rooli elinkeinoelämän ja julkisen sektorin rahoitustarpeiden tyydyttämisessä pienenee. Alijäämätalouksilla on mahdollisuus saada riski- ja kustannustasoltaan tarpeisiinsa sopivaa oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta joko suoraan laskemalla liikkeeseen omia sitoumuksiaan tai arvopaperistettavan luottopoolin kautta. Rahoitus kansainvälistyy kaikilla tasoilla. Kilpailu rahoituksesta kiristyy ja talousyksiköiden pääomarakenteista muodostuva riski vaikuttaa entistä selkeämmin kun-kin talousyksikön rahoituksen hintaan. Asianmukaisen *informaation tarjonta* vaikuttaa riskin hinnoitteluun ja rahoituksen kilpailukykyyn.

Säästäminen

Arvopaperien rooli ylijäämätalouksien varallisuuden säilyttämisen muotona yleistyy ja arvopapereissa säilytetty varallisuus kasvaa suhteessa muihin varallisuuden säilyttämisen muotoihin. Esimerkiksi *sijoitusrahastojen rooli* säästövarojen kanavoimisessa investointeihin korostuu. Yksilöllinen *eläkesäästäminen yleistyy*. Eläkerahastojen sijoituksia hajautetaan kansainvälisesti riskiltään erilaisiin arvopapereihin. Maksu- ja varallisuusjärjestelyjä hoidetaan verkkoliittymän kautta, jolloin pankin fyysisen läheisyyden merkitys asiakassuhteen kannalta pienenee.

Kansantalouden ohjattavuus

Kun varallisuus siirtyy kasvavassa määrin arvopapereihin, *talouspoliittisen ohjauksen luonne muuttuu*. Arvopaperien epävakaa ja ennalta-arvaamaton hintakehitys vaikuttaa yleisesti väestön varallisuuteen ja kulutuskäyttäytymiseen. Kansainvälistyminen lisää julkisen talouden säästöpainetta, kun verotuspohja muuttuu epävakammaksi.

Euroopan arvopaperimarkkinat

Euroopan unionin jäsenvaltioiden muodostamalla euroalueella on kaksi maailmanlaajuisesti merkittävää finanssikeskusta, Lontoon City sekä Frankfurt. Lisäksi euroalueella on joukko finanssikeskuksia, jotka ovat erikoistuneet palvelemaan paikallista elinkeinoelämää, väestöä ja jotain marginaalimarkkina-aluetta tai yksinomaan jotakin marginaalialuetta. Tietoteknologiaan ratkaisuihin perustuvat *yhteistyö- ja jakeluverkostot* ovat maailmanlaajuisesti kiinteä osa finanssikeskusten toimintaa.

Visio

Suomessa varaudutaan kiristyvään kilpailuun taloudellisista resursseista tehostamalla kansantalouden rahoitushuoltoa. Suomella on joukko vahvuuksia ja mahdollisuuksia, joita hyödyntämällä varmistetaan, että suomalaiset arvopaperimarkkinat tarjoavat mahdollisuuden saada rahoitusta kilpailukykyiseen hintaan. Onnistuminen rahoitushuollon kilpailukyvyn säilyttämisessä tarjoaa myös *uusia mahdollisuuksia*. Kilpailukykyinen rahoitushuolto tarjoaa mahdollisuuden kehittää arvopaperimarkkinastrategiaa entistä monipuolisemmaksi osaksi Suomen kansainvälisesti suuntautunutta *tietoyhteiskuntastrategiaa*.

Rahoitukseen liittyvän ammattitaidon lisäksi hyvä edellytys arvopaperimarkkinastrategian laajapohjaiselle hyödyntämiselle ja siitä kehitetylle visiolle on Suomen tietoteknologiaosaaminen. Tekniikan taitavana hyödyntäjänä Suomi on kansainvälisessä vertailussa edelläkävijänä yhteiskunnan eri tarpeita paremmin vastaavien ratkaisujen tuotannossa. Tietoteollisuus muodostaa metalli- ja metsäteollisuuden ohella yhden Suomen kansantalouden tukijaloista.

Eri yhteiskunnan aloja yhdistävänä ja tietoyhteiskuntastrategian toimeenpanoa edistävänä välineenä Suomessa toimii kattava, kapasiteetiltaan suuri laajakaistaverkko. Tämä **tietoverkko** on eräänlainen **viestinnän ja tiedon kohtaamis- ja välityspaikka**, joka tarjoaa reaaliaikaisen ja edullisen yhteyden suomalaisen ja muun maailman tiedon lähteille.

Rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden tietoverkko

Arvopaperimarkkinoiden informaatioprosessia tehostava strategia liittää Suomen rahoitus- ja arvopaperimarkkinoita osaksi suomalaista tietoyhteiskuntaa ja varmistaa yhteiskunnan rahoitushuollon kilpailukyvyyn myös tulevaisuudessa. Rahoitusmarkkinoita yhdistävänä linkkinä toimii tietoverkko, jonka puitteissa tehokas informaatioprosessi luo edellytykset rahoituksen kansainvälisen tarjonnan ja likviditeetin kasvulle.

Rahoitusasemaltaan alijäämäiset ja ylijäämäiset taloudet, myös piensijoittajat, käyttävät tietoverkkoa aktiivisesti rahoitusviestinnän välineenä. Tietoverkko nähdään keinona välittää potentiaaliselle sijoittajakunnalle tietoa tämän sijoituspäätöksen tueksi. Tietoverkossa oleva informaatio edistää **sijoitus- ja tuottomahdollisuuksien havaitsemista** ja lisää rahoituksen **riskin läpinäkyvyyttä**. Tietoverkko on säästämisen kustannusten kannalta kilpailukykyinen ja lisää edellytyksiä siihen, että arvopaperisäästämisestä kehittyy kotitalouksien yleinen säästämisen muoto. Tiedon saatavuus, sen asianmukainen evaluointi ja riskin määrittely näkyvät talousyksiköiden rahoituksen alempana hintana ja kansantalouden tehokkaampana toimintana.

Tietoverkko yhdistää **Markkinapaikka Helsinki** -rahoitusmarkkinoiden keskeiset kauppa- ja selvitysosapuolet (HEX Oy, Suomen Arvopaperikeskus Oy, Suomen Pankki, asiakkaat, pankit, muut arvopaperinvälittäjät, informaation tuottajat) yhdeksi verkoksi, jossa rahoitukseen liittyvä manuaalisyö kutistuu minimiinsä. Tieto tarjouksista, kauppojen toteutuksista ja selvityksestä kulkee nopeasti osapuolelta toiselle verkon kautta. Tietoverkon infrastruktuurin puitteissa **reaaliaikaisuus** yleistyy yhä useammalla tasolla.

Mahdollisuuksia: kansainvälisyys

Tietoverkossa yhdistyvät Markkinapaikka Helsingin työvoiman korkea ammattitaito tietotekniikassa ja rahoituksessa. Kun euron käyttöönnoton myötä kilpailu rahoituspalveluiden tarjoajien välillä kiristyy, niin tietoverkko avaa kustannustehokkuutensa ansiosta Markkinapaikka Helsingille ja Suomen rahoitusmarkkinoille tilaisuuden kehittyä kansainvälisen kilpailun edellyttämälle tasolle. Markkinapaikka Helsingillä on erinomaiset mahdollisuudet pyrkiä mukaan **kansainvälisiin rahoitusmarkkinaverkkoihin** ja **verkottua** muiden keskusten kanssa.

Suomi - uuden Pohjois-Euroopan liiketoimintakeskus

Suomen Ulkomaankauppaliitto on aloittanut projektin, joka markkinoi Suomea uuden Pohjois-Euroopan liiketoimintakeskuksena. Projektin tavoitteena on, että Suomi tarjoaa maailmanlaajuisesti lisäarvopalveluja Venäjän, Baltian ja Skandinavian liiketoiminnoissa. Uuden Pohjois-Euroopan liiketoimintakeskus -hanke ohjaa erityisesti Suomen naapurimaista ja Baltian maista kiinnostuneiden yritysten liiketoimintoja Suomeen. Tietoyhteiskunnan infrastruktuuri on uuden Pohjois-Euroopan liiketoimintakeskuksen kannalta erityisen merkittävässä asemassa logistiikka-, vakuutus-, pankki-, maksuliikenne- ja rahoituspalveluissa.

Kansainvälinen rahoitustoimintojen keskus

Rahoitusmarkkinoiden tietoverkko ja uuden Pohjois-Euroopan liiketoimintakeskus-hanke muodostavat yhdessä osan tietotaito- ja mahdollisuuskentästä, jonka puitteissa Suomen arvopaperimarkkinat ja Markkinapaikka Helsinki tarjoavat rahoitukseen liittyviä (erikois-)palve-

luja *Suomessa, Euroopassa ja muualla maailmassa*. Suomen kansainvälinen rahoituskeskus tarjoaa myös suurilla kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla "informaatiovaikeuksissa" oleville suomalaisille ja muille pohjois-eurooppalaisille talouksille kattavan valikoiman tuotteita ja palveluja rahoitustarpeiden tyydyttämiseen. Lisäksi Suomen kansainvälinen rahoituskeskus tarjoaa muille arvopaperimarkkinoille ja suursijoittajille turvallisia ja edullisia ratkaisuja rahoituksen oheispalvelujen ongelmiin, kuten esimerkiksi arvopaperikauppojen selvitykseen.

Toisiaan tukevien liiketoiminta-alueiden (kaupankäynti-, logistiikka-, jne.) muodostaman informaatiopoolin avulla Suomessa toimivilla arvopaperimarkkinoilla on alueellisen asiantuntemuksen lisäksi myös Pohjois-Euroopassa toimivien talouksien toimintaa koskeva asiantuntemus. Suomen arvopaperimarkkinoilla on useita pörssilistan kaltaisia arvopaperien kauppapaikkoja, jotka tarjoavat puitteita suomalaisten ja muiden pohjois-eurooppalaisten talousyksikköjen tuottojen ja riskien asianmukaiseen hinnoitteluun sekä tehokkaaseen oman ja vieraan pääoman ehtoiseen rahoitushuoltoon.

Rahoitusmarkkinoiden tietoverkko tarjoaa Markkinapaikka Helsingille kansainvälisen riskihinnoittelumahdollisuuden lisäksi mahdollisuuden rahoituksen oheispalvelujen tuotantoon ja myyntiin Euroopan- ja maailmanlaajuisesti. Jos ja kun Euroopan unionin jäsenmaiden kanta verokilpailuun yhtenäistyy, Markkinapaikka Helsinki pystyy tarjoamaan tietotaitonsa sekä tietoverkon teknologisten ratkaisujen kustannustehokkuuden ja turvallisuuden ansiosta mm. kilpailukykyisiä selvitys-, varainhallinta- ja maksujärjestelmäpalveluja.

Suomen arvopaperimarkkinoiden *merkitys* Suomen elinkeinoelämän rahoitushuollon järjestäjänä *monipuolistuu*. Kansallisten arvopaperimarkkinoiden ja kansainvälisen rahoituspalvelukeskuksen tietotaito ja infrastruktuuri täydentävät ja tukevat toinen toisiaan ja muodostavat yhdessä myös itsenäisenä toimialana kansantaloudellisesti merkittävän työllistäjän ja verotulojen lähteen.

3.2. Suomen rahoitusmarkkinoiden kansalliset erityispiirteet (SWOT)

Suomen rahoitusmarkkinoiden kansallisia erityispiirteitä on seuraavassa kuvattu SWOT-analyysia käyttäen. Esitetyt rahoitusmarkkinoiden vahvuudet, heikkoudet, mahdollisuudet ja uhat perustuvat työryhmän käsityksiin nykytilasta ja tulevasta kehityksestä. Analyysi perustuu kokonaisvaltaiseen näkökulmaan, joten siinä on pyritty ottamaan huomioon kaikkien markkinoilla toimivien osapuolten eli rahoituspalveluiden käyttäjien, niiden tarjoajien ja viranomaisten näkökulmat. Nämä arviot ovat alustavia, ja niiden täsmentämiseksi voi olla tarpeen jatkaa työryhmän kansainväliseen vertailuaineistoon perustuvaa analyysia.

Taulukko 1: VAHVUUDET

- 1) tietotekniikan korkea taso ja asiantuntemus, esimerkiksi maksujenvälityksen korkea tekninen kehitysaste
- 2) kansallisen rahoitusasiantuntemuksen ja markkinoiden alueellinen keskittyminen pääkaupunkiin
- 3) lähialueiden, kuten Baltian maiden ja Venäjän, rahoitusmarkkinoiden nopea kehitys
- 4) yhteiskuntajärjestelmän ja hallintorakenteiden vakaus (demokratia, EU, moraali-etiikka) ja nykyisen talouspolitiikan pitkälinjaisuus (korot, kasvu, EMU jne.)

- 5) pienessä valtiossa viranomaistoiminta ja markkinat joustavia sekä muutoskykyisiä ja -haluisia
- 6) suurimpien pörssiyhtiöiden ja metsäklusterin kansainvälinen kiinnostavuus
- 7) pankkitoiminnan ja -järjestelmän rationalisointi ja ylikapasiteetin purku toteutunut ennen euron käyttöönottoa pitemmälle kuin useissa muissa valtioissa
- 8) korkeatasoinen ja kattava koulutusjärjestelmä

Taulukko 2: HEIKKOUEDET

- 1) arvopaperimarkkinoiden keskimääräinen likviditeetti suhteellisen huono
- 2) rahoitusmarkkinoiden pienuus ja siihen liittyvä mahdollisuus intressiristiriitojen syntymiseen
- 3) kotimaisten rahoituksenvälittäjien ja sijoittajien kansallinen suuntautuneisuus
- 4) pörssiyhtiöiden suhteellinen vähäisyys ja pk-yritysten pienikokoisuus
- 5) kotimainen sijoittajakunta arvopaperimarkkinoilla suppea ja aktiivisten kotimaisten osapuolten määrä vähäinen
- 6) arvopaperikaupan selvitystoiminnan myöhäinen organisoituminen
- 7) sijoituspalveluyritykset ja sijoitusrahastot suhteellisen pieniä kansainvälisesti katsottuna
- 8) piensijoittajien kaupankäynti- ja selvityskustannusten suuruus arvopaperimarkkinoilla verrattuna muihin Pohjoismaihin
- 9) pääomasijoitustoiminnan (*venture capital*) historiallisesti vähäinen merkitys ja niiden kulttuurin puuttuminen

Taulukko 3: MAHDOLLISUUDET

- 1) osallistuminen ensimmäisten Euroopan unionin jäsenvaltioiden joukossa euroalueeseen ja tämän seurauksena rahoitusmarkkinoiden laajentuminen, syventyminen ja monipuolistuminen arvopaperimarkkinoiden kasvun sekä uusien rahoitustuotteiden ja välityskanavien kautta
- 2) markkinapaikka Helsingin vahvistuminen ja kilpailukyvyyn säilyminen, erityisesti rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria kehittämällä

- 3) rahoituspalveluiden ja kaupankäyntijärjestelmien kansallinen keskittyminen ja kansainvälinen verkottuminen, esimerkiksi etävälityksen (välittäjät) ja verkottumisen (pörssien ja selvityskeskusten linkit) kautta
- 4) tietotekniikan kansallinen ja kansainvälinen hyödyntäminen arvopaperimarkkinoilla, esimerkiksi turvallisten ja tehokkaiden kaupankäynti- ja palvelujärjestelmien avulla internetin kaltaisissa avoimissa tietoverkoissa
- 5) lähialueiden, kuten Baltian maiden ja Venäjän, hyödyntäminen rahoitustuotteiden ja -palveluiden tarjoamisessa
- 6) euron käyttöönotto ja yritysten nykyisin vähäinen velkaantumisaste luovat edellytyksiä suurten ja vakavaraisten yritysten liikkeeseen laskemien vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien markkinoiden kasvulle
- 7) sijoittamis- ja (eläke)säästämiskulttuurin kehittyminen muun muassa osakkeiden ja rahasto-osuuksien kotimaisen omistuspohjan laajentuessa ja kiinteistövarallisuutta arvopaperistettaessa
- 8) kustannuksien alentuminen arvopaperimarkkinoilla kilpailun kiristyessä ja kaupankäynti- ja palvelujärjestelmien kehittyessä
- 9) viranomaistoiminnan ja lainsäädännön ajanmukaisuus, kustannustehokkuus ja läpinäkyvyys
- 10) työvoiman korkea ammattitaito (esimerkiksi tietotyöntekijät)
- 11) rahoituksen transaktiokustannusten laskun vaikutus työllisyyden kasvuun etenkin pk-sektorilla

Taulukko 4: UHAT

- 1) Suomi ei osallistu euroalueeseen ensimmäisten Euroopan unionin jäsenvaltioiden joukossa ja tämän seurauksena kansallisten rahoitusmarkkinoiden eristyminen ja monipuolistumiskehityksen hidastuminen
- 2) kansallisten pääomamarkkinoiden ja niiden keskeisten osapuolten osittainen siirtyminen muualle kilpailun kiristyessä ja suurtuotannon etujen puuttuessa kotimaisista palveluista
- 3) mahdolliset yli-investoinnit kansallisten rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin kehittämiseen
- 4) arvopaperisijoittamisen kotimainen sijoittajakunta ja asiantuntemus ei laajene
- 5) lainsäädännön ja viranomaistoiminnan jälkeenjääneisyys suhteessa markkinoiden kehitykseen

- 6) pörssiyhtiöiden ja pk-yritysten määrä ei kasva ja niiden keskimääräinen koko säilyy pienenä
- 7) kilpailun kiristymisen epätoivotut seuraukset rahoitusmarkkinoilla, esimerkiksi riskihakuisempina toimintatapana
- 8) pienellä rahoitusmarkkinalla oman pääoman ehtoisten arvopaperien markkinoiden korkea volatiliiteetti

3.3. Kansallinen lainvalmistelustrategia

Seuraavassa esitetyt väitteet ja johtopäätökset ovat Arvopaperimarkkinat 2000 -työryhmän keskeisiä päätelmiä ja toimenpidesuosituksia. Ne perustuvat havaintoihin arvopaperimarkkinoiden kehityksestä. Väitteet (tilannearviot) ovat käsityksiä nykytilasta ja niihin perustuvia tulevaisuudenodotuksia. Johtopäätökset ovat toimenpidesuosituksia, joissa yleistetään ja tiivistetään ne keskeiset näkemykset arvopaperimarkkinalainsäädännön tarkistamistarpeista, joihin työryhmän alustavasti käsittelemät yksityiskohtaiset ehdotukset perustuvat. Yksityiskohtaisten ehdotusten tiivistelmä on esitetty luovutuskirjelmässä.

Jäljempänä ei esitetä yhteenvetoa työryhmän käsittelemistä yksittäisistä säännösehdoista, vaan pyritään konkretisoimaan työryhmän käsittelemiä yksittäisiä säännösehdoista esimerkkiluettelojen avulla keskeisiksi periaatteiksi. Luetteloissa todettuja seikkoja ei ole asetettu tärkeysjärjestykseen. Näiden konkreettisten säännösehdoisten tarkasteluväli on vähintään yksi vuosi eli vuoden 1998 loppuun. Periaatteiden aikajänne on 3 - 5 vuotta eli se ulottuu vuosiin 2000 - 2002. Työryhmä ehdottaa, että arvopaperimarkkinalainsäädännön valmistelussa noudatettaisiin lähivuosina näitä periaatteita.

3.3.1. Arvopaperimarkkinalainsäädännön eurooppalainen toimintaympäristö

Tilannearvio. Euroopan unionissa valmisteilla olevat direktiivihankkeet ovat nykysääntelyn täsmentämistä ja ajantasaistamista. Niillä pyritään pääasiallisesti sisämarkkinoiden loppuunsaattamiseen, eikä muuta merkittävää arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä ole lähivuosina odotettavissa.

Euroopan unionin komission äskettäin (4.6.1997) hyväksymä sisämarkkinoiden toimintaohjelma (*Action Plan for the Single Market*) osoittaa komission pyrkivän eräiden hankkeiden aikaisempaa aktiivisempaan käsittelyyn neuvostossa. Esim. osakeyhtiöoikeudellisten direktiiviehdotusten eteneminen vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin, jos mahdollisuudet valtiolliset rajat ylittävään osakeyhtiöiden fuusioon ja yhtiön kotipaikan siirtoon valtiosta toiseen sekä yritysostotarjoustensa yhtenäisen sääntely toteutuvat (Eurooppa-yhtiöitä koskeva asetusta, siihen liittyvä direktiivi sekä 10. ja 13. yhtiöoikeudellinen direktiivi). Komissio on myös julkaissut vihreän kirjan sekä eläkerahastojen sijoitusrajoitusten vähentämisestä että kuluttajien luottamuksen vahvistamisesta rahoituspalveluihin. Myös sähköisen käteisen sääntelyä ja sijoitusrahastodirektiivin uudistamista koskevat suunnitelmat täsmentynevät lähiaikoina.

Johtopäätökset. Komission uusien direktiiviehdotusten käsittely neuvostossa on hidasta ja ne muuttuvat usein kehysnormistoiksi. Direktiivit, jotka ovat sisällöltään väljiä, ovat luonnollisesti myös vähemmän pakottavia. Tämä lisää niiden joustavuutta ja antaa enemmän mahdollisuuksia niiden kansalliseen täytäntöönpanoon, mutta toisaalta vähentää lainsäädännön yhdenmukaisuutta Euroopan unionin jäsenvaltioissa. Kansallinen lainvalmistelu ei ole enää eikä lähivuosina siten sidottu Euroopan unionin tuottamaan lainsäädäntöön kuin viime vuosina. Koska kansallisen lainvalmistelun liikkumatila kasvaa, kansallista sääntelyä ei ole

syitä rajoittua kehittämään pelkästään sitä mukaa kuin Euroopan unioni tuottaa uutta lainsäädäntöä. Kansallista sääntelyä on kehitettävä kansallisista lähtökohdista ja toissijaisuus- eli subsidiariteettiperiaatetta hyväksikäyttämällä. Lainsäädännön painopiste on Suomessa siirrettävä kansallisten tavoitteiden toteuttamiseen.

Arvopaperimarkkinoita sääntelevät Euroopan unionin kymmenkunta direktiiviä ovat käytännössä joustavia normeja, jotka mahdollistavat hyvin erilaisia kansallisia lainsäädäntöratkaisuja. Jäsenvaltioiden lainsäädännön jatkuva vertailu on hyödyllistä sen selvittämiseksi, mikä on paras ja käytännössä toimivin tapa panna direktiivi kansallisesti täytäntöön. Direktiivien täytäntöönpanoa voidaan siksi täydentää, täsmentää ja jatkaa kansainvälisen vertailun perusteella myös direktiivin alkuperäisen kansallisen täytäntöönpanon jälkeen. Tällöin on aikaisempaa perusteellisemmin selvittävä direktiivien kansallisen täytäntöönpanon tosiasiallista vähimmäisvaatimustasoa ja etsittävä entistä järjestelmällisemmin direktiivien sisällön joustokohtia, jotka tarvittaessa sallivat kansalliselle lainvalmistelulle liikkumatilaa. On pyrittävä parempaan ja toimivampaan direktiivien kansalliseen täytäntöönpanoon kuin muissa jäsenvaltioissa. Ajanmukainen arvopaperimarkkinalainsäädäntö on olennainen osa arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä.

Rahoitusmarkkinoiden monista havaittavista trendeistä keskeinen ja niin sanottu megatrendi on kiihtyvä kansainvälinen yhdenmukaistuminen. Tämän vuoksi on yhteinen kansallinen etu, jos julkisen ja yksityisen sektorin edustajien osallistumista arvopaperimarkkinoita koskevaan kansainväliseen sääntely-yhteistyöhön koordinoidaan ja tehostetaan. Tällöin voidaan saavuttaa toimivampia ja joustavampia kansallisia ratkaisuja. Liitteessä 3 selvitetään julkisen ja yksityisen sektorin osallistumista kansainväliseen sääntely-yhteistyöhön. Tarvittaessa on pyrittävä vapaaehtoisesti lähentymään sääntelyn kansainvälistä kehitystä myös Euroopan unionin ulkopuolella (*soft harmonization*).

Euroopan unioni tuottaa informaatiota ja aloitteita, joihin Suomen on unionin jäsenvaltiona jatkuvasti otettava kantaa. Suomen jäsenyys Euroopan unionissa luo näin hyvät edellytykset myös kansallisen arvopaperimarkkinapolitiikan harjoittamiselle. Suomi voi vaikuttaa direktiivien tulkintojen yhdenmukaisuuteen Euroopan unionissa. Aktiivinen vaikuttaminen Euroopan unionissa on mahdollista vain, jos Suomi on määritellyt tavoitteensa selkeästi.

3.3.2. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kotimainen toimintaympäristö

Tilannearvio. Kymmenen vuotta sitten Suomen arvopaperimarkkinat olivat keskittyneet Helsingin Arvopaperipörssiin, joka oli vuonna 1987 osuuskunta. Se ylläpiti pörssiosakkeiden ja valtionobligaatioiden markkinapaikkaa. Muut arvopaperimarkkinat olivat Suomessa tuolloin erittäin kehittymättömät. Kehitys Suomen arvopaperimarkkinoilla vuoden 1987 jälkeen on ollut huomattavaa ja se on toteutunut pääosin raha- ja joukkovelkakirjamarkkinoilla sekä johdannaismarkkinoilla. Tämä kehitys on merkinnyt arvopaperimarkkinoiden huomattavaa laajentumista ja monipuolistumista. Tästä ovat esimerkkinä

- rahamarkkinat (erityisesti interbank-markkinat) 1987,
- johdannaismarkkinat (SOM Oy, Suomen Optiopörssi Oy) 1987,
- siirtyminen julkihuudosta automaattiseen HETI-kaupankäyntijärjestelmään Helsingin Arvopaperipörssissä 1989 alkaen,
- arvopaperien keskitetty APC-selvitystoiminta Helsingin Arvopaperipörssissä 1991,
- arvo-osuuksien keskitetty KATI-selvitystoiminta Helsingin Arvopaperipörssissä 1992,
- arvo-osuusjärjestelmään siirtyminen (1992 alkaen), ja
- valtion viitelainamarkkinoiden syntyminen (1992).

Viime aikoina erityisesti Helsingin Arvopaperipörssi Oy on ollut kehityksen merkittävä osapuoli, mitä osoittaa

- Helsingin Arvopaperipörssin muuttuminen osuuskunnasta osakeyhtiöksi 1.11.1995,
- OTC- ja meklarilistan siirtyminen Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n ylläpidettäväksi 1.8.1996 alkaen,
- arvopaperien kauppaselvitystoiminnan keskittäminen Suomen Arvopaperikeskus Oy:öön (Arvopaperikeskus) 1.1.1997 alkaen, ja
- HEX Oy:n perustaminen Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n ja SOM Oy:n kombinaatiofuusiolla 29.12.1997.

Helsingin Arvopaperipörssi on nykyisin osakeyhtiö, joka ylläpitää pörssi- ja muiden osakkeiden markkinapaikkaa ja jossa myös joukkovelkakirjoja on otettu pörssilistalle. HEX Oy:ssä arvopaperien ja johdannaissopimusten markkinapaikka ovat yhdessä ja samassa organisaatiossa. Muita selvästi pienempiä markkinapaikkoja ovat valuuttoihin ja selluloosaan kohdistuvien johdannaissopimusten kaupankäyntiä ja selvitystä järjestävä Suomen Optiopörssi Oy ja sähköön kohdistuvien johdannaissopimusten kaupankäyntiä järjestävä El-Ex Sähköpörssi Oy.

Kun otetaan huomioon, että Arvopaperikeskukseen ostettiin Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunnan ja Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:n liiketoiminta, Arvo-osuusyhdistyksen koko toiminta ja Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n kauppaselvitystoiminto, on Suomessa arvopaperimarkkinoiden keskeistä rakennetta ylläpitämässä aikaisemman viiden organisaation asemesta kaksi osakeyhtiötä. Arvopaperimarkkinoiden rakenne on lyhyessä ajassa tiivistynyt merkittävästi ja markkinoiden luotettavuus on vahvistunut.

Johtopäätökset. Suomen arvopaperimarkkinoiden rakenteen keskeiset osat ovat HEX Oy ja Arvopaperikeskus. Infrastruktuurin vahvistuminen on merkittävä saavutus Suomen arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytysten pitkäjänteisen kehittämisen kannalta. Infrastruktuurin toimintaedellytysten kehittämisestä ja sen tiivistymisestä seuraa, että julkisen vallan tulisi osoittaa sitoutumista arvopaperimarkkinoiden rakenteen ylläpitämiseen ja kehittämiseen sekä tarvittavin toimenpitein

- valmistautua arvopaperimarkkinoiden rakenteen tiivistymisen jatkumiseen, kuten HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen toiminnallisen ja omistuksellisen yhteistoiminnan tiivistymiseen, omistuksen merkittävään muuttumiseen tai ristiinomistuksen, kansallisen tai valtioiden rajat ylittävän fuusion, omistusyhteisö-rakenteen tai vastaavan muualla Euroopassa tapahtuneen kehityksen toteutumiseen,
- vahvistaa HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen luotettavuutta täsmentämällä niitä koskevia erityisiä vakavaraisuus- ja selvitystilasäännöksiä,
- selvittää pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta vastaavien arvopaperimarkkinalainsäädännön ulottamista HEX Oy:öön ja Arvopaperikeskukseen,
- täsmentää HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen raportointia Rahoitustarkastukselle ja Rahoitustarkastuksen valvontakeinoja erityisesti järjestelmäriskin hallitsemiseksi, sekä
- arvioida erilaisten verokannustimien (leima- ja tulovero) kohdistuminen HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen toimintaan, jos verokannustimet eivät lisää markkinoiden toiminnan tehokkuutta.

