

6. YRITYSRAHOITUSMARKKINOIDEN SYVENTYMINEN JA TALOUSKASVU

Ari Hyytinen ja Mika Pajarinen*

Rahoitusmarkkinat vaikuttavat talouskasvuun ennen kaikkea siksi, että ne määräävät, mille aloille voimavarat kanavoituvat ja minkälaisia investointeja yritykset tekevät. Hyvin toimiva yritysrahoitusjärjestelmä nopeuttaa erityisesti kokonaistuottavuuden kasvua, sillä maat, joissa sitä voidaan pitää kehittyneenä, lisäävät kasvaville toimialoille tehtäviä investointeja enemmän ja tekevät supistuville toimialoille vähemmän investointeja kuin maat, joiden rahoitusjärjestelmää voidaan pitää vähemmän kehittyneenä. Uusimman taloustieteellisen kasvututkimuksen valossa näyttää siltä, että saatavilla olevan pääoman määrän yksioikoinen lisääminen tuskin enää merkittävästi lisää Suomen kaltaisen kehittyneen talouden pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä. Huoleksi nousee ennemminkin suomalaisen yritysrahoitusjärjestelmän kyky nopeuttaa tuottavuuskasvua. Erityisesti voidaan kysyä, kuinka tähän kykyyn vaikuttaa melko laaja julkinen yritystukijärjestelmä, joka ei kohdistu rahoitusta yrityssektorille taloudellisiin kannustimiin ja hintamekanismiin perustuen. Jos yritystukijärjestelmä on liian laaja, se päättyy syrjäyttämään yksityistä rahoitusta, ylläpitämään kannattamatonta liiketoimintaa sekä tukemaan aloja, jolla suomalaiset yritykset eivät ole kilpailukykyisiä. Tämä tarkoittaa askelta takaisin kohti tehotoman pääoman aikaa. EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdyntyessä huomion olisikin kiinnityttävä sekä yksityisten rahoituspalveluyritysten toimintaedellytyksiin ja kilpailukykyyn että kotimaisen ja ulkomaisen omistamisen houkuttelevuuteen Suomessa. Teknologiavetoiseen talouskasvuun liittyviä riskejä vastaan voitaisiin ilmeisesti suojautua nykyistä paremmin hyödyntämällä kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita ja innovatiivisia rahoitusinstrumentteja. BKT-indeksoidut valtionvelkakirjat ovat yksi esimerkki tällaisista instrumenteista, sillä ne tarjoavat suojaa ja vakuutuksen BKT:n kasvuvauhdin hidastumisesta vastaan.

6.1. JOHDANTO

Euroopan unionin (EU:n) ns. Lissabonin strategian tavoitteena on nostaa EU maailman kilpailukykyisimmäksi talousalueeksi. Tässä yhteydessä on usein korostettu EU-maiden rahoitusmarkkinoiden integraation sekä riskipääoman (pääomasijoituksien) tarjonnan tärkeyttä Euroopan talouskasvun lähteenä. Vastaavia näkemyksiä on esitetty myös suomalaisessa talouspoliittisessa keskustelussa, jossa tosin on korostunut myös huoli Suomessa toimivien yritysten asteittaisesta siirtymisestä ulkomaille ja suomalaisen omistajuuden merkityksestä talouden kehityksen kannalta. Osana tätä keskustelua on esi-

* KTT Ari Hyytinen toimii tällä hetkellä vs. professorina Jyväskylän yliopistossa ja tutkimuspäällikkönä Etlatieto Oy:ssä. KTM Mika Pajarinen on tutkija Etlatieto Oy:ssä.

tetty varsin erilaisiakin näkemyksiä mm. siitä, kuinka hyvin suomalaiset pääomamarkkinat toimivat, kuinka houkuttelevaa on omistaa suomalaisia yrityksiä ja kuinka paljon valtion tulisi pyrkiä vaikuttamaan suomalaisten yritysrahoitusmarkkinoiden toimintaan.

