



Polina Heininen & Jyri Kinnunen

Venäjän osakemarkkinat kriisissä

CEMAT Papers 1/2009

HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU
HELSINKI SCHOOL OF ECONOMICS
Kansainvälisten markkinoiden tutkimuskeskus CEMAT



ESIPUHE

Venäjän osakemarkkinoiden vuoristoratamainen kehitys kuvastaa niitä haasteita, joita Venäjällä on ollut markkinatalouden instituutioiden luomisessa. Kehitys on aina 1990-luvulta nykypäivään ollut monessa suhteessa siirtymää kriisistä toiseen. Jokaisen kriisin seurauksena institutionaalinen kehitys on jossain määrin ottanut takapakkia. Toisaalta Venäjä on osoittanut kykynsä nousta nopeastikin aallonpohjasta, kuten vuoden 1998 ruplakriisiä ja osakekurssien romahdusta seurannut nousukausi osoitti. Muutosten äkillisyyttä ja Venäjän talouden haavoittuvuutta puolestaan kuvaa se nopeus, jolla globaali finanssikriisi iski Venäjän finanssisektoriin ja levisi reaalityöelämään loppuvuodesta 2008. Venäjän pääpörssin RTS:n yleisindeksi menetti vuoden 2008 loppuun mennessä lähes kolme neljännestä vuodentakaisesta arvostaan ja talouskasvu kääntyi pakkasen puolelle tammikuussa 2009. Tätä kirjoitettaessa on mahdoton ennustaa, milloin talous ja pörssikurssit kääntyvät jälleen nousuun. Varmaa kuitenkin on, että finanssikriisistä toivuttaessa Venäjän osakemarkkinoilla ovat vastassaan samat haasteet kuin ennen kriisiä, eli osakemarkkinoita koskevan säätelyn kehittämättömyys ja hyvän hallintotavan juurtumattomuus venäläisyrityksiin.

Tässä työpaperissa kuvataan Venäjän osakemarkkinoiden kehitystä 1990-luvulta alkuvuoteen 2009. Erityisesti tarkastellaan finanssikriisin vaikutusta osakemarkkinoihin. Työpaperi on tulosta kahdesta Venäjän rahoitusmarkkinoita käsittelevästä hankkeesta, joita rahoitti Niilo Helanderin Säätiö. Ensimmäinen hanke toteutettiin Helsingin kauppakorkeakoulun kansainvälisten markkinoiden tutkimuskeskuksessa (CEMAT) Professori Riitta Kososen johdolla ja toinen Lappeenrannan teknillisessä yliopistossa (LUT) Professori Minna Martikaisen ohjauksessa. Hankkeiden tutkijoina toimivat KTM Polina Heininen (CEMAT) ja KTM Jyri Kinnunen (LUT). Cematisa tehty tutkimus oli osa laajempaa, yritysrahoitusta Venäjällä käsittelevää tutkimusta, jonka ohjaajana toimi Prof. Kososen ohella tutkimuspäällikkö, KTT Päivi Karhunen. Kyseisen tutkimuksen tuloksena julkaistaan kevään 2009 aikana erillinen tutkimusraportti, jossa analysoidaan Venäjän pankkisektorin kehitystä sekä venäläisten pk-yritysten ja suomalaisten Venäjälle investoineiden yritysten rahoitushaasteita.

Kiitämme tutkimukseen osallistuneita osakemarkkinoiden asiantuntijoita ja yrityksiä sekä rahoittajaa Niilo Helanderin Säätiötä.

Helsingissä 20.4.2009

Prof. Riitta Kosonen
CEMAT

Prof. Minna Martikainen
LUT

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	2
2. VENÄJÄN OSAKEMARKKINAT	4
2.1 Osakemarkkinoiden kehitys	4
2.2 Arvopaperipörssit ja osakemarkkinoiden rakenne	10
2.3 Osakemarkkinoiden yleiset haasteet	15
2.4 Listautumisannit Venäjällä	18
3. ASIAANTUNTIJANÄKEMYKSET OSAKEMARKKINOISTA.....	21
3.1 Näkemykset ennen finanssikriisiä	21
3.2 Finanssikriisi ja osakemarkkinat	26
4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	32
LÄHTEET	35

KUVIOT

Kuvio 1: RTS-indeksin kehitys vuosina 1995–2009	5
Kuvio 2: RTS-indeksin viikkotuottojen volatilitteetti, %	5
Kuvio 3: Venäjän osakemarkkinoiden markkina-arvon jakautuminen toimialoittain ...	14
Kuvio 4: Venäläisyritysten listautumisannit 2005–2008, mrd. USD	19

TAULUKOT

Taulukko 1: RTS-indeksin ja toimialaindeksien kehitys vuonna 2008	8
Taulukko 2: RTS:n kaupankäyntivolyymit markkinoittain 2006–2008, milj. USD	11
Taulukko 3: MICEX:n kaupankäyntivolyymit markkinoittain 2006–2008, mrd. USD ..	12

1. JOHDANTO

Rahoitusmarkkinoiden roolia kansantalouden menestyksessä pidetään yleisesti merkittävänä. Syksyllä 2008 puhjenneen ja rahoitussektorilta lähtöisin olevan globaalin finanssikriisin johdosta tämä rooli on kansainvälisesti erittäin korostunut. Kohtuullisen tehokkaasti toimivien rahoitusmarkkinoiden perustamisella on erityisen tärkeä rooli siirryttäessä suunnitelmataloudesta markkinatalouteen. Markkinat toimivat tällöin resurssien kohdentamisen lisäksi oleellisessa roolissa yksityistämisen yhteydessä tapahtuvassa varallisuuden allokaatiossa. Rahoitusmarkkinoiden ja yritysrahoitussektorin olennaisena osana toimivat osakemarkkinat, joiden kehitys lyhyen historiansa aikana on Venäjällä ollut epävakaa. Kehittyvänä ja raaka-ainevetoisena markkinana Venäjä asettaa lisäksi omat haasteensa osakemarkkinoiden toiminnalle ja tulevaisuudelle.

Siirtymäkauden alkuvuosina osakemarkkinoiden ongelmina Venäjällä olivat mm. osakkeiden hinnanmuodostusprosessin läpinäkyvättömyys sekä tärkeimmissä yhtiöissä vapaasti vaihdettavien osakkeiden pieni osuus. Venäjän talouden ja rahoitusmarkkinoiden kehittyminen yhdessä kiihtyneen globalisaation kanssa ovat kuitenkin johtaneet osakemarkkinoiden tilanteen kehittymiseen viime vuosina. Yleinen talouskasvu on tuonut uusia yrityksiä pörssiin ja osakkeiden tuotot ovat olleet korkeita. Ulkomaisten investointien määrä on kasvanut nopeasti korkeiden tuottojen sekä investointien hajautusmahdollisuuksien motivoimana. Samaan aikaan Venäjä on kehittyvänä markkinana ollut matkalla kohti kasvavaa integraatiota maailman muiden pääomamarkkinoiden kanssa ja markkinoiden asteittaista vapautumista. Nopeasta kehityksestä johtuen myös riskit ovat edelleen korkeita ja osakkeiden hintojen kausivaihtelu suurta. Lisäksi venäläiset suuryritykset käyttävät edelleen valtaosin ulkomaisia rahoituslähteitä esimerkiksi listautumalla ulkomaisiin pörsseihin. Kurssikehitys on myös voimakkaasti riippuvainen maailmantalouden ja öljyn hinnan kehityksestä, mistä on osoituksena Venäjän pörssikurssien vuoristoratamainen kehitys syksyn 2008 globaalin finanssikriisin seurauksena.

Tämän raportin tarkoituksena on antaa yleiskuva Venäjän osakemarkkinoiden kehityksestä, rakenteesta sekä syksyllä 2008 puhjenneen finanssikriisin mukanaan tuomista haasteista. Lisäksi raportissa tarkastellaan osakemarkkinoiden käyttöä yritysten rahoitusmuotona Venäjällä. Deskriptiivisen tarkastelun ohessa raportissa kuvataan asiantuntija- ja

yritysedustajahaastatteluiden pohjalta esiin tulleita näkemyksiä Venäjän osakemarkkinoiden kehityksestä ja tulevaisuudennäkymistä. Haastattelut toteutettiin keväällä 2008 ja asiantuntijoiden osalta rajusti muuttuneen tilanteen johdosta uudelleen maaliskuussa 2009. Haastatteluaineisto koostuu kolmen suomalaisen Venäjä-sijoitusten parissa työskentelevän salkunhoitajan ja yhdeksän venäläisyrityksen edustajan haastatteluista. Haastattelujen sisältö on käsitelty yhteenvetomaisesti ja näkemykset esitetty raportissa nimettöminä.

Raportin luvussa 2 käsitellään Venäjän osakemarkkinoiden yleistä kehitystä, rakennetta, haasteita ja listautumisanteja. Luvun 3 ensimmäinen osa perustuu haastattelujen pohjalta laadittuihin yhteenvetoihin näkemyksistä Venäjän osakemarkkinoista ennen syksyllä 2008 puhjennutta globaalia finanssikriisiä. Toisessa osassa käsitellään asiantuntijoiden maaliskuussa 2009 esittämiä näkemyksiä finanssikriisin vaikutuksista. Luvussa 4 esitetään raportin yhteenveto ja johtopäätökset.

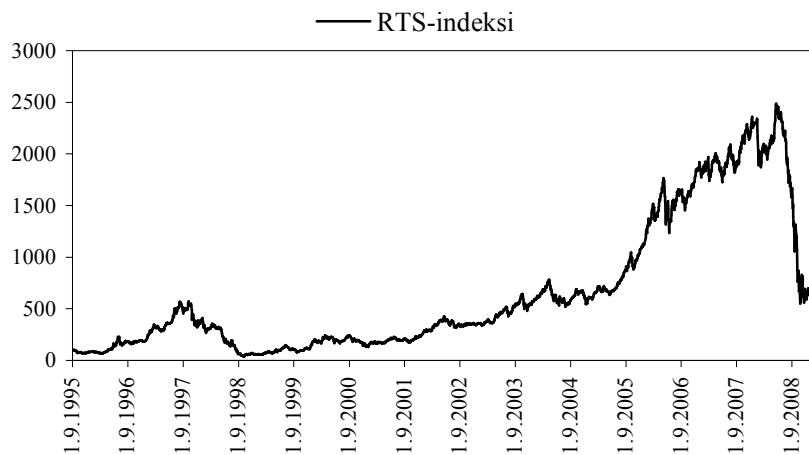
2. VENÄJÄN OSAKEMARKKINAT

2.1 Osakemarkkinoiden kehitys

Venäjän osakemarkkinoiden kehitystä voidaan tarkastella jakamalla historia kolmeen ajanjaksoon, joista ensimmäinen ulottuu osakemarkkinoiden perustamisesta aina Venäjän vuoden 1998 kriisiin. Toinen jakso käsittää presidentti ja pääministeri Putinin ja vahvan talouskasvun ajanjakson. Kolmannen jakson historiassa aloitti syksyllä 2008 puhjennut globaali finanssikriisi, jonka pitkän aikavälin seuraukset Venäjän osakemarkkinoille ja taloudelle ovat yhä osittain arvailujen varassa.

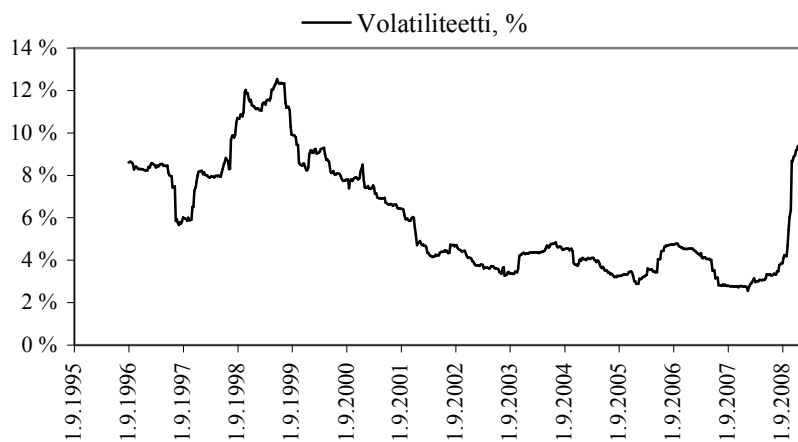
Venäjän osakemarkkinat aloittivat toimintansa käytännöllisesti katsoen tyhjästä vuoden 1994 loppupuolella. Samaan aikaan maan siirtyminen suunnitelmataloudesta markkinatalouteen oli yhä kesken. Osakemarkkinoiden historia onkin ollut vaiherikas ja heijastanut sekä taloudellisia että poliittisia tapahtumia. Ensimmäiset kaupat venäläisten yritysten osakkeilla toteutettiin vuoden 1994 loppupuolella. Venäjän ensimmäinen keskitetty pörssi RTS (Russian Trading System) aloitti toimintansa kesällä 1995. Saman vuoden syyskuussa lanseerattiin osakemarkkinoiden kehitystä kuvaava RTS-indeksi, jota käytetään yleisesti Venäjän osakemarkkinoiden kehitystä tarkasteltaessa suorituskyvyn mittarina. Toinen Venäjän pääpörssi MICEX (Moscow Interbank Currency Exchange) aloitti kaupankäynnin osakkeilla vuonna 1997. Alkuaikoina markkinoiden aktiviteettia hallitsivat ulkomaalaiset investoijat ja markkinoiden liikkeen kehittymistä leimasivat poliittisen ilmapiirin epävakaus ja pelot paluusta neuvostotyyliiseen politiikkaan ja talouteen. (Goriaev ja Zabotkin, 2006)

Kasvaneita ulkomaisia investointeja Venäjälle motivoivat investointien hajautusmahdollisuudet ja mahdollisuudet kypsempien markkinoiden tarjoamia tuottoja korkeampiin tuottoihin. Kuviossa 1 on esitetty RTS-indeksin kehitys vuosina 1995–2009. Kuten kuviosta nähdään, osakeindeksin pisteluvun kasvu 1995–1997 välisenä aikana oli erittäin voimakasta ja vuoden 1997 loppuun tultaessa pisteluku oli nelinkertaistunut alkutasostaan. Samanaikaisesti tyypillinen piirre Venäjän osakemarkkinoille oli korkea tuottojen volatiliteetti eli riski. Kuviossa 2 on esitetty RTS-indeksin viikkotuottojen volatiliteetin kehitys. Kuten nähdään, varsinkin markkinoiden alkuaikoina ja viimeaikaisten tapahtumien johdosta osakemarkkinoiden volatiliteetti on ollut korkealla tasolla.