HEX Oy:n ja Arvopaperikeskuksen liiketoimintaedellytysten kehittäminen edellyttää paitsi arvopaperimarkkinalainsäädännön muuttamista myös sitä, että julkinen valta kannustaa

Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheeseen siirtymisen yhteydessä kansallisia arvopaperimarkkinoita ja niiden osapuolia yhtenäiseen siirtymisratkaisuun yhteiseen rahaan. Tällaisia lainsäädännön muuttumista edellyttäviä seikkoja voivat olla esimerkiksi

- arvopaperipörssissä ja optioyhteisössä kaupankäynnin kohteeksi otettavien ja arvoosuusjärjestelmään liitettävien sijoituskohteiden piirin laajentaminen sekä kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskevien säännösten uudistaminen,
- rahoitustarkastuksen, arvopaperipörssin, optioyhteisön ja Arvopaperikeskuksen välisen tiedonkulun helpottaminen erityisesti rahoitustarkastuksen salassapitovelvollisuutta selventämällä,
- arvopaperipörssin, optioyhteisön ja Arvopaperikeskuksen sisäisen päätöksentekojärjestyksen selventäminen lainsäädännössä hallituksen ja toimitusjohtajan työnjakoa täsmentämällä,
- mahdollisuuksien selvittäminen kustannusrakenteen keventämiseen esim. rahoitustarkastuksen ja Arvopaperikeskuksen välistä kaksinkertaista työtä vähentämällä,
- etävälittäjien ja -selvittäjien osallistumisen helpottaminen kotimaisia osapuolia syrjimättä,
- viranomaisvalvonnassa olevien ammattitaitoisten ja vakavaraisten sijoittajien, kuten vakuutuslaitosten, suoran osallistumisen selvittäminen arvopaperi- ja johdannaismarkkinoille ilman välittäjää ja selvitysosapuolta,
- ulkomaisten kaupankäynti- ja selvitysyhteyksien eli linkkien toteuttamisen helpottaminen,
- Suomessa mahdollisesti listattavien ulkomaisten yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden täsmentäminen, ja
- omistussuhteiden muutoksen valvonnan tehostaminen arvopaperipörssissä, optioyhteisössä ja Arvopaperikeskuksessa muualla rahoitusmarkkinalainsäädännössä käytössä olevan niin sanotun omistaja- ja hallintohenkilökontrollin avulla.

Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheeseen siirtyminen tulee vaikuttamaan eniten ja myös nopeimmin rahamarkkinoiden ja valtion viitelainamarkkinoiden toimintaan Suomessa. On todennäköistä, että toimintatavat näillä markkinoilla muuttuvat. Keskeistä on, että Suomen valtion markkamääräinen velanotto toteutetaan euromääräisenä vuoden 1999 alusta. Koska valtio on kotimaisten velkakirjamarkkinoiden merkittävin osapuoli, valtion velanoton kehittämisratkaisut vaikuttavat velkakirjamarkkinoiden toimintaan ja rakenteeseen olennaisesti.

3.3.3. Lainvalmistelustrategian määrittely: lainsäädännön kehittäminen arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden, tehokkuuden, toimivuuden ja kansainvälisen kilpailukykyyn vahvistamiseksi

Tilannearvio. Euroopan unionin monissa jäsenvaltioissa (Saksa, Ranska, Iso-Britannia, Irlanti, Ruotsi) on kehitetty kansallisia arvopaperimarkkinastrategioita, joilla pyritään pitkäjänteisesti parantamaan kansallisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä ja kehittämään markkinarakenteita tehokkaammiksi. Näissä strategioissa viranomaisten toimenpiteillä on ratkaiseva osuus. Käydään siten normiston joustavuuden ja sen tehokkuuden varmistamiseksi. Tämä ei suinkaan aina tarkoita sääntelykilpailua siinä mielessä, että pyrittäisiin vähentämään sääntelyn sisältämiä vaatimuksia. Kysymys on usein siitä, että kansalliset viranomaiset pyrkivät etsimään sääntelyn parasta mahdollista sisältöä ja normitasoa. Toimiva, kehittynyt ja luotettava rahoitusjärjestelmä on osa yhteiskunnan ydintoimintoja eli infrastruktuuria. Tämä voidaan myös Suomessa ottaa arvopaperimarkkinalainsäädännön kehittämisen yhdeksi lähtökohdaksi.

Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen toteutuminen edistää pääomien liikkuvuutta, madaltaa kansallisten arvopaperimarkkinoiden välisiä raja-aitoja ja voimistaa niiden jatkuvaa

kansainvälistymistä sekä lisää kilpailua arvopaperimarkkinoilla tarjottavista palveluista, mutta ei välttämättä jätä paljon liikkumatilaa kansalliselle arvopaperimarkkinastrategialle. Siksi suurin osa Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen aiheuttamista, kansallisten arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostamiseksi tarpeellisista lainsäädännöllisistä toimenpiteistä on pyrittävä saattamaan julkisesti arvioitavaksi ennen sen alkamista.

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälistymisestä seurannut ulkomaalaisomistuksen nopea kasvu on Suomessa laajentanut rahoitusmarkkinoiden pääomapohjaa merkittävästi. Ulkomaalaisomistuksen kasvua on toisinaan arvioitu myös kriittisesti, koska sen on katsottu voivan johtaa omistuksen lisäksi päätösvallan, pääkonttorien, työpaikkojen ja verotulojen siirtymiseen pois esimerkiksi Suomesta. Tällaista keskustelua on käyty etenkin Ruotsissa ja kansallisten hallitusten välisen kilpailun ulottuminen rahoitusjärjestelmän infrastruktuuriin saattaa lisätä paineita käydä tällaista keskustelua myös muualla.

Helsingin Arvopaperipörssin pörssilistalle otettujen osakkeiden markkina-arvosta noin 40 - 45 prosenttia on hallintarekisteröity eli ulkomaisessa omistuksessa. Arvopaperien hallintarekisteröinti on kehittyneillä markkinoilla kansainvälisesti varsin yleinen arvopaperiomistuksen kirjaamistapa, joka Suomen lisäksi on mahdollista yhdeksässä Euroopan unionin jäsenvaltiossa. Ruotsia lukuun ottamatta hallintarekisteröinti on näissä maissa mahdollista myös kotimaisille osakkeenomistajille. Hallintarekisteröinti ei ole mahdollista Belgiassa, Espanjassa, Kreikassa ja Portugalissa. Helsingin Arvopaperipörssissä toimivilla, ulkomaisessa omistuksessa olevilla arvopaperinvälittäjillä on puolestaan noin 50 prosentin markkinaosuus pörssikaupasta. HEX Oy:n suurimmat omistajat tulevat sen yhtiön perustamisen julkistamisen yhteydessä heinäkuussa 1997 antaman ilmoituksen mukaan olemaan Merita-konserni (29,8 %), OM Gruppen AB (15,7 %), OKO-konserni (6,7 %), Postipankki Oy (6,4 %) ja Evli-konserni (4,8 %).

Lainsäädäntö on keskeinen yhteiskunnallinen ohjauskeino. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tietoinen kansallinen kehittäminen lisää markkinaosapuolten edellytyksiä toimia Suomessa. Lainsäädännöllä voidaan varmistaa toimivat ja joustavat puitteet, jolloin suomalaiset pääomantarvitsijat, rahoituksenvälittäjät ja sijoittajat voivat helpommin sitoutua kotimaisiin arvopaperimarkkinoihin, toimintaan niillä ja niiden kehittämiseen. Jos tätä sitoutumista ei ole tai se vähenee merkittävästi, suomalaisten arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin rahoituskustannukset kasautuvat liian harvoille osapuolille.

Johtopäätökset. On määriteltävä Suomen arvopaperimarkkinoiden strateginen tulevaisuuden käsitys, on luotava menestysstrategia (tai selviytymisstrategia) ja otettava ne arvopaperimarkkinoita koskevan lainvalmistelun perustaksi. On vähennettävä reagoimista yksittäisiin tulkintakysymyksiin ja keskittymistä muodollisiin kansainvälisiin vaatimuksiin. Lainvalmistelu ja muu sääntely on arvopaperimarkkinapolitiikan työväline, jonka on oltava uusiutumiskykyistä. Sääntely ei ole eikä voi olla itsetarkoitus.

Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädäntötyön keskeinen tavoite on Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen kilpailukyvyn vahvistaminen, toiminnan tehostaminen ja luotettavuuden lisääminen. Kotimaisten markkinapaikkojen, selvitysyhteisöjen ja markkinaosapuolten pienehkön koon vuoksi niiden kansainvälinen kilpailukyky voi Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen toteututtua osoittautua riittämättömäksi. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä on laajennettava niiden liiketoiminnan sekä keskinäisen ja kansainvälisen yhteistyön edellytyksiä sekä poistettava seikat, jotka mahdollisesti estävät niiden edellytyksiä kehittyä suuremmiksi yksiköiksi ja edellytyksiä osallistua kansainväliseen verkottumiskehitykseen.

Valmistautuminen Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheen toteutumiseen ja siihen liittyvät Suomen arvopaperimarkkinoiden mahdolliset erityistarpeet on otettava huomioon arvopape-

rimarkkinalainsäädännön valmistelussa. Lainvalmistelustrategiaan ei tule sisältyä protektionistisia, puolustuksellisia tai suojaavia toimenpiteitä, jotka eivät edistä arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta. Kansainvälisen sääntelyn ja kehityksen kanssa ristiriidassa olevat säännökset on tarpeettomina kumottava, jollei voida osoittaa, että jokin painava kansallinen etu niitä edellyttää. Myös muut arvopaperimarkkinalainsäädännöstä johtuvat, kustannustehokasta ja monipuolista rahoituksenvälitystä haittaavat esteet on pyrittävä poistamaan.

Kotitalouksien säästäminen on Suomessa kohdistunut perinteisesti pankkitalletuksiin ja omistusasuntoihin. Säästövarat kohdistuvat Suomessa tulevaisuudessa todennäköisesti enenevässä määrin myös muihin sijoituskohteisiin, koska pitkällä aikavälillä arvopaperisäästämisen merkitys vääjäämättä kasvaa. Koska pääomamarkkinoiden kehitys todennäköisesti Suomessa jatkuu ripeänä, arvopaperimarkkinalainsäädännön jatkuva modernisointi kansainvälisiä esikuvia seuraten luo välillisiä edellytyksiä myös rahoitusmarkkinoiden muuhun uudistamiseen. Etenkin kotitalouksien säästämisen ja eläkesäästämisen edistäminen esim. yksilöllisen suoraan osakkeisiin ja muihin arvopapereihin kohdistuvan eläkesäästämisen mahdollistamisella on olennainen osa pitkän aikavälin työtä rahoitusmarkkinoiden toiminnan kehittämiseksi. Lisäksi on olennaista selvittää mahdollisuuksia arvopaperimarkkinoiden kustannusra kenteen keventämiseen. Vain liiketaloudellisesti kannattava ja samalla kustannustehokas arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri voi varmistaa arvopaperimarkkinoiden säilymisen Suomessa.

Kansallinen arvopaperimarkkinastrategia keskittyy pyrkimykseen kohottaa Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälistä kiinnostavuutta. Lainvalmistelulla ja muulla sääntelyllä on siksi oltava kansainvälisesti lisäarvoa. Pienen markkina-alueen, kuten Suomen, mielekäs ja uskottava lisäarvo on tehostaa arvopaperimarkkinoiden informaatioprosessia. Ei ole uskottavaa, että Suomen arvopaperimarkkinat pystyisivät milloinkaan saavuttamaan ne ominaisuudet, joita likviditeetiltään ja vaihdanta-arvoltaan maailman suurimmilla arvopaperimarkkinoilla on. Sen sijaan informaatioprosessia kehittämällä voidaan luoda lisäarvoa Suomen arvopaperimarkkinoille, ja siten lisätä markkinoiden likviditeettiä ja vaihdanta-arvoa.

Informaatioprosessi voidaan määritellä yleisesti arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden parantamiseksi markkinoiden toimivuutta edistävällä markkinaehtoisella tavalla. Informaatioprosessi sisältää tässä yhteydessä myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan ja tällä tavoin laajasti tulkittuna informaatioprosessi merkitsee esimerkiksi

- arvopaperimarkkinoiden hinta- ja muun "post-trade"-informaation transparenssin kehittämistä,
- sijoittajien, pääomantarvitsijoiden, rahoituksenvälittäjien ja muiden markkinaosapuolten eräiden julkistamis- ja muiden tiedonantovelvollisuuksien, erityisesti omistuksen julkisuutta koskevan liputusvelvollisuuden, lisäämistä tai täsmentämistä,
- pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta vastaavien arvopaperimarkkinalain säännösten ulottamista arvopaperipörssiin, optioyhteisöihin ja Arvopaperikeskukseen sekä sijoituspalveluyrityksiin sijoittajien korvausrahaston perustamisen yhteydessä,
- arvopaperimarkkinoiden toiminta- ja muiden pelisääntöjen selkeyden ja julkisuuden lisäämistä,
- sijoittajien saaman informaation selkeyttämistä,
- viranomaisten tiedonsaantioikeuksien ja valvontakeinojen täsmentämistä ja tarvittaessa niiden lisäämistä,
- viranomaisten toiminnan ja viestinnän suurempaa avoimuutta,
- arvopaperimarkkinoiden kustannusrakenteen selkeyden ja julkisuuden lisäämistä,
- sääntelyn aiheuttamien kustannusten minimoimista rahoituksen hankinnassa ja välityksessä,

- arvopaperimarkkinoiden kehityksen ja verotuksen välisten hankauskohtien vähentämistä, sekä - arvopaperimarkkinoiden sääntelyrakenteen selkeyttämistä.

Tärkeä osa informaatioprosessia on toteuttaa sääntelyn uudistuksia siten, että kustannus/hyöty-analyysi otetaan huomioon.

3.3.4. Lainvalmistelustrategian toteuttaminen: sääntelyrakenteen kehittäminen

Tilannearvio. Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö on kutakuinkin kymmenen vuoden ikäistä. Lainsäädäntöä on laadittu usein, ja erityisesti viime vuosina, nopeasti. Lainsäädäntö on laadittu pääasiassa arvopaperimarkkinoiden kehityksen hallitsemiseksi, niihin kohdistuvan luottamuksen vahvistamiseksi ja Euroopan unionin sääntelyn täytäntöönpanemiseksi. Lainsäädännöllä on tietoisesti pyritty vahvistamaan arvopaperimarkkinoiden ydintoimintoja eli infrastruktuuria. Tästä ovat esimerkkeinä sijoitusrahastoja, optioyhteisöjä, arvo-osuusjärjestelmää ja sijoituspalveluyrityksiä koskevat erillislait.

Johtopäätökset. Arvopaperimarkkinalainsäädännön ja sitä täydentävän muun sääntelyn rakennetta on edelleen selkeytettävä esimerkiksi

- tarkastelemalla sääntelyä kokonaisuutena,
- yhtenäistämällä arvopaperimarkkinalainsäädäntöä,
- lähentämällä suhdetta osakeyhtiölakiin, kirjanpitolakiin, tilintarkastuslakiin, luottolaitostoiminnasta annettuun lakiin sekä muuhun pankkilainsäädäntöön,
- kehittämällä arvopaperimarkkinoihin vaikuttavaa siviili- ja muuta yksityisoikeutta sekä verolainsäädäntöä muun sääntelyn kanssa yhtenäisesti,
- vahvistamalla yhteyksiä arvopaperimarkkinoita koskevaan tieteelliseen tutkimukseen,
- lisäämällä keskeisten määritelmien toimivuutta, kattavuutta ja joustavuutta,
- vähentämällä julkisen vallan sääntelyn monitasoisuutta,
- selventämällä normeja antavien eri viranomaisten keskinäisiä suhteita,
- karsimalla mahdollista lainsäädännön ja muuta julkisen vallan ylisääntelyä,
- minimoimalla usein viranomaiskeskeisestä Euroopan unionin normistosta aiheutuva byrokratia,
- parantamalla itsesääntelyn käyttömahdollisuuksia,
- kohottamalla lainsäädännön edellyttämää markkinoiden itsesääntelyn vaatimustasoa,
- kartoittamalla kansainvälisen sääntelyn ja kehityksen kanssa ristiriidassa olevat säännökset,
- painottamalla lainsäädännön ja muun sääntelyn valmistelussa sijoittaja- ja asiakaslähtöisyyttä,
- pyrkimällä alentamaan palvelujen tarjoamisen edellyttämiä kustannuksia mm. kannustamalla Internetin ja muiden tietoverkkojen hyödyntämistä tietoturvallisuusvaatimukset huomioon ottavalla tavalla,
- ottamalla paremmin huomioon erilaisten sijoittajatyyppeiden, kuten piensijoittajien ja ammattimaisten sijoittajien, erilaiset tarpeet,
- ohjaamalla piensijoittajia sijoitusrahastojen ja tietoturvallisuusvaatimukset huomioon ottavien tietoverkkojen hyödyntämiseen transaktiokustannusten säästämiseksi,
- korostamalla ammattimaisen sijoittajan aseman kehittämistä,
- selvittämällä edellytyksiä pienten ja keskisuurten yritysten rahoitushuollon kehittämiseen, kuten listalleottoedellytysten alentamiseen, sekä
- vähentämällä sääntelyn aiheuttamia kustannuksia.

Rahoitusjärjestelmän vakaudesta on huolehdittava ja kriisien syntymistä on ehkäistävä myös arvopaperimarkkinalainsäädännön keinoin. Lainsäädännön asemaa rahoitusmarkkinoiden ylikuumenemista hillitsevä voimana on korostettava. Arvopaperi- ja sijoitusmarkkinoilla

syntyvä kriisi saattaa johtaa julkiseen vastareaktioon, joka estäisi kansallisen arvopaperimarkkinastrategian toteuttamisen. Tämän vuoksi strategia on toteutettava hallitusti ja vaiheittain. Lainsäädäntötyö on osa arvopaperimarkkinoiden pitkäjänteistä kehittämistä. Arvopaperimarkkinalainsäädännön riittävyttä ja rahoitusmarkkinoiden sääntelemättömiä kysymyksiä on kartoitettava sen selvittämiseksi, voidaanko rahoitusjärjestelmän monipuolistumista, rahoituksenvälityksen monimuotoistumista ja rahoitusmarkkinoiden arvopaperistumista edistää uuden lainsäädännön kehittämisellä, kuten tähän mennessä on yritetty esimerkiksi

- sijoitusrahastolain soveltuvuuden lisäämisellä,
- ulottamalla enemmän sääntelyä hyödykemarkkinoihin,
- kiinteistörahastolailla,
- arvopaperikaupan selvitystoiminnan sääntelyä koskevalla lakiehdotuksella (HE 209/1997),
- arvopaperimarkkinoiden menettelytapasäännöillä, ja
- sijoittajien korvausrahaston perustamisella.

3.3.5. Lainvalmistelustrategian toteuttaminen: viranomaistoiminnan kehittäminen

Tilannearvio. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on korostetusti viranomaiskeskeistä. Tämä johtuu suureksi osaksi Euroopan unionin hyvin viranomaiskeskeisestä normistosta. Viranomaisilla, erityisesti valtiovarainministeriöllä ja rahoitustarkastuksella, on runsaasti Euroopan unionin normiston mukaisia toimi- ja poikkeuslupien myöntämistä ja peruuttamista koskevia tehtäviä sekä listalleotto- ja tarjousesitteiden julkistamisen hyväksymistä ja itsesääntelyn vahvistamista koskevia hallinnollisia tehtäviä. Lisäksi viranomaisilla on laajat lakia alemmanasteista sääntelyä koskevat norminantovaltuudet.

Suomen arvopaperimarkkinat ovat rakenteeltaan mannereurooppalaisittain tyypillisesti pankkikeskeiset ja eroavat siten anglosaksisista markkinakeskeisistä arvopaperimarkkinoista. Suomen arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuri on pitkään ollut hajanainen. Arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet ovat varsin erikokoisia ja niiden edut ovat huomattavasti poikenneet toisistaan. Tämä on johtanut siihen, että arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet eivät edusta yhtenäistä intressiä. Myöskään sellaista riippumatonta etutahoa, joka edustaa vain sijoittajien intressejä, ei ole. Piensijoittajilla on oma etujärjestö, mutta muita sijoittajia edustavia tahoja ei ole lukuunottamatta markkinaosapuolten toimialajärjestöjä. Arvopaperipörssi, optioyhteisöt, arvopaperikeskus, liikkeseenlaskijat ja arvopaperinvälittäjät pyrkivät ensisijassa oman toimintansa kehittämiseen. Tämä on merkinnyt viranomaisten aseman vahvistumista, koska viranomaiset ovat markkinaosapuolten ohella vastanneet sijoittajien etujen toteutumisesta ja samalla osallistuneet voimakkaasti markkinoiden yleiseen kehittämiseen. Näistä syistä viranomaisten yhdessä markkinaosapuolten kanssa kehittämä ja toteuttama sääntelystrategia on olennainen osa arvopaperimarkkinoiden kehittämistä.

Johtopäätökset. Arvopaperimarkkinalainsäädännön edellyttämää viranomaistoimintaa on edelleen selkeytettävä esimerkiksi

- kehittämällä viranomaisten työnjakoa erityisesti toimilupa- ja muissa hakemusasioissa,
- parantamalla viranomaisten keskinäistä yhteistyötä,
- selkeyttämällä viranomaisten norminantovaltuuksia,
- vähentämällä viranomaisten lupa- ja muita hallintotoimia,
- nopeuttamalla viranomaisprosesseja,
- täsmentämällä viranomaisten harkintavaltaa, tarkentamalla sen rajoja ja selventämällä viranomaisten muuta kuin oikeudellista vastuuta päätöksistään,

- lisäämällä viranomaisten ja itsesääntelyorganisaatioiden keinovalikoimaa ja toimivaltuuksia,
- selventämällä markkinaosapuolten oikeusasemaa viranomaisprosesseissa ja lisäämällä asianosaisten oikeussuojaa viranomaispäätöksiä kohtaan,
- vähentämällä rahoitustarkastuksen sekä Arvopaperikeskuksen ja muiden itsesääntelyorganisaatioiden mahdollista päällekkäistä kaksinkertaista työtä, ja
- jatkamalla viranomaisvalvonnan painopisteen siirtämistä ennaltaehkäisevään ja jatkuvaan valvontaan sekä jälkikäteissanktioihin.

KANSALLISET ARVOPAPERIMARKKINASTRATEGIAT LÄNSI-EUROOPASSA

1. Iso-Britannian arvopaperimarkkinastrategia

Tausta

Kansantalouden kilpailukyvyn parantamiseen tähtäävän konservatiivihallituksen politiikan aikana vuosina 1979-1997 julkisia laitoksia yksityistettiin ja elinkeinoelämän sääntelyä purettiin laajassa mittakaavassa. Työttömyys aleni suhteessa eurooppalaisiin kilpailijamaihin, joissa ei menty markkinaehtoistumisessa yhtä pitkälle. Kilpailua taloudellisista resursseista pyrittiin kaikin keinoin edistämään.

1990-luvulla julkaistiin kansantalouden kilpailukyvyn parantamiseen tähtääviä ohjelmakirjoja (Competitiveness White Paper 1994, 1995, 1996), joiden puitteissa myös arvopaperimarkkinoiden kehittämisstrategiat konkretisoituivat. Sekä viranomaiset että rahoitusmarkkinoiden edustajat alkoivat kokoontua säännöllisesti pohtimaan mm. rahoitusmarkkinoiden strategiaan suunnitteluun ja markkinointiin liittyviä asioita (esim. City Promotion Panel).

Rahoitusmarkkinastrategian lähtökohta

Iso-Britannian rahoitusmarkkinat edustavat Euroopassa rahoitusjärjestelmää, jossa pankkien rooli rahoituksen välityksessä on pienempi kuin esim. Suomessa. Anglosaksisessa rahoitusjärjestelmässä *arvopaperimarkkinoilla on huomattavan suuri merkitys* talouksien rahoitustarpeiden tyydyttäjänä, kun rahoituksen ylijäämäsektori etsii suoria sijoituskohteita ja alijäämätaloudet kilpailevat suoraan sijoittajien varoista.

Iso-Britannian rahoitussektorin osuus bruttokansantuotteesta on kansantaloudellisesti hyvin merkittävä. Lontoon City on merkittävin kansainvälinen finanssikeskus Euroopassa ja yksi merkittävimmistä keskuksista maailmassa. Iso-Britannialle tämä merkitsee mm. huomattavia verotuloja, työllistymismahdollisuuksia ja tärkeitä kansainvälisiä kontakteja.

Iso-Britannian *viranomaisten* arvopaperimarkkinoiden kehittämisstrategian ensisijaisena motiivina on pyrkimys luoda mahdollisimman tehokkaat markkinat yrityssektorin rahoitushuollon varmistamiseksi. Strategia lähtee ajatuksesta, että hyvinvointi ja taloudellinen kasvu riippuvat rahoituksen saatavuudesta ja valmius investointeihin riippuu puolestaan vakaista rahoitus- ja arvopaperimarkkinoista.

Lontoon Cityn *yksityinen sektori* panostaa nykyisen arvopaperimarkkinainfrastruktuurin kehittämiseen varautumalla Euroopan talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen tuomiin muutoksiin suurten arvopaperimarkkinakeskusten välisissä voimasuhteissa. Vaikka Lontoon City onkin oleellinen osa Iso-Britannian kansantaloutta, Iso-Britannian viranomaisten panostus tämältyyppisiin tavoitteisiin ei ole yhtä näkyvää kuin esimerkiksi Ranskassa.

Strategian painopisteet

Strategia yrityssektorin rahoitushuollon varmistamiseksi painottuu *pienten ja keskisuurten yritysten* (pk-sektori) rahoituksen kehittämiseen. Pk-sektorin rahoitushuollon suurimmat ongelmat, joihin myös suuri osa rahoitus- ja arvopaperimarkkinastrategian toimenpiteistä

kohdistuu, ovat *riskipääoman saatavuus*, vieras epäsuora rahoitus sekä rahoitushallinnon osaaminen.

Yksityinen sektori panostaa yhteistyössä viranomaistahojen kanssa pidemmälle kehittyneiden markkinoiden kilpailukyyn kehittämiseen. Riippumatta Iso-Britannian kannasta yhteiseen rahaan ja Euroopan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen pyritään *Lontoon Cityn asema Euroopan suurimpana kansainvälisenä rahoituskeskuksena* säilyttämään ja edelleen vahvistamaan.

Elinkeinoelämän rahoitushuolto

Toimivien osakemarkkinoiden kehittäminen *yhä pienemmille yrityksille* on Iso-Britannian arvopaperimarkkinastrategian keskeinen tavoite. Riskipääomarahoituksen edistäminen koetaan tärkeäksi erityisesti nopeassa kasvuvaiheessa olevien korkean teknologian pienten ja keskisuurten yritysten kannalta. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen edistäminen keskittyy yrityksen elinkaaren eri vaiheissa esiintyvien rahoitusongelmien ratkaisuun.

Pääomasijoittamisen helpottamiseksi toimivat muun muassa erilaiset internet-kohtaamispaikat, joilla yrityksillä ja pääomasijoittajilla, nk. yritysenkeleillä, on mahdollisuus löytää tarpeitaan vastaavia yhteistyökumppaneita. Pienten ja keskisuurten yritysten listautumista on helpotettu useilla uusilla pk-sektorin osakkeiden markkinafoorumilla ja riskirahoituksen edistämiseksi on myönnetty erilaisia verohelpotuksia sekä institutionaalisille että yksityisille sijoittajille. Iso-Britannian yksityisen rahoitussektorin osuus strategian toteutuksessa näkyy mm. pankkien pieniin ja keskisuuuriin yrityksiin suuntautuvan riskirahastosijoittamisen kasvussa.

Epäsuoran rahoituksen helpottamiseksi valtio on laajentanut erilaisia takuujärjestelmiä pienten ja keskisuurten yritysten lainoille. Pankeissa suhteita pieniin ja keskisuuuriin yrityksiin pyritään parantamaan esim. vaihtamalla pk-sektorin rahoituksesta vastaavia pankinjohtajia entistä harvemmin. Rahoituslaitokset osallistuvat myös pk-sektorin rahoitushallinnon osaamisen kehittämiseen. Pienten ja keskisuurten yritysten liiketaloustieteellisen osaamisen kehittäminen on tavoitteena myös pääomasijoittajahankkeissa sekä teknillisten ja kaupallisten korkeakoulujen yhteistyöhankkeissa.

Iso-Britannian arvopaperimarkkinastrategian mukaan suurilla yrityksillä rahoituksen saatavuus ei muodostu tällä hetkellä ongelmaksi. Lontoo kansainvälisenä finanssikeskuksena tarjoaa kilpailukykyisiä rahoitusjärjestelyjä miltei kaikkiin tarpeisiin. Aiemmin ongelmalliseksi koettu vieraan pääoman hankinta helpottui, kun joukkovelkakirjalainojen emissiökäytäntöjä lievennettiin.

Lontoon City

Lontoon Cityn arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky suhteessa muihin eurooppalaisiin keskuksiin perustuu joukkoon tekijöitä, joilla on positiivinen vaikutus siellä toimivien rahoituspalveluyritysten kilpailukykyyn. *Henkilöstö* on yksi keskeisimmistä Lontoon vetovoimaa korostavista voimavaroista. Yli 600 000 rahoitusalan ammattilaisen muodostamat työmarkkinat luovat innovatiivisen ja dynaamisen kasvuympäristön esimerkiksi korkeaa ammattitaitoa vaativalle investointipankkitoiminnalle. Etu on myös, että englannin kieli on yleisesti käytössä rahoitusmarkkinoilla ympäri maailmaa, erityisesti maailman suurimmilla rahoitus- ja arvopaperimarkkinoilla Yhdysvalloissa.

Iso-Britannian oikeusjärjestelmä ja verolainsäädäntö edistävät myös Lontoon arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä. Moni rahoituspalveluita tarjoava yritys on siirtynyt Lontooseen

sen takia, että muiden maiden suhtautuminen esimerkiksi pankkien reservivaatimuksiin muodostui näiden yritysten kotimaassa kansainvälistä kilpailukykyä heikentäväksi tekijäksi.