Rahoitusmarkkinoiden taloustieteeseen perehtyneet tutkijat ovat käyneet jo pitkään hieman toisenlaista keskustelua. Tämä keskustelu itse asiassa kyseenalaistaa koko edellä mainitun talouspoliittisen keskustelun lähtökohdan, sillä sen kohteena on ollut väite, että rahoitustekijöillä on erityistä merkitystä taloudellisen kasvun kannalta. Yksi kuuluisimpia tämän näkemyksen kyseenalaistajia on ollut Cambridgen yliopiston professori Joan Robinson, joka oli yksi merkittävimmistä 1900-luvun taloustieteilijöistä. Robinsonin mukaan rahoitustekijät eivät suinkaan nopeuta talouskasvua, vaan rahoitusjärjestelmän rakenne ja rahoituksen tarjonta lähinnä sopeutuvat vastaamaan kysynnän tarpeita (Robinson 1952, 86). Taloustieteen nobelisti, Chicagon yliopiston professori Robert E. Lucas, Jr. on puolestaan epäillyt, että rahoitustekijöiden vaikutusta talouskasvuun on vahvasti liioiteltu (Lucas 1988, 6). Toista ääripäätä näkemyksissä edustaa toinen taloustieteen nobelisti, Chicagon yliopiston professori Merton H. Miller: hänen mukaansa rahoitusmarkkinoiden kasvua edistävä vaikutus on niin ilmeinen, ettei siitä kannata edes keskustella vakavasti (Miller 1998, 14).

Pohdimme tässä luvussa rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun välistä yhteyttä Suomen näkökulmasta: Mitä rahoitusmarkkinoiden ja talouskasvun välisestä yhteydestä voidaan sanoa uusimman taloustieteellisen tutkimuksen valossa? Onko yhteyttä ylipäätään olemassa? Miksi rahoitusmarkkinoiden toiminnan voitaisiin ajatella vaikuttavan pitkän aikavälin talouskasvuun? Vai onko kyse päivittäisestä syy-seuraussuhteesta, eli onko rahoitusjärjestelmän kehittyminen seurausta kasvusta? Entä kuinka hyvin suomalainen yritysrahoitusjärjestelmä toimii talouskasvun näkökulmasta? Nopeuttaako se talouskasvua? Onko syytä olettaa, että esimerkiksi suomalaisten yritysrahoitusmarkkinoiden syveneminen tai niiden integroituminen nykyistä paremmin eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden kanssa nopeuttaisi talouden kasvua tähän mennessä toteutunutta tai odotettua enemmän?

6.2. ONKO RAHOITUSJÄRJESTELMÄ TALOUSKASVUN LÄHDE?

6.2.1. RAHOITUSJÄRJESTELMÄN TEHTÄVÄT JA TALOUSKASVU

Moderni taloustieteellinen tutkimus korostaa rahoitusjärjestelmän ja -instituutioiden merkitystä (a) informaation hankintaan ja tuottamiseen, (b) markkinaosapuolten tekemien sopimusten valvontaan ja täytäntöönpanoon sekä (c) riskipitoisten liiketoimien läpivientiin liittyvien kustannusten vähentäjänä (ks. esim. Levine 1997, 2005). Vähentämällä näitä ”transaktiokustannuksia” rahoitusjärjestelmä vaikuttaa siihen, kuinka paljon kansantalouden käytös-

sä on pääomia ja kuinka tehokkaasti nämä pääomaresurssit kohdennetaan erilaisiin tuottaviin käyttötarkoituksiin.

Levine (1997, 2005) korostaa rahoitusjärjestelmän viittä eri tehtävää:

- Tehtävä 1: investointipäätösten tehokkuus ja niitä ohjaavan informaation tuotanto;
- Tehtävä 2: investointien toteuttamisen tehokkuus ja yritysten valvonta;
- Tehtävä 3: investointeihin liittyvien riskien vähentäminen;
- Tehtävä 4: säästöjen kokoaminen ja rahoitusvaateiden kokotransformaatio;
- Tehtävä 5: vaihdannan ja erikoistumisen helpottaminen.

Käsitlemme seuraavassa kutakin näistä hieman yksityiskohtaisemmin.

Tehtävä 1: investointipäätösten tehokkuus ja niitä ohjaavan informaation tuotanto

Talletus- ja investointipankit, pääomasijoittajat, rahoitusyhtiöt ja muut rahoituslaitokset ovat erikoistuneet tuottamaan tietoa uusista (so. potentiaalisista) sijoituskohteista. Sellaisia ovat esimerkiksi uudet toimialat, vasta-perustetut yritykset ja olemassa olevien yritysten investointihankkeet. Tavoitteena on arvioida mahdollisimman tarkasti eri sijoituskohteiden riskejä ja niistä odotettavissa olevia tuottoja. On luontevaa ajatella, että rahoitus pyritään kohdistamaan tuotetun tiedon perusteella parhaimman tuotto–riskisuhteen tarjoaviin kohteisiin.