Kuvio 1: RTS-indeksin kehitys vuosina 1995–2009

Lähde: RTS



Kuvio 2: RTS-indeksin viikkotuottojen volatiliteetti, %

Volatiliteetti on estimoitu käyttäen 52 viikon rullaavaa estimointiperiodia ja RTS-indeksin viikkotuottoja.

Lähde: RTS

Vuonna 1998 elokuussa kulminoitunut talous- ja finanssikriisi katkaisi osakemarkkinoiden lupaavan noususuhdanteen rajusti ja johti ruplan devalvoitumiseen, ongelmiin valtion lainojen hoidossa ja rajuun osakemarkkinoiden kurssilaskuun. RTS-indeksi putosi vuoden 1997 huipputasostaan seuraavan vuoden aikana yli 90 %. Kriisin takana oli Venäjän hallituksen kyvyttömyys valtion taloudellisen tilanteen tasapainottamiseen. Tämä johti kestävämpään kasvavan kotimaisen ja ulkomaisen velanoton kierteseen, joka oli toteutettava yhä korkeammalla korkotasolla seurannaisvaikutuksineen. Tilanteen kärjistyessä ulkomaalaiset sijoittajat vetivät paniikkimaisesti rahansa pois markkinoilta syventäen maan kriisiä entisestään. (Goriaev ja Zabotkin, 2006; Korhonen ja Mehrotra, 2007).

Vuoden 1998 tapahtumien jälkeen Venäjän talouskasvu alkoi melko nopeasti uudelleen valuutan devalvoitumisen ja suotuisten energiahintojen myötävaikutuksella. Ruplan romahdus toi mukanaan hintakilpailuetua ja toisaalta maksukyvyttömyys pakotti julkisen sektorin menot kuriin. Venäjän talous onkin käynyt läpi merkittäviä muutoksia ja nopea taloudellinen kasvu yhdessä raaka-aineiden hintojen suotuisan kehityksen kanssa auttoivat valtiota saavuttamaan rahatalouden vahvan ylijäämäisyyden. Lisäksi kasvanut poliittinen pääoma päätöksenteon tukena ja odotusten vakauttajana elvytti osaltaan sijoittajien uskoa Venäjän pääomamarkkinoiden mahdollisuuksiin 2000-luvun puolella. (Korhonen ja Mehrotra, 2007; Korhonen et al., 2008; Gorjaev ja Zabolkin, 2006)

Venäjän osakemarkkinoiden kehitys vuodesta 1999 aina vuoden 2008 ensimmäiselle puoliskolle oli erittäin suotuisaa ja RTS-indeksi saavutti kaikkien aikojen korkeimman pistelukunsa 2487,92 toukokuussa 2008. RTS-indeksistä laskettu vuotuisten tuottojen keskiarvo vuoden 1999 alusta vuoden 2007 loppuun ulottuvalla periodilla oli lähes 60 %. Lisäksi kuten kuvista 2 nähdään, tuottojen volatilitetti oli vuoden 1998 tapahtumien jälkeen laskusuunnassa aina viimeaikaisiin tapahtumiin asti. Tulee kuitenkin huomioida, että volatilitetti on pysynyt kaiken aikaa korkeahkolla tasolla. Lisäksi markkinoiden rakenteelliset puutteet, kuten korkea konsentraatio ja alhaiset hajautusmahdollisuudet paikallisia instrumentteja käyttäen, eivät lainsäädännön, kasvaneen sijoitusaktiivisuuden ja likviditeetin kehityksestä huolimatta ole edelleenkään poistuneet ja markkinat kärsivät niistä yhä (Gorjaev ja Zabolkin, 2006).

Suotuisa kehitys näkyi vuoden 2008 alussa, jolloin Venäjän osakemarkkinat sijoituivat maailmanlaajuisesti 12 suurimman joukkoon. Vuoden 2007 lopussa Venäjä oli markkina-arvoltaan (n. 1329 miljardia USD) isoin osakemarkkina Itä- ja Keski-Euroopassa, mutta viimeisellä sijalla muiden BRIC- maiden joukossa (Kiina, Intia, Brasilia) (FSFR, 2008). Yksi keskeinen tunnusluku, jolla mitataan osakemarkkinoiden merkitystä kansantaloudessa, on arvopaperimarkkinoiden markkina-arvo suhteutettuna maan bruttokansantuotteeseen. Vuoden 2006 loppuun mennessä tämä tunnusluku ylsi Venäjällä sataan prosenttiin, jota voidaan pitää korkeana (laskelmat perustuvat EBRD:n ilmoittamiin lukuihin, 2008). Vastaava tunnusluku EU-alueella oli keskimäärin 82 % ja muilla kehittyvillä Itä- ja Keski-Euroopan osakemarkkinoilla noin 35 % luokkaa. On kuitenkin huomioitava, että osakkeiden hintojen muutoksilla, jotka Venäjän tapauksessa ovat olleet erittäin suotuisia, on merkittävä vaikutus suhdelukuun. Esimerkiksi nykyisen finanssikriisin tapaisena erittäin poikkeuksellisena aikana

suhdeluvun käyttö on kyseenalaista. Vuoden 2008 lopussa Venäjän arvopaperimarkkinoiden markkina-arvo oli laskenut 370 miljardiin dollariin, mikä oli enää noin 31% maan bruttokansantuotteesta¹. Lisäksi voidaan todeta, että Venäjän osakemarkkinoiden hinnoittelu pysyi vielä edullisena suhteessa muihin BRIC-maihin. Venäjän P/E-luku (10–11), joka ilmaisee osakemarkkinoiden hinnan ja tuloksen suhdetta oli noin 20–25 % pienempi kuin muilla kehittyvillä markkinoilla (Talskaja, 2008).

Venäjän pääomamarkkinat ovat olleet samaan aikaan matkalla kohti kasvavaa integraatiota maailman kehittyneiden pääomamarkkinoiden kanssa ja esimerkiksi Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden ja kansainvälisien korkojen liikkeiden vaikutus Venäjän osakemarkkinoiden kehitykseen on lisääntynyt. (Anatolyev, 2005; Lucey ja Voronkova, 2005) Rahoitusteoreettisen markkinatehokkuuden näkökulmaa tarkasteltaessa, Hall ja Urga (2002) raportoivat Venäjän osakemarkkinoiden tehokkuuden laskusta ja esimerkiksi Anatolyevin (2005) mukaan heikot markkinatehokkuuden ehdot täyttyvät. Toisaalta Heinisen (2008) mukaan markkinoiden hinnanmuodostusprosessia leimaa ennustettavuus ja Venäjän osakemarkkinoilla esiintyy kalenterianomaliaita.

Osakemarkkinoiden yleistä historiaa tarkasteltaessa nousee lisäksi esiin yksittäisiä markkinoilla epävarmuutta aiheuttaneita poliittisia tapahtumia. Elokuussa 2008 puhjennut Georgia-konflikti kärjisti poliittista ilmapiiriä ja vaikutti osaltaan myös osake- ja korkomarkkinoihin. Ulkomaisten sijoittajien luottamusta heikensi myös venäläis-brittiläisen öljyalan yhteisyrityksen TNK-BP:n johtajan kohtalo. Yhteisyrityksen brittitoimitusjohtaja joutui lähtemään Venäjältä viisumiongelmien takia heinäkuussa 2008. Taustalla olivat partnerien väliset erimielisyydet yrityksen johtamistavasta. Lisäksi pääministeri Vladimir Putin asetti samassa kuussa viranomaiset teräs- ja hiilikonserni Mechelin toiminnan laillisuutta tarkastelemaan, mikä muistutti öljy-yhtiö Jukosin tapauksesta.

Syksyllä 2008 puhjennut globaali finanssikriisi katkaisi rajusti osakemarkkinoiden vuosia kestäneen suotuisan kehityksen aiheuttaen voimakkaan kurssilaskun Venäjällä ja useilla muilla kansainvälisillä markkinoilla. Kaupankäynti Venäjän pörseissä keskeytettiin valtion toimesta useaan otteeseen. Eniten pörssien laskuun on vaikuttanut raakaöljyn nopea halpeneminen. Taulukossa 1 on esitetty RTS:n yleisindeksin ja toimialaindeksien kehitys

¹ <http://www.quote.ru/rbc100/2009/01/index.shtml>

vuonna 2008. Vuoden loppuun mennessä yleisindeksi laski 631,89 pisteeseen menettäen vuodessa huimat 72,4 % arvostaan.

Taulukko 1: RTS-indeksin ja toimialaindeksien kehitys vuonna 2008

	Pisteluku periodin lopussa			Muutos, %	
	2008	2007	1 vuosi	3 vuotta	5 vuotta
RTS -indeksi	631,89	2290,51	-72,4%	-43,9%	11,4%
Öljy & kaasu	96,18	286,96	-66,5%	-49,0%	-14,5%
Tukku- ja vähittäiskauppa	72,98	369,50	-80,2%	-61,4%	-
Metalli & Kaivannaiset	88,90	360,19	-75,3%	-42,2%	55,0%
Teollisuus	60,15	407,05	-85,2%	-57,3%	-36,0%
Energia	87,69	466,78	-81,2%	-46,6%	-
Tietoliikenne	85,82	324,35	-73,5%	-38,6%	-13,2%
Rahoitus	164,54	792,06	-79,2%	-39,0%	-

Lähde: RTS

Toimialoista eniten putosi teollisuus, jonka kehitystä kuvaava indeksi menetti 85,2 % arvostaan. Vähäisin toimialaindeksin pudotus 66,5 % kirjattiin öljy- ja kaasusektorin kehitystä kuvaavalle indeksille. Vuoden 2009 alussa osakekurssit Venäjällä ovat edelleen heilahdelleet ja olleet laskusuunnassa. Pahin pudotus näyttäisi kuitenkin olevan takana. Yleinen kansainvälisesti vallitseva epävarmuus kuitenkin jatkuu ja tilanteen normalisoitumisesta on aivan liian aikaista puhua. Tapahtumien mittakaava huomioon ottaen jää nähtäväksi, miten hyvin Venäjän osakemarkkinat pystyvät elpymään ja sopeutumaan jatkossa vallitsevaan tilanteeseen. Finanssikriisin vaikutukset ulottuvat laajalti Venäjän raaka-aineveitoiseen talouteen, jonka pitkään jatkunut suotuisa kehitys on kuitenkin antanut Venäjälle enemmän liikkumavaraa kuin 1998 tapahtumien yhteydessä. Öljyn-hinnan nopea lasku, ruplan kokemat vahvat kurssipaineet ja maailmantalouden synkät näkymät eivät kuitenkaan indikoi hyvää osakemarkkinoiden ja talouden elpymisen kannalta. Toisaalta Venäjän kertyneet ylijäämät kestävät tällä kertaa myös negatiivista kehitystä ja ratkaisevaksi tekijäksi jää kansainvälisen talouden tuleva kehitys.

Venäjä on tukenut rahoitussektoria marraskuun loppuun mennessä noin 110 mrd. eurolla. Suurin osa tuesta on käytetty liikepankkien tukemiseen, mutta rahoja on käytetty myös pörssien vakauttamiseen ja erilaisten erityisrahoituslaitosten pääomittamiseen. Lisäksi

erilaisia tukitoimia on jatkettu ja suunnitteilla. Talouskehitystä pyritään tukemaan mm. yritysten veronkevennyksin. (Suomen Pankki, 2009)

Vuoden 2008 federaatiobudjetti oli alustavien tietojen mukaan ylijäämäinen. Vuoden 2009 aikana finanssiministeriö on kuitenkin joutunut muuttamaan kuluvalle vuodelle suunniteltua budjettia talousministeriön uusien tunnuslukujen pohjalta ja vuoden 2009 budjetti tulee olemaan alijäämäinen. Uudet laskelmat on laadittu raakaöljyn 41 dollarin tynnyrihinnalle aiemman 95 dollarin hinnan sijasta. Lisäksi talousministeriö arvioi tammikuussa Venäjän BKT:n supistuvan 0,3 %, inflaation olevan 13 % ja ruplan keskimääräisen kurssin dollariin nähden olevan 33,4–35,8 ruplaa. Helmikuussa ennusteita kuitenkin alennettiin jälleen ja talousministeriö arvioi BKT:n supistuvan 2,2 % kuluvana vuotena. Lisäksi Venäjän talouskehitys heikkeni tammikuussa ja työttömyysaste ylsi 8,1 %. Vuoden 2009 helmikuussa Urals-öljyn hinta oli alle 40 dollaria tynnyriltä. (Suomen Pankki, 2009)

Ruplan kokemien kurssipaineiden myötä, vuoden 2008 loppupuolella ja kuluvan vuoden aikana, yritykset ovat sijoittaneet varojaan ulkomaille ja käteisruplia on vaihdettu valuutoiksi ruplan heikkenemisen pelossa. Kehitys on osaltaan heijastunut myös pankkisektorille. Helmikuun alussa ruplan kurssi valuuttakoria vastaan vahvistui hieman, mutta 18. päivä se oli heikentynyt 40,7 ruplaan ja palasi lähelle keskuspankin aiemmin asettamaa 41 ruplan rajaa. Helmikuun puolessavälissä keskuspankin valuuttavaranto oli 387 mrd. dollaria ja pienentynyt noin 200 miljardilla kesän 2008 huipustaan. Hallitus hyväksyi lisäksi rahoitusmarkkinoiden vuoteen 2020 ulottuvan kehitysstrategian, jonka tavoitteena on parantaa arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja tätä kautta Venäjän talouskehitystä. Strategian linjauksiin kuuluvat mm. volyymin, läpinäkyvyyden, sääntelyn, verotuksen ja markkinainfrastruktuurin kehittäminen. Tavoitteena on kehittää Venäjän paikallisia rahoitusmarkkinoita. (Suomen Pankki, 2009) Tätä voidaan pitää myönteisenä seikkana. Vaikka osakemarkkinoiden nopeaa elpymistä ei ole näköpiirissä, on Venäjällä lähtökohtaisesti paremmat edellytykset selvitä tästä kriisistä verrattuna kymmenen vuoden takaiseen tilanteeseen. Toisaalta kansainvälisen tilanteen ja Venäjän talouden rakenteellisten muutoksien johdosta heikentynyt rupla ei tällä kertaa tuo vastaavaa kilpailuetua, eikä raaka-aineiden hintojen nopeaa nousua ole näköpiirissä.