Yhteisen valuutan käyttöönoton myötä rahoitusmarkkinoiden kiristynvä kilpailu koskee kuitenkin myös Iso-Britanniaa ja Lontoota riippumatta siitä, osallistuuko Iso-Britannia Euroopan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen vai ei. Tärkeänä nähdään esimerkiksi suora pääsy Euroopan keskuspankkien TARGET-järjestelmään (Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer), vaikka Iso-Britannian arvopaperimarkkinoiden kilpailukyky ei olekaan suoraan riippuvainen maan valuutasta.

Kilpailu suurten eurooppalaisten johdannaispörssien välillä kiristyy yhteisen valuutan aikana entisestään. Lontoon LIFFE-johdannaispörssiin (London International Future and Forward Exchange) strategisena tavoitteena on vahvistaa asemaansa mm. Euroopan tärkeimpänä lyhyen rahan kohdistuvien tuotteiden johdannaispörssinä ja erityisesti suhteessa Pariisin MATIF-pörssiin. LIFFE on laajentanut tuotevalikoimaansa ja solminut yhteistyösopimuksia sekä kansallisella että kansainvälisellä tasolla. Kansainvälisen yhteistyön painopiste ei ole niinkään Euroopassa, vaan Aasiassa ja Amerikassa. Lontoon strategia onkin selkeästi maailmanlaajuinen. Yhteistyö Tokion (Tokio Stock Exchange, TSE) ja Chicagon (Chicago Board of Trade, CBOT) pörssien kanssa lisää sekä LIFFEn kautta vaihdettujen tuotteiden lukumäärää että jo olemassaolevien tuotteiden likviditeettiä. Kansallisella tasolla on keskusteltu LIFFE- ja LSE-pörssien (London Stock Exchange) yhdistämisestä.

Lontoon suurin osakepörssi LSE joutuu sopeutumaan kiristyvään kilpailuun sekä kansallisella että kansainvälisellä tasolla. Pk-sektorin riskipääomaohjelman puitteissa käynnistetyt osakemarkkinat näkyvät myös LSE:n toiminnassa. Erityisesti uusien teknologiayritysten AIM-pörssi on saavuttanut lyhyessä ajassa suuren suosion, joka perustuu osittain verokannustimiin. Eurooppalainen kilpailu kansainvälisten osakkeiden kaupankäynnistä kiristyy myös. Lontoon asemaa kansainvälisenä yritysrahoituksen keskuksena on esitetty vahvistettavaksi mm. laajentamalla eläkevarojen rahastointia entisestään.

Valvontajärjestelmän uudistus

Lontoon arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä edistäviin tekijöihin luetaan myös rahoitusmarkkinoiden valvonta, jota pyritään edelleen selkeyttämään ja tehostamaan. Valvontajärjestelmän uudistuksen myötä *pankki-, arvopaperimarkkina- ja vakuutusvalvonta* siirtyy vuoden 1999 loppuun mennessä *yhden ainoan viraston alaisuuteen*. Nykyisin näiden toimintojen valvonta on järjestetty Securities and Investments Board - neuvostossa ja toiminnaltaan itsenäisissä yksiköissä Englannin keskuspankissa ja kauppa- ja teollisuusministeriössä. Uudessa valvontaorganisaatiossa on keskeisenä ajatuksena yhdistää rahoitusmarkkinoiden valvontaa siten, että valvonta vastaa entistä paremmin mm. pankki- ja vakuutustoiminnan erojen hämärtymiseen johtavaan kehitykseen.

Iso-Britannian keskuspankin valvontavastuu koskee uudistuksen myötä rahoitusmarkkinoiden yleistä vakautta. Valtion velan hallinta, velka-arvopaperien liikkeeseen lasku, joukko-velkakirjalainamarkkinaseuranta ja kassan hallinta siirtyy keskuspankista valtiovarainministeriöön.

Iso-Britannian arvopaperimarkkinat ja Euroopan talous- ja rahaliiton III vaihe

Rahoitusmarkkinoiden kehitystä seuraavien analyttikkojen yleinen näkemys näyttää olevan, että Lontoon asema Euroopan johtavana arvopaperimarkkinakeskuksena säilyy siitä huolimatta, että Iso-Britannia jättäytyy aluksi talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen ulkopuolelle. Vaikka osa Lontoon markkinoille aikoinaan siirtyneistä toiminnoista palaisikin takaisin Frankfurtiin ja Pariisiin, Lontoo on aiemminkin menestynyt arvopaperimark-

kinakeskuksena sellaisilla tuotealoilla, joissa tuotteet noteerataan jonkin toisen maan valuutassa. Mannereurooppalaisten pörssien (Saksa, Sveitsi, Ranska) yhteistyö saattaa kuitenkin vaikuttaa siten, että kilpailu Lontoon ja mannereurooppalaisten keskusten välillä tulee tasavertaisemmaksi.

Monet *valuuttamarkkinakeskukset* manner-Euroopassa kärsivät kansallisten valuuttojen kaupankäynnin loppumisesta tai kuihtumisesta. Lontoon arvopaperimarkkinat häviävät tässä prosessissa vähemmän kuin muut rahoituskeskukset. Lontoosta tulee todennäköisesti euron, dollarin ja jenin kauppajien keskeinen markkinapaikka Euroopassa.

Erään rahoitusmarkkinoilla vallitsevan käsityksen mukaan Lontoon asema kansainvälisten yritysten johtavana arvopaperikeskuksena tulee ilmeisesti säilymään ja joiltain osin myös vahvistumaan. Oman pääoman ehtoisen rahoituksen osalta Lontoon City säilynee johtavana tietotaitokeskuksena kansainvälisille yrityksille Euroopassa, vaikka arvopaperikulttuuri on kehittymässä muissakin maissa edistysellisempään suuntaan.

Myös kansainvälinen vieraan pääoman ehtoisten arvopaperien kauppa saattaa kehittyä Lontoossa yleiseurooppalaisiin mittasuhteisiin. On arveltu, että Lontoon asema vieraan pääoman ehtoisten sijoituskohteiden markkinapaikkana tulisi olemaan erityisen vahva yritysten ja institutionaalisten sijoittajien euro-määräisissä lyhytaikaisissa joukkovelkakirjalainoissa (Euro-euro -markkinat). Lisäksi pidetään todennäköisenä, että Lontoossa kehittyvät pitkien maturiteettien joukkovelkakirjamarkkinat eurooppalaisten ja muun maailman yritysten velkapapereissa.

Lontoo, Iso-Britannia ja Suomen pääomahuolto

Kansainvälisen yritysrahoituksen keskuksena Lontoo tarjoaa myös suomalaisille talouksille rahoitukseen liittyviä palveluita, joita ei muualla Euroopan unionissa saa yhtä edulliseen hintaan. Lontoon arvopaperimarkkinoiden *sijoituskohteiden valikoima* antaa mahdollisuuksia hajauttaa suuriakin sijoituksia eri instrumentteihin ja kansainvälisiin kohteisiin ilman, että tarvitsisi hakeutua muille arvopaperimarkkinoille. Suurimpana kansainvälisen rahoituksen keskuksena Euroopassa Lontoo on *kansainvälisesti* suuntautuneelle talousyksikölle markkinapaikka, jossa voidaan tyydyttää rahoitustarpeita kilpailukykyiseen hintaan. Myös suomalaiset taloudet hyötyvät Lontoon arvopaperimarkkinoiden rahoituskysymyksien asiantunteemuksesta, vaikka suomalaisten oman pääoman ehtoisen hankintaan Iso-Britanniassa liittyykin joitakin juridisia ongelmia.

Euroopassa Iso-Britannian rahoitushuolto on pisimmälle kehittynyt kohti arvopaperistettuja rahoitusvaateita. Rahoitusosaaminen Iso-Britanniassa toimii vielä pitkään *eurooppalaisena esimerkkinä*, jossa ajatus rahoituksen asemasta tärkeänä kilpailutekijänä on viety mahdollisimman pitkälle.

2. Ruotsin arvopaperimarkkinastrategia

Tausta

Kuten muissakin maissa, Ruotsissa ryhdyttiin 1970- ja selkeämmin 1980-luvulla rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyn laajamittaiseen purkamiseen. Ruotsin rahoitusmarkkinoiden vapauttamiskehityksen taustalla vaikuttivat erityisesti kansantalouden rahoituskysynnän kansainvälistyminen, kasvava valtion velkapääoman tarve, säännöstelemättömän luotonannon kasvu ja informaatioteknologian kehitys.

Rahoitusmarkkinoiden lainsäädännön uudistusten avulla pyrittiin rahoitusinstituutioiden kansallisen ja kansainvälisen kilpailun tehostamiseen. Tehokkuuden lisäksi kilpailun puolueetto-

muus nousi lainsäädäntötyön perusmotiiviksi. Rahoitusmarkkinoiden eri instituutioita koskevaa lainsäädäntöä pyrittiin mahdollisimman pitkälle yhdenmukaistamaan.

Ruotsin rahoitusmarkkinoiden kehittämistyö keskittyi 1980-luvulla ja 1990-luvun alussa kilpailuolosuhteiden parantamiseen. Vuoden 1986 lainsäädäntöuudistusten seurauksena kilpailu rahoitusmarkkinoilla kiristyi, kun ulkomaisille pankeille annettiin lupa harjoittaa pankkitoimintaa Ruotsissa. Pankkien toimilupa-anomusten käsittely tarveharkinnan perusteella lopetettiin vuonna 1990. Arvopaperimarkkinoilla kilpailuolosuhteet muuttuivat tasavertaisemmiksi eri institutionaalisten sijoittajien välillä, kun vakuutusyhtiöille annettiin mahdollisuus sijoittaa henkivakuutusvaroja mm. osakkeisiin sijoittaviin rahastoihin (unit-linked funds) vuonna 1990. Vuonna 1993 purettiin Tukholman osakepörssin lakisääteinen monopoli.

Lähtökohta

1980-luvulla toteutetun lainsäädäntötyön seurauksena Ruotsin arvopaperimarkkinoiden rakenne muuttui perusteellisesti. Toiminta vilkastui raha- ja vieraan pääoman markkinoilla, kun mm. valtion aktiivisen roolin seurauksena markkinavolyymit moninkertaistuivat 1990-luvun alkupuolella. Samankaltainen kehitys oli havaittavissa johdannaismarkkinoilla ja osakemarkkinoilla, joiden luonne muuttui selkeästi kansainvälisemmäksi. Myös pankkisektorilla toimii nykyään lukuisa määrä ulkomaisia pankkeja.

Eurooppalaisessa vertailussa Ruotsin rahoitus- ja arvopaperimarkkinat kuuluvat keskikokosiin markkinoihin. Ruotsalaispankkien taseiden loppusumma on esimerkiksi noin yksi kymmenesosa Saksan pankkien taseista, mikä oikeuttaa Euroopassa kymmenenteen sijaan. Ruotsin osakemarkkinat ovat Euroopan seitsemänneksi suurimmat ja joukkovelkakirjalainamarkkinat kuudenneksi suurimmat. Ruotsin johdannaismarkkinat ovat Euroopan neljänneksi suurimmat (osakejohdannaismarkkinat maailman seitsemänneksi suurimmat), mitä pidetään osoituksena Ruotsin arvopaperimarkkinateknologian ja -innovaatiotaidon korkeasta tasosta.

Ruotsin arvopaperimarkkinastrategian lähtökohtana on, että elinkeinoelämän rahoitushuolto perustuu ensisijaisesti **kansallisiin** arvopaperimarkkinoihin. Vaikka ruotsalaisten talouksien rahoitushuolto olisikin järjestettävissä ulkomaisilla arvopaperimarkkinoilla, nähdään kansallisessa rahoitusinfrastruktuurissa tekijöitä, joilla on **arvoa myös perinteisen rahoitusfunktion ulkopuolella**.

Arvopaperirahoituksen tehostamista kansallisten rakenteiden puitteissa on selitetty mm. siten, että rahoitukseen kuuluu paljon muutakin kuin pelkästään teknologia ja teknologian asiantunteva soveltaminen. Informaatio, ihmisten välinen vuorovaikutus ja rahoitukseen liittyvä osaaminen ovat oleellinen osa tehokasta pääomahuoltoa. Ruotsissa uskotaan, että ruotsalaisen elinkeinoelämän pääomahuolto olisi paremmin järjestettävissä, jos kansainvälisen rahoituskeskuksen palvelut ja palveluihin liittyvä osaaminen olisivat edustettuina myös Ruotsissa.

Kansainvälisen arvopaperimarkkinapaikan infrastruktuuri nähdään myös tärkeänä osana elinkeinopolitiikkaa. Ruotsin arvopaperimarkkinoilla työskentelee noin 50.000 henkeä, joiden korkea rahoitukseen ja teknologiaan liittyvä ammattitaito vaikuttaa positiivisesti myös muiden toimialojen menestymisen edellytyksiin. **Synergia** arvopaperimarkkinoiden ja esim. tietotekniikkateollisuuden välillä koetaan tekijäksi, joka vahvistaa molempien toimialojen kansainvälistä kilpailukykyä.

Strategian painopisteet

Ruotsi yrittää kehittää eurooppalaisittain keskikokoisista arvopaperimarkkinoistaan *kansainvälisiä mittoja täyttävän rahoitusmarkkinakeskuksen*. Kun eri markkinapaikkojen välinen kilpailu kiristyy Euroopan integraatioprosessin edistymisen myötä, Ruotsi panostaa kansallisten arvopaperimarkkinoiden *vaihdannan kehittämiseen*. Erilaiset yhteistyökuviot nousevat arvopaperimarkkinastrategian keskeisiksi käytännön teemoiksi.

Kansallinen yhteistyö: Finansplats Stockholm

Ruotsin kansallisten arvopaperimarkkinainstituutioiden yhdistämisestä on keskusteltu paljon "Finanssipaikkana Tukholma" -nimisen hankkeen (Finansplats Stockholm) puitteissa. Alunperin yhdistettävien instituutioiden listalla olivat Tukholman pörssi (Stockholms Fondbörs), optiopörssi OM Gruppen sekä arvopaperikeskus Värdepapperscentralen (VPC). Kesällä 1997 yhdistymisneuvottelut kariutuivat omistajien erimielisyyksiin, mutta marraskuussa 1997 Tukholman pörssi ja OM Gruppen ilmoittivat fuusiosta. Alustavien tietojen mukaan Ruotsin valtio omistaisi uuden yrityksen pörssinoteeratuista osakkeista kahdeksan prosenttia.

Tiivistämällä organisaatioiden välistä yhteistyötä ja karsimalla päällekkäisiä toimintoja on tarkoitus saavuttaa alhaisempia transaktiokustannuksia, suurempia kaupankäynnin volyyymeja sekä kehittää entistä laajempaa tuote- ja palveluvalikoimaa. Osakkeiden ja johdannaissopimusten yhteisen markkinapaikan avulla Ruotsi haluaisi panostaa mm. uuden sukupolven kaupankäyntijärjestelmän kehitystyöhön.

Kansainvälinen yhteistyö

OM Gruppenin kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien vienti pidetään osoituksena Ruotsin arvopaperimarkkinoiden korkeatasoisesta teknologiaosaamisesta. Norjan ja Ruotsin osakejohdannaisten kaupankäynti on kytketty samaan ruotsalaisjärjestelmään, minkä seurauksena voidaan puhua näiden tuotteiden yhteisestä osakejohdannaismarkkinapaikasta. Myös osa Suomen johdannaiskaupasta on kytketty ruotsalaisiin markkinoihin. Lontoossa toimii mm. OM Gruppenin OMLX:n osana PULPEX-pörssi, jossa käydään kauppaa metsäteollisuuteen liittyvillä tuotteilla. Ruotsi on ollut myös esillä arvopaperimarkkinoiden teknologisten ratkaisujen viejänä Australiaan ja Yhdysvaltoihin. Erilaisia teknologiaperusteisia back-office- ja hallinnointipalveluja Ruotsi tarjoaa myös kansainvälisessä mittakaavassa. Esimerkiksi norjalais-ruotsalaisessa sähköpörssissä (Nord Pool) sekä Suomen sähköpörssissä (EL-EX) käytetään ruotsalaisia hallinnointipalveluja.

Ruotsin arvopaperimarkkinoiden kansainväliset kytkennät ovat tärkeä osa arvopaperimarkkinoiden kehittämisstrategiaa. Likviditeettiä keskittämällä ja transaktiokustannuksia supistamalla pyritään siihen, että Ruotsin kyky kilpailla kiristyvillä arvopaperimarkkinoilla säilyisi.

Nordic Exchanges, NOREX

Osa Ruotsin arvopaperimarkkinoiden kasvustrategiaa on myös hanke, joka tähtää yhteispohjoismaisen arvopaperimarkkinapaikan perustamiseen. Sen sijaan, että Pohjoismaiden markkinoita joutuisi seuraamaan kulloinkin omalta monitorilta, olisi Ruotsin mielestä toivottavaa, että kaikki pörssit liittyisivät yhteiseen järjestelmään. Tämä hanke on tarkoitettu keskittämään Pohjoismaiden arvopaperimarkkinoiden likviditeettiä yhteen ainoaan tilauskirjaan. Kaupankäynnin transaktiokustannukset saattaisivat laskea, jos pörssien päällekkäistointoja voitaisiin karsia.

Pitkän tähtäimen tavoitteena on yksi Pohjoismainen pörssi, jonka kaupankäyntijärjestelmän puitteissa vaihdetaan osakkeita, joukkovelkakirjalainoja sekä johdannaissopimuksia. Tällöin järjestelmään osallistuvilla pörseillä olisi yhtenevät kaupankäynti- ja valvontasäännöt ja yhteistyö maiden selvitysyhteisöjen välillä tiivistyisi.

Pohjoismaiden pörssit -hanke (Nordic Exchanges, NOREX) pääsi alkuun, kun Kööpenhaminan (Köbenhavns Fondbörs) ja Tukholman pörssit ilmoittivat ottavansa käyttöön yhteisen kaupankäyntijärjestelmän vuoden 1999 alusta lähtien. Tukholman pörssin SAX-järjestelmän puitteissa on tarkoitus käydä kauppaa kummankin pörssin osakkeilla. Pääsy kaupankäyntijärjestelmään edellyttää jäsenyyttä kummassakin pörssissä.

NOREX:in tuote- ja palvelutarjontaa koordinoimaan ja markkinoimaan on tarkoitus perustaa yhteisyritys Tanskaan. Erityisesti kansainvälisiä sijoittajia silmällä pitäen pyritään vähentämään yli- ja alijäämätalouksien esteitä tulla arvopaperimarkkinoille. Kriittisiksi menestystekijöiksi aiotaan nostaa NOREX:in tarjoamat sijoitusvaihtoehdot, jakelujärjestelmä sekä kaupankäyntiteknologia. Myös Tanskan (Vaerdipapircentralen VP) ja Ruotsin *valvontaviranomaiset* aikovat panostaa tiiviimpään kansainväliseen *yhteistyöhön*.

NOREX:in sijoitusvaihtoehtojen lukumäärää ja vaihdannan likviditeettiä silmällä pitäen on esitetty Suomen ja Norjan pörseille kutsu osallistua yhteispörssin toimintaan. Norja on toistaiseksi kieltäytynyt tarjouksesta omien arvopaperimarkkinoiden heikkoon kilpailukykyyn vedoten. Myös Baltian maiden arvopaperimarkkinat ovat Ruotsin mielenkiinnon kohteena.

NOREX:in avulla Ruotsi pyrkii varmistamaan, että suurista yrityksistä, kansainvälisistä sijoittajista ja välittäjistä muodostuva arvopaperimarkkinoiden kriittinen massa kasvaisi "Tukholma city" -hankkeen edellyttämälle tasolle. Maailman 10-20 suurimman markkinaosapuolen läsnäolo muodostuu kansainvälisen rahoituskeskuksen avainkysymykseksi. Yhdistämällä Pohjoismaiden arvopaperimarkkinoiden likviditeetin ruotsalaiseen tilauskirjaan Ruotsi yrittää päästä lähemmäksi kansainvälisen rahoituskeskuksen statusta.

Laatusertifikaatti

Kaupankäynnin luotettavuus on myös tärkeä osa Ruotsin arvopaperimarkkinastrategiaa. Ensimmäisenä arvopaperipörssinä Tukholman pörssille on myönnetty ISO-standardien mukainen laatusertifikaatti vakioitujen kaupankäynti- ja selvitysjärjestelyjen toimivuuden perusteella. Laatutodistuksen puitteissa pörssin tarkoituksena on kiinnittää tulevaisuudessa myös entistä enemmän huomiota kaupankäynnin kohteena olevien yritysten valvontaan.

Euro-kytkentä

Ruotsin arvopaperimarkkinastrategian kannalta Euroopan yhteinen valuutta euro ja Ruotsin jättäytyminen talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen ulkopuolelle (ainakin vuonna 1999) ei nähdä yhtä ongelmattomaksi kuin esimerkiksi Lontoossa. Verrattuna euro-määräisiin arvopapereihin ruotsalaisten kruunumääräisten arvopapereiden pelätään kärsivän heikommasta likviditeetistä. Myös kruunuun liittyvä korkeampi valuuttariski edellyttää sijoittajilta suojautumistoimenpiteitä ja vaikuttaa Ruotsin pääomahuollon kustannuksiin.

Tukholma (ja NOREX:in puitteissa myös Kööpenhaminan pörssi) varautuu euron käyttöönottoon Ruotsin varauksellisesta EMU-linjasta huolimatta. Tukholman pörssi, VPC ja Fondhandlareföreningen ovat sopineet suunnitelmista, joiden mukaan ruotsalaisyritysten osakkeilla voisi käydä kauppaa euroissa jo vuoden 1999 alusta lähtien. Säilyttääkseen yksittäisen arvopaperin likviditeetin joudutaan kuitenkin tekemään valinta kruunu- tai euro-

noteerauksen välillä. Toimenpiteen tavoitteena on säilyttää Ruotsin arvopaperimarkkinoiden asema ruotsalaisten arvopapereiden johtavana kaupankäyntipaikkana ja hinnanmuodostajana.

Kansallinen pääomahuolto

Kansallisen pääomahuollon tehokkuuden asema Ruotsin arvopaperimarkkinastrategiassa on ehkä joiltain osin toissijainen verrattuna arvopaperimarkkinoiden elinkeinopoliittiseen painoarvoon. Itse arvopaperimarkkinaelinkeinoon liittyvä kehittämistyö muistuttaa saamansa julkisuuden osalta esimerkiksi Ranskan kaltaisen suuren kansantalouden arvopaperimarkkinoiden kehittämistyötä. Tästä huolimatta on myös Ruotsissa pidetty huolta kansallisen elinkeinoelämän rahoitusmahdollisuuksista.

Ruotsalaisten yritysten mahdollisuudet *oman pääoman ehtoisen rahoituksen* hankintaan ovat melko kehittyneet. Esimerkiksi innovatiivisilla ja nopeasti kasvavilla yrityksillä on mahdollisuus hankkia tarvitsemaansa riskipääomaa pääomasijoittaja -ryhmän ympärille perustetulla IM-pörssillä (IM InnovationsMarknaden). Pk-yrityksillä on myös mahdollisuus hankkia riskipääomaa SBI-listalta (Stockholms Börsinformation).

Institutionaalisten sijoittajien asema Ruotsin arvopaperimarkkinoilla on melko vahva. Arvopaperimarkkinasäästäminen on Ruotsissa melko yleinen säästämistapa, kun esimerkiksi noin 2 miljoonaa ruotsalaista sijoittaa nk. jokamiehenrahastojen (allemansfonder) kautta varoja pääsääntöisesti ruotsalaisiin arvopapereihin.

Markkinakelvottoman vieraan pääoman rahoituksen arvopaperistamisprosessi on myös kehityksen kohteena. Ruotsin julkinen asuntoluottoinstituutio SBAB on ilmoittanut ryhtyvänsä asuntoluottojen arvopaperistamiseen. Tällaisella esim. Yhdysvalloissa yleisesti käytössä olevalla rahoitusmuodolla parannetaan laajan yleisön vieraan pääoman rahoituksen likviditeettiä. Luottojen arvopaperistaminen saattaa näkyä pienempinä asuntolainakustannuksina.

Euro-jäsenyyden lykkäytymisen lisäksi verotus aiheuttaa erilaisia Ruotsin rahoitushuoltoon ja arvopaperimarkkinastrategiaan vaikuttavia häiriöitä. Esimerkkinä voidaan mainita Tukholman pörssin A-, O- ja OTC-listojen yhtiöiden toisistaan poikkeava verotuskohtelu. Yritysten veropako A-listalta pienempien ja vähemmän pörssikokemusta omaavien yritysten O-listalle on johtanut tehokkuushäiriöihin. Kireä tuloverotus saattaa myös vaikeuttaa mm. ammattitaitoisiin henkilöstöresursseihin nojautuvan kansainvälisen rahoitusmarkkinakeskuksen kehitystä.

Ruotsin arvopaperimarkkinastrategia ja Suomi

Suomen kansantalouden rahoitushuollon kannalta Ruotsin arvopaperimarkkinastrategia tarjoaa sekä mahdollisuuksia että uhkia. Arvioitaessa Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta tarjoavat ruotsalaiset ratkaisut joka tapauksessa hyvän vertailukohteen.

Ruotsin institutionaaliset sijoittajat

Ruotsin pääoman tarjonnan kanavoituminen riskipääoman instrumentteihin on tehty verrattain helpoksi. Institutionaalisten sijoittajien merkitys elinkeinoelämän riskipääoman tarjonnan kannalta on huomattava ja kasvaa *eläkerahastointi-järjestelmän laajentumisen* myötä entisestään. Sekä suurilla että pienimmillä yrityksillä on mahdollisuus saada jälkimarkkinakelpoista rahoitusta osakemarkkinoilta. Ruotsalaisten hyvä valmius sijoittaa riskipääoman instrumentteihin voisi vaikuttaa myös suomalaisyritysten rahoituksen hankintaan.

Nordic Exchanges

Pohjoismaisten pörssien yhteistoiminta saattaisi kasvattaa suomalaisten, pohjoismaisten ja kansainvälisten sijoittajien mahdollisuuksia edulliseen riskien hajauttamiseen. Yhteispohjoismaisilla markkinoilla kiristynyt informaatiokilpailu sekä ehdotettuihin yhteistyömalleihin liittyvät suhteellisen kalliit järjestelmä-ratkaisut saattaisivat toisaalta johtaa rahoituksen hankintahinnan nousuun.

Suomen arvopaperimarkkinoihin kohdistuva elinkeinopolitiikka

Suomen arvopaperimarkkinoihin kohdistuvan elinkeinopolitiikan aggressiivisuudesta ja kunnianhimesta riippuen Ruotsin arvopaperimarkkinastrategia saattaa vaikuttaa voimakkaastikin Suomen toimenpiteisiin arvopaperimarkkinoiden kehittämiseksi. Tarkempi selvitys Ruotsin ja Suomen arvopaperimarkkinoiden välisistä vuorovaikutussuhteista edellyttää Suomen elinkeinopoliittisten tavoitteiden määrittelyä.

3. Ranskan arvopaperimarkkinastrategia

Tausta

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden nopea muutos 1970-luvulla johti Ranskassa suunniteltiin rahoitusmarkkinoiden uudistamiseksi. Rahoitusmarkkinajärjestelmästä oli tullut tiheään säännöstelyrakenteen ansiosta rasite ranskalaiselle yrityssectorille. Tässä tilanteessa ryhdyttiin puhumaan itsenäisestä rahoitus- ja arvopaperimarkkinastrategiasta, jolla turvataisiin Ranskan asema kansainvälisestäkin merkittävänä arvopaperimarkkinakeskuksena.

Rahoitus- ja arvopaperimarkkinastrategian lähtökohdat

Ranskan kansantalouden rahoitushuolto perustui 1970-luvun alussa pitkälle säännöstelyyn ja segmentoituun rahoitusjärjestelmään. Pankkisektori oli jakautunut selkeästi eri markkinasegmenttejä palveleviin osiin. Valtio puuttui voimakkaasti pankkien luotonantoon ja korkotasoon. Rahamarkkinoiden ja joukkovelkakirjamarkkinoiden merkitys oli toissijainen, kun valtion rahoituksen järjestelyissä käytettiin keskuspankkia. Osakemarkkinoiden rooli yritysten rahoitushuollossa oli suhteellisen pieni, kun pankit tarjosivat lainaa usein vielä subventoituun hintaan.

1980-luvun strategian painopisteet

Kun ranskalaiset yritykset hakeutuivat kasvavassa määrin ulkomaisille rahoitusmarkkinoille, suunniteltiin Pariisissa rahoitusmarkkinauudistus, jolla tähdättiin ensi sijassa kansantalouden arvopaperirahoituksen kehittämiseen siten, että se vahvistuisi määräävään asemaan suhteessa pankkisektorin kautta kulkeviin rahoitusmuotoihin. Samalla pyrittiin pääsemään eroon rahoitusjärjestelmän rakenteita vääristävistä valtion säännöstelytoimenpiteistä, purkamaan pankkisektorin segmentointia ja edistämään Ranskan pääomahuollon kansainvälistymiskehitystä.

Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi käynnistetyssä muutosprosessissa kiinnitettiin erityistä huomiota arvopaperimarkkinoiden liberalisointiin, rahoitusmarkkinoiden kilpailun lisäämiseen ja valvontamekanismien uudistamiseen. Sektoreihin jakautuneesta pankkijärjestelmästä pyrittiin yleispankkijärjestelmään.

Arvopaperimarkkinoiden kehittäminen oli tämän rahoitusmarkkinastrategian keskeinen tavoite. Tuote- ja markkinavalikoima laajeni huomattavasti raha- ja vieraan pääoman markkinoilla, mutta myös riskimarkkinoilla. Ranskan valtion merkitys joukkovelkakirja-

markkinoiden kehittäjänä oli ratkaiseva. Pk-sektorin ja valtion omistuksessa olevien yritysten mahdollisuuksia oman pääoman ehdoilla tapahtuvaan rahoitukseen parannettiin. Johdannaiskauppa kehittyi nopeasti uusilla futuuri- (MATIF SA) ja optiomarkkinoilla (MONEP).