2.2 Arvopaperipörssit ja osakemarkkinoiden rakenne

Venäjällä toimii useita pörssijä, joista moni on paikallisesti erikoistunut tietynlaisten hyödykkeiden tai arvopapereiden välitykseen. Useimmat niistä ovat kuitenkin kooltaan marginaalisia. Venäjän kaksi merkittävää pääpörssiä ovat RTS (Russian Trading System) ja MICEX (Moscow Interbank Currency Exchange). Venäjän arvopaperimarkkinoiden historian alkuaikana kaupankäynti tapahtui useissa erillisissä alueellisissa kaupankäyntipaikoissa. RTS perustettiin vuonna 1995, Venäjän ensimmäisenä säänneltynä ja keskitettynä arvopaperimarkkinana, yhdistämään kaupankäyntiä. RTS-indeksi, joka kuvaa pörssissä kaupankäynnin kohteena olevien likvideimpien ja markkina-arvoltaan suurimpien osakkeiden kehitystä, on käytetyin Venäjän osakemarkkinoiden suorituskyvyn mittari.

RTS sisältää kaksi keskitettyä arvopaperimarkkinaa (Classic ja T+0), indikaatiivisten noteerausten systeemin (RTS Board), johdannaismarkkinat (FORTS) ja valuuttamarkkinan (RTS money). Markkinat eroavat kaupankäynnin kohteena olevien instrumenttien, kaupankäyntijärjestelmän ja selvitysmenettelyjen osalta. Klassisella markkinalla kauppaa käydään kahdella kaupankäyntijärjestelmällä. Arvopapereiden osakkeilla kauppaa käydään ns. order-driven kaupankäyntijärjestelmässä. Kaupankäynti tapahtuu tarjouskirjan kautta pörssin välityksellä. Noteeraus- ja selvitysvaluuttana käytetään dollaria. RTS:n quote-driven järjestelmässä (säännelty OTC-alusta) kauppaa käydään osakkeilla, velkainstrumenteilla ja rahasto-osuuksilla. Noteerausvaluuttana käytetään dollaria ja selvitysvaluuttana ruplaa tai dollaria. T+0 on puolestaan arvopaperimarkkina, jossa ennakkotalletusten ehdot ovat korkeammat ja selvitys tapahtuu ruplissa. RTS:n vuonna 2001 käynnistetty FORTS toimii Venäjän johtavana johdannaismarkkinana. Vaihdetut instrumentit koostuvat erilaisista optioista ja futuureista, joista RTS-indeksiin sidotut muodostavat suurimman kaupankäyntivolyymin.

Taulukossa 2 on esitetty RTS:n vuotuiset dollarimääräiset kaupankäyntivolyymit vuosilta 2006–2008. Viimeisenä vuotena RTS:n kaupankäyntivolyymin kasvu hidastui selvästi ja jäi 10 prosenttiin. Tarkasteltaessa vuoden 2006 lukuja tulee kuitenkin huomioda, että OTC-järjestelmän kautta toteutettuja kauppia ei raportoitu Venäjällä lainkaan ennen helmikuuta 2007. RTS:n kasvu vuonna 2008 johtuu johdannaiskaupankäynnin 54,6 % kasvusta, joka oli nopeaa myös edeltäneinä vuosina. Kaupankäynti muilla RTS:n markkinoilla oli vuoden takaisesta selkeässä laskussa.

Taulukko 2: RTS:n kaupankäyntivolyymit markkinoittain 2006–2008, milj. USD

OTC-järjestelmän kautta toteutettuja kauppia ei raportoitu ennen helmikuuta 2007. OTC sisältää RTS Boardin.

	2006	2007	2008	Muutos, % 1 vuosi
FORTS	100 157	297 541	460 035	54,6%
Arvopaperit	17 319	15 237	10 711	-29,7%
OTC, raportoidut	545	374 785	285 716	-23,8%
RTS Board	545	752	436	-42,0%
Kaupankäyntivolyymi	118 041	687 563	756 462	10,0%

Lähde: RTS

MICEX perustettiin Venäjän johtavien pankkien ja maan keskuspankin toimesta 1990-luvun alkupuolella. Alun perin toiminta käynnistyi organisoidun valuuttakaupan tarpeista, mutta tähän päivään tultaessa MICEX operoi useilla rahoitusmarkkinoiden eri osa-alueilla. Valuuttamarkkinoilla toiminta alkoi vuonna 1992, valtion joukkovelkakirjamarkkinoilla vuonna 1993, johdannaismarkkinoilla vuonna 1996, osakemarkkinoilla vuonna 1997, yritysten velkainstrumenttimarkkinoilla vuonna 1999 ja rahamarkkinoilla vuonna 2004. MICEX ryhmään kuuluva MICEX SE (MICEX Stock Exchange) on Venäjän johtava yritysarvopapereiden kaupankäyntialusta, jossa kaupankäynnin kohteena ovat osakkeet, velkainstrumentit, johdannaiset ja rahasto-osuudet. Kaupankäynti tapahtuu pääasiassa order-driven järjestelmässä ja kauppaa käydään ruplamääräisenä.

Taulukossa 3 on esitetty MICEX-ryhmän kaupankäynnin vuotuiset volyymit dollarimääräisenä vuosilta 2006–2008. Luvut sisältävät erilaiset transaktiot markkinoittain. Kuten taulukosta nähdään, vuonna 2007 kasvu kaikilla MICEX:n markkinoilla oli erittäin vahvaa. MICEX-ryhmän vuotuinen kaupankäyntivolyymi saavutti 4,2 biljoonaa dollaria ja kasvoi edellisestä vuodesta yli 100 prosenttia. Vuoden 2008 loppuun tultaessa kasvu jatkui edelleen vahvana ja oli noin 40 prosentin luokkaa. Kaikilla MICEX:n markkinoilla raportoitui kasvu, joka tosin hidastui edelliseen vuoteen verrattuna selvästi. Kovin kasvu raportoitui valuuttamarkkinoille (79,5 %).

Taulukko 3: MICEX:n kaupankäyntivolyymit markkinoittain 2006–2008, mrd. USD

	2006	2007	2008	Muutos, % 1 vuosi
Valuuttamarkkinat	955,9	1493,1	2680,0	79,5 %
Velkainstrumentit, valtio	181,0	922,5	1176,5	27,5 %
Pääomamarkkinat	754,9	1708,9	1985,6	14,6 %
Johdannaismarkkinat	33,0	86,7	137,0	58,0 %
Kaupankäyntivolyymi	1924,8	4211,2	5979,1	42,0 %

Lähde: MICEX

Vuonna 2007 MICEX SE muodosti 1708,9 miljardin osuudellaan noin 40 prosenttia koko ryhmän 4,2 biljoonan dollarin kaupankäyntivolyymista. Vuonna 2007 MICEX SE:n transaktioiden dollarimääräinen volyymi (sisältää repo-, osake- ja velkainstrumenttioperaatit) kasvoi yli kaksinkertaiseksi verrattuna vuoden takaiseen 754,9 miljardiin. Viime vuonna kasvu kuitenkin hidastui ja MICEX SE:n osuus ryhmän volyymista laski hieman ollen kuitenkin edelleen yksi merkittävimmistä.

Pk-sektorin pitkäaikaisen rahoituksen tarpeita ajatellen kumpaankin pääpörssiin on vuoden 2007 aikana perustettu omat erityisalusstat sellaisille yrityksille, joiden markkina-arvo on alle 5 miljardia ruplaa (n. 131 miljoonaa euroa). RTS:llä on START- ja MICEX:llä IRK-lista. Tarkoituksena on luoda innovatiivisille kasvuyrityksille mahdollisuudet saada oman pääoman ehtoista rahoitusta yksinkertaistetuilla edellytyksillä. Tarvittavien dokumenttien määrää on vähennetty, minkä pitäisi nopeuttaa listautumisprosessia ja rahoituksen saantia. Listautujien ei myöskään tarvitse täyttää kaikkia tiedotus- ja kansainvälisten kirjanpitostandardien vaatimuksia, jotka ovat pakollisia pörssien päälistoilla. Molemmat pörssit tarjoavat myös konsultaatio- ja dokumentaatiopalveluita listautujaehdokkaille, jolloin rahoituksen hakijat saavat asiantuntijoiden apua rahoitusmahdollisuuksiensa laajentamiseksi. Toisaalta asiantuntijat pitänevät mielessään sijoittajien näkökulman: yhtiön hallinnollisiin käytäntöihin ja omistukseen liittyvät seikat, tulevaisuudennäkymät ja kehittymispotentiaali pyritään esittämään mahdollisimman selkeästi, jotta yritys herättäisi tarpeeksi luottamusta pääomamarkkinoilla ja voisi maksimoida arvostustaan.

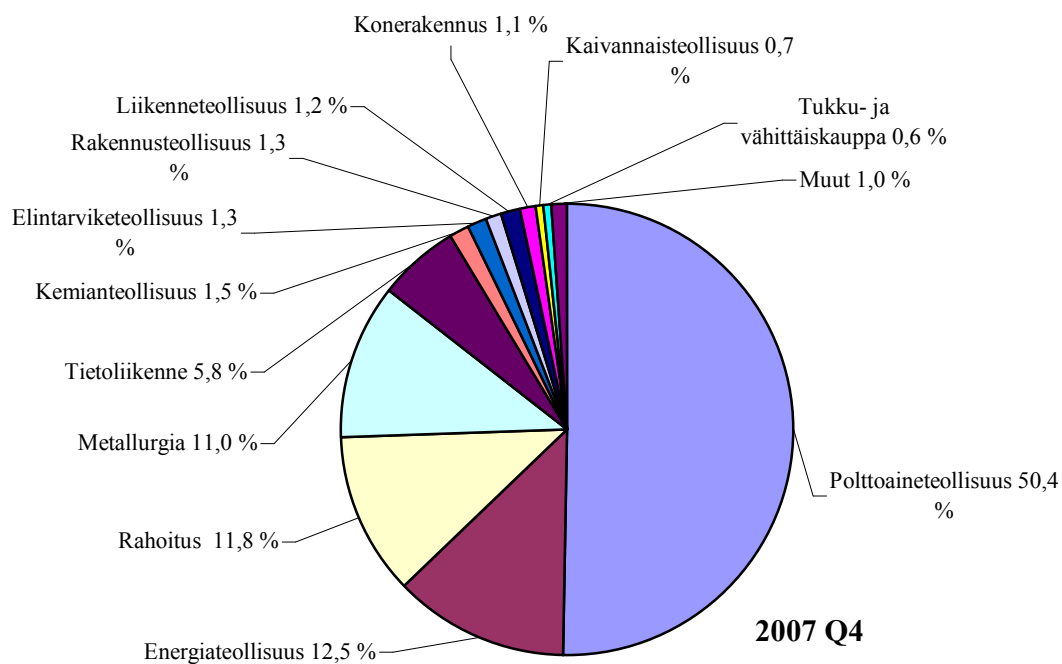
Osakekauppa Venäjällä on kasvanut 2000-luvun alusta nopeasti. Vuoden 2007 aikana keskimääräinen päivävaihto venäläisillä osakkeilla saavutti kotimaisilla ja ulkomaisilla markkinoilla yhteensä lähes 6 miljardia dollaria, jonka lisäksi raportoitiin noin 1,15 miljardin

päivittäinen paikallinen vaihto osakejohdannaisilla. Kokonaisvaihdosta noin 70 % käytiin paikallisesti ja valtaosa lopusta 30 % Lontoon tai New Yorkin pörssissä käyttäen GDR tai ADR omistusoikeustodistuksia.² Venäläisten yritysten osakkeilla paikallisesti käytävästä keskimääräisestä päivittäisestä kaupankäynnistä noin 65 % käytiin paikallisissa pörsseissä, joista kaupankäyntiä hallitsee selvästi MICEX SE. Loput 35 % käydään OTC-kauppana pääasiassa RTS:ssä, joka johtaa selkeästi kyseistä sekä johdannaiskaupan segmenttiä. Yleisenä markkinoiden kehityssuuntana on ollut paikallisten pörssien laajempi instrumenttien ja erityyppisten yritysten tarjonta. Lisäksi kaikissa ryhmissä kaupankäynnin määrät ovat kasvaneet. (MICEX, 2008)

Venäjän pääpörseillä on eroavaisuuksia käyttäjäpohjassa sekä kaupankäyntijärjestelmissä, mutta niillä on myös samankaltaisuuksia. Suuret ja keskikokoiset venäläiset yhtiöt ovat usein listautuneet sekä RTS:ään että MICEX:iin, minkä ohella rahoitusta on haettu listautumalla ulkomaisiin pörssihin Lontoossa tai New Yorkissa. Pienemmät yritykset puolestaan valitsevat listautumisen toiseen paikallispörseistä, sillä listalle oton vaatimusten täyttäminen ja listautumisprosessi vaativat suurehkoja kustannuksia.

Toinen yhdistävä tekijä on luonnonvaramonopoliin, erityisesti raaka-aine ja energiasektorin suuryritysten (Gazprom, Rosneft, Lukoil, Norilsk Nickel, ja Surgutneftgaz), hallitseva osuus osakkeiden kaupankäynnissä. Em. yhtiöt vaikuttavat merkittävästi Venäjän osakemarkkinoiden liikkeisiin ja muodostavat suuren osan molempien pörssien kokonaisvaihdosta – 30 likvidimmän yrityksen osakekauppojen osuus kattaa 98,9 % kaikesta vaihdosta (FSFR, 2008). Toistaiseksi tämä seikka nostaa Venäjän osakemarkkinoiden riskisyyttä, sillä sijoittajilla on rajalliset mahdollisuudet hajauttaa omistuksiaan eri toimialoille. Se myös korostaa talouden riippuvuutta suhdanneherkistä raaka-ainemarkkinoista.

² American Depositary Receipt (ADR) ja Global Depositary Receipt (GDR) ovat yhtiöiden liikkeelle laskemia omistusoikeustodistuksia.



Kuvio 3: Venäjän osakemarkkinoiden markkina-arvon jakautuminen toimialoittain

Lähde: FSFR, 2008

Kuten kuviosta 3 ilmenee, polttoaine- ja energiateollisuuden yhteenlaskettu osuus Venäjän osakemarkkinoista oli vuonna 2007 noin 63 %. Vuosien 2006–2007 aikana pörssien toimialarakenne on kuitenkin hieman monipuolistunut ja rahoitussektorin, telekommunikaation, kemian- ja rakennusteollisuuden osuudet ovat olleet hienoisessa kasvussa. Tämän tyyppistä kehitystä voidaan sijoittajan näkökulmasta pitää lupaavana suuntauksena, mutta todelliseen monialaistumiseen on vielä matkaa.

Muun ohella Venäjän osakemarkkinoille on ominaista valtion suuri rooli osakeomistajana. Kaupankäynnin kohteena olevista yrityksistä jopa 50 % on suoraan tai välillisesti valtion hallussa. Federatiivisen finanssimarkkinoiden laitoksen (FSFR) arvioiden mukaan vuosien 2005–2007 aikana valtion omistusosuus on myös lisääntynyt. Likviditeettiä ajatellen, valtionomistus laskee vapaan vaihdannan (engl. free float) kohteena olevien osakkeiden määrää. Venäjän vapaan vaihdannan kohteena olevien osakkeiden osuus oli vuonna 2007 BRIC-maiden alhaisin (22,4 %), kun Brasiliassa vastaava osuus oli 41,7 %, Intiassa 33,2 % ja Kiinassa 27 % (Duman omistajaohjauskomitea, 2008).

2.3 Osakemarkkinoiden yleiset haasteet

Venäjän osakemarkkinoiden tuntuvasta kasvusta huolimatta markkinat ovat lyhyehkön historiansa takia edelleen kehitysvaiheessa. Pääomamarkkinoiden rakenne ja toimintaa säätelevä lainsäädäntö ovat jatkuvan muutoksen alla. Lisäksi nykyisen finanssikriisin johdosta tilanne muuttui rajusti ja kriisin vaikutuksia Venäjän osakemarkkinoiden pitkän aikavälin kehitykseen on hankalaa arvioida.

Kotimaisilla osakemarkkinoilla on keskeinen rooli hallituksen luomassa Venäjän taloudellisen kehityksen suunnitelmassa. Uusi hallinto haluaa hyödyntää kotimaista pääomaa investointeihin, joita tarvitaan neuvostoaikaisen infrastruktuurin sekä teollisuuden uusimiseen. Lisäksi valtio tarvitsee käyttöpääomaa turvataksaan tulevaisuuden eläkemaksut. Strategisista syistä näihin tarkoituksiin on tarkoituksenmukaisempaa kehittää paikallisia markkinoita kuin käyttää ulkomaista pääomaa. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa vuodesta 2006 säädellyt federatiivinen finanssimarkkinoiden laitos on julkaissut suunnitelman ”Vuosien 2008–2012 ja pitkän tähtäimen toimenpiteet arvopaperimarkkinoiden ja niitä koskevan lainsäädännön kehittämiseksi”. Ehdotetuista keinoista ja niiden edellytyksistä kotimaisten rahoituslähteiden parantamiseksi käydään jatkuvaa keskustelua venäläisten poliitikoiden ja talouselämän edustajien keskuudessa.

Keskeisimmät puutteet, joihin tarvittaisiin muutosta, ovat valtakunnallisen arvopaperisäilytyksen puuttuminen sekä rekisterinpitäjien korkea määrä. Pääpörssillä on omat osakkeiden säilytyskeskukset ja maassa on tällä hetkellä yli 70 rekisterinpitäjää. (MICEX, 2008). Tämä vaikeuttaa olennaisesti varsinkin ulkomaisten investoijien toimintaa, sillä kaupankäynti ja varojen siirtäminen on hidasta verrattuna länsimaisiin markkinoihin. Lisäksi kauppohen selvitys edellyttää lukemattomia työtunteja, mikä nostaa kaupankäyntikustannuksia, luo tehottomuutta ja huonontaa markkinoiden likviditeettiä. Mainitut puutteet nostavat myös toimijoiden selvitysriskiä.

Lisäksi on lukuisia lainsäädännöllisiä aukkoja, jotka edellyttäisivät muutoksia arvopaperimarkkinoiden tehostamiseksi. Arvopaperimarkkinoiden toimivuutta koskevan lainsäädännön uudistamisesta on keskusteltu Venäjällä 1990-luvulta asti³. Osa

³ <http://www.expert.ru/news/2009/03/12/ins/>

lakiuudistuksista on edennyt Venäjän duuman käsittelyyn asti, mutta jäänyt ilman hyväksyntää. Sisäpiiritiedon käyttöä koskeva lakiesitys otettiin duuman ensimmäiseen käsittelyyn viimeksi kesäkuussa 2008. Esitystä kritisoitiin sen epätarkkuudesta eikä se läpäissyt edes ensimmäistä käsittelyä. Toisaalta lakiesitystä ei myöskään ole palautettu hallitukselle, joten lain uudistaminen on käytännössä jäissä.⁴ Kyseisellä lakiesityksellä pyritään parantamaan arvopaperimarkkinoiden toimivuutta tiukentamalla hallinnollista vastuuta lainsäädännön rikkomuksista. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta ja sisäpiiritiedon väärinkäytöstä annettavia hallinnollisia sakkoja aiotaan korottaa. Lakiin kirjattaisiin myös uusia rikkomuksia liittyen markkinoiden manipulointiin ja rikkomusten vanhenemisaikaa pidennettäisiin kahdesta kuukaudesta vuoteen. Toimivaltaiselle viranomaiselle halutaan antaa enemmän toimivaltaa mm. rikkomusten tunnusmerkkien määrittelyssä. (SVKK, 2008)

Muun ohella Venäjällä on vielä hyvin rajallinen kokemus omistajien ja yrityksen hallituksen mahdollisuuksista valvoa ja vaikuttaa pääjohtajien toimintaan. Vuonna 2002 hyväksytty laki hyvästä hallintotavasta (engl. corporate governance) on vain suositusluontoinen – ei velvoittava. Tämä saattaa johtaa agenttiongelmiin, jolloin omistajien ja johtajan edut ovat ristiriidassa keskenään, sillä toistaiseksi yritysjohtaja saattaa ryhtyä toimenpiteisiin, jotka eivät ole edullisia osakkeen omistajien näkökulmasta. Varsinkin vähemmistöosakkaiden asemassa on lainsäädännöllisiä puutteita, sillä mm. erilaisten yritysjärjestelyjen ja -ostojen yhteydessä he saattavat menettää osakkeidensa arvon lähes kokonaan. Erityisenä huolenaiheena on ollut lisäksi rikollisin keinoin tehtyjen yritysvaltausten lisääntyminen. Vihamieliset yritysten ja muun omaisuuden kaappaukset ovat yksi nykyaikaisen Venäjän talouden suurimmista ongelmista, koska ne heikentävät luottamusta omaisuuden suojaan, huonontavat investointi-ilmapiiiriä ja mustaavat Venäjän talouden kansainvälistä mainetta. Tuomioistuimilta puuttuu lainsäädännöllisiä edellytyksiä puuttua osaan kaappauksiin liittyvistä epärehellisistä toimista. Lainsäädäntöä on jo uudistettu esim. hallinnollisten rikkomusten osalta ja kansanedustajien käsiteltäväksi on valmisteltu täydennyksiä rikoslakiin esimerkiksi rangaistusten osalta, joita aiotaan koventaa omaisuuden kaappaamiseksi tehtyjen rikosten osalta. (SVKK, 2008)

Haasteita asettaa myös venäläisten yksityisten investojien hyvin vaatimaton osallistuminen arvopaperisijoittamiseen. Venäjällä ei ole toistaiseksi luotettavaa tilastointia

⁴ http://www.expert.ru/printissues/expert/2009/04/ni_bykam_ni_medvedyam/

yksityishenkilöiden osakesijoituksista, mutta FSFR:n arvioiden mukaan vuoden 2007 lopulla alle prosentti venäläisistä sijoitti varojaan arvopapereihin, USA:ssa vastaava luku on n. 23 % ja Japanissa jopa 58 %. Kansalaisten käytössä olevia varoja yritetään vetää osakesijoittamiseen, jotta myös kasvava pk-sektori saisi tarvitsemaansa pitkäaikaista rahoitusta. Venäläiset ovat kuitenkin 90-luvun lopun ruplan romahduksen kokemuksista johtuen varovaisia sekä pankkisäästämiseen että arvopaperisijoittamiseen liittyvissä kysymyksissä. Osakemarkkinoihin suhtaudutaan edelleen varauksella 1990-luvun alun osakehuijausten opettamina (SVKK, 2008).

Federatiivisen finanssimarkkinoiden laitos suunnittelee pääomatuloverojen leikkaamista, jotta kansalaiset saisivat lisäkannustimia arvopaperisijoittamiseen. Finanssikriisin aiheuttaman osakemarkkinoiden kurssiromahduksen jälkeen yksityisten investojien luottamusta on kuitenkin hankalaa kohentaa. Nykyisessä tilanteessa tähän tullaan tarvitsemaan paljon aikaa, tasaista markkinaolosuhteiden kehitystä ja suotuisaa yleisen talouden kehitystä.

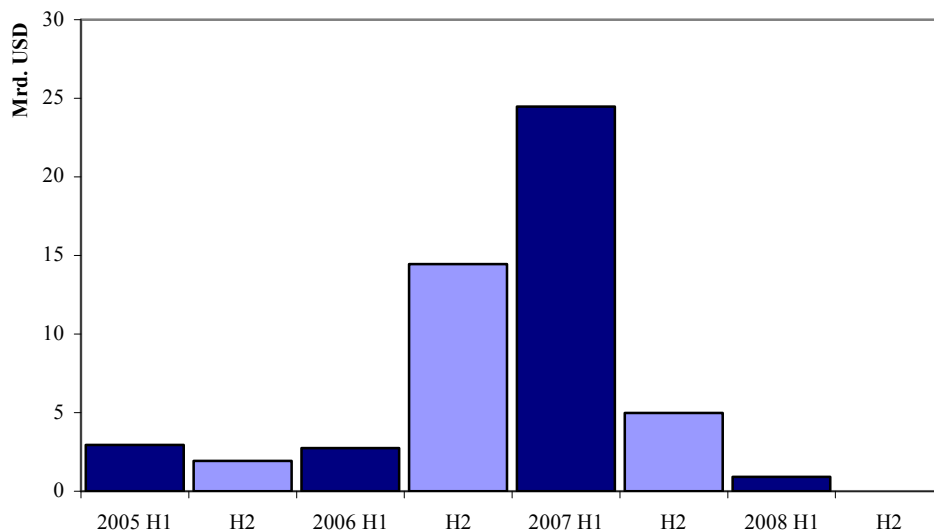
Hallitus on esittänyt kunnianhimoisia tavoitteita ja näkemyksiä Venäjän osakemarkkinoiden tulevaisuudesta. Keskipitkällä tähtäimellä, vuoteen 2012 mennessä, Moskovasta halutaan muodostaa IVY-maiden rahoitusmarkkinakeskus. Tällä tavoin halutaan voimistaa Venäjän poliittista ja taloudellista vaikutusvaltaa maailmantaloudessa. Strategisena tavoitteena, vuoteen 2020 mennessä, on saavuttaa Euroopan toiseksi isoimman finanssimarkkinan asema Lontoon jälkeen. Näillä tavoitteilla reaali-investoinnit Venäjän talouteen lisääntyisivät huomattavasti, mikä turvaisi tuotannon ja BKT:n kasvun pitkällä aikavälillä. Lisäksi ruplan hahmotellaan nousevan maailmanvaluutaksi dollarin ja euron rinnalle. (Ananjev, 2008) Nykyinen rahoitusmarkkinoiden tilanne kuitenkin puhuu tavoitteiden saavuttamista ja varsinkin aikatauluja vastaan.