Arvopaperimarkkinoiden organisaation liberalisointi käynnistyi, kun arvopaperikaupan valvontaa tarkasteltiin uuden, angloamerikkalaisen mallin näkökulmasta. Pörssin oma valvontaelin (Conseil des bourses valeurs) alkoi vastata kaupankäynnin säännöistä, listautumisista ja rangaistustoimenpiteistä. Säädösten toimeenpano ja markkinoiden hallinnointi oli kaupankäyntiyhtiöiden omistaman elimen (Société des bourses francaises) vastuulla. Näiden pörssikaupassa yksinoikeudella toimivien kaupankäyntiyhtiöiden (agents de change/sociétés de bourse) juridisen muodon muutos antoi muille rahoituspalveluyrityksille mahdollisuuden osallistua näiden yhtiöiden pääomapohjan laajentamiseen.

Uusi pankkilaki tähtäsi rahoitusmarkkinoilla toimivien yritysten kilpailuolosuhteiden yhdenmukaistamiseen. Rahoituspalveluita tarjoavat yritykset olivat vastedes saman lainsäädännön piirissä. Luottolaitosten mahdollisuus osallistua yritysten oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen oli selkeä askel segmentteihin jakautuneesta pankkijärjestelmästä yleispankkijärjestelmään.

Rahoitusmarkkinoiden valvonnan uudistuksen seurauksena siirrettiin hajautettu valvontafunktio vallan kolmijaon mukaiseen keskitettyyn järjestelmään. Niin lainsäädäntö- (Comité des réglementations bancaire), toimeenpano- (Comité des établissements de crédit) kuin tuomiovaltaorganisaatiossa (Comission bancaire) olivat keskuspankin ja valtiovarainministeriön näkemykset tasapuolisesti edustettuina.

Ranskan arvopaperimarkkinat 1990-luvulla

Ranskalla on ollut pitkään vaikeuksia kehittää sellaista rahoitusjärjestelmän infrastruktuuria, jonka turvin arvopaperimarkkinat olisivat voineet kasvaa Ranskan kansantalouden kokoa vastaavaan volyymiin. Iso-Britannian arvopaperimarkkinoiden ylivoimaisuus osake- ja johdannaismarkkinoilla sekä Saksan joukkovelkakirjalainamarkkinoiden massiivisuus antoivat vain vähän tilaa toiselle, suurelle markkinapaikalle Euroopassa.

Kireistä kilpailuolosuhteista huolimatta Ranskan arvopaperimarkkinat kehittyivät kansainvälisesti merkittäväksi markkinapaikaksi 1980-luvun uudistustoimenpiteiden seurauksena. Valtion aktiivinen osallistuminen kehitystyöhön, rahoitusasiantuntijoiden innovatiivisuus sekä määrätietoisuus, jolla arvopaperimarkkinainfrastruktuuria kehitettiin, olivat tämän hankkeen onnistumisen kannalta keskeisessä asemassa.

Yhteisen valuutan Eurooppa on edelleen kiristämässä kansallisten arvopaperimarkkinoiden välistä kilpailua. Ranskassa joudutaan etsimään lisää keinoja, jotta suuria arvopaperimarkkinoita pidetään elinvoimaisina. Tästä paineesta huolimatta Ranskan arvopaperimarkkinapiireissä ei suhtauduta euro-valuuttaan pelkästään uhkatekijänä, vaan myös mahdollisuutena etabloitua todelliseksi markkinajohtajaksi Euroopassa.

Ranskan arvopaperimarkkinastrategia yhteisen valuutan Euroopassa

Yhtenä Euroopan suurvalloista ja suurena kansantaloutena Ranskan arvopaperimarkkinastrategian tavoitteena on ylläpitää ja kehittää kansantalouden rahoitushuollon kilpailukykyä, mutta myös tukea kansainväliseen rahoituspalvelukeskukseen liittyvää työllisyys- ja rakennepoliittikkaa. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi panostetaan voimakkaasti rahoitus-
tuotteiden *likviditeetin kehittämiseen*.

Oman pääoman ehtoisen rahoituksen likviditeetin edistämiseksi ranskalaiset perustivat 1990-luvulla erityisteemoilla itseään markkinoivia markkinapaikkoja Paris Bourse -pörssin rinnalle. Yhden epäonnistuneen yrityksen jälkeen keskisuurten yritysten osakkeiden markkinapaikka Seconde Marché käynnistyi uudestaan 1993. Nuorten ja innovatiivisten yritysten listautumispaikkana Nouveau Marché -pörssi aloitti toimintansa 1996. Vuonna 1996 käynnistyi myös vapaa markkinapaikka sellaisten yritysten osakkeille, jotka eivät ole minkään valvotun markkinapaikan listalla. Aluksi Pariisin ja Brysselin yhteistyönä käynnistytvä EuroNM tarjoaa nk. Cross membership -jäsenyyden puitteissa mahdollisuuden käydä kauppaa molempien pörssien kasvuyritysten osakkeilla. Myös Amsterdamin ja Saksan pörssien on myöhemmin tarkoitus osallistua tähän yhteistyöhön.

Ranskalaismarkkinoiden likviditeettiin on vaikuttanut myös pan-eurooppalaisten yritysten blue-chip osakkeiden EUROCAC-kaupankäyntijärjestelmä, joka käynnistyi vuoden 1996 alussa. Järjestelmän avulla voidaan Pariisista käsin käydä kauppaa erilaisten eurooppalaisten yritysten osakkeilla riippumatta siitä, onko kyseinen yritys listattu Pariisissa vai ei. Vaihtokauppaperiaatteella toimivia kauppiaita selvitetään kerran kuussa ja likviditeetin takaa vähintään yksi markkinataakaaja kutakin osakesarjaa kohden.

Myös kaupankäynnin säännöstö on ollut kehityksen kohteena. Paris Bourse -pörssissä listattujen osakkeiden kaupankäynnin sääntöjä tehostettiin mm. uudistamalla osakeblokkien vaihtosääntöjä ja kumoamalla pakollista lot-tradingia koskevia säännöksiä.

Ranskan arvopaperimarkkinoiden teknologisesti kehittyneitä kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmiä laajennetaan ja tehostetaan jatkuvasti. Esimerkiksi Paris Bourse -pörssin vaihdon nopea kasvu edellytti elektronisen kaupankäyntijärjestelmän CAC:n kapasiteetin kasvattamista. Ranskan pyrkimys kansainväliseen yhteistyöhön näkyy mm. uudessa kaupankäynnin selvitysjärjestelmässä, joka on yhteinen erälle amerikkalaispörssille, Paris Bourse -pörssille sekä MATIF SA -johdannaispörssille. Merkki Ranskan arvopaperimarkkinoiden korkeasta teknologisesta tasosta on myös se, että useassa keski- ja itä-Euroopan maassa investoitiin nimenomaan ranskalaiseen arvopaperimarkkinateknologiaan.

Vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen likviditeetin kehittämiseksi panostetaan markkinoihin, joilla käydään kauppaa erilaisilla pankkiluottojen pooleista liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Arvopaperistettu lainarahoitus kasvoi nopeasti vuonna 1996. Toistaiseksi vielä suurten yksittäisten transaktioiden markkinoita halutaan kehittää siten, että kaupankäynnin kohteena olevia papereita voisi vakioida.

Ranska hyväksyi tämän vuoden alussa lain eläkesijoitusrahastojen perustamisesta, mikä todennäköisesti vaikuttaa myös riskipääoman kysyntään ja tarjontaan. Edelleen jatkuvan yksityistämisohjelman puitteissa yksityistettiin julkisia yhtiöitä vuoden 1986 jälkeen yli 240 miljardin FF:n arvosta. Paris Bourse -pörssiin listautui vuoden 1992 jälkeen yli 150 yritystä.

Panostus lyhyen ja pitkän rahan velkamarkkinoiden likviditeettiin on johtanut siihen, että Ranskalla on mahdollisuus kehittyä ainakin tilapäisesti valuuttaunionin velkamarkkinoiden benchmarkpaikaksi. Likvideille velkakirjoille, erityisesti Ranskan valtion velkakirjoille, maksetaan tällöin Euroopan alhaisinta markkinakorkoa. Yhteiskunnan kannalta tämä merkitsee huomattavia säästöjä ja kilpailuetua suhteessa muihin kansantalouksiin, jotka joutuvat maksamaan rahoituksestaan korkeamman hinnan.

Ranskan valtio tarjoaa sijoittajille koko tuottokäyrää kattavan arvopaperivalikoiman. Ensimmäisenä valtiona Euroopassa Ranska tarjosi myös joukkovelkakirjalainojen strip-markkinoita. Hyvin aikaisessa vaiheessa Ranskassa ilmoitettiin jo kaupankäynnin kohteena olevan velan muuttamisesta euro-määräiseksi heti vuoden 1999 alusta lähtien. Tavoitteena

on kasvattaa arvopapereiden kriittistä massaa markkinoiden yhtenäisen likviditeetin varmistamiseksi.

Valtion velanottostrategia ja johdannaispörssi MATIF SA:n euro-strategia on suunniteltu tukemaan toisiaan. Ranskan johdannaispörssien toiminnan jatkuvuus riippuu myös ensisijaisesti likviditeetin ja transaktiokustannustason perusteella määräytyvästä suhteellisesta tehokkuudesta. MATIF SA -pörssin likviditeettistrategia perustuu samoin kuin joukkovelkakirjalaina- ja rahamarkkinoiden strategia mahdollisimman kattavaan tuotevalikoimaan. Tavoitteena on johdannaistuotevalikoima, jonka avulla voisi tyydyttää sijoittajien suojaustarpeita kokonaisuudessaan MATIF SA:n tuotteiden avulla.

MATIF SA on alentanut myös tulevaisuudessa euroissa noteerattujen sopimusten transaktiokustannuksia sekä panostaa kansainvälisesti teknologian kehittämiseen ja yhteistyöhön. Valuuttaunionin supistuvilla johdannaismarkkinoilla MATIF SA -johdannaispörssi näkee mahdollisuutensa edelleen korkojohdannaisten päämarkkinapaikkana manner-Euroopassa.

Pariisin pörssien (SBF-Bourse de Paris, Matif, Monep) eurooppalainen yhteistyö Eurex-johdannaispörssin kanssa on myös osa tätä strategiaa. Eurex on Saksan pörssin (Deutsche Börse) ja Sveitsin pörssin (Schweitzer Börse, SWX) yhteinen johdannaispörssi, jonka on tarkoitus aloittaa toimintansa vuoden 1998 puolivälistä lähtien. Ranskalais- ja saksalais-sveitsiläispörssien yhteistyön tavoitteena on kehittää yhteinen, kattava kiinteäkorkoisten johdannaistuotteiden valikoima. Askel askeleelta on tarkoitus tiivistää pörssien välistä yhteistyötä kuitenkin puuttumatta pörssien rahoitukselliseen itsenäisyyteen.

Ranskan arvopaperimarkkinoiden valvontarakenteita uudistettiin vuoden 1996 alussa EU:n sijoituspalveludirektiiviä ja arvopaperimarkkinoiden kansainvälistä kilpailukykyä silmällä pitäen. Uusi lainsäädäntö toi muutoksia mm. arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn. Uudistuksen seurauksena Conseil des Marchés Financiers -neuvosto (CMF) vastaa sääntelyrakenteesta, jonka puitteissa kaikkien rahoituspalveluyritysten on toimittava. Conseil des Bourses de Valeurs ja Conseil des Marchés Terme -neuvostojen yhteenliittymästä syntynyt CMF-neuvosto hyväksyy myös valtaustarjouksia ja myöntää rahoitusyhtiöille luvan harjoittaa sijoitus-toimintaa.

Lainsäädäntöuudistuksen myötä Paris Bourse -pörssin asema itsenäisenä organisaationa vahvistui. Pariisin arvopaperimarkkinoiden selvitystalona Paris Bourse vastaa omien kauppojen, Seconde Marché -pörssin kauppojen, Nouveau Marché -pörssin kauppojen sekä MONEP SA -optiopörssin kauppojen selvityksestä.

Arvopaperimarkkinoiden kehittämisfoorumi EUROPLACE on kehittämässä Pariisin rahoitusalan työntekijöiden ammattitaitoa. Rahoituspalveluyrityksiä kehoitetaan mm. irtautumaan omista varainhallintayksiköistään. Erilaisilla käyttäytymiskoodilla ja vastuujulistuksilla pyritään vahvistamaan Ranskan arvopaperimarkkinoiden kuvaa ammattitaitoisten rahoituspalveluasiantuntijoiden työpaikkana. EUROPLACE peräänkuuluttaa myös sijoitushallinta-ammattilaisilta vaadittujen tietojen ja taitojen kirjallista määrittelyä.

Suomen rahoitushuolto ja Ranskan arvopaperimarkkinat

Ranska on Saksan ohella suurin ja tärkein todennäköisesti heti vuoden 1999 alusta lähtien Euroopan talous- ja rahaliiton III vaiheeseen osallistuva kansantalous. Ranskan arvopaperimarkkinoiden kehitys on Suomen kannalta merkittävä mm. siitä syystä, että ranskalaisten joukkovelkakirjalainojen vaihdantaprosessi on yksi maailman suhteellisesti tehokkaimmista. Lisäksi on esitetty arvioita siitä, että Euroopan rahamarkkinoiden tuleva viitekorko, nk. benchmark-korko, määräytyisi lyhyellä tähtäimellä Ranskan valtion joukkovelkakirjalaina

markkinoilla. Ranskan arvopaperimarkkinoilla olisi tällöin Euroopan alhaisin julkisen velan hoitokustannustaso ja Ranskalla suhteellinen etu muihin kansantalouksiin nähden.

Vaarana tässä kehityksessä on, että *Suomen valtion velan jälkimarkkinat pienenevät huomattavasti*. Ranskan ja Saksan kaltaisten korkoriskiarvopapereiden markkinoiden likviditeetti kasvaa osittain pienempien markkinoiden kustannuksella. Suomelle tästä koituu kilpailuhaitta, kun valtion joukkovelkakirjalainojen ensimarkkinoiden korko on selkeästi korkeampi kuin keski-Euroopassa määräytyvä viitekorko. Ensimmäisten markkinoiden toimivuuden varmistamiseksi Suomessa voisi *kiinnittää huomiota toimivaan johdannaisvalikoiman tarjontaan*.

Kaupankäyntiteknologian kehittäjä

Ranska, kuten Suomi ja Ruotsikin, panostaa voimakkaasti kaupankäyntiteknologian kehitykseen. Johdannaismarkkinoilla, raha- ja vieraan pääoman markkinoilla ja osakemarkkinoilla pyritään sijoittamaan teknologisesti kehittyneisiin ideoihin, joilla voisi vähentää kysynnän ja tarjonnan häiriötekijöiden vaikutusta arvopaperien hinnanmuodostukseen. Aktiivisen kansainvälisen yhteistyön ansiosta Ranskan markkinoiden teknologia ja sen kehitys vaikuttavat Euroopan ja myös maailmanlaajuisiin kaupankäynnin teknologiastandardeihin.

4. Saksan arvopaperimarkkinastrategia

Tausta

Kansainvälisen kilpailun kiristymisen seurauksena Saksassa panostetaan kansantalouden rakenteiden kehittämiseen kilpailukykyisempään suuntaan. "Sijaintipaikkana Saksa" -nimisen kampanjan (Standort Deutschland) puitteissa tähdätään kansantalouden kilpailukykyyn ja kustannusrakenteiden kehittämiseen sekä työpaikkojen säilyttämiseen. "Finanssipaikkan Saksa" -niminen rahoitusmarkkinastrategia (Finanzplatz Deutschland) on tämän sijaintipaikkateeman alaotsikko. Strategian puitteissa tarkastellaan Saksan rahoitus- ja arvopaperimarkkinoita maailmanlaajuisen liberalisointiprosessin ja Euroopan talous- ja rahaliiton integraatiokehityksen osana. Arvopaperipörssistä, pankkijärjestelmästä, maksuliikennejärjestelmästä ja valuutan vakaudesta muodostuvan strategian merkitys Saksan kansantaloudelle halutaan nähdä perinteisen pääoma-allokaatioprosessin koordinoijan roolin lisäksi merkittävänä ja välittömänä osana Saksan bruttokansantuotetta.

Arvopaperimarkkinastrategian lähtökohdat

Saksan asema maailman tärkeimpien rahoitusmarkkinoiden joukossa perustuu pitkälti luotettavana reservi- ja sijoitusvaluuttana pidettyyn D-markkaan. Vahvan ja vakaan valuutan turvin Saksan joukkovelkakirjamarkkinat ovat kehittyneet markkinajohtajiksi Euroopassa. Oman pääoman ehdoilla tapahtuvan rahoituksen asema elinkeinoelämän rahoitushuollossa on selvästi toissijainen. Pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä on tarjonnut tähän asti suhteellisen vähän sijoitusmuotoja riskinottohaluisille sijoittajille.

Strategian painopisteet

Arvopaperimarkkinastrategia keskittyy joukkovelkakirjamarkkinoiden aseman säilyttämiseen ja vahvistamiseen sekä oman pääoman ehdoilla tapahtuvan rahoituksen mahdollisuuksien kehittämiseen.

Saksan joukkovelkakirjamarkkinoiden keskeiseksi kilpailueduksi muodostunut D-markka väistyy Euroopan talous- ja rahaliitossa uuden euro-valuutan tieltä. Aiemmin epävakaita

valuuttaoloista kärsineiden jäsenmaiden rahoitusmarkkinat ovat tällöin kilpailemassa maailman säästövaroista samoilla ehdoilla kuin D-markan vetovoimaan luottaneet saksalaiset markkinaosapuolet. Suhteessa rahaliiton ulkopuoliseen maailmaan nykyinen kilpailuasetelma muuttuu, jos tuleva euro ei tarjoa samanlaisia reservivaluuttaominaisuuksia kuin D-markka tähän asti.

Tämä joukkovelkakirjalainamarkkinoiden mahdollinen voimasuhteiden uusjako selittää osaltaan Saksan pyrkimyksiä luoda perusedellytyksiä Euroopan keskuspankin mahdollisimman itsenäiselle toiminnalle. Tavoitteena on tällöin vahvistaa euron mainetta turvallisena sijoitusvaluuttana mahdollisimman varhaisessa vaiheessa.

Euroopan talous- ja rahaliitto tarjoaa Saksalle toisaalta mahdollisuuden vahvistaa asemaansa Euroopan johtavana ja maailmanlaajuisesti merkittävänä joukkovelkakirjalainojen markkinapaikkana. Valmistautuminen tähän kilpailutilanteen muutokseen näkyy mahdollisimman kattavan ja likvidin joukkovelkakirjalainavalikoiman kehittämistyönä.

Oman pääoman ehdoilla tapahtuvan riskirahoituksen markkinoiden kehittämispyrkimykset näkyvät lainsäädäntötyönä, jonka kohteina ovat olleet verotus ja markkinarakenteiden uudistus. Järjestetyt arvopaperimarkkinat syntyivät vuonna 1987 (Börsenzulassungsgesetz 1986), termiinimarkkinat ja pörssin elektroninen kaupankäynti saivat alkunsa pari vuotta myöhemmin. (Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes 1989).

Ensimmäinen laki rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi tarjosi edelleen verohelpotuksia pörssikaupalle ja poisti joitakin sijoitusrahastojen toimintaa ja sijoitusmahdollisuuksia koskevia rajoitteita (1. Finanzmarktförderungsgesetz). Vuonna 1994 perustettiin valvontavirasto (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel) arvopaperimarkkinoiden valvonnan tehostamiseksi. Samalla jatkettiin sijoitusrahastojen liberalisointiprosessia toisen rahoitusmarkkinoiden kehittämislain puitteissa. Pienen osakeyhtiön toimintaympäristöön ja osakeoikeuden sääntelyyn tuli helpotuksia vuonna 1994 (Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts).

Kolmas laki rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi keskittyy kolmeen osa-alueeseen: Pörssi- ja arvopaperisektorilla uudistetaan yritysten listautumista ja listautuneen yrityksen toimintaa koskevia säädöksiä. Sijoitusyhtiöoikeuden alalla pyritään parantamaan mm. osakesijoitus- tuotteiden kysyntää päästämällä uusia rahastotuotteita markkinoille. Lisäksi on tarkoitus parantaa nopeasti kasvavien keskisuurten yritysten ja korkean teknologian yritysten oman pääoman ehdoilla tapahtuvan rahoituksen saatavuutta.

Oman pääoman ehtoisen rahoituksen edistämisen tavoitteena on vahvistaa Saksan osake- markkinoiden tarjonnan laajuutta ja syvyyttä enemmän kansantalouden aktiviteettia vastaavaksi. Merkittävänä askeleena tähän suuntaan pidetään mm. suurten julkisten organisaatioiden yhtiöittämis- ja yksityistämisprosessia. Kolmas laki rahoitusmarkkinoiden kehittämiseksi tarjoaa myös mahdollisuuden eläkesijoitusrahastojen perustamiseen, mikä parantaisi merkittävästi riskipääomarahoituksen mahdollisuuksia.

Kehittämistyön painopisteet tulevaisuudessa

Saksan hallituksen vuoden 1997 heinäkuussa julkaistussa *rahoitus- ja arvopaperimarkkinoita koskevassa strategiapaperissa* tarkasteltiin toteutuneen rahoitus- ja arvopaperimarkkinastrategian menestystä sekä rahoitusmarkkinoiden puutteita. Lisäksi otettiin kantaa joihinkin pidemmän aikavälin toimenpiteisiin, joiden tarkoitus olisi edistää kansantalouden rakenne- muutosta sekä rahoitussektorin generoimien työpaikkojen, tulojen ja lisäarvojen asettumista Saksaan.

Puutteita

Saksan arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta ongelmallisena nähtiin mm. Saksan yhteiskunnan suhtautuminen yritystoiminnan ja eri sidosryhmien välisiin suhteisiin. Saksan *stakeholder-yhteiskunta* on esteenä työn ja pääoman tehokkaalle allokaatiolle. Saksan pörsseillä ei ole tämän vuoksi myöskään samanlaista asemaa yritysjohton valvojana tai riskipääoman hankkimiskanavana kuin esim. Yhdysvalloissa.

Investointipankkitoiminnan dynaaminen kasvu kansainvälisillä rahoituspalvelumarkkinoilla ja Saksan heikko kilpailukyky tällä liiketoiminnan alueella koetaan myös potentiaalisesti uhkatekijäksi. Saksan rahoitusalan koulutus on painottunut vahvasti yleispankkitoimintaan ja laajojen kokonaisuuksien hallintaan. Investointipankkitoiminnan kasvu edellyttäisi puolestaan toisenlaista suhtautumista koulutukseen, painopisteinä erikoistuminen ja tuotekohtainen asiantuntemus. Puutteita nähdään myös Saksan mahdollisuuksissa pärjätä tämän alan inhimillisten voimavarojen keskittymiskehityksessä. Korkea yritys- ja tuloverorasitus sekä korkeat työvoiman sivukustannukset heikentävät Saksan kilpailukykyä rahoituspalveluyritysten sijaintipaikkana.

Arvopaperikaupan keskittyminen muutamiin kansainvälisiin pörssihin ja erilaisten kansainvälisten kaupankäyntiverkostojen markkinoilletulo koetaan uhkaksi myös saksalaisien pörssien markkinaosuuksille. Saksan pörssi onkin syyskuussa 1997 ilmoittanut perustavansa yhteistyössä Sveitsin pörssin kanssa (Schweitzer Börse, SWX) viimeistään vuoden 1998 kesällä toimintansa aloittavan yhteisen johdannaispörssin. Nk. Eurexin tarkoituksena on laajentaa tuotevalikoimaa ja parantaa tuotteiden likviditeettiä. Euron myötä kasvava läpinäkyvyys transaktiopalveluiden hinnoittelussa kasvattaa pörssien hinnoittelupaineita. Saksan neljään eri viranomaiseen jakautunut valvontajärjestelmä aiheuttaa myös ylimääräisiä kustannuksia markkinaosapuolille. Tavoitteena on, että pörssien yhteistyö kaupankäyntiteknologian kehitystyössä sekä säännösten yhdenmukaistaminen alentaisi tulevaisuudessa markkinaosapuolten kustannuksia.

Tuleva kehitystyö

Saksan hallituksen strategiajulkaisussa lähdetään siitä, että kansantalouden rahoitushuollon tehostamiseksi tehtävä työ perustuu tulevaisuudessakin vahvaan *yleispankkijärjestelmään*, korkeaan säästämisasteeseen sekä kansantalouden suureen rahoituspalvelukysyntään. Näihin tekijöihin nojautuen tarkoitus on tulevaisuudessa edistää investointipankkitoiminta- ja shareholder-kulttuuria, lisätä innovaationopeutta ja muuttaa verotusjärjestelmää.

Investointipankkitoiminnan kulttuuri

Saksan rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden tulevaisuuden haaste on investointipankkitoiminnan kehittymättömyys Saksassa. Kansainvälisen vertailun perusteella arvellaan, että Saksan pankkien suhteellisen pieni koko toimisi kenties esteenä tehokkaalle investointipankkitoiminnalle. Raportin mukaan kansainvälisten investointipankkien kiristynvä kilpailu saattaa johtaa pankkifuusioihin Saksassakin.

Investointipankkitoimintakulttuurin edistämiseen liittyy myös panostus innovatiivisuuteen ja reagointinopeuden lisäämiseen rahoitustuotesektorilla. Raportin mukaan vaarana muuten olisi, että Saksasta kehittyisi informaatioteknologian edistymisen myötä erilaisia back-office- ja muita apupalveluja kansainvälisille keskuksille tuottava "työpaja". Rahoitusalan ammattilaisten ajattelutavan muuttamiseksi panostetaan mm. koulutusjärjestelmän kehittämiseen.

Shareholder-yhteiskunta

Kansantalouden riskipääomahuollon edistämiseksi olisi Saksassa omaksuttava myös joitakin piirteitä angloamerikkalaisesta shareholder-ajattelusta. Institutionaalista sijoitustoimintaa tulisi tässä mielessä keskipitkällä aikavälillä edistää. Myös osakemarkkinoiden rahoitusfunktioita tulisi tässä yhteydessä vahvistaa. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi on ehdotettu, että pankkien oikeus luottojen hinnoitteluvapauteen laajennettaisiin siten, että talouksien rahoitusrakenteilla olisi entistä suurempi vaikutus rahoituksen hintaan. Pörssirahoitus muuttuisi tämän toimenpiteen seurauksena entistä kilpailukykyisemmäksi rahoitusvaihtoehdoksi.

Muutoksia kaavaillaan myös yrityksen taloudellisesta tilasta kertoviin julkaisuvelvoitteisiin. Strategiaportin mukaan omistajan näkökulman tulisi korostua niissä entistä selkeämmin. Tilinpitokäytäntömuutoksilla pyritään myös entistä läpinäkyvämpään taloudellista tilaa koskevaan tiedotukseen. Sijoittajansuojasäännöksiä parantamalla tähdätään saksalaisten osakkeiden kansainvälisen kysynnän kasvuun. Riskipääoman verotuskohteluun olisi niin ikään tehtävä muutoksia.

Strategiapaperissa korostetaan kuitenkin, ettei tavoitteena ole Yhdysvaltoihin verrattavissa oleva rahoituskilpailu, vaan, että stakeholder-kulttuuri säilyisi Saksan rahoitushuollon periaatteellisenä ominaispiirteenä.

Verotus

Finanssipaikkana Saksa -hankkeen edistämiseksi on tarkoitus tehdä muutoksia myös Saksan verotusjärjestelmään. Mm. *tuloveron alennuksella* halutaan houkutella entistä enemmän kansainvälisiä rahoituspalveluyrityksiä Saksaan.

Suomen rahoitushuolto ja Saksan arvopaperimarkkinat

Saksan arvopaperimarkkinastrategia on Suomelle merkittävä useastakin syystä. Saksa ja Suomi ovat todennäköisesti molemmat Euroopan talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alusta lähtien mukana siirtymässä yhteiseen valuuttaan. Maiden välinen valuuttariski poistuu kokonaan ja talousyksiköt kilpailevat saman rahoituksen lähteistä samoista lähtökohdista. Tämä argumentti pätee kaikkien talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen alusta lähtien osallistuvien maiden rahoitushuoltoon. Suomen kannalta Saksan arvopaperimarkkinastrategia on kuitenkin mielenkiintoinen myös siitä syystä, että Saksan rahoitushuolto muistuttaa monessa suhteessa Suomen rahoitusjärjestelmää. Myös Saksan maantieteellinen sijainti saattaa vaikuttaa tulevaisuudessa entistä enemmän suomalaisen rahoitushuoltoon.

Kotimarkkinoina Euroopan maiden arvopaperimarkkinat

Valuuttariskin katoamisen myötä Saksan suhteellisen korkea säästämisaste, eli pääoman massiivinen tarjonta, ovat seikkoja, jotka voisivat vaikuttaa myös suomalaistalouksien rahoitushuollon kustannuksiin. Suomalaistalouksien Euroopan unionin alueella tapahtuvan rahoitushuollon kannalta Saksan merkitys saattaa kasvaa esimerkiksi vieraan pääoman rahoituksen osalta. Erityisen merkittävä on Saksan joukkovelkakirjalainamarkkinoiden toiminta, joka on nimenomaan *yritysten vieraan pääoman arvopaperirahoituksen* osalta hyvin merkittävä. Näiden markkinoiden suuri pääoman tarjonta voisi tarjota esimerkiksi suhteellisen suurille suomalaisille yrityksille edullisia puitteita arvopaperirahoituksen hankintaan.