2.4 Listautumisannit Venäjällä

Pankkien lisäksi osakemarkkinat ovat olennainen yritysten markkinaehtoisen rahoituksen lähde. Rahoituksen hankkiminen osakemarkkinoilta tulee usein ajankohtaiseksi yrityksen kasvuvaiheessa. Länsimaissa kasvavat yritykset, jotka ovat vakiinnuttaneet asemaansa markkinoilla, pystyvät hankkimaan lisärahoitusta toiminnalleen pörssilistautumisen kautta. Tällöin yritys vastaanottaa oman pääoman ehtoista rahoitusta listautumisannissa ja yrityksen osakkeet tulevat julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

Historiallinen ensimmäinen venäläisyhtiön listautumisanti nähtiin vuonna 1996 VimpelComin listautuessa New Yorkissa. Vuotuinen listautumisantien määrä pysyi kuitenkin vaatimattomana aina vuoteen 2005 asti, jolloin listautumisantien määrä ja koko lähtivät nousuun. Osaltaan tähän vaikuttivat Venäjän nopeana jatkunut talouskasvu, poliittisen tilanteen tasapainottuminen ja yritysten omaksumat aiempaa korkeammat läpinäkyvyyden ja hyvän hallintotavan periaatteet. Alkuaikana yrityksiä motivoivat anteihin rahoituksen keräämisen lisäksi erityisesti ulkomaisissa pörseissä listautumisen myötä saavutettu profiloituminen ja status.

Kuviossa 4 on esitetty venäläisyhtiöiden listautumisanneilla kerätyt varat puolivuositain vuosilta 2005–2008. Tiedot perustuvat PBN:n julkaisemiin vuotuisiin yleiskatsauksiin (PBN, 2006; PBN, 2007; PBN, 2008) ja vuonna 2008 julkaistuihin neljännesvuosikatsauksiin. Vuonna 2006 Rosneft muodosti yli 10 miljardin dollarin listautumisellaan yli puolet kyseisen vuoden kokonaistasosta. Kuten kuviosta nähdään, venäläisten yhtiöiden listautumisanneilla kerätyt varat lisääntyivät räjähdysmäisesti vuonna 2007. Ensimmäisen neljänneksen tiedot sisältävät valtiollisen säästöpankin, Sberbankin, 8,8 miljardin osakeannin sekä VTB:n 8,0 miljardin listautumisannin. MICEX:n ilmoittamien tietojen mukaan vuoden 2007 aikana järjestettiin yhteensä 28 listautumis- ja osakeantia, joiden yhteenlaskettu arvo (n. 31 mrd. USD) oli suurin koko Euroopassa.



Kuvio 4: Venäläisyritysten listautumisannit 2005–2008, mrd. USD

2006 H2: Rosneft (10,7 mrd.) 2007 H1: Sberbank (osakeanti 8,8 mrd.), VTB (8,0 mrd.)

Lähde: PBN

Vuosien 2006–2007 aikana toteutuneille listautumisille oli kuvaavaa isojen yhtiöiden hallitsevuus. Vuonna 2007 toteutettu valtiollisen VTB-pankin listautumisasi oli maailman suurin, keräten pääomia 8 miljardin dollarin edestä. Listautumista markkinoitiin ”koko kansan antina” ja siihen saatiin innostettua myös suuri määrä tavallisia kansalaisia. Ongelmana VTB:n annissa on pidetty jälkikäteen mm. sitä, ettei kokemattomilla sijoittajilla ollut perusteellista käsitystä yrityksen arvostuksesta ja kovasta kysynnästä johtuen osakeantia merkittiin ylihintaan.

Vuonna 2008 markkinaolosuhteet hankaloituivat ja vuoden ensimmäisellä puoliskolla kirjattiin ainoastaan muutama toteutunut venäläisyrityksen listautumisasi. Vastaavaa hidastumista näkyi maailmanlaajuisesti. Verrattuna edellisen vuoden poikkeuksellisen massiivisiin anteihin ja MMK:n, AFI Developmentin ja PIK Groupin yli miljardin keränneisiin listauksiin oli listautumisasien lasku Venäjällä kuitenkin erittäin suurta ja tasossa jäätiin myös vuosien 2005 ja 2006 luvuista. Vuoden toiselle puoliskolle tultaessa finanssikriisin vaikutukset alkoivat näkyä täysimittaisena ja listautumisasien taso romahti käytännössä nollaan. Vallitsevassa tilanteessa yritykset ovat lykänneet listautumisasiensa ajankohtaa myöhäisemmäksi. Listautumisten toteutuminen riippuu nykyisessä tilanteessa markkinoiden toipumisesta ja sijoittajien luottamuksen palautumisesta. Tämä tulee vaatimaan aikaa ja listautumisasiin kuuluvatkin nyt yritysten pitemmän tähtäimen strategioihin.

Vuodelle 2008 kirjattiin myös muutamia osakeanteja, mutta antien kokonaismäärässä jäädään kuitenkin kauas edeltäneiden vuosien tasoista.

Yleisesti tarkasteltaessa venäläisille listautumisille on ollut ominaista niiden ”valuminen” ulkomaille mm. Lontoon (LSE, AIM) tai New Yorkin (NYSE, NASDAQ) pörssiin. Ulkomaille listautumista on suosittu esimerkiksi, koska kansainvälisiltä markkinoilta on ollut huomattavasti helpompi kerätä suuria pääomia. Ulkomaisten pörssien käyttöä ovat puoltaneet kansainvälisten sijoittajien kiinnostus, tehokkaammat markkinat ja lainsäädännölliset seikat. Toisaalta vuosien 2006 ja 2007 annit ovat osaltaan osoittaneet, että Venäjälläkin voidaan kerätä massiivisia pääomia.

Venäjän valtio on ollut huolissaan yritysten listautumisesta globaaleille markkinoille, sillä se menettää vuosittain verotuloina kymmeniä miljoonia dollareita. Seurauksena on lisäksi paikallisten arvopapereiden jälkimarkkinoiden kehityksen kärsiminen. Tästä johtuen federatiivinen finanssimarkkinoiden laitos asetti vuonna 2006 lisärajoitteita osakeanneille. Venäläiset yhtiöt eivät saa laskea liikkeelle omistusoikeustodistuksina ulkomaille yli 35 % (aiemmin 40 %) yrityksen osakkeiden kokonaismäärästä ja vähintään 30 % annin määrästä täytyy sijoittaa kotimaisille markkinoille⁵.

Lainsäädännön muutoksen myötä yhtiöt laskevat nykyään liikkeelle osakkeita rinnakkain sekä globaaleille että kotimaisille markkinoille. Yritysmailman edustajat ovat kuitenkin huolissaan siitä, että heidän rahoitusmahdollisuuksiaan ulkomailta rajoitetaan valtion toimesta. Heidän mielestään hallituksen pitäisi enemmänkin huolehtia lainsäädännöllisen pohjan ja toimintaympäristön kehittämisestä kuin hallinnollisten esteiden asettamisesta. (MICEX, 2008)

Mainituista seikoista huolimatta pörssiin listautumista voidaan pitää pitkällä tähtäimellä potentiaalisena rahoitusmuotona varsinkin kasvaville keskikokoisille yrityksille. Lainsäädännön kehittyessä ja kokemuksen kertyessä osakemarkkinat luovat mahdollisuuksia pitkäaikaisen rahoituksen saamiseksi ja rahoituspohjan tasapainottamiseksi. Listatun yrityksen on myös helpompaa houkutella mukaan ulkomaisia investoijia toimintoihinsa. Listautumisantien yleinen käyttökelpoisuus on kuitenkin finanssikriisin myötä siirtynyt tulevaisuuteen.

⁵ Kts. esim. www.micex.com/off-line/pubdocs/publication_4542.pdf

3. ASiantuntijan näkemykset osakemarkkinoista

3.1 Näkemykset ennen finanssikriisiä

Tässä luvussa käsitellään suomalaisten asiantuntijoiden ja venäläisten yritysedustajien keväällä 2008 esittämiä näkemyksiä Venäjän osakemarkkinoiden kehityksestä, tulevaisuudennäkymistä ja haasteista. Lisäksi tarkastellaan haastateltavien näkemyksiä osakemarkkinoiden kaupankäynnistä ja listautumisannista yritysrahoitusmuotona. Luvun lopussa on esitetty yhteenveto haastatteluista.

Haastattelujen tarkoituksena oli koota yleisiä näkemyksiä Venäjän osakemarkkinoista, joten tarkkaan tutkimusasetelmaan perustuvaa tutkimusta ei ollut tarkoituksenmukaista suorittaa. Esiin tulleet näkemykset on esitetty yhteenvetomaisesti. Haastateltujen suomalaisten asiantuntijoiden ryhmä koostui kolmesta Venäjä-sijoitusten parissa työskentelevästä salkunhoitajasta. Venäläisten yritysedustajien ryhmään kuului yhdeksän venäläisen pk-yrityksen edustajaa, joita haastateltiin osana laajempaa, Venäjän yritysrahoitusmarkkinoita koskevaa tutkimushanketta.

Osakemarkkinoiden kehitys ja tulevaisuudennäkymät

Yleisesti ottaen *suomalaiset asiantuntijat* pitivät Venäjän osakemarkkinoiden kehittymistä myönteisenä. Arvopapereiden kaupankäyntivolyymit olivat olleet kasvussa, parantaen varsinkin suuremman kokoluokan yritysten osakkeiden likviditeettiä. Verrattaessa muihin Itä- ja Keski-Euroopan kehittyviin pörssiin tai jo kypsiin Länsi-Euroopan osakemarkkinoihin, Venäjää pidettiin erittäin potentiaalisena sijoituskohteena sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Sekä *suomalaiset asiantuntijat* että *venäläiset yritysedustajat* luonnehtivat Venäjän osakemarkkinoita kuitenkin vielä kehittyviksi markkinoiksi, joita leimaa alhainen likviditeetti.

Suomalaiset asiantuntijat suhtautuivat keväällä 2008 luottavaisin mielin Venäjän talouden ja sen myötä myös osakemarkkinoiden arvostuksen nousuun. Venäjän talouskasvun odotettiin jatkuvan länsimaita korkeammalla tasolla yksityisen kulutuksen ja infrastruktuuripanostusten vetämänä. Myönteisinä seikkoina nähtiin mm. tuloskasvu erityisesti kotimarkkinasektorilla ja keskimääräisesti hyvä makrotaloudellinen sekä poliittinen tilanne. Lisäksi osakemarkkinoiden

hintatasoa pidettiin myös verrattain edullisena suhteessa muihin kehittyviin tai länsimaalaisiin markkinoihin.

Institutionaalisten ja yksityisten sijoittajien roolit

Toistaiseksi venäläisten eläkerahastojen rooli osakemarkkinoiden toimijoina on vasta aluillaan, kun taas kehittyneillä markkinoilla institutionaaliset sijoittajat vastaavat merkittävästä osasta kaupankäyntiä. Yleisesti ottaen *suomalaiset asiantuntijat* ja *venäläiset yritysedustajat* uskoivat institutionaalisten sijoittajien merkityksen kasvavan paikallisilla markkinoilla eläkereformin edistyessä ja sen seurauksena osakemarkkinoiden kokonaisvaihdon sekä yritysten rahoitusmahdollisuuksien lisääntyvän. Tämän ohella venäläisten yksityissijoittajien aktivoitumista pidettiin tulevaisuudessa todennäköisenä. Eräs *suomalainen asiantuntija* mainitsi vallitsevan yksityishenkilöiden erittäin alhaisen aktiivisuuden syiksi mm. alhaisen tietotason, informaation puutteen, aiemmin vallinneen elintason ja yksityishenkilöiden kokeman tämän tyyppisen säästämisfilosofian ja -tuotteiden vierauden.

Venäläisten yritysedustajien keskuudessa ilmennyt skeptinen suhtautuminen arvopaperimarkkinoihin asettaa kuitenkin haasteita sijoittamis- ja säästämis-kulttuurin kehitykselle. Paikallisilla yrittäjillä oli tuoreessa mielessä vuoden 1998 talousromahdus, jonka seurauksena moni kansalainen menetti sekä pankkitalletuksiaan että muuta sijoitettua varallisuuttaan. Kansalaisten luottamus siihen, että valtio pystyisi takaamaan jonkinlaisen sijoitussuojan, oli heikohko. Lisäksi mainittiin, että suurimmalla osalla kansasta ei ole kokemusta osakesäästämisestä ja saatavilla olevaa tietoa markkinoista pidettiin riittämättömänä. Kuvaavaa oli myös, että usean *venäläisen yritysedustajan* mielestä osakemarkkinoilla pärjäävät tyypillisesti suuret sisäpiiritietoa hyväkseen käyttävät pelaajat.

Pörssit ja kaupankäynti

Suomalaiset asiantuntijat harjoittivat kauppaa kummassakin pääpörssissä, mutta RTS oli suosituampi. Syyksi tähän ilmoitettiin mm. dollarimääräinen noteeraus. Koska valtakunnallista arvopaperisäilytystä ei ole, kaupanteko eri pörssien välillä koettiin hankalaksi. Tästä syystä erityisesti ulkomaalaisten sijoittajien on vaikeaa hyödyntää pörssien eroavaisuuksia. Likviditeettisistä sijoituksista tehtiin myös länsimaille listattuihin sijoitustodistuksiin.