Saksan kansantalouden suuren koon vuoksi myös suhteellisen pienet muutokset Saksan institutionaalisten sijoittajien toimintaympäristössä voivat vaikuttaa Suomen arvopaperimarkkinoihin. Riskipitoisiin, oman pääoman ehtoihin arvopapereihin keskittyvien

eläkesijoitusrahastojen kautta saattaa kanavoitua niin valtavia summia Euroopan ja maailman osakemarkkinoille, että tällaisella kehityksellä olisi vaikutusta myös *suomalaisyriyten omistuspohjaan, likviditeettiin ja rahoituksen hintaan*.

Saksa rahoituskilpailun muuttuvien olosuhteiden maailmassa

Suomen kannalta Saksan arvopaperimarkkinastrategia on kokonaisuudessaan mielenkiintoinen sikäli, että strategiasta käy ilmi Saksan suhtautuminen kansantalouden rahoitushuollon perusrakenteisiin aikana, jona yhteinen valuutta ja tietotekniikan kehitys tekevät rahoitukselta entistä tärkeämmän kilpailutekijän. Melko varovainen lähestymistapa investointipankkien innovatiiviseen ja dynaamiseen työskentelyyn on tyypillinen vain hitaasti muuttuville saksalaisille rahoitusmarkkinoille. On myös pantava merkille, että arvopaperistumiseen ja riskirahoitukseen liittyvien kehittämismahdollisuuksien kasvusta huolimatta Saksan rahoitushuolto tukeutuisi strategiaraportin mukaan tulevaisuudessakin kattavaan yleispankkijärjestelmään.

5. Rahoituspalveluyritykset Irlannin elinkeinopoliittisessa strategiassa

Irlanti on esimerkki maasta, joka panostaa rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuriin etupäässä elinkeinopoliittisista syistä. Vuonna 1987 perustettiin Dubliniin kansainvälinen rahoituskeskus *IFSC* (International Financial Service Centre), johon houkutellaan eri maiden rahoituspalveluyrityksiä perustamaan toimipisteitä.

Verotus

IFSC:n markkinointi perustuu ensisijaisesti *verotukseen*. Rahoituspalvelukeskuksen yhteydessä toimivat yritykset maksavat liiketoiminnastaan 10 % veroa (corporate tax). Tämän lisäksi IFSC:n yritykset hyötyvät Irlannin kattavasta kansainvälisen verotuksen sopimusverkostosta. Kansainvälisiä pääomanliikkeitä ei rajoiteta eikä voittojen kotiuttamiselle ole esteitä. Yritysten maksamista koroista ja osingoista ei makseta lähdeveroa. Kaupankäyntitulojen kaltaisista tuloista ei makseta pääomatuloveroa.

Hallituksen aktiivinen rooli

Irlannin hallituksen rooli IFSC:n kehittäjänä on ollut keskeinen. Kansainvälisen rahoituskeskuksen lainsäädäntöympäristön suunnittelussa Irlannin hallitus lähti pitkälti *"asiakkaiden tarpeista"*, eli kansainvälisten rahoituspalveluyritysten toiveista. Lainsäädäntö on laadittu erityisesti kansainvälistä liiketoimintaa, eli OECD:n ja Euroopan unionin lainsäädäntöä silmällä pitäen. Myös yritystoiminnan käynnistyttyä viranomaiset osallistuvat aktiivisesti IFSC:n infrastruktuurin kehittämiseen sekä yritysten ongelmien ratkaisuun. Käytännössä Irlannin hallituksen ja valtiovarainministeriön (Department of Finance) alaisuudessa oleva virasto IDA Ireland huolehtii IFSC:n markkinoinnin koordinaatiosta kansainvälisesti ja avustaa yrityksiä myös toiminnan käynnistysvaiheessa.

Muu infrastruktuuri

Edullisen verotuksen ja kattavan kansainvälisen verosopimusverkoston lisäksi Irlannin infrastruktuuria esitellään myös muiden sijaintipäätökseen vaikuttavien tekijöiden näkökulmasta. Irlannin *väestön ikärakenne, koulutus ja työmoraali* nousevat IFSC:n työllisyyspoliittisten tavoitteiden mukaisessa markkinoinnissa selkeästi esille.

Kehittynyt kansainvälinen televiestintäverkosto ja telepalveluiden kustannustaso vaikuttavat rahoituspalveluyrityksen sijaintipäätökseen yhä enemmän. Irlannin tarjoama *televiestintäinfrastruktuuri* on tästä syystä myös IFSC:n markkinoinnin aiheena.

Markkinoinnin yhdistäväksi teemaksi nousee sijaintipaikan valinnan vaikutus yritysten kilpailukykyyn. IFSC:n puitteissa Irlanti viestittää sellaisesta infrastruktuurikokonaisuudesta, jonka ansiosta Irlantiin asettuvilla yrityksillä olisi selkeä kilpailuetu suhteessa muissa maissa toimiviin yrityksiin.

IFSC:n toiminta

Kansainvälisen rahoituspalvelukeskuksen toiminta perustuu neljään toimialaan: yritysvakuutussektoriin, yritystresury-toimintoihin, pankkisektoriin sekä sijoitusrahastotoimintaan. Kymmenen vuoden aikana yli 400 rahoitusalan yritystä on perustanut toimipisteen IFSC:n erilaisten toimialasektoreiden yhteyteen.

Corporate Insurance Sector

Yritysvakuutussektorin yritysten toiminta painottuu suoraan vakuutustoimintaan, henkivakuutuksiin, back-office -toimintoihin, vakuutushallintaan sekä kansainväliseen välitystoimintaan. Tämän toimialan yritysten valvonnasta vastaa yritys- ja työministeriö (Department of Enterprise and Employment).

Banking Sector

Pankkien kansainvälinen liiketoiminta on ollut IFSC:n toiminnan perustana keskuksen toiminnan alusta lähtien. IFSC:n irlantilaisten ja ulkomaalaisten pankkien toimintaan kuuluvat erilaiset rahoituksen ja leasingin muodot, kansainväliset pankkitoiminnot ja luottojärjestelyt, pankkien treasurytoiminnot, sijoitusrahastojen hallinnointi, joukkovelkakirjalainojen emissiot, varallisuuden hallintapalvelut sekä back-office -toiminnot. IFSC:n pankkitoiminnan valvontaviranomainen on Irlannin keskuspankki.

Mutual Funds Sector

Irlannin keskuspankki vastaa myös sijoitusrahastosektorin valvonnasta. Vuodesta 1990 rahoituspalveluyrityksillä oli mahdollisuus perustaa erilaisia sijoitusrahastoja rahoituspalvelukeskuksen yhteyteen. Lisäksi kannustettiin yrityksiä siirtämään jo olemassa olevien rahastojen hallintotoimintoja IFSC:hen.

Corporate Treasury Sector

Yli 200 kansainvälistä yritystä hoitaa yritysten varainhallintaan liittyviä tehtäviä IFSC:n yritystresurysektorin puitteissa. IFSC tarjoaa yrityksille kolme erilaista varainhallintaan soveltuvaa järjestelmävaihtoehtoa. Nk. Standalone Treasury Centre on varainhallintayritys, joka toimii emoyhtiönsä ohjauksessa. Agency Treasury Centre -niminen varainhallintavaihtoehto toimii siten, että varainhallintapalveluihin erikoistunut yritys (yleensä pankki) huolehtii emoyhtiön varainhallinnasta. Agency Finance Company -yrityksen toiminta muistuttaa Agency Treasury Centre -järjestelyjä sillä erolla, että varainhallintapalveluiden tarjonta on suppeampi.

IFSC:n ja elinkeinopolitiikan tuloksellisuus

Irlannin kansainvälisten rahoituspalvelukeskusten edullinen verotus on aiheuttanut paljon keskustelua ja ongelmia mm. Euroopan unionin piirissä. Elinkeinopolitiikan varsinainen tuloksellisuus on kuitenkin vain harvoin ollut tarkastelun kohteena.

Valtiontalous

Irlannin harjoittama verokilpailu on ainakin Irlannin valtiontalouden näkökulmasta katsottuna ollut kannattavaa. Suhteellisen alhaisesta 10%:n yritysveroasteesta huolimatta IFSC:n yritysten maksamat verot vastaavat noin yhtä viidesosaa Irlannin valtion yritysverokertymästä. Jos valtion taloudellinen vaurastuminen oli yksi tämän elinkeinopolitiikan tavoitteista, niin IFSC-hanketta voidaan pitää onnistuneena.

Työllisyys

Suhteellisen korkean työttömyyden Irlannissa IFSC:n vaikutukset työllisyyteen ovat kuitenkin jääneet pieniksi. Kymmenen toimintavuoden jälkeen IFSC:n 400:ssa yrityksessä työskentelee hieman yli 3000 ihmistä. Näistä 3000 työntekijästä noin 1000 työskentelee yhden ainoan suuren yhdysvaltalaisen pankin työntekijänä. Vaikka Irlanti markkinoi väestöään korkean koulutuksen saaneena työvoimana, niin suurin osa syntyneistä työpaikoista on suhteellisen vähän ammattitaitoa vaativilla aloilla.

Kansainvälisen rahoituksen keskus

IFSC:n kasvun myötä Dublinista on kehittynyt merkittävä keskus joillekin kansainvälisen rahoituksen toiminnoille sekä merkittävä kansainvälisen pääoman kauttakulkukeskus. Suurin osa Irlannin IFSC:n pääomista on peräisin Iso-Britanniasta. Kansainvälisten rahoituskeskusten vertailussa Irlanti on ohittanut esim. Jersey tai Guernseyn, kun taas Luxemburg on pääomahallinnon volyymilla mitattuna edelleen yli kymmenen kertaa merkittävämpi. Dublinin kansainvälisen rahoituskeskuksen kilpailukyky suhteessa Kanaalin saariin ja Euroopan ulkopuolisiin keskuksiin perustuu mm. Irlannin jäsenyyteen Euroopan unionissa ja mahdollisuuteen tarjota Dublinista käsin henkivakuutuspalveluja koko EU:n alueella.

Suhteessa Luxemburgiin Dublin on kiinnostava mm. saksalaisille, joille Dublin tarjoaa enemmän verohyötyjä. Vuonna 1991 Irlanti oli Saksan ulkomaille suuntautuvien pääomavirtojen pääkohteena. Irlannin laaja verosopimusverkosto on myös edistänyt Dubliniin suuntautuvia kansainvälisiä pääomavirtoja. Dublinin ja Lontoon kulttuurien läheisyys sekä kaupunkien kuuluminen samaan aikavyöhykkeeseen ovat myös merkittäviä kilpailuetuja erityisesti suhteessa Luxemburgiin.

IFSC on kehittymässä myös kansainvälisenä treasurytoimintojen ja holdingyhtiö -keskuseksi. Aiemmin tällä alalla markkinajohtajana toimineiden Alankomaiden kilpailuasema on murenemassa. Rahoituspalveluyritysten toiveisiin reagoivalla viranomaistoiminnalla on ollut tässä mielessä suuri merkitys.

Kansalliset arvopaperimarkkinat

Irlannin kansantalouden rahoitushuollon, kansallisten arvopaperimarkkinoiden kehityksen ja IFSC:n toiminnan kasvun välisten yhteyksien arviointi ei ole helppoa. Irlannissa edustettuna oleva rahoituksen asiantuntemus on varmasti lisääntynyt IFSC:n toiminnan kasvun myötä. Myös valtion verotulojen kasvu antaa viranomaisille kenties enemmän mahdollisuuksia vaikuttaa pääomahuollon kehitykseen ja sitä kautta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Tosin IFSC:n menestyksen vaikutuksesta Irlannin rahoitushuollon ja arvopaperimarkkinoiden tehokkuuteen ei ole nähtävissä selviä merkkejä.

Vaikka Dublin onkin nousut IFSC:n ansiosta kansainväliseksi rahoituskeskukseksi, niin Irlannin kansantalouden osakemarkkinoiden toiminta on kansainvälisen mittapuun mukaan melko vaatimaton. Esimerkiksi vuonna 1996 Dublinin pörssin markkina-arvo oli vain noin puolet Suomen arvopaperipörssin markkina-arvosta. Osakevaihto oli Helsingissä neljä kertaa

suurempi kuin Dublinissa. IFSC:n toiminta ei ole myöskään heijastunut merkittävästi irlantilaisien pörssiyritysten ulkomaalaisomistukseen, joka oli vuonna 1996 noin 3/4 Suomen vastaavasta tasosta.

Kansallisen rahoitushuollon tehokkuus esimerkiksi suhteessa Iso-Britannian arvopaperimarkkinoihin näyttää olevan joillakin aloilla varsin heikko. Esimerkiksi joidenkin irlantilaisyritysten pyrkimykset vaikuttaa ulkomaisten sijoittajien omistuspohjaan, osakkeiden likviditeettiin ja pääomakustannusten hintaan ovat johtaneet joissakin tapauksissa kaupan siirtymiseen Iso-Britannian arvopaperimarkkinoille.

Kansainvälisen pääoman virtaaminen Dublinin kautta maailmalle ei ole myöskään vaikuttanut merkittäväällä tavalla irlantilaisyritysten rahoituskäyttäytymiseen. Pörssin kautta hankittavan oman pääoman ehtoisen rahoituksen sijasta moni turvautuu mieluummin välitettyyn vieraan pääoman ehtoiseen rahoitukseen, jonka hinta on pitkään pysynyt varsin edullisena. Irlantilaisyritysten rahoitusrakenteissa on tästä syystä vastaavanlaisia ongelmia kuin Suomessakin.

Dublinin osakepörssi tarvitsee erään markkinoilla vallitsevan käsityksen mukaan kipeästi uusia osakkeita. Yritysten listautuminen on ollut jo pitkään pysähdyksissä ja pörssissä kaupankäynnin kohteena olevien yritysten lukumäärä on viime vuosina erilaisten fuusioiden kautta pienentynyt.

1980-luvun loppupuolella toimintansa aloittanut pienempien yritysten osakkeiden pörssi joutui lopettamaan toimintansa. Tälle pörssille alunperin listautuneista yrityksistä on enää yksi olemassa. Yritys käynnistää 1996 loppupuolella uuden, pienille ja innovatiivisille yrityksille tarkoitetun markkinapaikan ei ole vaikuttanut kansallisten arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn suhteessa Iso-Britannian markkinoihin. Innovatiivisten irlantilaisyritysten ensisijaisena listautumispaikkana toimii Lontoon AIM-osakepörssi, vaikka AIM olikin uuden irlantilaispörssin esikuvana.

Johtopäätös IFSC:n vaikutuksista Irlannin arvopaperimarkkinoiden tehokkuuteen

Vaikka Dublinin kansainvälinen rahoituskeskus on edullisen verotuksen ansiosta onnistunut kasvamaan kansainvälisesti merkittäväksi keskuksiksi, niin Irlannin kansantalouden kansallinen rahoitushuolto kärsii merkittävistä tehokkuusongelmista. Moni irlantilaisyritys pystyy hankkimaan tarvitsemansa rahoituksen edullisemmin Lontoon arvopaperimarkkinoilta kuin Irlannista.

Lontoon markkinoiden edustama tehokkuus on ilmeisesti niin hyvä, että arvopaperimarkkinarahoituksen hinta on siellä joillekin irlantilaistalouksille jopa halvempi kuin kotimaan markkinoiden tarjoama rahoitus. Syynä tähän on se, että Lontoossa, jonka markkinat ovat tehokkaampia pääoman kysynnän ja tarjonnan, likviditeetin sekä transaktiokustannusten mittareilla mitattuina, myös valmius käsitellä irlantilaistalouksiin liittyvää rahoituksen hintaan vaikuttavaa informaatiota on varsin hyvä. Molempien maiden yhteinen kieli sekä maantieteellinen ja kulttuurillinen läheisyys näkyvät varmasti irlantilaistalouksien Lontoon kautta hankitun rahoituksen hinnassa.

Irlannin rahoitushuollon kannalta tämä tilanne muodostuu ongelmalliseksi, jos esimerkiksi irlantilaistalouksien arvopaperimarkkinarahoituksesta Lontoossa maksama hinta on korkeampi kuin vastaavanlaisessa tilanteessa olevien englantilaisyritysten maksama hinta. Vastaavasti yleistäen irlantilaistalouksilla on kilpailuhaitta, jos jonkun maan talousyksikön rahoituksen hinta on jossain muualla maailmassa -ehkä kyseisen talousyksikön kotimaassa- alhaisempi kuin irlantilaistalouden maksama hinta Lontoossa. Tällainen tilanne uhkaa, jos

Iso-Britannia jää yhteisen valuutan alueen ulkopuolelle, jolloin irlantilaistalouksien rahoitukseen saattaa liittyä valuuttariski.

Infrastruktuurin veroalennusmyyntiin perustuva kansainvälisiin rahoituspalveluyrityksiin kohdistuva elinkeinopolitiikka on IFSC:n kokemusten perusteella valtiontaloudelle *tuottoisaa, mutta ei kuitenkaan korvaa kansallista arvopaperimarkkinoiden kehittämisstrategiaa*. Näin olisi vältettävä sekoittamista elinkeinopolitiikkaa ja arvopaperimarkkinapolitiikkaa toisiinsa. Irlannin esimerkin perusteella voidaan sanoa, että kansainvälisen rahoituspalvelukeskuksen kautta kulkevan pääoman kosketuspinta kansallisiin arvopaperimarkkinoihin jää melko pieneksi. On myös vaikea arvioida, millä tavalla Irlannin harjoittama haitallinen verokilpailu ja siitä aiheutunut poliittinen painostus ovat näkyneet Irlannin poliittisissa tavoitteissa ja niiden toteutuksessa.

Suomen arvopaperimarkkinat ja Irlannin esimerkki

Irlannin kokemukset kansainvälisen rahoituspalveluyritysten keskuksen isäntämaana osoittavat, että tämäntyyppisillä hankkeilla voi olla huomattava taloudellinen merkitys. Vaikka Dublinin IFSC:n suorat *työllisyysvaikutukset* jäävät toistaiseksi vain noin 3000 työpaikkaan, niin rahoituspalvelukeskuksesta saatujen *verotulojen* vaikutus valtion talouteen on merkittävä infrastruktuurin alennusmyynnistä huolimatta.

Verokilpailu tällaisessa haitallisessa muodossa vaikuttaa kuitenkin toisten kansantalouksien verotuspohjaan ja epäsuorasti myös työllisyyden laskuun. Suomi on ollut mukana vastustamassa tällaista vääristävää politiikkaa, eikä sitä tulisi ottaa arvopaperimarkkinoiden kehitysstrategian teemaksi. Jos arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen halutaan sisällyttää myös elinkeinopoliittisia tavoitteita, niin kansainvälisen kilpailukyvyn ja vetovoiman lisäys tulisi perustua toisiin tekijöihin.

Infrastruktuurikapasiteetti

Peruslähdekohta arvopaperimarkkinoiden kehittämiseksi elinkeinopoliittisten tavoitteiden mukaisesti pitäisi olla, että Suomesta löytyy kansainvälisen rahoituspalvelukeskuksen käynnistämiseksi ja ylläpitämiseksi henkisiä voimavaroja sen verran, ettei asiantuntemus tai sen tuonti muodostu pullonkaulaksi kansallisilla arvopaperimarkkinoillakaan. Jos rahoituskeskuksen ammattitaitoisen työvoiman tarve heikentää kansallisten arvopaperimarkkinoiden käytettävissä olevia avaintekijäresursseja, olisi arvioitava tällaiseen *syrjäyttämisaikutukseen* liittyviä kustannuksia. Ammattitaitoisen rahoituspalveluhenkilöstön tarve näkyisi mm. rahoituspalveluyrityksissä, valvontaviranomaisorganisaatioissa, tietoteknologia-alalla ja kyseisten alojen koulutusmarkkinoilla.

Voidaan myös pohtia, tukeeko Suomen valvontajärjestelmä päätöstä perustaa kansainvälinen rahoituspalvelukeskus Suomeen. Tässä yhteydessä tulisi myös arvioida, millä tavalla kansainvälinen rahoituspalvelukeskus näkyy poliittisena ja taloudellisena riskinä viranomaisvalvonnan pettäessä.

Mahdollisuuksia

Vaikka näyttääkin siltä, että Irlannin ISFC:n toiminnan vaikutus Irlannin kansantalouden rahoitushuoltoon ei ollut mitenkään mullistavaa, niin Suomeen perustettava kansainvälinen rahoituspalvelukeskus voisi vaikuttaa myös Suomen kansantalouden rahoitushuollon tehokkuuteen. Tällaisella hankkeella ei voida kuitenkaan korvata kansallisten arvopaperimarkkinoiden tehostamiseen tähtäävää strategiaa.

Kansainvälisiin rahoituspalveluyrityksiin kohdistuva elinkeinopolitiikka voisi toimia kansallista *arvopaperimarkkinastrategiaa tukevalla tavalla*. Suomen arvopaperimarkkinoiden tehokkuus on osittain riippuvainen siitä, kuinka hyvin kansainväliset sijoittajat tuntevat suomalaisia sijoituskohteita, sijoittamiseen liittyvää lainsäädäntöä ja sijoituspäätöksen tueksi tarjolla olevaa tietoa. Kun kansainväliset rahoituspalveluyritykset ovat kiinnostuneet kansainvälisestä rahoituspalvelukeskuksesta kertovasta *markkinoinnista*, voisi miettiä keinoja, joilla saavutettaisiin Suomen rahoitushuollon tehokkuuteen vaikuttavia *synergiaetuja* kohtuulliseen kontaktihintaan.

Vaikka yhteys kansantalouden rahoitushuollon ja kansainvälisen rahoituspalvelukeskuksen välillä jäisikin vähäpätöiseksi, niin Suomen arvopaperimarkkinat saattaisivat kuitenkin hyötyä rahoituskeskuksen kanssa *yhteisestä työvoimatarjonnasta*. Kuten muiden maiden arvopaperimarkkinastrategioissa korostetaan, on innovatiivisen ja erikoistuneen ammattikunnan merkitys arvopaperimarkkinoiden tehokkuudelle varsin keskeinen.

Kun Suomen arvopaperimarkkinoiden tulevaisuus riippuu myös siitä, kuinka hyvin ja millä keinoilla Suomi profiloituu pitkälle kehittyneenä kansantaloutena Itämeren, Euroopan ja maailman rahoitusmarkkinoilla, niin kansainvälinen rahoituskeskus voisi toimia *osana Suomen Baltia- ja Venäjä-gateway -teemaa*. Kansainvälinen pääoma reagoi hyvin herkästi yhteiskunnalliseen vakauteen. Voidaankin selvittää, tukeeko Suomen asiantuntemus Venäjää ja Baltiaa koskevissa kysymyksissä Suomen osallistumista näiden maiden rahoitushuoltoon kansainvälisen rahoituskeskuksen välityksellä.

RAHOITUSMARKKINAT JA VEROTUS¹⁴

1. Pääomatuloverojärjestelmän tausta ja tavoitteet

Vuoden 1993 alusta voimaan tulleessa tuloverolaissa (1535/1992, TVL) eriytettiin pääomatulojen verotus ja ansiotulojen verotus. Pääomatuloihin, joista vähennetään tuloihin kohdistuvat luonnolliset vähennykset ja korkomenot, kohdistuu 28 %:n suuruinen suhteellinen valtionvero. Ansiotuloa verotetaan valtionverotuksessa progressiivisen asteikon mukaisesti ja siihen kohdistetaan myös kunnallisvero liitännäisineen.

Pääomatulojen verotuksen kehittämisen syyt olivat peräisin sekä kotimaisesta että kansainvälisestä kehityksestä. 1980-luvulla tapahtunut raha- ja pääomamarkkinoiden vapautuminen merkitsi pääomien ohjautumista niihin kohteisiin, joista oli odotettavissa suurin taloudellinen tuotto. Uuden lainsäädännön keskeinen tavoite oli uudistaa pääomatulojen ja yritystulojen verotus yhtenäiseksi ja neutraaliksi siten, että erityyppisiin pääomatuloihin ja yritystuloihin kohdistuu yhdenmukainen verotus. Pääomatuloille ja yritystuloille säädettiin tämän vuoksi yhteinen suhteellinen verokanta laajentamalla samalla tulojen veropohjaa luopumalla erilaisista varauksista, vähennyksistä ja huojenuksista.

Uuden verojärjestelmän ja alhaisen verokannan tarkoituksena oli saattaa verojärjestelmämme vastaamaan muissa Pohjoismaissa tehtyjä samankaltaisia uudistuksia sekä tehdä se kilpailukykyiseksi kansainvälisesti. Euroopan unionissa verokilpailuun suhtaudutaan yleensä myönteisesti, koska se hyödyttää kansalaisia ja lisää paineita vähentää julkisia menoja. Rajoittamaton kilpailu voi kuitenkin vääristää verotusta siten, että kokonaisverotaakan kantaminen lankeaa vähiten liikkuvalla veropohjalle eli työvoimalle, kun taas helposti liikkuvan veropohjan eli pääomien verotusta lievennetään tasolle, joka on alempi kuin esimerkiksi työllisyyden kannalta olisi toivottavaa. Markkinoiden yhdentyminen edellyttää siten myös verotuksen yhtenäistämistä. Euroopan unionissa onkin ryhdytty luomaan ehdotuksia vahingollisen verokilpailun poistamiseksi. Yhtenäistämisyhtymästä huolimatta eri valtiot pitävät edelleen suotuisia verosäännöksiä merkittävänä kilpailukeinona.

Yhtenä perustavoitteena pääomatulojen ja yritysverotuksen uudistuksessa oli myös yritysten rahoitusrakenteen parantaminen helpottamalla riskipääoman hankintaa. Tältä kannalta merkittävää oli erityisesti korkojen ja osinkojen verotuksen yhdenmukaistaminen siten, että osinkotulojen verotuksellista asemaa parannettiin korkotuloihin verrattuna, jolloin mahdollisuus verojärjestelmän epäsymmetriaan perustuvaan veroarbitraasiin poistui.

Edellä mainittujen tavoitteiden pohjalta pääomatulojen verojärjestelmää on kehitetty edelleen. Kokonaisuutena arvioiden pääomatulojen ja yritystulojen verotus on meillä kilpailukykyinen rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta.

¹⁴

Tässä liitteessä kuvataan rahoitusmarkkinoita koskevaa verotusta, erityisesti pääomatuloverojärjestelmää. Liitteessä käsitellään työryhmässä esille nousseita rahoitusmarkkinoiden kehittämistarpeita. Liite on laadittu ilman valtiovarainministeriön vero-osaston myötävaikutusta, eivätkä siinä esitetyt käsitykset välttämättä vastaa valtiovarainministeriön kantaa.

2. Pääomatuloverojärjestelmän eräitä muutostarpeita

2.1. Yleistä

Rahoitusmarkkinoille on tyypillistä nopea kehitys. Muun muassa eräät viime vuosina kehitetyt uudet rahoitusmarkkinainstrumentit, kuten esimerkiksi osakelainaus ja joukkovelkakirjalainojen takaisinostosopimukset, ovat tähän saakka olleet verotuksellisesti puutteellisesti säänneltyjä. Myös 1.9.1997 uudistetun osakeyhtiölain tuomien uusien rahoitusinstrumenttien verotus perustuu useissa tapauksissa vain verohallituksen antamiin tulkintaohjeisiin. Seuraavassa esitettyjen muutostarpeiden taustalla on yhtäältä pyrkiä saattamaan eri sijoituskohteiden verotus neutraaliksi (2.2, 2.3, 2.5 ja 2.6) sekä toisaalta harmonisoimaan verotusta kansainvälisen kehityksen mukaisesti siten, ettei verojärjestelmämme aiheuta pääomapakoa Suomesta muualle (2.4, 2.7, 2.8 ja osin 2.2).

2.2. Vapaaehtoinen eläkesäästäminen

Eläkevarojen sijoittamista on ehdotettu muutettavaksi osin markkinaehtoiseksi. Tällöin eläkejärjestelmä tarjoaisi myös yksilöllisiä sijoitusvaihtoehtoja tuleville eläkkeensaajille. (Björn Wahlroos: Pankki- ja vakuutusvalvonnan organisointi Suomessa, VM:n työryhmämuistio 28/97) Ottamatta kantaa tähän ehdotukseen olisi kuitenkin tutkittava kansantaloudelle edullisen vapaaehtoisen yksilöllisen eläkesäästämisen verokannustimien laajentamista koskemaan myös suoraa sijoitusrahastosäästämistä ja pankkitalletussäästämistä ilman pakollista yhteyttä vakuutusyhtiöön. Tällainen eläkesäästäminen on mahdollista muun muassa Ruotsissa ja myös muualla Euroopassa tutkitaan sijoitusrahastojen hyödyntämistä eläkesäästämisessä.

2.3. Sijoitusvakuutusten verotus

Sijoituskohteiden verotuksellisen neutraliteetin kannalta merkittävin epäkohta on vakuutusyhtiöiden kautta tapahtuvan sijoittamisen verotuksellinen suosiminen verrattuna muuhun sijoittamiseen (eläkevakuutusten verovähennykset, varallisuusverotus, verosuunnittelumahdollisuudet perintö- ja lahjaverotuksessa sekä luovutusvoittoverotuksen välttäminen unit-linked vakuutuksen sijoitusrahastojen vaihdossa). Yhdistettynä eräisiin muihin tekijöihin yksilöllisten sijoitusvakuutusten verotukselliset edut aiheuttavat usein kotimaisten sijoitusvarojen hakeutumisen ulkomaisten vakuutusyhtiöiden välityksellä ulkomaisiin sijoitusrahastoihin ja muihin ulkomaisiin sijoituskohteisiin.

2.4. Uudistetun osakeyhtiölain aiheuttamat verotukselliset kysymykset

Jotta osakeyhtiölain uudet rahoitusinstrumentit ja muut liiketoimintaa edistävät järjestelyt voitaisiin ottaa mahdollisimman nopeasti käyttöön, tulisi niihin liittyvät verotukselliset kysymykset ratkaista säädösten mahdollisimman pikaisesti. Uusien instrumenttien käyttöönoton viivästyminen verotuksellisten epävarmuustekijöiden vuoksi haittaa yritystemme kilpailukykyä kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Myös varojen jakoa ja osakeyhtiön jakautumista koskevat osakeyhtiölain säännökset kaipaavat epävarmuustekijöitä poistavia verosäännöksiä.

2.5. Julkisessa kaupankäynnissä olevalle osakkeelle maksettu osinko

Pörssiyhtiöiden maksamat osingot ovat aina pääomatuloa. Sen sijaan muussa julkisessa kaupankäynnissä oleville osakkeille maksettu osinko on pääomatuloa siihen määrään saakka, joka vastaa 15 %:ia osingonsaajan osakkeiden käyvästä arvosta, joka puolestaan määräytyy julkisessa kaupankäynnissä. Verokohtelun eroa on perusteltu sillä, että monet OTC- ja meklarilistan yhtiöt ovat luonteeltaan perheyhtiöitä. Niissä on erilaisia osakkeita,

joista usein äänivaltainen sarja on harvojen omistajatahojen, esimerkiksi perheen käsissä. Jotta yhtiöt eivät maksaisi lähipiireilleen ylisuuria osinkoja lievästi verotettuna pääomatulona, on pääomatuloksi katsottavan osingon määrää rajoitettu verrattuna pörssiyhtiöihin.

Jos yhtiön osake on julkisen kaupankäynnin kohteena, on sen osingonjako kuitenkin siten julkisessa valvonnassa, että veroetujen havittelu ei käytännössä tätä kautta hevin tule kyseeseen. Myös arvopaperimarkkinallain mukaiset velvoitteet ovat yhtenevät kaikille yhtiöille, joiden osake on julkisen kaupankäynnin kohteena. Verotuksen yksinkertaistamiseksi ja tasapuolistamiseksi tulisi kaikille julkisen kaupankäynnin kohteena oleville osakkeille maksettuja osinkoja verottaa samalla tavalla ja katsoa jaettu osinko ja siihen liittyvä veronhyvitys kokonaisuudessaan pääomatuloksi.

2.6. Sijoitusrahasto-osuuksien varallisuusverotus

Muista arvopaperisijoituksista poiketen sijoitusrahasto-osuus on riippumatta itse sijoitusrahaston sijoituskohteista varallisuusverotuksessa veronalaista varallisuutta käyvän arvon mukaisesti. Joukkovelkakirja ja talletus ovat korkotulon lähdeverosta annetun lain (1341/1990, lähdeverolaki) mukaan verotettavia ja varallisuusverotuksessa verovapaita ja osakkeen käyvästä arvosta varallisuusveron alaista on 70 %. Perusteluna sijoitusrahasto-osuuden täydelle varallisuusverotukselle on esitetty, että koska itse sijoitusrahastot on vapautettu sekä tulo- että varallisuusverotuksesta, tulee verotuksen, jotta yhdenkertainen verotus toteutuisi, kohdistua osuudenomistajaan, joka maksaa omistuksestaan sekä varallisuusveron että tuotosta tuloveron. Vaikka varallisuusverotus koskee varsin harvoja, se on sijoitusrahasto-osuuksien myynissä ja markkinoinnissa haittaava tekijä. Ennen muuta korkorahastojen kohdalla verotuksen epäneutraalisuus suoriin korkosijoituksiin verrattuna on erityisen tuntuva. Myöskään vakuutusyhtiön kautta otettu unit linked – sijoitusvakuutus, joka asiallisesti on sijoitusrahastosijoitus, ei ole varallisuusverotuksessa verotettavaa varallisuutta. Koska varallisuusverotuksella ei juuri ole valtiontaloudellista merkitystä, sijoitusrahasto-osuuksien varallisuusverotus tulisi saattaa yhdenmukaiseksi suorien arvopaperisijoitusten kanssa.

2.7. Johdannaisopimusten verotus ja arvopaperien lainaus- ja takaisinostosopimukset

Johdannaisopimusten verotus on perustunut pääosin oikeuskäytäntöön, jonka keskeiset ratkaisut ovat peräisin ajalta, jolloin kaupankäynti vakioituilla johdannaisopimuksilla alkoi Suomessa. Erityisesti kirjanpidon ja verotuksen eroavaisuudet johdannaisten käsittelyssä aiheuttavat merkittäviä haittoja. Johdannaismarkkinoiden kehittymisen kannalta tätä asiaintilaa ei voi pitää tyydyttävänä varsinkin, kun verotuskäytäntömme poikkeaa eräin osin muiden OECD- ja EU-maiden käytännöstä. Kun lakia lakia kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä ollaan uudistamassa, tulisi samassa yhteydessä selvittää myös johdannaiskauppaan liittyvät verotukselliset kysymykset siten, että verotuksemme tältä osin vastaisi kansainvälistä käytäntöä.

Eduskunnan hyväksyi hallituksen esityksen (HE 218/1997) koskien arvopaperien lainausopimusten ja takaisinostosopimusten verotusta koskevaksi lainsäädännöksi, joka tuli voimaan vuoden 1998 alusta. Lainsäädäntö poistaa elinkeinonharjoittajien osalta sopimusten aikaisemmin aiheuttamat luovutusvoiton tai -tappion realisoitumisesta aiheutuneet ongelmat. Laissa on omaksuttu ratkaisu, jossa lainaussopimusten verotuskohtelu on kytketty osaksi siihen, että sopimukset selvitetään selvitysyhteisössä. Tämä on omiaan jäykistämään lainaustoimintaa saattaa olla suomalaisten markkinoiden kilpailukyvyn kannalta ongelmallista. Toinen ongelma on lainaussopimuksissa omaksutun sijaisosingon vähennyskelvottomuus, mikä aiheuttaa painetta välttää osingonmaksun aikaan tehtäviä lainaussopimuksia. Tämä puolestaan saattaa vaikeuttaa markkinoiden toimintaa aikana, jolloin kauppajien selvitys kokemuksen mukaan eniten tarvitsisi lainaussopimusten tekoa.

Vastaisuudessa onkin syytä pitää silmällä, mikä merkitys tällä seikalla on markkinoiden kehittymiselle. Epäkohtana voidaan myös pitää sitä, että laki koskee vain EVL:n mukaan verotettavia elinkeinonharjoittajia.

2.8. Leimaverotus

Leimaverolaki perustuu Suomessa puhtaasti fiskaalisiin tarpeisiin, eikä tämän kaltaista verotusta tunneta Tanskaa lukuun ottamatta muualla Euroopassa. Luottojen leimaverotus heikentää suomalaispankkien kilpailukykyä ulkomaisiin pankkeihin verrattuna ja saa aikaan tätä kautta asiakassiirtymää näiden hyväksi. Luottojen leimaverosta tulisi luopua mahdollisimman nopeasti.

3. Pääomatuloverojärjestelmän pääpiirteet

3.1. Pääomatulon käsite

Lähtökohtana TVL:n säännöksissä on pääomatulojen ja ansiotulojen erottelu: kaikki tuloerät sijoittuvat jompaan kumpaan tulolajiin. Pääomatuloa on omaisuuden tuotto, omaisuuden luovutuksesta saatu voitto ja muu sellainen tulo, joka kertyy varallisuudesta, esimerkiksi vuokratulo. Kaikki se tulo, jota ei ole nimenomaisesti säädetty pääomatuloksi, on ansiotuloa.

Korko ja muu siihen rinnastettava hyvitys ovat veronalaista pääomatuloa. Pääomatuloa ei kuitenkaan ole verovapaaksi TVL 33.2 §:ssä säädetty korko (talletuspankin luonnolliselle henkilölle tai kotimaiselle kuolinpesälle maksama enintään 2 %:n vuotuinen talletuskorko) eivätkä lähdeverolaissa tarkoitetut lähdeverotettavat korkotulot.

Pörssiyhtiön maksama osinkotulo ja siihen liittyvä yhtiöveron hyvitys ovat kokonaisuudessaan pääomatuloa. Osingonsaaja voi omassa verotuksessaan vähentää yhtiön osinkona jaettuun voittoon kohdistuvan yhtiön maksaman veron. Koska yhtiövero ja pääomaverokanta ovat yhtä suuret (28 %), ei verovelvollinen maksa osingosta lopullisessa verotuksessa enää lisäveroa.

Pääomatuloa on myös muusta kuin pörssiyhtiöstä saadun osingon, jaettavan yritystulon yhtymän osakkaan tulo-osuuden sekä porotalouden pääomatulo-osuus. Kun yritystulo käytännössä on sekä pääomatuloa että ansiotuloa, tulo jaetaan kaavamaisten sääntöjen mukaan siten, että pääomatuloksi katsotaan yritykseen sijoitetun pääoman laskennallinen tuotto loppuosan jäädessä ansiotuloksi. Omistajayrittäjien tulosta on pääomatuloa 18 % yrityksen nettovarallisuudesta. Muilla kuin osakeyhtiöillä nettovarallisuuteen lasketaan lisäksi 30 % yrityksen verovuoden päättymistä edeltävän 12 kuukauden aikana maksamista palkoista. Loppuosa on ansiotuloa.

Elinkeinotoimintaa harjoittavat henkilöyhtiöt ja -yhtymät eivät ole erillisiä verovelvollisia. Yhtymälle vahvistetaan kuitenkin elinkeinotoiminnan tulos, joka jaetaan verotettavaksi osakkaille heidän osuuksiensa mukaisesti. Luonnollisen henkilön ja kuolinpesän osuus on pääomatuloa siihen määrään saakka, joka vastaa hänelle verovuotta edeltäneen verovuoden päättyessä kuuluneesta nettovarallisuudesta laskettavaa 18 %:n vuotuista tuottoa.

Kun pörssiyhtiöiden maksamat osingot ovat aina kokonaisuudessaan pääomatuloa, muiden kuin pörssiyhtiöiden maksamat osingot ja niihin liittyvä yhtiöveron hyvitys ovat pääomatuloa vain siihen määrään saakka, joka vastaa 15 %:ia osingonsaajan omistamien osakkeiden varallisuusverolaissa (1537/1992, VVL) tarkoitetusta yhtiön nettovarallisuuden perustuvasta matemaattisesta arvosta. Jos yhtiön osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetussa muussa julkisessa kaupankäynnissä (OTC-

tai meklarilistalla), osakkeille ei lasketa matemaattista arvoa, vaan VVL:n mukainen käypä arvo määräytyy julkisessa kaupankäynnissä määräytyneiden hintojen perusteella. Osakkeelle maksetun osingon pääomatulo-osuus lasketaan osakkeen käyvästä arvosta osingon jakovuotta edeltäneen verovuoden päättyessä. Ottaen huomioon laskennallinen tuotto-prosentti 15, osinko on lähes aina käytännössä pääomatuloa.

3.2. Pääomatuloista tehtävät vähennykset

Luonnollisen henkilön ja kuolinpesän puhdas pääomatulo lasketaan vähentämällä yhteenlasketuista pääomatuloista luonnolliset vähennykset eli tulon hankkimisesta ja säilyttämisestä johtuvat menot, esimerkiksi joukkovelkakirjan myynnistä myyjälle maksettu jälkimarkkinahyvytys (joukkovelkakirjalainan luovutusta edeltäneen koronmaksupäivän ja luovutuspäivän väliseltä ajalta kertynyttä korkoa vastaavaa hyvytys) ja valuuttamääräisestä tulonhankkimisvelasta syntynyt kurssitappio. Verovuoden pääomatulo lasketaan vähentämällä puhtaasta pääomatulosta TVL 59 §:ssä tarkoitettu tulolähteen tappio ja vähennyskelpoiset korot, joita ovat korot asuntovelloista, opintovelloista sekä tulonhankkimisvelloista. Verotettavasta pääomatulosta vähennetään myös aikaisemmilta vuosilta vahvistetut pääomatulolajin tappiot. Pääomatulojen nettotulon laskenta muodostaa kokonaisuuden, jossa esimerkiksi metsänhoitomenot voivat tulla vähennetyiksi korko- ja vuokratuloista.

Jos luonnollisen henkilön tai kuolinpesän tekemien vähennyskelpoisten tulonhankkimismenojen, korkomenojen ja vähennyskelpoisten tappioiden yhteismäärä on suurempi kuin pääomatulojen yhteismäärä, erotus on pääomatulolajin alijäämä. Alijäämä vähennetään TVL 132-134 §:ssä säädettyin tavoin verovelvollisen veroista. Jos vähennystä ei voida kokonaisuudessaan tehdä, se vahvistetaan pääomatulolajin tappioksi, joka voidaan vähentää seuraavan kymmenen verovuoden pääomatulosta sitä mukaa kuin pääomatuloa syntyy (TVL 118.2 §).

4. Pankkitalletusten ja joukkovelkakirjalainojen korkojen lähdevero

Lähdeverosta tuli voimaan vuoden 1991 alusta aluksi määräaikaisena. Kun pääomatulojen verouudistus tuli voimaan vuoden 1993 alusta, myös lähdeverolaki tuli pysyväksi. Lain tavoitteena oli luoda selkeä ja yksinkertainen ratkaisumalli pankkitalletusten ja joukkovelkakirjalainojen korkojen verotukseen.

Lähdeveroa suoritetaan kotimaisista pankki- ym. talletuksista tai joukkovelkakirjalainoista saadusta korosta. Vero peritään korkoa nostettaessa lopullisena suhteellisena verona (28 %), josta koronsaaja ei ole ilmoitusvelvollinen. Lähdeverolain mukainen korko ei ole TVL 139 §:n mukaan TVL:ssa tarkoitettua veronalaista korkotuloa. Tämä merkitsee, että lähdeverotettuja korkotuloja ei lueta pääomatuloon, eikä niistä voida tehdä pääomatulosta normaalisti tehtäviä vähennyksiä. Verovelvollisella ei ole myöskään oikeutta vähentää korkoa, joka kohdistuu lähdeverolaissa tarkoitettuun korkotuloon tai joukkovelkakirjan luovutuksen yhteydessä saatuun jälkimarkkinahyvitykseen. Lähdeveron on velvollinen perimään talletuksen vastaanottanut pankki, osuuskunta, työnantajan perustama huoltokonttori taikka joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskija.

Korkotulon lähdeveroa on velvollinen suorittamaan Suomessa TVL:n mukaan yleisesti verovelvollinen luonnollinen henkilö ja kotimainen kuolinpesä. Lakia ei sovelleta yhteisöjen, säätiöiden tai yhtymien saamiin korkotuloihin, jotka ovat saajan verovelvollisuus- asemasta riippuen elinkeinotuloverotuksen kohteena tai verovapaita. Lakia sovelletaan kuitenkin yksityisen elinkeinonharjoittajan saamiin korkotuloihin, vaikka korko olisikin elinkeinotuloa.

Korkotulon lähdeveroa ei sovelleta rajoitetusti verovelvollisille maksettuihin korkoihin, jotka ovat TVL 9.2 §:n ja rajoitetusti verovelvollisen tulon ja varallisuuden verottamisesta annetun lain (627/1978) mukaan verovapaita. Ulkomaille maksetut ja ulkomailta saadut korot ovat niin ikään lähdeverojärjestelmän ulkopuolella.

Korkotulon lähdeveron piirissä ovat kotimaisten pankkitalletusten korot. Pankkitalletuksella tarkoitetaan talletusta, joka on tehty yleisön talletusten vastaanottamiseen tarkoitettulle tilille kotimaiseen talletuspankkiin tai ulkomaisen luottolaitoksen Suomessa olevaan sivukonttoriin. Tilien tulee olla vakioehtoisina avoimia yleisölle. Yleisötalletusten tiliehdot hyväksyy ja niiden noudattamista valvoo rahoitustarkastus. Yleisötalletuksiin rinnastetaan vastaavat tilit osuuskunnan säästökassassa, osuuskuntalain 18 a §:ssä tarkoitettussa lainausliikettä harjoittavassa osuuskunnassa ja työnantajan perustamassa huoltokonttorissa.

Lähdevero peritään myös valtion liikkeeseen laskeman ja muun yleisölle merkittäväksi tarjotun joukkovelkakirjalainan korosta. Lain soveltamisalan ulkopuolelle jäävät tietyille suppealle joukolla, kuten esimerkiksi yrityksen työntekijöille suunnatut poikkeavaehtoiset lainat. Jos lainan merkitsemisoikeutta ei ole ehdoissa rajattu ja muita ehtoja voidaan pitää tavanomaisina, ei korkotulon lähdeverolain soveltamista estä se, että merkitsijöiden lukumäärä on vähäinen. Laki koskee myös vaihtovelkakirja- ja optiolainoja, vaikka niitä liikkeeseen laskeneen osakeyhtiön osakkeenomistajilla olisi niihin osakeyhtiölakiin perustuva merkintäetuoikeus. Sen sijaan sijoitus-, yritys- ja kuntatodistukset eivät ole joukkovelkakirjoja, joten laki ei koske niitä.

Jos joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskija on ulkomainen yritys, ei lähdeverolakia sovelleta, vaikka laina olisi tarkoitettu yleisön merkittäväksi Suomessa.

Lähdevero koskee vain korkoa ja korkoon rinnastettavaa indeksihyvitystä. Lähdeveron alaisena korkona ei pidetä myöskään alikorkoisten ja korottomien joukkovelkakirjojen (ns. nollakorkolainojen) lunastushinnan ja emissiohinnan välistä erotusta, joka tulee verotettavaksi TVL:n mukaisena korkona tai luovutusvoittona. Alikorkoisten lainojen nimelliskorko (kuponkikorko) on kuitenkin lähdeveron piirissä.

Joukkovelkakirjojen kaupan yhteydessä saatu velkakirjan viimeisimmästä lainaehtojen mukaisesta koronmaksupäivästä kaupantekopäivään juossut korko eli jälkimarkkinahyvitys ei ole lähdeverotettavaa korkoa, vaan TVL:n mukaista pääomatuloa. Vastaavasti jälkimarkkinahyvitys on TVL 54 a §:n perusteella tulonhankkimismenona vähennyskelpoista pääomatulosta.

Sijoitusrahastojen osuuksilleen maksamat voitto-osuudet eivät ole lähdeverotettavaa korkoa, vaan TVL:n mukaista pääomatuloa, josta ennakoperintälain (1118/1996) 9 §:n mukaisesti suoritetaan 28 %:n suuruinen ennakonpidätys.

Koska lähdevero on luonteeltaan lopullinen vero, korkotulon hankkimisesta johtuneet menot eivät ole vähennyskelpoisia saadusta korosta.

Lähdeverotettaville tileille talletetut varat ja lähdeverotettavien joukkovelkakirjojen arvo ovat varallisuusverotuksessa verovapaita.

5. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä

Laki yhtiöveron hyvityksestä (1232/1988) tuli voimaan vuoden 1990 alusta. Lakia on sittemmin korjattu ja täydennetty useassa eri yhteydessä. Muutoksissa (1542/1992, 932/1993 ja 1391/1995) on rajoitettu yhtiöveron hyvityksen palautusta. Lain tarkoituksena on poistaa osakeyhtiön jakaman osingon kahdenkertainen verotus ja turvata kerran

tapahtuva verotus. Kahdenkertainen verotus poistetaan myöntämällä osingonsaajalle hyvitys yhtiön maksamasta verosta. Yhteisöverokannan ollessa 28 % hyvitys on 7/18 osingon määrästä. Yhdenkertaisen verotuksen turvaamiseksi osinkoa jakavan yhtiön tulee maksaa vähintään osinkoon liittyvän hyvityksen suuruinen vero. Niissä tapauksissa, joissa osinko on luonnollisen henkilön tai yhteisön saamaa pääomatuloa, ei osingonsaaja enää maksa saamastaan osinkotulosta veroa.

Yhtiöveron hyvityksestä annettua lakia ei sovelleta tuloverosta kokonaan tai osittain verovapaisiin yhteisöihin eikä näiltä saatua osinkoon. Muun muassa sijoitusrahastot on TVL 20 §:ssä vapautettu tuloverosta, joten ne eivät saa osingoilleen yhtiöveron hyvitystä. Jotta säännöstä ei voitaisi kiertää esimerkiksi lainaamalla osakkeet osingonmaksun ajaksi yhtiöveron hyvitykseen oikeutetulle taholle, arvopaperien lainaussopimusten ja takaisinos-tosopimusten verotusta koskevassa lainsäädännössä on otettu käyttöön ns. sijaisosingon käsite. Sijaisosingo ei ole maksajalleen vähennyskelpoinen meno.

6. Arvopapereiden luovutusvoittojen verotuksesta TVL:n mukaan

Pääomatulojen verouudistuksen yhteydessä uudistettiin vuoden 1993 alusta myös luovutusvoittojen verotus. Sitä yksinkertaistettiin laajentaen samalla luovutusvoittojen veronalaisuutta.

TVL 45 §:n mukaan omaisuuden luovutuksesta saatu voitto on veronalaista pääomatuloa siten kuin TVL 45-49 §:ssä säädetään. TVL:n luovutusvoittojen verottamista koskevat säännökset soveltuvat vain TVL:n perusteella verotettuihin luovutusvoittoihin. Ammatti- ja liiketoimintaa verotetaan elinkeinotulon verotuksesta annetun lain (360/1968, EVL) säännösten perusteella.

Vaikka pankkitalletuksen tai obligaatiolainan korko olisi veronhuojennuslainsäädännön perusteella verovapaata, määräytyvät talletuksen tai obligaation myynnistä saadun voiton tai tappion veroseuraamukset luovutusvoittoa koskevien verosäännösten mukaan.

Luovutuksella tarkoitetaan kauppaa tai vaihtoa tai muuta luovutusta. Luovutuksia eivät verotuksellisessa mielessä ole sulautuvan yhtiön osakkeiden vaihtaminen fuusiossa vastaanottavan yhtiön osakkeisiin eivätkä TVL 24 §:ssä tarkoitetut yritysten toimintamuotojen muutokset. Jos verovelvollinen vapaaehtoisesti vaihtaa ennen fuusiota osakkeensa toisen yhtiön osakkeisiin, on kysymyksessä veronalainen luovutus. Sama koskee tilannetta, jossa verovelvollinen vaihtaa rahasto-osuutensa saman rahastoyhtiön hallinnoiman toisen sijoitusrahaston osuuksiin (kysymyksessä on esim. ns. sateenvarjorahasto). Niin ikään osuuksien vaihto samassa sijoitusrahastossa kasvuosuuksista tuotto-osuuksiin tai päinvastoin on veronalainen luovutus ja uusien osuuksien hankinta.

TVL 45.2 §:n mukaan luovutuksena ei pidetä osakeyhtiölain mukaisen vaihtovelkakirjan vaihtamista osakkeisiin eikä optiolainaan liittyvän osakkeiden merkintäoikeuden käyttämistä. Luovutus ei myöskään ole osakeantilipun tai optiotodistuksen vaihtaminen osakkeisiin yhtiön osakeannissa. Sen sijaan veronalaisena luovutuksena pidetään omaisuuden panemista apporttina osakeyhtiöön tai henkilöyhtiöön samoin kuin arvopaperien saamista jako-osuutena osakeyhtiöstä tai henkilöyhtiöstä.

Terminisopimuksesta samoin kuin optiosta syntynyt voitto rinnastetaan luovutusvoittoon ja tappio luovutustappioon (TVL 45 §).

Omaisuuden luovutuksesta saadun voiton määrä lasketaan vähentämällä luovutushinnasta omaisuuden hankintamenon poistamatta oleva osa ja voiton hankkimisesta johtuvien menojen yhteismäärä. Hankintameno muodostuu siten kauppahinnasta, välityspalkkiosta,

mahdollisesti muista kauppaan liittyvistä palkkioista sekä varainsiirtoverosta. Jos osake on merkitty osakeannissa, jossa on maksettu merkintähyvitystä (hyvityskorkoa), otetaan tämä huomioon hankintamenon vähennyksenä.

Luonnollisen henkilön saamasta luovutushinnasta vähennetään aina ns. hankintameno-olettamana 30 % ja jos omaisuus on hankittu ennen vuotta 1989, vähintään 50 %. EVL:n alaisten yhteisöjen sekä avoimien ja kommandiittiyhtiöiden hankintameno selviää kirjanpidosta. Jos omaisuus on saatu lahjana, perintönä taikka muuna vastikkeettomana saantona, katsotaan omaisuuden hankintamenoksi perintö- ja lahjaverotuksessa käytetty verotusarvo. Koska termiinillä ei ole varsinaista hankintamenoa, luovutushinnasta ei saa vähentää hankintameno-olettamaa.

Arvopapereista saatu luovutusvoitto lasketaan arvopaperikohtaisesti. Verovelvollinen voi itse ratkaista, mitkä arvopaperit hän haluaa myydä. Myyntiin ei siten sovelleta ns. fifo-periaatetta, jonka mukaan ensiksi hankitut arvopaperit katsottaisiin myydyiksi ensiksi. Jos verovelvollinen ei voi osoittaa, missä järjestyksessä arvopaperit on hankittu, katsotaan verotuksessa, että myynti on kohdistunut suhteellisesti eri aikoina hankittuihin arvopapereihin. Arvo-osuusjärjestelmässä olevat arvopaperit katsotaan luovutetuiksi siinä järjestyksessä, kun ne on hankittu (TVL 47.3 §).

Arvopapereiden luovutuksesta syntyneet tappiot ovat rajoitetusti vähennyskelpoisia. Luovutustappio voidaan vähentää vain omaisuuden luovutuksesta saadusta voitosta verovuonna tai kolmena sitä seuraavana vuotena. Muusta pääomatulosta ei luovutuksesta syntyvää tappiota voida vähentää.

7. Arvopapereiden takaisinostosopimukset ja arvopapereiden lainaus

Arvopapereiden takaisinostosopimukset (repurchase-sopimukset eli reposopimukset) ja arvopapereiden lainaussopimukset ovat taloudellisesta näkökulmasta läheisiä sopimuksia. Takaisinostosopimuksessa suoritetaan kaksi vastakkaissuuntaista arvopaperikauppaa, joissa kummassakin suoritetaan kauppahinta ja luovutetaan arvopapereiden omistusoikeus. Takaisinostosopimuksen aikana kertynyt tuotto kuuluu ostajalle, jolloin se takaisinostossa lisätään kauppahintaan. Takaisinostohintaan lisätään myös palkkio siitä, että myyjä on saanut käyttöönsä tietyksi ajaksi kaupan kohteena olevien arvopapereiden arvoa vastaavan pääoman.

Arvopaperilainauksessa arvopapereiden omistaja luovuttaa korvausta vastaan arvopapereita lainaksi lainan tarvitsijalle tietyksi etukäteen sovituksi ajaksi. Lainaksiottaja palauttaa lainatut arvopaperit. Arvo-osuusjärjestelmässä palautetaan lainaksiotettuihin arvopapereihin verrattuina identtiset arvopaperit (arvo-osuudet). Palautusvelvoitteen täyttämisen vakuudeksi lainaksiottaja panttaa omaisuutta, arvopapereita tai rahaa. Arvopaperilainaus tapahtuu tällä hetkellä HEX Oy:ssä LEX-linaussopimusten perusteella siten, että HEX asettuu selvitysyhteisönä lainaksiottajan ja lainaksisaajan väliin, jolloin lainaksianto tapahtuu HEX:lle ja lainaksiotto samanaikaisesti HEX:lta. Lainaksiantaja saa lainaksiottajalta laina-aikaan sidotun korvauksen.

Arvopaperilainauksen taloudellisia perusteita ovat muun muassa pörssikauppaan liittyvän arvopapereiden toimitusvelvollisuuden täyttäminen, kurssien kehityksestä hyötyminen ja markkinatakaustoiminnan hoitaminen.

Päinvastoin kuin kirjanpidossa arvopapereiden lainaus- ja takaisinostosopimuksia pidettiin verotuksessa arvopapereiden ostoina ja myynteinä sivuuttaen sopimusten taloudellinen tarkoitus (KHO 2.5.1996, taltio 1266). Eduskunta hyväksyi verolainsäädäntöön 17.12.1997 muutoksia (HE 218/1997), jotka sisältävät säännökset arvopapereiden lainaussopimukseen ja

takaisinostosopimukseen perustuvan arvopaperiluovutuksen verotuksesta sekä osakkeita koskevan sopimuksen voimassaoloaikana erääntyneen osingon sijaan maksetun sijaisosingon verotuksesta. Tavoitteena on parantaa arvopaperien takaisinosto- ja lainaustoiminnan edellytyksiä luomalla arvopapereita myytäväksi tai lainattavaksi tarjoaville mahdollisuus osallistua toimintaan ilman arvopaperien arvonnousun realisoinnista aiheutuvia verokustannuksia sekä turvata sopimuksen kohteena olevalle osakkeelle jaetun osingon yhdenkertainen verotus. Lakimuutokset tulivat voimaan vuoden 1998 alusta.

Lainausopimuksen tai takaisinostosopimuksen täyttämiseksi tapahtuvaa arvopaperin luovutusta sopimuspuolten välillä ei pidetä EVL:n mukaan verotettavan varsinaisen omistajan verotuksessa luovutuksena. Toimenpiteestä ei siten synny luovutusvoittoa tai tappiota, vaan arvopaperit säilyvät varsinaisen omistajan varoina hankintamenon muuttumatta. Säännökset poikkeavat luovutusvoittojen yleisestä verokohtelusta ja niiden soveltaminen edellyttää, että sopimusehtojen tulee olla rahoitustarkastuksen hyväksymät tai ne tulisi olla määritelty optioyhteisön tai Arvopaperikeskuksen säännöissä sekä että sopimus selvitetään selvitysyhteisössä. Korvaukseen, jonka sopimuksen kohteena olevien osakkeiden varsinainen omistaja saa sopimuksen voimassa ollessa erääntyneen osingon sijaan, sovelletaan osingon verotusta koskevia säännöksiä sekä maksajan että saajan verotuksessa. Sijaisosingon saajalla on sen perusteella oikeus yhtiöveron hyvitykseen. Maksajan verotuksessa sijaisosinko otetaan huomioon tuloveron vähimmäismäärää laskettaessa, eikä se ole vähennyskelpoinen meno. Rajoitetusti verovelvollisen saama sijaisosinko on lähdeveron alainen normaalin osingon tapaan.