Kaupankäyntijärjestelmistä *suomalaiset asiantuntijat* suosisivat order-driven kaupankäyntimenetelmää OTC-markkinan sijaan. Järjestelmän etuna nähtiin mm. läpinäkyvyys, pienemmät osto- ja myyntihintojen erotukset ja välittäjien vähäisemmät mahdollisuudet toimia asiakasta kohtaan epäedullisesti. Lisäksi tehokkuuden ja markkinan kehittymisen näkökulmasta siirtymistä order-driven markkinoihin pidettiin toivottavana.

Osakemarkkinoiden ominaispiirteet

Kysyttäessä länsimaista näkökulmaa Venäjän osakemarkkinoiden ominaispiirteisiin muihin Euroopan maihin verraten, *suomalaiset asiantuntijat* pitivät keskeisimpänä seikkana puutteellista läpinäkyvyyttä yritysten kirjanpito- ja raportointitavoissa. Todettiin mm., ettei Venäjällä kaikilta osin seurata kansainvälisiä kirjanpitostandardeja, mutta mainittiin myös viimeisten vuosien aikana tapahtunut merkittävä kehitys. Eräs *asiantuntija* mainitsi, että entistä useampi yritys ja pääomistaja on ymmärtänyt läpinäkyvyyden kasvattamisen ja IFRS-standardien mukaisen raportoinnin olevan heidän omien intressiensä mukaista, todennäköisesti omaisuudenarvoa nostavaa ja myös ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostusta kasvattavaa. Lisäksi *suomalaiset asiantuntijat* ja *venäläiset yritysedustajat* olivat huomanneet selkeän tendenssin läpinäkyvyyden nousussa raportointikäytännöissä.

Suomalaiset asiantuntijat kokivat myös, että poikkeamat länsimaisista kirjanpitosäädännöistä avaavat mahdollisuuksia löytää sellaisia pk-sektorin yhtiöitä, jotka siirtyessään lähitulevaisuudessa IFRS-käytäntöihin tuovat mukanaan huomattavaa arvonnousua. Toki tällöin korostettiin riskinhallinnan tärkeyttä. Yritysjohtoa käytiin tapaamassa henkilökohtaisesti, jotta pystyttiin vakuuttamaan toiminnan uskottavuudesta, oikeellisuudesta ja potentiaalista.

Listautumisannit

Suomalaiset asiantuntijat pitivät viime vuosien listautumisantien kasvanutta määrää myönteisenä askeleena markkinoiden likviditeetin ja läpinäkyvyyden parantumiseksi. Myönteisenä nähtiin myös mm. liikkeeseen laskettujen osakkeiden kasvanut vapaan vaihdannan kohteena olevien osakkeiden osuus ja monipuolistunut pörssin rakenne, kun pienemmät eri toimialojen yhtiöt ovat vähitellen järjestäneet osakeanteja. Vastaajien mielestä

tämänkaltainen kehitys tulee jatkumaan myös tulevaisuudessa, sillä nuoremmat yrittäjät kokevat tällaisen rahoitusmuodon luontevammaksi ja ovat kiinnostuneita myös länsimaalaisten sijoittajien houkuttelemisesta. Eräs asiantuntija mainitsi myös, että yhtiöiden puolelta anneista informoimisessa olisi paljon parantamisen varaa.

Ajateltaessa pk-sektorille asetettavia vaatimuksia oman pääoman ehtoisan rahoituksen houkuttelemiseksi, *suomalaiset asiantuntijat* pitivät elinehtona siirtymistä kansainvälisten kirjanpitostandardien käyttöön. Eräs vastaaja kuitenkin korosti, ettei uusien käytäntöjen omaksuminen ole yksinkertaista huomioiden nykyisin vallitsevat käytännöt.

Venäläiset yritysedustajat pitivät listautumisantia liian vaativana yritysrahoitusmuotona pk-sektorille. Listautumisannista todettiin mm., etteivät osakemarkkinat juuri kosketa venäläistä pk-yrittäjää, listautumisen kustannukset ovat ylitsepääsemättömän suuria ja raportointivaatimukset ovat vaativia. Tässä kohtaa myös korostui tarve saada kokemusta, ymmärrystä ja koulutusta osakemarkkinan toiminnoista, ennen kuin pääomamarkkinoita voitaisiin harkita todellisenä rahoituslähteenä. Listautumisantien tulevaisuudennäkymät nähtiin kuitenkin erittäin myönteisinä, jollei osakemarkkinoilla tapahdu lähivuosina kielteistä kehitystä. Eräs *venäläisyrittäjä* totesi vekselirahoituksen olevan soveltuvampi rahoituksen lähde pienemmille yrityksille, sillä sen edellyttämät läpinäkyvyys ja kirjanpito vaatimukset ovat pienemmät. Hän myös mainitsi, että joukkovelkakirjalainojen liikkeellelasku on lisääntynyt keskikokoisten yhtiöiden keskuudessa eritoten rakennusallalla. Ennen kaikkea hän kuitenkin piti riskirahoitusrahastojen perustamista realistisempana yritysrahoitusmuotona kasvaville pk-yhtiöille. Perustoivomuksena yritysten toimintaympäristölle hän esitti vakautta, joka mahdollistaisi suunnitelmien laatimisen ja toteuttamisen pitemmällä tähtäimellä.

Näkemykset osakemarkkinoiden haasteista

Venäjän arvopaperimarkkinat ja niitä säätelevä infrastruktuuri on ollut muutoksen kohteena viime vuosien saatossa ja kansainväliset sijoittajat ovat pitäneet parannuksia positiivisina, mutta yleisesti ottaen regulaatiossa olisi yhä kehittämisen varaa. Venäläisiä osakemarkkinoita leimaavat selvitys-, säilytys- ja transaktioriskit. Ulkomaalaiset investoijat pystyvät pääsääntöisesti kotiuttamaan voittonsa kerran kuussa, mistä johtuen kauppohen selvitys on kiusallisen hidasta. (MICEX, 2008) Osaltaan tähän vaikuttaa jo mainittujen valtakunnallisen arvopaperisäilytyksen sekä rekisterinpitäjän puuttuminen.

Ylimääräinen byrokratia ja paperityö korostuivat *suomalaistenkin asiantuntijoiden* haastatteluissa. Todettiin mm. osakkeiden ja vastikkeiden selvityksen olevan usein hidasta, työlästä ja sijoittamisen kustannuksia nostavaa. Lisäksi mainittiin selvitysprosessien suuri kehittämistarve ja tehottomien prosessien luomat erikoisosaamisen vaatimukset. Yhtenäisen säilytysyhteisön puuttuminen nähtiin todellisenä ongelmana. Lisäksi haastateltavat kaipasivat jo aiemmin käsiteltyä markkinoiden läpinäkyvyyttä ja lainsäädännöllisiä muutoksia mm. sisäpiiritiedon hyväksikäyttöä koskien. Eräs asiantuntija mainitsi haasteena lisäksi Venäjällä vallitsevan kovan kysynnän ammattitaitoisesta englantia puhuvasta rahoitustaustaa omaavasta työvoimasta.

Asiantuntijat totesivat paikallisten rahoitusmarkkinoiden ongelmista mm. seuraavaa: likviditeetin ja läpinäkyvyyden kehitystä jarruttaa kaupankäynnin hajaantuminen, koska kauppaa käydään paljon paikallisesti OTC-alustoilla ja monen ison yrityksen osakkeilla suuri osa vaihdosta tapahtuu Lontoossa tai New Yorkissa omistusoikeustodistuksilla. Ongelmana nähtiin myös välittäjien häikäilemättömyys, joka näkyy esimerkiksi informaatioedun hyväksikäyttönä hankaloittaen osaltaan luotettavien yhteistyökumppaneiden löytämistä.

Yhteenveto

Yhteenvetona voidaan todeta, että sekä venäläisten yritysedustajien että suomalaisten asiantuntijoiden näkemykset Venäjän osakemarkkinoiden kehitysnäkymistä olivat valtaosin positiivisia keväällä 2008. Osakemarkkinoita luonnehdittiin kuitenkin kehittyviksi, mikä heijastuu likviditeetin vähäisyytenä. Tämä puolestaan rajoittaa kaupankäyntiä pk-sektorin osakkeilla ostajien keskittäessä sijoituksiaan likvideimpiin arvopapereihin. Osakemarkkinoiden läpinäkyvyydessä nähtiin myös toivomisen varaa esimerkiksi välittäjien perimien välityspalkkioiden julkisuuden suhteen. Toisaalta todettiin, että läpinäkymättömyys tuo mukanaan myös mahdollisuuksia sijoittajille, jotka saattavat löytää markkinoilta aliarvotettuja yrityksiä. Osakesijoittaminen ei vielä toistaiseksi ole venäläisten kuluttajien arkipäivää, mutta yksityisten sijoittajien aktivoitumista pidettiin tulevaisuudessa varsin todennäköisenä. Yksityishenkilöiden luottamusta arvopaperimarkkinoihin heikentävät kuitenkin 1990-luvun kokemukset pankkikriisien yhteydessä menetetyistä varallisuudesta.

Myös kansainvälisten sijoittajien nähtiin tulevaisuudessa lisäävän edelleen läsnäoloaan Venäjän pörseissä. Läpinäkyvyyden puute on toistaiseksi hillinnyt kansainvälisten

sijoittajien intoa. Yritysten puutteelliset kirjanpito- ja raportointikäytännöt tekevät niiden arvioinnista hankalaa ja työlästä. Läpinäkyvyyden nähtiin kuitenkin olevan lisääntymässä ja useat yritykset ovat jo ymmärtäneet kansainvälisten kirjanpitokäytäntöjen (IFRS) seuraamisen merkityksen yrityksen arvolle. Pk-yritysten osakerahoituksen kannalta siirtymistä IFRS-käytäntöihin pidettiin lähes elinehtona. Listautumisantia tosin pidettiin toistaiseksi liian haastavana pk-yrityksille juuri raportointivaatimuksista johtuen.

3.2 Finanssikriisi ja osakemarkkinat

Syksyllä 2008 puhjennut finanssikriisin johdosta tilanne Venäjän osakemarkkinoilla muuttui rajusti. Nopeasti muuttuneen tilanteen johdosta suomalaisten asiantuntijoiden näkemyksiä kartoitettiin maaliskuussa 2009 uudelleen. Tässä luvussa käsitellään haastattelujen pohjalta ilmenneitä näkemyksiä finanssikriisistä ja kriisin vaikutuksista osakemarkkinoiden kehitykseen ja tulevaisuudennäkymiin. Lisäksi tarkastellaan näkemyksiä finanssikriisin vaikutuksista osakemarkkinoiden rakenteelliseen kehitykseen, toimintaan ja Venäjän valtion toimintaa kriisin hoidossa. Luvun lopussa on esitetty yhteenveto näkemyksistä.

Osakemarkkinoiden kehitys ja tulevaisuudennäkymät

Suomalaiset asiantuntijat arvioivat Venäjän osakemarkkinoiden kehityksestä finanssikriisin puhjettua mm. seuraavaa: osakemarkkinoiden voimakas lasku oli seurausta finanssikriisistä johtuvista kansainvälisistä seikoista ja osittain kehitykseen vaikuttivat jo aiemmat Venäjän tapahtumat, joista esiin nostettiin Georgian kriisi, teräsyhtiö Mechel ja TNK-BP:n tapaus. Eräs asiantuntija mainitsi finanssikriisin aikaisen kurssilaskun voimistajaksi Venäjä-spesifit syyt, kuten heikentynyt hallintotapa. Tällä hetkellä vallitsevan hintataso katsottiin perinteisillä arvostuskertoimilla alhaiseksi muihin kehittyviin markkinoihin verrattuna. Toisaalta eräs asiantuntija arvioi hintojen sisältävän myös aiempaa Venäjä-riskiä, jota sijoittajat eivät ole vielä unohtaneet. Hän mainitsi lisäksi, että hintatason toisaalta tuleekin olla toistaiseksi edullinen.

Lyhyellä aikavälillä *asiantuntijat* katsoivat lähinnä öljyn hinnan ja ruplan vakauden määräävän osakemarkkinoiden kehityksen suunnan. Lisäksi todettiin, että viimeaikainen öljyn hinnan tasaantuminen ja vakaampi rupla ovat rauhoittaneet Venäjän osakemarkkinoiden

kehitystä ja vuoden alusta tarkasteltuna osakemarkkinat ovat pärjänneet kohtalaisesti vertailtaessa niitä Euroopan ja Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kanssa. Eräs *asiantuntija* arvioi kuluvan vuoden olevan positiivinen, mutta osakemarkkinoiden volatiliteetin pysyvän korkealla tasolla. Pitkän aikavälin odotetusta kehityksestä *asiantuntijat* mainitsivat mm. seuraavaa: Venäjältä löytyy merkittävää nousupotentiaalia ja syklisenä maana myös mahdollinen korjausliike saattaa olla voimakas. Lisäksi mainittiin, että öljyn hinta tulee näyttämään osakemarkkinoiden kehityksen suunnan kuitenkin myös pitkällä aikavälillä.

Öljyn hinta, rupla ja osakemarkkinat

Asiantuntijat olivat yksimielisiä öljyn hinnan kehityksen erittäin oleellisesta vaikutuksesta Venäjän osakemarkkinoihin finanssikriisin aikana ja markkinoiden tulevaisuutta ajatellen. Mainittiin mm., että pörssin ja öljyn hinnan kehitys on ollut hyvin samansuuntaista finanssikriisin puhjettua ja myös pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna. Yksi *asiantuntijoista* kiteytti asian mainitsemalla, että rupla, talous ja pörssi ovat Venäjällä kaikki melko tiukasti sidottu öljyyn. Lisäksi esiin nousi öljyn hinnan määräävä asema markkinoiden tulevaa kehitystä tarkkailtaessa. Esimerkiksi sijoittajien todettiin katsovan sijoituspäätöksissään tällä hetkellä yhtiökohtaisia fundamenteja enemmän makrotilannetta, johon öljyn hinnalla on Venäjällä erittäin oleellinen vaikutus.

Öljyn hintaa pidettiin oleellisena tekijänä myös arvioitaessa ruplan arvon kehityksen vaikutuksia osakemarkkinoiden kehitykseen. Eräs *asiantuntija* totesi ruplan arvon käytännössä seuraavan öljyn hinnan kehitystä ja vakaan tai nousevan öljyn hinnan indikoivan siten myös vakaata tai nousevaa ruplan arvoa. Ruplan arvon kehityksen todettiin myös vaikuttaneen paljon osakemarkkinoiden kehitykseen. *Asiantuntijoiden* näkemyksistä kävi ilmi, että alkuvuodesta ruplan devalvoitumista odotettiin ja se painoi osaltaan markkinaa. Lisäksi mainittiin, että ruplan vaihteluvälin leventämisen jälkeen ei Venäjän osakemarkkinoiden kehitys ole eronnut paljonkaan esimerkiksi Eurooppaan nähden.

Likviditeetti, läpinäkyvyys ja lainsäädäntö

Asiantuntijoiden näkemyksissä finanssikriisin vaikutuksista Venäjän osakemarkkinoiden rakenteelliseen kehitykseen korostuivat likviditeettikysymykset. Mainittiin mm., että finanssikriisin aikana likviditeetti huonontui oleellisesti ja toistaiseksi pienyhtiöissä se on

pysynyt olemattoman pienenä. Toisaalta todettiin ns. arvoyhtiöiden osakkeissa likviditeetin olevan kohtuullisella tasolla. Kaupankäynnin todettiin tällä hetkellä keskittyneen likvidimpiin yhtiöihin ja likviditeetin merkityksen uskottiin säilyvän tärkeänä suunnaten kysyntää isompiin yhtiöihin. Eräs *asiantuntija* totesi, että tulee luultavasti viemään aikaa, ennen kuin sijoittajat ovat taas kiinnostuneita epälikvideistä venäläisistä sijoituksista.

Läpinäkyvyyden todettiin heikentyneen osakemarkkinoilla huomattavasti. Kaksi *asiantuntijaa* mainitsi tässä yhteydessä yleisesti pienemmät yhtiöt. Yksi *asiantuntijoista* mainitsi, että laatuyhtiöiden osalta ei läpinäkyvyydessä ole ollut merkittävää muutosta, mutta merkittävän velkataakan omaavilla yhtiöillä läpinäkyvyys ja hyvä hallintatapa ovat molemmat heikentyneet selkeästi. Lainsäädäntöön vaikuttaneita seikkoja ei näkemyksissä tullut esiin.

Pörssit, kaupankäynti ja yhteistyökumppanit

Kaikki *asiantuntijat* mainitsivat finanssikriisin vaikuttaneen käytettyihin kaupankäyntiprosesseihin ja finanssikriisin aikana kaupankäyntiä oli siirretty likviditeettisystä Lontooseen. Lisäksi kaikki totesivat kriisin vaikuttaneen yhteistyökumppaneiden valintaan. Tässä yhteydessä korostui vastapuoliriskin merkitys, jota oli pyritty minimoimaan. Käytännössä tämä oli tarkoittanut joidenkin pienempien yhteistyökumppaneiden karsiutumista ja esimerkiksi välittäjäkohtaisten avoimien positioiden pienentämistä. Eräs *asiantuntija* totesi, että vastapuoliriskin merkitys on korostunut toki myös muilla maantieteellisillä markkinoilla toimittaessa.

Listautumis- ja osakeannit

Pienempien yritysten osalta *asiantuntijat* pitivät listautumisantien toteutumista lähitulevaisuudessa hankalana ja epätodennäköisenä. Mainittiin mm., että finanssikriisi on osoittanut pienyrityksiin liittyvän suurehkoja likviditeettiriskejä ja samaan seikkaan liittyen ei myöskään pidetty todennäköisenä, että sijoittajat edes olisivat anneista kovin kiinnostuneita. Lisäksi todettiin, etteivät myöskään hintatasot ole tällä hetkellä houkuttelevia uusille listauksille. Isompien ja likvidimpien yhtiöiden osalta rahoituksen hankkiminen osakemarkkinoilta katsottiin hieman helpommaksi ja tämän rahoituskanavan käytön uskottiin alkavan uudelleen siinä vaiheessa, kun tilanne normalisoituu ja sijoittajien halukkuus riskinottoon on palannut.

Kansainväliset, institutionaaliset ja yksityiset sijoittajat

Kysyttäessä näkemyksiä kansainvälisten sijoittajien roolista Venäjän osakemarkkinoilla tulevaisuudessa, kaikki *asiantuntijat* olivat melko yksimielisiä sijoittajien nopeahkosta paluusta. Mainittiin mm., että vaikka monet kansainväliset sijoittajat ovat tällä hetkellä Venäjällä alipainossa, houkuttavat markkinoilta taas saatavilla olevat hyvät tuotot kansainväliset sijoittajat tulevaisuudessa takaisin. Lisäksi mainittiin, että kansainväliset sijoittajat ovat melko nopeita liikkeissään. Eräs asiantuntija totesi, että kehittyville markkinoille sijoittavat sijoittajat palaavat Venäjälle todennäköisesti takaisin tämän vuoden aikana. Hän arvioi lisäksi muualle fokusoituneiden sijoittajien olevan hieman varovaisempia liikkeissään.

Yksityishenkilöiden arvioitiin olevan lähitulevaisuudessa ymmärrettävästi hyvinkin varovaisia osakemarkkinoiden suhteen. Eräs asiantuntija tarkensi lisäksi, että varsinkaan alemman keskiluokan lähteminen osakemarkkinoille ei lähitulevaisuudessa ole todennäköistä. Ylemmän keskiluokan hän katsoi kuitenkin aktiivisemmaksi myös lyhyemmällä aikavälillä. Yksityisistä sijoittajista mainittiin kuitenkin myös, että kyseessä on edelleen Venäjällä pieni ryhmä ja esimerkiksi termi ”osakesäästäminen” on Venäjällä vieras ja sijoittajat ovat enemmänkin spekulioijia kuin osakesäästäjiä. Tämä tulee ilmi myös erään asiantuntijan toteamuksessa, että sijoittajat kautta linjan olivat käyttäneet Venäjällä velkaa sijoituksissa yllättävän paljon ja moni tämäntyyppinen sijoittaja on nyt tilanteen johdosta poistunut markkinoilta. Myönteisenä seikkana Venäjällä nähtiin yksityishenkilöiden melko alhainen velkaantuneisuus. Tällä hetkellä Venäjällä ei ole varsinaisesti paikallisia institutionaalisia sijoittajia, mutta edelleen tämän ryhmän uskottiin olevan osakemarkkinoilla läsnä tulevaisuudessa.

Finanssikriisi ja arvopaperimarkkinoiden toiminta

Finanssikriisin aikana Venäjän arvopaperimarkkinoiden toiminnassa esiin tulleista uusista puutteista korostuivat pörssien sulkemiset ja hyvän hallintotavan huonontuminen. Eräs *asiantuntija* mainitsi yhtiöiden hallintotavan keskimäärin huonontuneen ja esiin tulleen myös muutamia melko räikeitä tapauksia. Esimerkiksi hän mainitsi tapaukset, joissa yhtiöiden erittäin velkaantuneet suuromistajat ovat joutuneet hankaluuksiin velkojensa kanssa sillä seurauksella, että he ovat tilanteessa ryhtyneet vähemmistöomistajia vahingoittaviin toimiin.

Viranomaisten todettiin kyllä puuttuneen tällaiseen toimintaan, muttei niin vahvasti kuin olisi ollut toivottavaa.

Lisäksi esiin nousivat OTC-kaupan läpinäkymättömyys ja likviditeettiongelmat. Eräs *asiantuntijoista* kuitenkin muistutti, että markkina on ollut jo aiemmin kehittymätön ja finanssikriisin johdosta esiin tulleet uudet puutteet eivät siinä mielessä ole kovin yllättäviä. Hän arvioi lisäksi, että maissa, joissa on totuttu perinteisesti luottamaan rahoitusvalvontaan ja markkinoiden toimintaan ovat esiin tulleet puutteet olleet tässä suhteessa suurempia.

Venäjän hallituksen toimet finanssikriisin aikana

Asiantuntijat arvioivat Venäjän hallituksen toimia finanssikriisin puhjettua yleisesti kohtalaisen onnistuneiksi. Mainittiin mm., että kriisin puhjettua laadittiin nopealla aikataululla apuun pankkipaketti, öljy-yhtiöiden veronkevennyksiä, pankkien reservivaatimusten laskua jne. Toimet myös katsottiin riittävän suuriksi ja oikeansuuntaisiksi. Lisäksi eräs *asiantuntija* mainitsi strategisesti tärkeiden suuryritysten uudelleen lainoittamisen ja velkojen järjestelyn myönteiseksi toimeksi. Ruplan asteittaisen devalvoitumisen osalta Venäjän hallituksen ja keskuspankin toimia pidettiin kohtalaisen onnistuneena. Varsinaiselta talletuspaolta säästyttiin, mutta toisaalta epävarmuus ruplan tulevasta arvosta pitkittyi. Osakemarkkinoiden tukemista valtion tukistoilla ei pidetty onnistuneena ratkaisuna ja toimenpiteen vaikutuksia markkinoiden vakauttamiseen pidettiin vähäisinä.

Muun konkreettisen talouden elvytystoiminnan suhteen oltiin hieman skeptisempiä. Mainittiin mm., että valtio ei tule pelastamaan talouskasvua ja öljyn hinnan olevan loppujen lopuksi Venäjän talouden kannalta kriittinen tekijä. Lisäksi mainittiin, että realismi rahojen riittämättömyydestä kaikkiin suunniteltuihin toimiin on alettu huomioida Venäjällä kuten monessa muussakin maassa. Eräs *asiantuntija* totesi kuitenkin, että Venäjällä tilanne elvytystoimien osalta on ollut siinä mielessä hyvä, että hyvinä aikoina on ollut mahdollista kerätä öljytuloista varantoja. Hän kuitenkin arvioi, että resursseja ei haluta tuhjata ja budjetti tullaan rakentamaan selkeästi tiukemmin osittain sen takia, ettei ruplaan kohdistuisi enää ylenpalttisia heikentymispaineita.

Yhteenveto

Asiantuntijat arvioivat Venäjän osakemarkkinoiden rajun kurssilaskun syyksi finanssikriisistä johtuneet kansainväliset tekijät ja osittain kehitykseen katsottiin vaikuttaneen myös aiemmat epävarmuutta lisänneet tapahtumat Venäjällä. Lisäksi kurssilaskun voimistajaksi katsottiin Venäjä-spesifit syyt, joista mainittiin esimerkiksi finanssikriisin aikana edelleen heikentynyt yhtiöiden hallintotapa. Osakemarkkinoilla vallitseva hintataso katsottiin perinteisillä arvostuskertoimilla edulliseksi muihin kehittyviin markkinoihin nähden. Edullisen hintatason kuitenkin arvioitiin sisältävän aiempaa Venäjä-riskiä ja toistaiseksi osittain oikeutetuksi. Viimeaikaisen öljyn hinnan ja ruplan arvon tasaantumisen arvioitiin rauhoittaneen osakemarkkinoita. Kuluvan vuoden aikana osakemarkkinoiden volatiliteetin arvioitiin kuitenkin pysyvän edelleen korkeana.

Lyhyellä ja pitkällä aikavälillä Venäjän talouden, valuutan ja osakemarkkinoiden kehityksen katsottiin olevan vahvasti sidoksissa öljyn hinnan tulevaan kehitykseen. Alkuvuodesta sijoittajien arvioitiin odottaneen ruplan devalvoitumista ja tämän katsottiin osaltaan painaneen myös osakemarkkinaa.

Finanssikriisin aikana osakemarkkinoiden likviditeetin todettiin huonontuneen oleellisesti ja toistaiseksi pienyhtiöissä se arvioitiin olemattoman pieneksi. Likviditeettisyyistä ja pörssien sulkemisten johdosta kaupankäyntiä oli myös siirretty finanssikriisin aikana Lontooseen. Kaupankäynnin todettiin tällä hetkellä keskittyneen likvidimpiin nimiin ja likviditeetin merkityksen uskottiin säilyvän tärkeänä ja suuntaavan kysyntää isompiin yhtiöihin. Lisäksi läpinäkyvyyden ja hyvän hallintotavan todettiin heikentyneen Venäjän osakemarkkinoilla huomattavasti. Kriisin todettiin myös korostaneen vastapuoliriskin merkitystä kaupankäynnissä ja vaikuttaneen näin yhteistyökumppaneiden valintaan.

Pienempien yritysten osalta listautumisantien toteutumista pidettiin lähitulevaisuudessa hankalana ja epätodennäköisenä. Isompien ja likvidimpien yhtiöiden osalta rahoituksen hankkiminen osakemarkkinoilta katsottiin hieman helpommaksi ja rahoituskanavan käytön uskottiin alkavan uudelleen tilanteen normalisoituessa. Tällä hetkellä alipainossa olevien kansainvälisten sijoittajien uskottiin palaavan Venäjän osakemarkkinoilla melko nopeasti ja esimerkiksi kehittyville markkinoille sijoittavien sijoittajien arvioitiin palaavan takaisin tämän

vuoden aikana. Venäläisten yksityishenkilöiden arvioitiin olevan lähitulevaisuudessa ymmärrettävästi hyvinkin varovaisia osakemarkkinoiden suhteen.