Uudet säännökset koskevat vain EVL:n mukaan verotettavia elinkeinonharjoittajia, joten TVL:n mukaan verotettavan tekemät lainausopimukset realisoivat luovutusvoiton tai tappion.

8. Varallisuusverotus

Varallisuusveroa suoritetaan VVL:n mukaan siitä rahanarvoisesta omaisuudesta, mikä verovelvollisella on verovuoden päättyessä. Verovelvollisia ovat Suomessa asuneet henkilöt, kotimaiset kuolinpesät sekä kotimaiset yhteisöt. VVL 5 §:n nojalla julkisoikeudelliset yhteisöt, sijoitusrahastot, yleishyödylliset yhteisöt sekä kotimaiset osakeyhtiöt, osuuskunnat ja muut yhteisöt, joiden osakkaan veronalaisia varoja ovat hänen osuutensa yhteisössä, ovat varallisuusverosta vapaita.

Veronalaisiksi varoiksi katsotaan verovuoden päättyessä oleva rahanarvoinen omaisuus, kuten osakkeet, merkintäoikeudet, osuudet, sijoitusrahasto-osuudet, optiotodistukset sekä kori- ja osakeoptiot. Lähdeverolain mukaan ne talletukset ja arvopaperit, joista on pidätetty tässä laissa säädetty lähdevero, eivät ole verovelvollisen veronalaista varallisuutta.

Arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettussa julkisessa kaupankäynnissä olevan osakkeen verotusarvo on 70 % osakkeen käyvästä arvosta. Käyvän arvon määrää verohallitus verovuoden viimeisen kaupankäyntipäivän kaupantekokurssin perusteella. Muut arvopaperit, kuten merkintäoikeudet, optiot ja sijoitusrahasto-osuudet, arvostetaan niiden käypään arvoon, jolla tarkoitetaan omaisuuden todennäköistä luovutushintaa.

Sijoitusrahasto-osuuksien varallisuusverotus poikkeaa suorasta arvopaperisijoittamisesta sekä osakerahastojen että ennen muuta korkorahastojen osalta. Kun suora sijoitus joukkovelkakirjaan ja myös talletukset ovat lähdeverolain perusteella varallisuusverotuksessa veroton, vastaaviin joukkovelkakirjoihin sijoittavan korkorahaston rahasto-osuudet ovat veronalaista käyvästä arvostaan.

9. Varainsiirtoverolaki ja leimaverolaki

Varainsiirtoverolailla (931/1996) korvattiin leimaverolain arvopaperien luovutusta koskevat vanhentuneet ja tulkinnanvaraiset säännökset. Pääsäännön mukaan arvopaperin luovutuksesta on luovutuksensaajan suoritettava veroa 1,6 % kauppahinnasta tai muun vastikkeen arvosta. Arvopaperien vaihdossa veroa on suoritettava kummastakin luovutuksesta. Varainsiirtoveroa ei kuitenkaan suoriteta myytäessä tai vaihdettaessa pörssi-arvopapereita tai muita arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita. Myöskään veroa ei suoriteta optiokauppalaissa (772/1988) tarkoitetussa optioyhteisössä vakioidun johdannaisopimuksen perusteella.

Leimaverolain mukaan leimaveroa on suoritettava muun muassa velkakirjasta ja shekkitali- tai muusta lainasopimuksesta, kun se annetaan valtiokonttorille, luottolaitokselle, vakuutuslaitokselle, eläkelaitokselle, arvopaperinvälitysliikkeelle, ulkomaisen luottolaitoksen Suomessa olevalle sivukonttorille tai muulle lainausliikettä harjoittavalle laitokselle tai kassalle. Leimaveron määrä on 1,5 % lainan pääomasta tai jos sopimus on tehty enintään 9 kuukauden ajaksi 1,5 % vuodessa.

Vuonna 1995 leimaverolakiin lisättiin 47 b § (1536/1995), jonka mukaan leimaverosta ovat vapaita joukkovelkakirjojen takaisinostosopimukset, jos

- 1) sopimus koskee yleisön merkittäväksi tarjottua joukkovelkakirjalainaa, joka erääntyy yli vuoden kuluttua lainan liikkeeseenlaskusta, taikka Suomen valtion, Suomen Pankin, suomalaisen kunnan, kuntayhtymän, vakuutuslaitoksen, luottolaitoksen tai muun arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetun arvopaperinvälittäjän liikkeeseen laskemaa joukkovelkakirjalainaan rinnastuvaa velallisen sitoumusta;
- 2) sopimus on tehty sellaisen yhteisön kanssa, joka harjoittaa sopimuksen kohteena olevia arvopapereita koskevien sitovien osto- ja myyntitarjousten antamista ja julkistamista jatkuvasti tai pyydettyäessä arvopaperipörssin, optioyhteisön, arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai Suomen Pankin kanssa tehdyn sopimuksen nojalla, ja joka harjoittaa tällaisiin tarjouksiin perustuvaa kaupankäyntiä 1 kohdassa tarkoitetuilla arvopapereilla omaan lukuun;
- 3) sopimuksen selvitys tapahtuu suomalaisessa osakeyhtiössä, joka ammattimaisesti ja säännöllisessä menettelyssä harjoittaa takaisinostosopimusten selvitystoimintaa; ja
- 4) rahoitustarkastus on hyväksynyt sopimuksen ehdot.

Laki tuli voimaan 1.1.1996 kuitenkin niin, että 3 kohtaa ei sovellettu sopimuksiin, jotka oli annettu kahdeksan kuukauden aikana lain voimaantulon jälkeen. Tämän määräajan jälkeen lakia on tulkittu siten, että verotuksellinen harkintavalta asiassa on jäänyt 4. kohdan mukaisesti sopimuksen hyväksyvälle rahoitustarkastukselle.

10. Yksilöllisten eläke- ja henkivakuutusten (sijoitusvakuutusten) verotus

Yksilölliset sijoitusvakuutukset ovat arvopaperisijoituksiin rinnastettavia ja niiden kanssa kilpailevia sijoituskohteita. Vakuutussijoittaminen eroaa olennaisesti perinteisestä vakuutuksesta. Ensiksi vakuutustapahtuma eli ajankohta, jolloin säästöt otetaan käyttöön, on tarkoin tiedossa. Toiseksi kukin vakuutuksenottaja saa maksamiaan vakuutusmaksuja vastaavan säästösumman tai eläkkeen.

Yksilöllisiä vakuutustyypppejä on kaksi: henkivakuutuksia ja eläkevakuutuksia. Henkivakuutukset jakautuvat säästöhenkivakuutuksiin, joissa vakuutuksenottaja maksaa useita pieniä summia säännönmukaisesti, ja sijoitusvakuutuksiin, joissa vakuutusmaksu maksetaan kerralla. Eläkevakuutuksessa korvausetus maksetaan edunsaajalle säännöllisesti toistuvina

erinä, kun taas henkivakuutus maksetaan kertasuorituksena.

Vakuutuksen tuotto voi perustua hallinnolliseen laskuperustekorkoon sekä vakuutusyhtiökohtaiseen lisäkorkoon. Laskuperustekorona katon määrää sosiaali- ja terveysministeriö. Lisäkorko riippuu siitä, kuinka hyvin vakuutusyhtiö on onnistunut sijoitustoiminnassaan. Vakuutuksen tuotto voi perustua myös sijoitussidonnaiseen tuottoon (ns. unit linked -vakuutus). Sijoituspäätöksiä ei tällöin jätetä vakuutusyhtiölle, vaan sijoitustoiminta uskotaan rahastoyhtiölle, jolloin vakuutussijoituksen tuotto määräytyy sijoitusrahaston menestyksen kautta. Vakuutuksenottoja valitsee itselleen sopivimman rahaston tai rahastot. Unit linked -vakuutusten verotuksellisenä lisäetuna verrattuna suoraan rahastosijoittamiseen on, että vakuutuksenottaja voi kesken vakuutuskauden vaihtaa sijoituksiansa rahastosta toiseen ilman luovutusvoittoveroa.

Vapaaehtoinen eläkevakuutus on vanhuuseläkevakuutus ja perhe-eläkevakuutus sekä tällaiseen vakuutukseen liittyvä työkyvyttömyyseläkevakuutus ja työttömyyseläkevakuutus. Eläke maksetaan toistuvina erinä puolivuositain tai lyhyemmin väliajoin vakuutetun tai edunsaajan jäljellä olevan eliniän tai vähintään kahden vuoden ajan.

Verovelvollisella on oikeus vähentää puhtaasta ansiotulostaan tietyin edellytyksin lakisääteisen eläketurvan lisäksi otetun lisäeläketurvan maksut kokonaisuudessaan. Tämän lisäksi verovelvollisella on oikeus vähentää omasta ja puolisonsa vapaaehtoisen eläkevakuutuksen maksuja 50 000 markan määrään saakka vuodessa, jos

- 1) vakuutukseen perustuvaa eläkettä vakuutussopimuksen mukaan aletaan vanhuuseläkkeenä maksaa aikaisintaan vakuutetun täytettyä 58 vuotta; ja jos
- 2) vakuutukseen perustuva eläke olisi yhdessä vakuutetun muuhun pakolliseen ja vapaaehtoiseen eläketurvaan perustuvien eläkkeiden kanssa enintään 66 prosenttia tulosta, jonka perusteella vakuutetun lakisääteinen eläke laskettaisiin, jos hän olisi vakuutuksen ottamisvuonna tullut työkyvyttömäksi.

Jos eläkkeen alkamisikä vakuutussopimuksen mukaan on alempi kuin 65 vuotta, edellä mainittua prosenttiosuutta pienennetään 3,3 prosenttiyksiköllä jokaista alkavaa vuotta kohden, jolla eläkeikä alittaa 65 vuotta, jollei verovelvollisen kokonaiseläke ole enemmän kuin 5 000 markkaa kuukaudessa tai yrittäjien kohdalla enintään lakimääräisen enimmäiseläketurvan suuruinen.

Vapaaehtoisen eläkevakuutuksen maksut ovat aina, vaikka selvitystä edellä mainittujen edellytysten täyttymisestä ei esitettäisikään, vähennyskelpoisia siltä osin kuin ne ovat verovuonna enintään 15 000 markkaa ja enintään 10 prosenttia verovelvollisen verovuoden puhtaasta ansiotulosta, jos eläkettä aletaan maksaa aikaisintaan vakuutetun täytettyä 58 vuotta.

Siltä osin kuin vapaaehtoinen eläkevakuutus ei täytä edellä mainittuja edellytyksiä, verovelvollisella on oikeus vähentää sen maksuista 60 prosenttia vuodessa, kuitenkin enintään 30 000 markkaa.

Kertamaksullisen eläkkeen tai erillisenä myönnetyn työkyvyttömyyseläkevakuutuksen maksut eivät ole lainkaan vähennyskelpoisia. Verovelvollisen itsensä ottaman kertamaksullisen eläkevakuutuksen vakuutusmaksujen palautuksesta, takaisinostoarvosta tai muutosarvosta on veronalaista tuloa vakuutuksen tuotto. Veronalainen tuotto jakautuu ansio- ja pääomatuloksi verovelvollisen iästä riippuen: mitä nuorempi verovelvollinen on, sitä suurempi osuus tulosta on ansiotuloa (TVL 81 §).

Ulkomaisesta vakuutuslaitoksesta otetun vapaaehtoisen eläkevakuutuksen maksut eivät ole vähennyskelpoisia. Vakuutus katsotaan kuitenkin Suomesta otetuksi, jos sen on myöntänyt ulkomaisen vakuutuslaitoksen Suomessa oleva kiinteä toimipaikka.

Eläkevakuutuksesta aikanaan maksettava eläke on saajalleen veronalaista ansiotuloa (TVL 79 §).

Eläkevakuutusmaksujen verovähennysmahdollisuudet tarjoavat tällä hetkellä ainoan keinon vaikuttaa itse verotettavan ansiotulon määrään.

Henkivakuutukset kilpailevat niin ikään sijoittajien varoista. Henkivakuutusmaksut eivät ole verotuksessa vähennyskelpoisia. Henkivakuutukset ovat kuitenkin varallisuusverottomia sijoituksia, jotka tarjoavat verosuunnittelumahdollisuuksia perintö- ja lahjaverotuksessa.

Pääsäännön mukaan perintöveroa suoritetaan myös henkivakuutuksen perusteella saadusta vakuutuskorvauksesta. Siltä osin kuin vakuutuskorvaus on tuloverotuksessa veronalaista tuloa, se on perintöverosta vapaa.

Vakuutuskorvaus on kuitenkin perintöverosta vapaa siltä osin kuin kunkin edunsaajan tai perillisen saama vakuutuskorvaus on enintään 200 000 markkaa. Jos edunsaajana on leski, verosta vapaaksi osaksi katsotaan puolet tai kuitenkin vähintään 200 000 markkaa lesken edunsaajamääräyksen nojalla saamien vakuutuskorvausten yhteismäärästä.

Vakuutuksesta edunsaajamääräyksen nojalla vastikkeetta saatua vakuutuskorvausta pidetään lahjana. Tällaiset vakuutuskorvaukset ovat lahjaveroista vapaita siltä osin kuin niiden yhteismäärä kolmen vuoden aikana on enintään 50 000 markkaa. Tämän lisäksi saman kolmen vuoden aikana voi lahjanantaja lahjoittaa muita verovapaita lahjoja, joiden yhteinen arvo on alle 20 000 markkaa.

Varallisuusverotuksessa eläkevakuutus muuttuu veronalaiseksi varallisuudeksi, kun eläkettä aletaan maksaa ja oikeutta eläkkeeseen verovuoden päättyessä on jäljellä vähintään viisi vuotta (VVL 9.2 § 2 kohta). Säästöhenkivakuutukset on oikeuskäytännössä katsottu varallisuusverotuksessa verovapaiksi.

11. Uudistettuun osakeyhtiölakiin liittyviä verokysymyksiä

Osakeyhtiölain laaja uudistus (145/1997) tuli voimaan 1.9.1997. Uusissa säännöksissä on monia rahoitusmarkkinoita koskevia säännöksiä, jotka vaikuttavat myös verotukseen. Seuraavassa käsitellään uusien rahoitusinstrumenttien (pääomalaina, etuosake ja optio-oikeus) sekä omien osakkeiden ostamiseen liittyviä kysymyksiä voimassa olevien verosäännösten pohjalta. Lisäksi sivutaan osakeyhtiön jakautumiseen liittyviä vero-kysymyksiä.

11.1. Pääomalaina

Pääomalaina muistuttaa laissa sääntelemätöntä vakautettua lainaa, joka rinnastetaan ja merkitään erillisenä eränä yhtiön omaan pääomaan. Lainalla on maksukyvyttömyystilanteissa kaikkia muita velkoja huonompi etuoikeus.

Pääomalainaa ei voida lyhentää eikä sille voida maksaa korkoa, ellei yhtiön ja konsernin sidottua omaa pääomaa ja muita jakokelvottomia eriä ole kokonaisuudessaan katettu.

Pääomalainalle jaettu korko pienentää tilikauden voitonjakokelpoisten varojen määrää. Jos pääomalainalle kuitenkin maksetaan korkoa tai muuta hyvitystä, voidaan kysyä, onko

jaettu erä verotuksessa luonteeltaan korkoa vai osingon luonteinen suoritus omaan pääomaan kirjaamisen johdosta. Oikeuskäytännössä on katsottu (KHO 29.9.1995 T 3932), että vakautetulle lainalle maksettu korko oli maksavalle yhtiölle vähennyskelpoinen kulu, joka vähennettiin sen vuoden kuluna, jolta se maksettiin. Koska osakeyhtiölain mukaisen pääomalainan tarkoituksena on yhdenmukaistaa vakautettua lainaa koskeva käytäntö, tulisi pääomalainalle maksettua korkoa käsitellä kuten vakautetun lainan korkoa. Maksajalla olisi siten oikeus vähentää korko verotuksessaan ja saajalle korko on veronalaista tuloa. Yksityishenkilölle tulo olisi kokonaisuudessaan pääomatuloa. Myös verohallitus on ottanut tämän kannan EVL:n soveltamista koskevassa verotoimistoille 4.9.1997 antamassaan ohjeessa 5/1997.

Pääomalainalla on merkitystä myös yhtiön nettovarallisuutta laskettaessa, koska laina voi olla omaan pääomaan rinnastettavana yhtiön nettovarallisuutta kasvattava erä tai lainana sitä vähentävä erä. Ilman lain säännöstä asiaa ei voi yksiselitteisesti ratkaista. Verohallituksen edellä mainitun ohjeen mukaan pääomalaina vähentää yhtiön nettovarallisuutta.

11.2. Etuosake

Osakeyhtiön osakkeet voivat olla erilaisia erilaisen äänimäärän tai niiden yhtiön varoihin tuottaman oikeuden perusteella. Yhtiöllä voi olla etuosakkeita, joihin liittyy yhtiön varojen jaossa erityinen taloudellinen etu verrattuna äänivaltaisiin osakkeisiin. Etu voi olla jako-osainen tai jako-osaton tai niiden yhdistelmä. Jako-osaton etu on oikeus tiettyyn ennalta sovittuun yhtiön tuloksesta riippumattomaan hyvitykseen, joka maksetaan ennen muiden osakkeenomistajien osinkoja. Jako-osainen etu tarkoittaa suurempaa osuutta yhtiön varoihin, kuten esimerkiksi suurempaa osinkoprosenttia verrattuna muihin osakkeisiin. Äänioikeuden etuosakkeet tuottavat vain silloin, kun yhtiöjärjestyksestä muutetaan siten, että muutos koskee etuosakkeen omistajan oikeutta tai kun yhtiö jättää maksamatta osakkeen tuottaman jako-osattoman osingon tai muun hyvityksen.

On epäselvää, verotetaanko etuosakkeesta maksettua hyvitystä korkona vai osinkona. TVL:ssa ei määritellä, minkälaiset suoritukset ovat osinkoa. Jos jako-osattomasta etuosakkeesta saatu hyvitys olisi osinkoa, tulisi määrätä etuosakkeen matemaattinen arvo, koska vain pörssiyhtiöstä saatu osinkotulo on pääomatuloa, kun taas muista yhtiöstä saatu osinkotulo jaetaan osakkeiden matemaattisen arvon perusteella ansio- ja pääomatuloksi. Voimassa olevan valtiovarainministeriön päätöksen (1539/1994) mukaan matemaattinen arvo lasketaan jakamalla yhtiön nettovarallisuus yhtiön osakkeiden määrällä, jolloin etuosakkeen matemaattinen arvo olisi sama kuin muidenkin osakkeiden.

Jos etuosakkeelle maksettu hyvitys katsottaisiin koroksi, olisi hyvitys TVL:n mukaan pääomatuloa. Kun kysymys on osakepääomaan kuuluvista osakkeista, ei hyvitystä voitane pitää korkona.

11.3. Optio-oikeudet

Osakeyhtiö voi osakeyhtiölakiuudistuksen jälkeen laskea liikkeeseen osakkeiden merkintään oikeuttavia optioita, joihin ei liity laina-osuutta. Jos optio-oikeudesta maksetaan yhtiölle vastiketta, kirjattaneen se osakeyhtiölain mukaan pääomasijoituksena yli-kurssirahastoon, joka on sidottua omaa pääomaa. Nykylainsäädännöstä esitettyjen kantojen perusteella optiosta maksettu vastike voidaan katsoa myös veronalaiseksi tuloksi. Asia olisi ratkaistava uudella säännöksellä.

11.4. Omien osakkeiden ostaminen yhtiölle

Osakeyhtiölakiuudistuksen jälkeen yhtiöllä on mahdollisuus hankkia omia osakkeitaan. Osakeyhtiölain mukaan tällöin ei saa loukata osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta, velkojien asemaa eikä vaarantaa luottamusta arvopaperimarkkinoihin. Vain voitonjakokelpoisia varoja voidaan käyttää omien osakkeiden hankkimiseen.

Jos yhtiö esimerkiksi osakepääomaa alentamalla lunastaa tasapuolisesti kaikkien osakkeenomistajien osakkeita, on verotuksessa yleisesti katsottu, että kysymyksessä on peitelty osingonjako, jonka tarkoituksena on siirtää yhtiön varoja osakkeenomistajille ilman osinkotulon verotusta. Tilanne voi olla sama, jos kaikkien osakkeenomistajien osakkeita hankitaan lunastamalla yhtiölle. Mahdollisuus peiteltyyn osingonjaon verotukseen on verotusmenettelylain (1558/1995) 29 §:n sanamuodon mukaan epäselvää, mutta periaatteessa mahdollista. Lakia tulisi täsmentää siten, ettei osakeyhtiölain mukaisessa omien osakkeiden ostotilanteessa synny pelkoa peitellystä osingonjaosta.

Omien osakkeiden myynnistä saatava myyntivoitto on siirrettävä ylikurssirahastoon. Tämä puoltaisi kantaa, jonka mukaan yhtiön myydessä omia osakkeitaan osakkeista saatava myyntivoitto olisi yhtiölle verovapaata pääomanhankintaa. Kysymyksessä olisi siten yhtiöön tehty pääomasijoitus, joka EVL:n mukaan ei olisi yhtiön veronalaista tuloa. Asiasta olisi otettava lakiin selventävä säännös.

Omien osakkeiden hankkimista koskevia verotuksellisia kysymyksiä on tarkasteltu Peitellyn osingon verotuksen uudistamistyöryhmän muistiossa (Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 1997:11). Verohallituksen 4.9.1997 verotoimistoille EVL:n soveltamisesta koskevassa ohjeessa 6/1997 on katsottu, että verotusmenettelylain 29 §:ää ei sovelleta, kun pörssiyhtiö ostaa omia osakkeitaan arvopaperipörssistä. Saman kannan on ottanut myös Keskusverolautakunta (KVL 19/1997).

11.5. Osakeyhtiön jakautuminen

Säännökset osakeyhtiön jakautumisesta tuottavat verotuksellisia ongelmia. Osakeyhtiön jakautumisessa jakautuvan yhtiön varat siirtyvät yhdelle tai useammalle jakautuvan yhtiön perustamalle yhtiölle, josta jakautuvan yhtiön osakkeenomistajat saavat vastikkeena vastaanottavan yhtiön osakkeita. Vastike voi olla myös rahaa, muuta omaisuutta ja sitoumuksia. On epäselvää, milloin ja millä edellytyksin osakeyhtiön jakautuminen voidaan verotuksellisesti rinnastaa sulautumiseen niin, että veroseuraamuksia ei synny. Tämän lisäksi esille nousevat peiteltyyn osingonjakoon liittyvät ongelmat. Osakeyhtiön jakautumiseen liittyvät verotukselliset kysymykset on ratkaistava säädösten avulla. Verotuksellinen epävarmuus estää uusien säännösten hyödyntämisen liiketoiminnassa.

RAHOITUSMARKKINAT JA KANSAINVÄLINEN YHTEISTYÖ

1. Osallistuminen kansainväliseen yhteistyöhön

Valmistelu Euroopan unionin neuvostossa

Suomalaisia arvopaperimarkkinoita valvovat ja niitä koskevan lainsäädännön valmistelusta päävastuussa olevat viranomaiset valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinayksiköstä, Suomen Pankista ja rahoitustarkastuksen pääomamarkkinaosastolta osallistuvat kansainväliseen yhteistyöhön erilaisissa EU:n, WTO:n, OECD:n sekä EMI:n työryhmissä ja komiteoissa. Työskentely näissä elimissä on monimuotoista, sekä virallista että epävirallista. Kun EU:n komissio on julkaissut ehdotuksensa uudeksi direktiiviksi, käsitellään sitä seuraavaksi EU:n neuvostossa jäsenvaltioiden edustajista koostuvassa työryhmässä. Parhaillaan neuvostossa valmistellaan kolmea välittömästi ja viittä välillisesti arvopaperimarkkinoihin liittyvää direktiiviehdotusta:

- 1) Payment Systems -työryhmä valmistelee selvityksen lopullisuutta ja vakuuksia maksu-järjestelmissä ja arvopapereiden selvitysjärjestelmissä koskevaa direktiiviä. Ehdotuksesta saavutettiin yhteinen kanta 13.10.1997, ja se on nyt parlamentissa toisessa käsittelyssä.
- 2) Yrityssostotarjoukset -työryhmä valmistelee 13. yhtiöoikeudellista direktiiviä. Työryhmä kokoontui ensimmäisen kerran joulukuussa 1997.
- 3) Arvopaperikomitean perustamista valmistellaan tilapäisessä attaseatyöryhmässä.
- 4) Pankkisaneeraustyöryhmässä valmistellaan luottolaitosten saneerausta ja purkamista koskevaa direktiiviä. Työryhmän työskentely on väliaikaisesti keskeytynyt.
- 5) Sijoitusrahastotyöryhmässä valmistellaan sijoitusrahastodirektiivin (85/611/ETY) muuttamista. Työryhmä ei ole kokoontunut maaliskuun 1995 jälkeen.
- 6) Luottolaitosten vakavaraisuudesta (89/647/ETY) annetun direktiivin muuttamista valmistellaan kahdessa erillisessä työryhmässä.
- 7) Markkinariskidirektiivin (93/6/ETY) muuttamista valmistellaan neuvoston talous-asiain työryhmässä.
- hankkeet 6 ja 7 paketoitiin Luxemburgin puheenjohtajuuskaudella loppuvuonna 1997 yhteen, ja niistä saavutettiin polittinen yhteisymmärrys
- 8) Pysyvän 113 komitean *ad hoc* -palveluryhmä valmistelee rahoituspalveluihin liittyviä GATS-rules -kysymyksiä tarvittaessa.

Euroopan yhteisöjen komission työryhmät

Jo annettuja arvopaperimarkkinoita koskevia sisämarkkinaohjelman harmonisointi-direktiivejä implementoidaan parhaillaan kansallisiin oikeusjärjestelmiin. Lukuisissa komission alaisissa työryhmissä etsitään ratkaisuja direktiivien tulkintakysymyksiin ja selvitetään jäsenvaltioiden mielipiteitä komission suunnittelemiin uusiin hankkeisiin. Työskentely työryhmissä on luonteeltaan pääasiassa virallista, sillä jäsenvaltioiden kannat vaikuttavat suoraan komission jatkotyöskentelyyn. Komission alaisia rahoituspalvelu-kysymyksiä käsitteleviä työryhmiä, joissa Suomella on edustajia sekä valtiovarain-ministeriön rahoitusmarkkinayksiköstä, Suomen Pankin rahoitusmarkkinaosastolta että Rahoitustarkastuksesta, toimii parhaillaan 11:

- 1) Banking Advisory Committee eli pankkialan neuvoa-antava komitea (BAC) on komissiota avustava jäsenvaltioiden toimivaltaisista viranomaisista koostuva direktiivin nojalla perustettu elin, jossa tutkitaan luottolaitoksia koskevien direktii-

- vien soveltamiseen liittyviä kysymyksiä. Komiteassa komissio voi myös kuulla jäsenvaltioita uusista ehdotuksista, joita se aikoo antaa neuvostolle luottolaitosten alalla. Komiteassa ei käsitellä yksittäisiä tapauksia koskevia kysymyksiä. BAC kokoontuu noin kolme kertaa vuodessa.
- 2) High Level Securities Supervisors on komissiota avustava jäsenvaltioiden toimivaltaisista viranomaisista koostuva epävirallinen komitea, jossa tutkitaan arvopapereita, arvopaperimarkkinoita ja arvopaperinvälittäjiä koskevien direktiivien soveltamiseen liittyviä kysymyksiä. Komitea kokoontuu noin kerran vuodessa. Komitean seuraajaksi perustettaneen markkinariskidirektiiviin tehtävällä muutoksella vuoden 1998 aikana arvopaperikomitea (Securities Committee), jota koskevat säännökset käytännössä vastaisivat pankkialan neuvoa-antavaa komiteaa.
 - 3) Contact Committee on Money Laundering on rahanpesusta annetun direktiivin (91/308/ETY) kehittämiseen ja tulkitsemiseen perustettu yhteyskomitea.
 - 4) UCITS Contact Committee on sijoitusrahastodirektiivin (85/611/ETY) kehittämiseen ja tulkitsemiseen perustettu yhteyskomitea. Komitea kokoontuu noin kolme kertaa vuodessa.
 - 5) Working Group on the Interpretation of the Banking Directives (GTIAD) on luotto-laitoksia koskevien direktiivien kehittämiseen ja tulkitsemiseen perustettu työryhmä, joka valmistelee asioita BAC:lle.
 - 6) ISD Working Group on sijoituspalveludirektiivin (93/22/ETY) kehittämiseen ja tulkitsemiseen perustettu työryhmä.
 - 7) Electronic Banking group on sähköistä pankkitoimintaa tutkimaan ja sitä koskevaa sääntelyä valmistelemaan perustettu työryhmä.
 - 8) Financial Conglomerates -työryhmässä valmistellaan finanssikonglomeraattien toiminnan vakauden valvonnan tehostamista.
 - 9) Joint Working Group on Accounting and Disclosure of Financial Instruments -työryhmässä valmistellaan rahoitusinstrumenttien, erityisesti johdannaissopimusten, kirjanpito- ja tilinpäätöskäytäntöön liittyviä asioita.
 - 10) Working Group on Consolidation of Banking Directives on kaikkien luottolaitosalan direktiivien yhtenäistämistä tavoitteleva työryhmä.
 - 11) Accounting Contact Committee on tilinpäätöstä ja konsernitilinpäätöstä koskevien direktiivien (4. ja 7. yhtiöoikeudelliset direktiivit) kehittämiseen ja tulkitsemiseen perustettu komitea. Komitean työskentely vaikuttaa välillisesti myös luottolaitoksiin ja pääomamarkkinoihin.