Asiantuntijat arvioivat Venäjän hallituksen toimia finanssikriisin puhjettua yleisesti kohtalaisen onnistuneiksi. Toimenpiteiden arvioitiin olleen nopeita, tarpeeksi suuria ja oikeansuuntaisia. Osakemarkkinoiden tukemista valtion tukistoilla ei kuitenkaan pidetty kovin onnistuneena ratkaisuna. Ruplan asteittaisen devalvoitumisen osalta Venäjän hallituksen ja keskuspankin toimia pidettiin kohtalaisen onnistuneena. Talouden elvytystoiminnan osalta näkemykset olivat hieman skeptisempiä ja öljyn hinnan arvioitiin olevan loppujen lopuksi talouden elpymisen kannalta kriittinen tekijä. Myönteisenä Venäjän kannalta tilanteessa nähtiin hyvinä aikoina öljytuloista kerätyt varannot ja alhainen valtion ja yksityishenkilöiden velkaantuneisuus.

4. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä tutkimuksessa tarkasteltiin deskriptiivisesti Venäjän osakemarkkinoiden kehitystä, rakennetta, haasteita ja listautumisanteja. Lisäksi asiantuntija- ja yritysedustajahaastattelujen avulla kartoitettiin näkemyksiä Venäjän osakemarkkinoiden eri osa-alueista keväällä 2008 ja finanssikriisin johdosta rajusti muuttuneessa tilanteessa maaliskuussa 2009.

Venäjän osakemarkkinat aloittivat toimintansa käytännöllisesti katsoen tyhjästä vuoden 1994 loppupuolella. Samaan aikaan maan siirtyminen suunnitelmataloudesta markkinatalouteen oli yhä kesken. Siirtymäkauden alkuvuosina osakemarkkinoiden kehitystä leimasivat korkeat tuotot, riskit ja erilaiset rakenteelliset ongelmat. Osakemarkkinoiden suotuisana jatkuneen noususuhdanteen katkaisi rajusti vuoden 1998 elokuussa kulminoitunut talous- ja finanssikriisi, jonka jälkeen Venäjän talouskasvu alkoi kaikesta huolimatta melko nopeasti uudelleen valuutan devalvoitumisen ja suotuisten energiahintojen myötävaikutuksella. Osakemarkkinoiden kehitys tuottojen suhteen olikin erittäin suotuisaa ja yleisindeksi saavutti kaikkien aikojen korkeimman pistelukunsa toukokuussa 2008.

Samaan aikaan Venäjän pääomamarkkinat ovat kehittyneet ja olleet matkalla kohti kasvavaa integraatiota maailman kehittyneiden pääomamarkkinoiden kanssa. Vuotuinen

listautumisantien määrä pysyi kuitenkin vaatimattomana aina vuoteen 2005 asti, jolloin listautumisantien määrä ja koko lähtivät nousuun. Tähän vaikuttivat osaltaan nopeana jatkunut talouskasvu, poliittisen tilanteen tasapainottuminen ja yritysten omaksumat aiempaa korkeammat läpinäkyvyyden ja hyvän hallintotavan periaatteet. Markkinoiden rakenteelliset puutteet, kuten korkea konsentraatio ja varsinkin pienyhtiöiden huono läpinäkyvyys ja alhainen likviditeetti, eivät lainsäädännön, kasvaneen sijoitusaktiivisuuden ja likviditeetin kehityksestä huolimatta ole edelleenkaan poistuneet ja markkinat kärsivät niistä yhä. Osakemarkkinoiden yleistä historiaa tarkasteltaessa nousee esiin lisäksi yksittäisiä poliittisia tapahtumia, jotka ovat aiheuttaneet epävarmuutta markkinoilla.

Keväällä 2008 suomalaisten asiantuntijoiden ja venäläisten yritysedustajien näkemykset Venäjän osakemarkkinoiden kehitysnäkymistä olivat valtaosin myönteisiä. Markkinoita luonnehdittiin kuitenkin edelleen kehittyviksi, mikä heijastuu esimerkiksi likviditeetin vähäisyytenä. Osakemarkkinoiden läpinäkyvyydessä nähtiin myös toivomisen varaa. Läpinäkyvyyden katsottiin kuitenkin olevan lisääntymässä ja usean yrityksen arvioitiin jo ymmärtäneen kansainvälisten kirjanpitokäytäntöjen seuraamisen merkityksen yrityksen arvolle. Listautumisantia pidettiin kuitenkin toistaiseksi liian haastavana rahoitusmuotona pienemmille yrityksille juuri raportointivaatimuksista johtuen. Kansainvälisten sijoittajien nähtiin tulevaisuudessa lisäävän edelleen läsnäoloaan Venäjän pörseissä. Läpinäkyvyyden puutteen arvioitiin toistaiseksi hillinneen kansainvälisten sijoittajien intoa.

Syksyllä 2008 puhjennut globaali finanssikriisi katkaisi rajusti osakemarkkinoiden vuosia kestäneen suotuisan kehityksen aiheuttaen voimakkaan kurssilaskun. Kaupankäynti Venäjän pörseissä keskeytettiin valtion toimesta useaan otteeseen ja yleisindeksi oli menettänyt vuoden loppuun tultaessa yli 70 % arvostaan. Tilanteen myötä myös uudet listautumisannit laskivat Venäjällä käytännössä nollaan. Vuoden 2009 alussa osakekurssit Venäjällä ovat edelleen heilahdelleet, mutta pahin pudotus näyttäisi olevan takana. Yleinen kansainvälisesti vallitseva epävarmuus kuitenkin jatkuu ja tapahtumien mittakaava huomioon ottaen jää nähtäväksi, miten hyvin Venäjän osakemarkkinat pystyvät tilanteeseen reagoimaan. Kansainvälisen finanssikriisin vaikutukset ulottuvat laajalti Venäjän raaka-aineveitoiseen talouteen, jonka pitkään jatkunut suotuisa kehitys on kuitenkin antanut tällä kertaa maalle enemmän liikkumavaraa kuin 1998 tapahtumien yhteydessä.

Maaliskuussa 2009 asiantuntijat arvioivat Venäjän osakemarkkinoiden rajun kurssilaskun syyksi finanssikriisistä johtuneet kansainväliset tekijät ja osittain kehitykseen katsottiin vaikuttaneen myös aiemmat epävarmuutta lisänneet tapahtumat Venäjällä. Lisäksi finanssikriisin aikaisen kurssilaskun voimistajaksi katsottiin Venäjä-spesifit syyt, joista mainittiin esimerkiksi finanssikriisin aikana heikentynyt yhtiöiden hallintotapa. Alkuvuodesta sijoittajien arvioitiin lisäksi odottaneen ruplan devalvoitumista ja tämän katsottiin osaltaan painaneen osakemarkkinaa. Viimeaikaisen öljyn hinnan ja ruplan arvon tasaantumisen arvioitiin rauhoittaneen osakemarkkinoita. Kuluvan vuoden aikana osakemarkkinoiden volatiliteetin arvioitiin kuitenkin pysyvän edelleen korkeana. Lyhyellä ja pitkällä aikavälillä Venäjän talouden, valuutan ja osakemarkkinoiden kehityksien katsottiin olevan vahvasti sidoksissa öljyn hinnan tulevaan kehitykseen.

Finanssikriisin aikana osakemarkkinoiden likviditeetin todettiin huonontuneen oleellisesti ja toistaiseksi pienyhtiöissä se arvioitiin olemattoman pieneksi. Likviditeettisyyistä ja pörssien sulkemisten johdosta kaupankäyntiä oli myös siirretty finanssikriisin aikana Lontooseen. Kaupankäynnin todettiin tällä hetkellä keskittyneen likvidimpiin nimiin ja likviditeetin merkityksen uskottiin säilyvän tärkeänä suunnaten kysyntää isompiin yhtiöihin. Lisäksi läpinäkyvyyden ja hyvän hallintotavan todettiin heikentyneen Venäjän osakemarkkinoilla finanssikriisin aikana huomattavasti. Kriisin todettiin myös korostaneen vastapuoliriskin merkitystä kaupankäynnissä ja vaikuttaneen näin suomalaisten toimijoiden yhteistyökumppaneiden valintaan. Pienempien yritysten osalta listautumisantien toteutumista pidettiin lähitulevaisuudessa hankalana. Isompien ja likvidimpien yhtiöiden osalta rahoituksen hankkiminen osakemarkkinoilta katsottiin hieman helpommaksi ja tämän rahoituskanavan käytön uskottiin alkavan uudelleen tilanteen normalisoituessa. Tällä hetkellä alipainossa olevien kansainvälisten sijoittajien arvioitiin palaavan Venäjän osakemarkkinoille melko nopeasti tilanteen normalisoituessa.

Asiantuntijat arvioivat Venäjän hallituksen toimia finanssikriisin puhjettua yleisesti kohtalaisen onnistuneiksi. Toimenpiteiden katsottiin olleen nopeita, tarpeeksi suuria ja oikeansuuntaisia. Osakemarkkinoiden tukemista valtion tukistoilla ei kuitenkaan pidetty onnistuneena ratkaisuna. Ruplan asteittaisen devalvoitumisen osalta Venäjän hallituksen ja keskuspankin toimia pidettiin kohtalaisen onnistuneena. Talouden elvytystoiminnan osalta näkemykset olivat hieman skeptisempiä ja öljyn hinnan arvioitiin olevan loppujen lopuksi

talouden elpymisen kannalta kriittinen tekijä. Myönteisenä tilanteessa nähtiin hyvinä aikoina öljytuloista kerätyt varannot ja alhainen valtion ja yksityishenkilöiden velkaantuneisuus.

Vallitsevassa tilanteessa Venäjän osakemarkkinoiden tulevaa kehitystä on hankalaa ennustaa, mutta kokonaisuutta tarkasteltaessa voidaan ennen finanssikriisiä katsoa tapahtuneen myönteistä kehitystä monella markkinoiden eri osa-alueella. Toisaalta tulee myös huomioida, että osakemarkkinat ovat edelleen kehittyvät ja kärsivät useista puutteista. Finanssikriisin vaikutuksien osalta tulee arvioinnissa lisäksi huomioida, ettei kyseessä ole ainoastaan Venäjään rajusti vaikuttaneet tapahtumat, vaan vastaavaa kehitystä on nähty myös muilla kehittyvillä ja kehittyneillä markkinoilla. Viimeaikaiset tapahtumat tulevat joka tapauksessa hidastamaan Venäjän osakemarkkinoiden kehitystä. Osakemarkkinoiden kansantaloudellisen funktion kannalta katsottuna tällä tulee olemaan vaikutuksensa myös Venäjän kansantalouden tulevaan kehityksen.

LÄHTEET

Ananjev, D., N. (2008) "Rossija – mirovoj finansovyj centr", Komitet Soveta Federacii po finansovym rynkam i denezhnomu obracheniju

Anatolyev, S. (2005) "A ten-year retrospection of the behavior of Russian stock returns". Bank of Finland, BOFIT Discussion Papers no. 9.

Duuman omistajaohjauskomitea (2008) Komitet Gosudarstvennoj Dumy RF po sobstvennosti (2008) Professional'naja associacija registratorov, transfer-agentov i depozitatiev. O soveršenstvovanii regulirovanija finansovogo rynka. Moskva.

FSFR (2008) Federal'naja Služba po Finansovym Rynkam Rossijskij fondovyj rynok 2007, sobytija i fakty. [http://www.ffms.ru/catalog.asp?ob_no=99570]

Goriaev, A. ja Zabolkin, A. (2006) "Risks of investing in the Russian stock market: Lessons of the first decade". Emerging Markets review 7, 380–397.

Hall, S. ja Urga, G. (2002) "Testing for Ongoing Efficiency in the Russian Stock Market". Työpaperi, Imperial College, London.

Heininen, P. (2008) "Stock Market Efficiency in the CEE-countries and Russian Stock Markets through the Lens of Calendar Anomalies", *Pro gradu tutkielma*. Helsingin kauppakorkeakoulu.

Korhonen, I. ja Mehrotra, A. (2007) "Money demand in post-crisis Russia: De-dollarisation and re-monetisation". Bank of Finland, BOFIT Discussion Papers no. 14.

Korhonen, I., Lainela, S., Simola, H., Solanko, L. ja Sutela, P. (2008) ”Medvedin kauden haasteet”. Bank of Finland, BOFIT Online no. 5. [<http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/A5BF3A68-7510-4563-B2C0-EE5D576B06C9/0/bon0508.pdf>]

Lucey, B.M. ja Voronkova, S. (2005) ”Russian equity market linkages before and after the 1998 crisis: Evidence from time-varying and stochastic cointegration tests”. Bank of Finland, BOFIT Discussion Papers no. 12.

MICEX, Moscow Interbank Currency Exchange (2008) The Institutional Investor – MICEX Stock Exchange 2008 Guide to Investing in Russian Stocks and Bonds. [http://www.micex.ru/off-line/pubdocs/publication_496.pdf]

PBN (2008) IPO Pioneers 3. [<http://www.pbnco.com/eng/news/>]

PBN (2007) IPO Pioneers 2. [<http://www.pbnco.com/eng/news/>]

PBN (2006) Russia’s IPO pioneers. [<http://www.pbnco.com/eng/news/>]

Suomen Pankki (2009) BOFIT viikkokatsaukset 1–9. [<http://www.bof.fi/bofit/seuranta/viikkokatsaus/>]

SVKK (2008) Suomalais-Venäläinen kauppakamari [<http://www.finruscc.fi>]

Talskaja (2008) ”Nedolgovechnoe ralli”, *Ekspert*, N:o 21 (610), 25-28.