OECD ja WTO -yhteistyö

Myös OECD:ssä on vireillä useita rahoituspalveluihin liittyviä hankkeita:

- 1) Committee on Capital Movements and Invisible Transactions on OECD-maiden välisten pääomanliikkeiden vapauttamiseen liittyviä kysymyksiä käsittelevä komitea. Komitean työtä ohjaavat OECD:n pääomanliikkeiden koodi sekä siihen tehdyt varaukset, joita jäsenvaltiot pyrkivät vähentämään.
- 2) Parhaillaan meneillään olevat MAI -neuvottelut (Multilateral Agreement on Investments) tähtäävät sijoituksien vapauttamista ja suojaamista koskevaan kansainväliseen sopimukseen.
- 3) Committee of Financial Markets keskustelee rahoitusmarkkinakysymyksistä.
- 4) Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) on rahanpesun vastaiseen taisteluun perustettu toimintaryhmä. Jäsenvaltioiden pyrkimyksiä rahanpesun torjunnassa ohjaavat FATF:n antamat suositukset.

Maailman kauppajärjestössä WTO:ssa käsitellään kansainvälisen kaupan vapauttamisen ohella rahoituspalveluiden vapauttamiseen liittyviä kysymyksiä Financial Services Committee:ssä.

Euroopan rahapoliittisen instituutin alakomiteat ja työryhmät

Euroopan rahapoliittisessa instituutissa toimii parhaillaan useita alakomiteoita ja työryhmiä, joissa Suomen Pankki on edustettuna:

- 1) Monetary Policy Sub-Committee
- 2) Foreign Exchange Policy Sub-Committee
- 3) Banking Supervisory Sub-Committee
- 4) Working Group on EU Payment Systems
- 5) Working Group on Printing and Issuing a European Banknote
- 6) Working Group on Statistics
- 7) Working Group on Accounting Issues
- 8) Working Group on Information Systems
- 9) Working Group of Legal Experts

Tämän lisäksi Suomen Pankki osallistuu Kansainvälisen järjestelypankki BIS:n puitteissa tehtävään rahoitusmarkkinayhteistyöhön.

Muut kansainväliset yhteistyöelimet

Edellä lueteltujen komission ja neuvoston työryhmien lisäksi Rahoitustarkastus on edustettuna säännöllisesti seuraavissa, erityisesti arvopaperimarkkinakysymyksiä käsittelevissä työryhmissä:

- 1) Forum of European Securities Commissions (FESCO)
- 2) Enlarged Contact Group on the Supervision of Collective Investment Funds (maailmanlaajuinen)
- 3) Informal Contact Group, joka käsittelee arvopapereilla kaupankäyntiä järjestävien markkinapaikkojen toimintaan liittyviä kysymyksiä (esimerkiksi listautuminen, esitteet, kauppaportointi). Työryhmässä on sekä viranomaisten että markkinapaikkojen edustajia EU-alueelta.
- 4) Pohjoismaisten arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten yhteiset kokoukset.
- 5) Rahoitustarkastus on lisäksi jäsen IOSCO:ssa (International Organisation of Securities Commissions), joka pyrkii maailmanlaajuisesti parantamaan markkinasääntelyä ja siten saamaan aikaan toimivammat markkinat.

Myös muut Arvopaperimarkkinat 2000 -työryhmässä edustetut viranomaiset, yritykset ja järjestöt osallistuvat arvopaperimarkkinoita koskevaan kansainväliseen yhteistyöhön.

HEX Oy:

- 1) FIBV (Federation Internationale des Bourses de Valoures, International Federation of Stock Exchanges)
 - * General Assembly / Annual Meeting
 - * Working Committee
 - * Marketing & Communication Subcommittee
- 2) FESE (Federation des Bourses Europeennes, Federation of European Stock Exchanges)
 - * General Assembly
 - * Working Committee
 - * Economics and Statistics Subcommittee
 - * Eurolist, Listing Group
 - * Eurolist, Technical Representatives
 - * European Forum Task Force

- * Informal Contact Group
- * Single Currency Steering Group
- * Task Force on ISD Implementation
- 3) ECMI (European Capital Markets Institute)
 - * Vuosikokous
- 4) Useat eri työryhmät pohjoismaisten pörssien kanssa
- 5) ECOFEX (The European Committee of Options and Futures Exchanges)
- 6) EACH (The ECOFEX Association of Clearing Houses), joka toimii ECOFEXin pysyvänä alajärjestönä
- 7) IOMA (The International Options Market Association).

Suomen Arvopaperikeskus Oy:

- 1) ECSDA (European Central Securities Depository Association) on toukokuussa 1997 virallisesti perustettu yhdistys (kotipaikka Belgia), jonka jäseniä ovat EU:n jäsenvaltioiden kansalliset arvopaperikeskukset (13). Yhdistyksen tarkoitus on lisätä keskustusten välistä yhteistyötä ja parantaa keskinäisiä yhteyksiä. Yhdistys keskittyy ensimmäiseksi Euroopan keskuspankkijärjestelmässä tarvittavan, rajat ylittävän vakuushallinnan tehostamiseen.
- 2) ISSA, International Securities Services Association (ent. International Society of Securities Administrators), on kansainvälisesti toimivien omaisuudenhoitopankkien, paikallisten omaisuudenhoitajien sekä kansallisten ja kansainvälisten arvopaperikeskusten yhdistys, jonka kotipaikka on Sveitsissä. Yhdistyksen tehtävä on kerätä ja levittää tietoa eri maiden arvopaperimarkkinoista ja arvopapereiden käsittelyjärjestelmistä, jotta markkinoiden läpinäkyvyys ja vertailukelpoisuus paranisivat. Yhdistys edustaa lähinnä kaupankäynnin ketjun loppupäässä toimivia yhteisöjä, kun ketjun alkupäässä ovat IPMA, IFMA, ICAA (sijoitusneuvonta jne.), ISDA, ISMA (välitystoiminta) ja FIBV (pörssit).
- 3) Nordic VP-seminar, joka on pohjoismaiden arvopaperikeskusten vuosittainen tapaaminen.
- 4) CSD-seminaarit ovat epävirallisen kansainvälisen arvopaperikeskusten yhteenliittymän kolmipäiväisiä seminaareja, joita järjestetään joka toinen vuosi. Seminaareissa käsitellään kansallisten arvopaperikeskusten (ml. selvityskeskusten) liiketoimintaan ja yhteistoimintaan liittyviä kysymyksiä.
- 5) SWIFT NCSD-meetings ovat S.W.I.F.T:n vuosittain kaksi kertaa koolle kutsumia Länsi-Euroopan kansallisten arvopaperikeskusten yhteisiä tapaamisia, jossa on käsitelty kansainvälisen selvitystoiminnan helpottamista, sijoituspalveludirektiivin voimaansaattamista eri maissa sekä EMU:n kolmatta vaihetta.
- 6) ANNA (Association of National Numbering Agencies srl)
 - * General Ordinary Meeting

Kauppa- ja teollisuusministeriö sekä kirjanpitolautakunta osallistuvat seuraaviin EU:n komission alaisiin kirjanpitoasioita valmisteleviin työryhmiin:

- 1) Contact Committee on Accounting Directives
- 2) Accountig Advisory Forum

Suomen Pankkiyhdistys ry osallistuu kansainväliseen yhteistyöhön seuraavissa organisaatioissa:

- 1) Banking Federation of the European Union
 - * Board
 - * Executive Committee
 - * Banking Supervision Committee

- * Communications Committee
- * Accounts Committee
- * Consumer Affairs Committee
- * EMU Committee
 - Subgroup on Monetary Policy Issues
 - Subgroup on Financial Markets
 - Subgroup on Legal Issues
- * Financial Markets Committee
- * Fiscal Committee
- * Legal Committee
- * Payment Systems Steering Group
- * Telecommunications Committee
- * Fraud Working Group
- * Working Group on Physical Security
- 2) CEFACT (esim. tietoliikennesanomien standardointi)
 - * National Coordinator
 - * Banking Specialist
- 3) Europay International S.A.
 - * Northern Regional Board
- 4) European Bank Training Network, Board
- 5) European Committee for Banking Standards
 - * Technical Steering Committee
- 6) International Swap Dealers Association, Inc., Primary contact

Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:llä on kansainvälistä yhteistyötä muiden pohjoismaisten välittäjäyhdistysten kanssa.

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry osallistuu kansainväliseen yhteistyöhön FEFSI:ssä (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement).

2. Euroopan unionin lähivuosien lainsäädäntöhankkeita

Neuvostossa vireillä olevat hankkeet

EU:n neuvostossa valmistellaan parhaillaan neljää komission tekemää arvopaperimarkkinointa koskevaa direktiiviehdotusta. Komission kesällä 1996 antaman *selvityksen lopullisuutta ja vakuuksia* koskevan direktiiviehdotuksen tavoitteena on vähentää maksu- ja selvitysjärjestelmiin liittyviä riskejä sekä varmistaa, että nettoutus on kaikissa jäsenvaltioissa oikeudellisesti pätevä ja kolmansia osapuolia sitova. Tätä välittömästi arvopaperimarkkinointiin liittyvää ehdotusta käsiteltiin neuvostotasolla intensiivisesti ja sen valmistumista voitaneen odottaa mahdollisesti jo vuonna 1998, sillä direktiivistä hyväksyttiin yhteinen kanta 13.10.1997. Yhteinen kanta on parhaillaan parlamentin toisessa käsittelyssä. Kyseinen maksu- ja arvopaperien selvitysjärjestelmiä koskeva direktiivi on entistä merkittävämpi EMU:n III vaiheen synnyttyä, joten sen odotetaan valmistuvan ilman muille arvopaperimarkkinadirektiiveille tyypillistä pitkää viivästymistä. Lopullinen direktiivi tulee saattaa voimaan 18 kuukauden kuluttua sen julkistamisesta.

Arvopaperimarkkinointia koskevat välillisesti myös vireillä olevat luottolaitoslainsäädäntöä koskevat hankkeet. Pankkisaneraustyöryhmä valmistelee *luottolaitosten saneerausta ja purkamista* koskevaa direktiiviä. Alun perin jo vuonna 1985 annettu direktiiviehdotus koskee luottolaitosten maksukyvyttömyysilanteiden sekä luottolaitoksen kotivaltion toimivaltaisten viranomaisten maksukyvyttömyysilanteissa tekemien päätösten vastavaroista tunnustamista. Ehdotuksen käsittely on kuitenkin parhaillaan pysähdyksissä Espanjan ja Ison-Britannian Gibraltarin asemaa koskevien erimielisyyksien vuoksi. *Luottolaitosten*

vakavaraisuudesta annetun direktiivin (89/647/ETY) muuttamista käsitellään kahdessa erillisessä työryhmässä, joissa kyse on pääasiassa luottolaitosten vakavaraisuuden ja riskiluokituksen hienosäädöstä, mutta jotka ovat silti osittain riitaisia. Luxemburgin puheenjohtajuuskaudella syksyllä 1997 nämä hankkeet on paketoitu yhteen kesäkuussa 1997 annetun sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävydestä annetun neuvoston direktiivin eli niin sanotun *markkinariskidirektiivin* (93/6/ETY) muutosehdotuksen kanssa. Luxemburgin tavoitteena oli saavuttaa kaikkia kolmea direktiiviä koskeva pikainen kompromissiratkaisu, ja poliittinen yhteisymmärrys saavutettiin ECOFIN -neuvostossa marraskuussa 1997.

Neuvostossa hitaasti etenevät hankkeet

Lueteltujen työryhmien lisäksi neuvoston yhteyteen on perustettu kaksi arvopaperimarkkinoita välittömästi koskevaa työryhmää, jotka eivät kuitenkaan tällä hetkellä toimi säännöllisesti. Näistä toisen tulisi valmistella direktiiviehdotusta *yritysostotarjouksista* (13. yhtiöoikeudellinen direktiivi), jonka komissio antoi helmikuussa 1996. Ennen kyseisen direktiiviehdotuksen käsittelyn alkamista on ehdotusta kuitenkin jo arvosteltu liian suureksi kompromissiksi, mistä syystä sen vaikutukset jäsenvaltioiden kansallisiin lainsäädäntöihin saattavat useassa tapauksessa olla vähäisiä. Lisäksi ehdotuksen eräät artikkelit ovat herättäneet vastustusta, joten käsittelyn alkaminen on viivästynyt. Suomi ei vastusta direktiiviä, mutta direktiivin ei kuitenkaan odoteta vaikuttavan merkittävästi nykyiseen AML:n sääntelyyn. Suomen nykysääntelylle vierain kohta ehdotuksessa lieenee 8 artikla kohdeyhtiön johdon toimintakiellosta. Direktiiviehdotus oli neuvoston käsittelyssä ensimmäisen kerran joulukuussa 1997, mutta sen käsittelyn ei odoteta etenevän Iso-Britannian puheenjohtajuuskaudella keväällä 1998, koska Iso-Britannia vastustaa annettua direktiiviehdotusta.

Epävarmuutta on usean vuoden ajan ollut myös siitä, milloin komission yritykset saavuttaa kehitystä *sijoitusrahastodirektiivin* parantamiseksi saavat konkreettisia ilmentymiä. Sijoitusrahastotyöryhmän pyrkimykset sijoitusrahastodirektiivin muuttamiseksi eivät edenneet komission vuonna 1993 tekemän ehdotuksen pohjalta, ja suuria kiistakysymyksiä vallitsi etenkin käteisrahastoista sekä siitä, missä jäsenvaltiossa sijoitusrahaston varoja säilyttävä säilytysyhteisö voi sijaita. Jälkimmäinen kysymys säilytysyhteisöjen valvonnasta ja siitä, tulisiko jatkossakin edellyttää, että säilytysyhteisö sijaitsee samassa valtiossa itse rahastoyhtiön kanssa, on herättänyt epäilyksiä myös Suomessa. Komission on pitkään odotettu antavan asiassa uuden riisutun direktiiviehdotuksen, johon otettaisiin vain ne kysymykset, joissa jäsenvaltioiden keskuudessa on ollut eniten vuosien varrella kannatusta. Vaihtoehtoiseksi etenemistavaksi komissio on myös ilmoittanut sijoitusrahastoja koskevan täysin uuden, niin sanotun kehysdirektiivin (*framework directive*) antamisen. Tällaista direktiiviä koskevia ensimmäisiä suunnitelmia komissio julkisti kesäkuussa 1997, osana yhtenäismarkkinoiden toimintasuunnitelmaa (*Commission Single Market Action Plan*). Myöhemmin komissio onkin ilmoittanut tavoitteekseen saattaa uudet ehdotukset neuvostokäsittelyyn keväällä 1998. Uuteen komissiossa suunnitteilla olevaan niin sanottuun U.C.I -direktiiviin (*Directive on financial asset management and on undertakings for collective investment not subject to Directive 85/611/EEC*) otettaisiin kaikenlaisia sijoitusrahastoja koskevia yleisiä säännöksiä, ja yksityiskohtaisesta vain tiettyjen rahastotyyppien sääntelystä luovuttaisiin. Vuoden 1985 sijoitusrahastodirektiivi jäisi komission suunnitelmien mukaan edelleen voimaan, mutta sen epäselvyyksiä herättäneitä kohtia sekä yhtymäkohtia muuhun sääntelyyn täsmennettäisiin. Näiden lisäksi neuvoston yhteydessä kokoontuu *113 komitea*, jonka *ad hoc* palveluryhmässä käsitellään WTO:ssa vireillä olevia rahoituspalvelukysymyksiä (GATS-rules).

Kolmannentoista yhtiöoikeudellisen direktiivin lisäksi myös kaksi muuta neuvostossa valmisteltavana olevaa yhtiöoikeudellista hanketta ulottavat vaikutuksensa välittömästi myös arvopaperimarkkinalainsäädäntöön. Näistä ensimmäinen on komission alun perin jo

vuonna 1985 antama ehdotus kymmenenneksi yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi eli valtiolliset rajat ylittäviä sulautumisia koskeva direktiiviehdotus (KOM (84) 727), josta komission odotetaan antavan pian täysin uuden ehdotuksen. Toinen käsiteltävänä oleva ehdotus on vuonna 1991 annettu komission ehdotus asetukseksi Eurooppayhtiöistä (KOM (91) 174), joka koskee yhteisön oikeuden alaisia yhtiöitä, joiden kotipaikkana olisi koko yhteisö sekä sitä täydentävä direktiivi, jolla säädettäisiin väljemmin ja vaihtoehtoisin velvoittein työntekijöiden edustuksesta ja yhtiön hallintomallista.

Neuvostossa on lisäksi valmisteltu markkinariskidirektiiviin ja sijoituspalveludirektiiviin (93/22/ETY) muutosta, jolla perustettaisiin niin sanottu arvopaperikomitea (*Securities Committee*). Arvopaperikomitea olisi neuvoa-antava elin, joka avustaisi komissiota arvopaperimarkkinadirektiivien yhdenmukaisessa täytäntöönpanossa käymällä keskusteluja direktiivien soveltamisessa ilmenevistä käytännön ongelmista. Arvopaperikomiteaa koskevan direktiivin odotetaan valmistuvan vuoden 1998 alkupuolella, sillä sitä käsitellään alkuvuonna 1998 neuvoston ja parlamentin yhteisessä sovittelukomiteassa.

Lueteltujen vireillä olevien lainsäädäntöhankkeiden lisäksi komission alaisissa työryhmissä etsitään ratkaisuja direktiivien tulkintakysymyksiin ja selvitetään jäsenvaltioiden mielipiteitä komission suunnittelemiin mahdollisiin uusiin hankkeisiin. Jälkimmäisiä parhaillaan komissiossa valmisteilla olevia hankkeita ovat esimerkiksi hankkeet elektronisen rahan liikkeeseenlaskua koskevan direktiivin antamiseksi, rahoitusinstrumenttien kirjanpito- ja tilinpäätössäännösten muuttamiseksi sekä finanssikonglomeraattien valvontaperiaatteiden täsmentämiseksi. Näissä kaikissa hankkeissa komission odotetaan antavan lähiaikoina direktiiviehdotuksia.

Lisäksi komissiossa valmistellaan etämyynnistä annettun direktiivin ulottamista rahoituspalvelusektorille. Ongelmalliseksi tämän direktiiviluonnoksen kannalta on osoittautunut rajanveto kuluttajien ja muiden rahoituspalveluita hankkivien välillä sekä se, että rahoituspalvelusektorilla on jo lukuisia samaa asiaa koskevia direktiivejä, mistä syystä direktiiveihin saattaa syntyä päällekkäisyyksiä.

Tulevaisuudennäkymiä

Koska EU:n sisämarkkinaohjelma rahoituspalvelusektorilla on loppusuoralla, painottunee yhteistyö EU:n tasolla lähivuosina direktiivien täytäntöönpanon valvontaan ja niillä tavoiteltavien päämäärien toteutumisen arvioimiseen. Lähivuosina EU:n komission ei odoteta, edellä lueteltujen hankkeiden lisäksi, julkaisevan uusia ehdotuksia arvopaperimarkkinoita koskeviksi direktiiveiksi, vaan se keskittyy jo annettujen keskeneräisten ehdotusten loppuun saattamiseen, direktiivien täytäntöönpanon valvomiseen sekä EMU:n III vaiheeseen valmistautumiseen. Esimerkiksi komission vuoden 1998 työohjelmassa ei ole uusia rahoituspalvelusektoria koskevia aiheita, lukuunottamatta edellä mainittuja elektronisen rahan liikkeeseenlaskua ja rahoituspalveluiden etämyyntiä koskevia hankkeita.

EU:n komissio ei ole aikaisempina vuosina osoittanut aktiivisuutta arvopaperimarkkinadirektiivien täytäntöönpanon valvonnassa, sillä sisämarkkinaohjelman loppuun saattaminen aiheutti sille paljon muita työpaineita. Direktiivien oikeaan täytäntöönpanoon saatetaan kiinnittää lähivuosina entistä enemmän huomiota, mikä merkinnee käytännössä sitä, että komissio joko omin tulkintasuosituksin tai viemällä asioita yhteisöjen tuomioistuimeen pyrkii saamaan aikaan direktiivien yhtenäisempää tulkintakäytäntöä. Komission virkamiehet ovat toistuvasti uhkailleet oikeudellisilla toimenpiteillä esimerkiksi niitä valtioita, jotka ovat rikkoneet joitain sijoitusrahastodirektiivin periaatteita. Toisaalta komissio on tulkintateitse pyrkinyt selventämään esimerkiksi eräitä toiseen pankkidirektiiviin liittyviä ongelmia antamalla yleisen edun käsitteeseen ja palvelujen rajan yli tapahtuvaan tarjontaan liittyviä kysymyksiä koskevan tiedonannon (kesäkuussa 1997). Jälkimmäinen ongelmahan on ollut

yhteisöjen tuomioistuimessa käsiteltävänä useasti. Vastaava tiedonanto saatetaan antaa erikseen myös sijoituspalveludirektiivistä, sillä sen tulkintaan liittyviä ongelmia ei ole kyetty ratkaisemaan pankkitoimintaa koskeneella tiedonannolla. Tästä huolimatta komissio on ilmoittanut, että siltä osin kuin sijoituspalveludirektiivi sisältää toisen pankkidirektiivin kanssa yhteneviä periaatteita ja artikloja, koskevat annetun tiedonannon tulkintaratkaisut komission mielestä pääsääntöisesti myös sijoituspalveludirektiiviä.

Sisämarkkinadirektiivien täytäntöönpanon valvonnan erityiseksi tavoitteeksi komissio on ilmoittanut varmistumisen siitä, että kuluttajat todella hyötyvät sisämarkkinaohjelman vapauksista ja vapautetut palvelut ovat kaikkialla yhteisön alueella kuluttajien ulottuvilla. Toukokuussa 1997 komissio julkaisi vihreän kirjan "Rahoituspalvelut: Kuinka kuluttajien odotuksiin vastataan", jonka päätavoitteena oli saada kommentteja siitä, kuinka hyvin voimassa oleva rahoituspalvelulainsäädäntö kattaa kuluttajansuojaaan liittyvät asiat vai tarvitaanko uusia kuluttajansuojaa parantavia lakialoitteita. Toisaalta komissio on useissa yhteyksissä antanut ymmärtää, että ennen kuin sen huomio siirtyy kuluttajiin, sen on varmistuttava siitä, että arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit on ainakin muodollisesti saatettu kaikkien jäsenvaltioiden oikeusjärjestelmiin ja että yhtenäismarkkinat toimivat. Tätä oletusta tukee myös em. kesäkuussa 1997 julkaistu komission toimintasuunnitelma yhtenäismarkkinoiden toiminnan tehostamiseksi.

Massiiviseksi luonnehdittavan sisämarkkinaohjelman jälkiseurauksena on odotettavissa, että lähivuosina kyseisiin direktiiveihin joudutaan tekemään muutoksia ja parannuksia. Tällainen on esimerkiksi neuvostotasolla käsiteltävä luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuussäntelyn tarkentamista koskeva ehdotus. Komissio on myös ilmoittanut aikeistaan toisen pankkidirektiivin täytäntöönpanossa ilmenneiden epäkohtien parantamiseksi. Koska EU:n arvopaperimarkkinalainsäädännön kehitys yleisesti myötäilee pankkidirektiivejä, ulottanee yhteisön pankkilainsäädännössä tapahtuva kehitys myös jatkossa vaikutuksensa arvopaperimarkkinalainsäädännön valmisteluun. Suurimpia muutoksia palvelujen tarjontaa koskevaan lainsäädäntöön aiheuttanevat kuitenkin yleistynyt elektroninen pankkitoiminta ja palvelujen tarjonnan uudet muodot, kuten Internet. Koska komissio on tulkinnut esimerkiksi elektronisen pankkitoiminnan sisämarkkina-asiaksi, on sillä toimivalta antaa asiassa minimiharmonisointiin tähtäävää lainsäädäntöä. Epäselvyyttä vallitsee kuitenkin siitä, miten ja millä aikataululla se asioiden ratkaisemiseksi etenee.

Eräiden suurten jäsenmaiden on havaittu hidastavan uusien arvopaperimarkkinoita koskevien direktiivien valmistelua, mistä syystä uusien ehdotusten julkistamiseen on suhtauduttava varauksellisesti ja niiden voidaan olettaa olevan luonteeltaan lähinnä kehysdirektiivejä. Tätä olettamusta tukee yhtäältä se, ettei yritysostotarjouksia koskevan direktiiviehdotuksen käsittely ole kunnolla alkanut (vaikka ensimmäinen kokous järjestettiinkin Luxemburgin puheenjohtajuuskauden loppupuolella) ja että sijoitusrahastodirektiivihanke on viivästynyt sekä toisaalta se, että arvopaperimarkkinoita koskevien direktiivien kodifikaatiohanke ei ole edennyt. Sen sijaan luottolaitosdirektiivien kodifiointihanke on edennyt.

Euron käyttöönottamista koskevat neuvoston asetukset sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän luomista tavoittelevat Euroopan rahapoliittisessa instituutissa valmisteltavat keskuspankkien väliset sopimukset ovat lähinnä teknisiä. Niiden vaikutus arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja arvopaperimarkkinoita koskevaan sääntelyyn on kuitenkin osittain avoin. EMU:n III vaiheeseen siirtymiseen liittyvien asetusten ja sopimusten välilliset vaikutukset kansallisiin lainsäädäntöihin saattavat olla huomattavia. Lähivuodet selkeyttänevät myös kysymystä siitä, millaisissa asioissa Euroopan keskuspankki voi vastaisuudessa antaa jäsenvaltioita sitovaa arvopaperimarkkina-lainsäädäntöä.

Johtopäätös

Euroopan yhteisöjen arvopaperimarkkinalainsäädännön harmonisointiohjelman valmistuttua siirtyy Suomen arvopaperimarkkinoiden rakenteen ja lainsäädännön kehittämisen painopiste kotimaisista lähtökohdista ja aloitteista valmisteltaviin hankkeisiin. EU:n piirissä vireillä tai suunnitteilla olevia hankkeita sekä jäsenvaltioiden kansallisia tulkinta- ja täytäntöönpanoratkaisuja on kuitenkin aktiivisesti verrattava suomalaiseen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön, jotta voidaan huolehtia suomalaisen lainsäädännön riittävästä kilpailukyvyistä ja joustavuudesta sekä kansallisesta edusta.

3. Suomen puheenjohtajakausi EU:ssa 1999

Suomen puheenjohtajuutta EU:ssa syyskaudella 1999 valmistellaan Suomessa valtioneuvoston kanslian EU-yksikön johdolla. Keskeinen asia valmistauduttaessa puheenjohtajuuskauteen on ollut niiden hankkeiden arviointi, jotka tulevat Suomen puheenjohtajuuskauden asialistalle. Asialistan rakentumiseen vaikuttavat monet eri tekijät ja toimijat. Lista voidaan laatia lopullisesti vasta keväällä 1999, mutta jo nyt on tärkeää pyrkiä valmistautumaan ja myös vaikuttamaan asialistan muotoutumiseen. Asialistaa arvioitaessa on valtioneuvostossa pyritty hahmottamaan niitä konkreettisia hankkeita, joiden voidaan nyt käytettävissä olevin tiedoin olettaa olevan asialistalla, mutta myös sellaisia laajempia asiakokonaisuuksia, joista pyritään hahmottamaan Suomen puheenjohtajuuskauden painopisteet.

EU:n neuvostossa ja komissiossa on jatkuvasti vireillä erilaisia rahoituspalveluita suoraan tai välillisesti koskevia hankkeita. Vaikka mahdollisesti puheenjohtajuuskauden asialistalle tulevia uusia arvopaperimarkkinoita koskevia hankkeita on vaikea ennakoida, on seuraavassa kuitenkin listattu sellaisia rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria ja rahoitusmarkkinoilla toimivia koskevia hankkeita, jotka voisivat tulla neuvoston asialistalle Suomen puheenjohtajuuskaudella. Koska osan nyt vireillä olevien hankkeiden käsittely on parhaillaan pysähdyksissä, voidaan olettaa, että nekin olisivat asialistalla vielä vuonna 1999.

- elektronista rahaa koskeva direktiiviehdotus
- maksu- ja selvitysjärjestelmien toimintaa ja valvontaa koskeva uusi vielä täsmentymätön hanke
- uusi sijoitusrahastodirektiiviehdotus
- luottolaitosten saneerausta ja purkamista koskeva direktiiviehdotus
- rahoitusinstrumenttien kirjanpito- ja tilinpäätössäännökset
- finanssikonglomeraattien valvontaperiaatteiden täsmentäminen
- rahoituspalveluiden etämyyntiä koskeva direktiiviehdotus
- ehdotus yritysvaltauksia koskevaksi 13. yhtiöoikeudelliseksi direktiiviksi
- rahoituspalveluvälittäjien toimintaa koskeva direktiivi
- rahoituspalvelulainsäädännön läpinäkyvyyden ja selkeyden lisääminen
- sen täsmentäminen, mitä rahoituspalvelusektorilla tarkoitetaan yleisen edun periaatteella
- luottolaitosdirektiivien ja arvopaperimarkkinadirektiivien kodifointihankkeet

Osa edellä listatuista hankkeista on mahdollisesti tai melko varmasti vireillä Suomen puheenjohtajuuskaudella, eli Suomi voi halutessaan vaikuttaa niiden etenemiseen merkittävästi. Osa listatuista hankkeista on sellaisia, joiden vireille tulo tai muu edistäminen Suomen puheenjohtajuuskaudella edellyttää todennäköisesti Suomelta erityistä panosta.



**Vuoden 1998 aikana aiemmin ilmestyneet
työryhmämuistiot**

1/1998 Ilmavoimien lisien muutostarpeet
puolustusvoimissa

2/1998 Talousarviotyöryhmä 1997



ARVOPAPERIMARKKINAT 2000

Tätä muistiota voi tilata osoitteesta

Valtiovarainministeriö

Rahoitusmarkkinaosasto

PL 286

00171 HELSINKI

Puhelintiedustelut

(09) 160 3243

ISSN 0788-6322

ISBN 951-804-001-X