Reaali-investointeihin saatavilla oleva rahoitus kohdistuu parhaimpiin ja tuottavimpiin investointeihin vain, mikäli sellaiset kyetään erottamaan huonommista ja jopa täysin kannattamattomista hankkeista. Ongelma on, että esimerkiksi ulkoista rahoitusta hakeva yrittäjä tietää usein enemmän omista kyvyistään ja yritysideaansa tai investointihankkeensa laadusta kuin potentiaaliset rahoittajat. Hyvien investointipäätösten tekeminen on vaikeaa ja kallista, koska yritysten, niiden johdon ja markkinaolosuhteiden arviointi on aikaa vievää ja vaatii usein vahvaa erityisosaamista.¹

Rahoitusmarkkinoilla toimivat rahoituksen välittäjät voivat nopeuttaa tuottavuuskasvua, jos ne onnistuvat tehostamaan uusiin investointeihin liittyvää informaation hankintaa ja parantamaan siten tehtävien investointien keskimääräistä laatua. Kysymys on parhaiden tuotantoteknologioiden tunnistamisesta, sekä sen varmistamisesta, että niitä kehittävät ja kaupallistavat osaavat ja lahjakkaat yrittäjät tai tehokkaasti toimivat yritykset.

Hyvin toimivan yritysrahoitusjärjestelmän tärkeä ominaisuus on, että se myös karsii hankkeita ja kohdistaa rahoitusta vain rajoitetusti – jos lainkaan – esimerkiksi hankkeille ja yrityksille, joiden menestymismahdollisuudet ja tulevaisuuden näkymät ovat heikot tai aloille, joilla tuottavuus on huono ja joita väistämättä odottaa supistuminen. Konkreettisimmillaan kyse on toisin sanoen siitä, kanavoituuko rahoitusta esimerkiksi lupaaviin uusiin teknolo-

gioihin vai ylläpidetäänkö sen avulla kannattamatonta liiketoimintaa ja tuetaan toimialoja, jolla suomalaiset yritykset eivät ole kilpailukykyisiä.

Myös osakemarkkinat ohjaavat yritysten investointipäätöksiä, sillä osakkeita seuraavat sijoittajat tuottavat tietoa yrityksistä ja niiden tulevaisuuden näkymistä. Mitä likvidimpi markkina on, sitä helpompaa yrityksiä seuraavien taloudenpitäjien on hyötyä (käymällä yrityksiä liikkeeseen laskevilla rahoitusvaateilla kauppaa) uusista tiedoista ja löydöksistä, joita he saattavat tehdä arvioidessaan yrityksiä markkina-asemaa, asiakaskuntaa, tuotantoteknologiaa ja johdon kyvykkyyttä (Grossman ja Stiglitz 1980, Kyle 1984). Sitä mukaa kun uusi tieto välittyy kaupankäynnin seurauksena arvopapereiden hintoihin, voivat investointipäätöksiä tekevät yritysjohtajat arvioida päätöksensä hyvyttä seuraamalla yrityksiensä liikkeelle laskemien arvopapereiden hintoja. Vaikka tämä hintamekanismi ei aina toimi täydellisesti, eikä markkinoiden informatiivinen tehokkuuskaan ole aina paras mahdollinen, on ilmeistä, että tieto investointipäätösten laadusta välittyy keskimäärin nopeammin ja luotettavammin niistä yrityksissä toimiville päätöksentekijöille, mitä syvemmät ja likvidimmät arvopaperimarkkinat ovat.²

Tehtävä 2: investointien toteuttamisen tehokkuus ja yritysten valvonta (corporate governance)

Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välitykseen erikoistuneet instituutiot valvovat tehtyjä investointeja ja varmistavat, että esimerkiksi rahoitusta saanut yritys toteuttaa lupaamansa hankkeet suunnitellusti ja että sen hallinto- ja johtamisjärjestelmät ovat ajan tasalla mm. väärinkäytösten ja tehottomien investointipäätösten estämiseksi. Sekä perinteisimmillä ulkoisen rahoituksen tarjoajilla, kuten talletuspankeilla ja muilla luottolaitoksilla, että suurilla osakkeenomistajilla on kannustin valvoa yrityksiä ja niiden johdon tekemiä sijoituksia ja yritysvarallisuuden käyttöä.

Aina ei ole kuitenkaan selvää, kuinka tehokkaasti rahoituksen tarjoajat voivat valvoa yrityksille antamansa rahoituksen käyttöä ja vaikuttaa siihen tarvittaessa. Mikäli päätöksenteko- ja valvontamekanismit eivät toimi tai mikäli niihin liittyy suuria kustannuksia, rahoituksen tarjonta vähenee ja tarjolla olevan (vähäisemmän) rahoituksen kohdistaminen kaikkein parhaimpiin ja kannattavimpiin kohteisiin vaikeutuu (Stiglitz and Weiss 1983; Stiglitz 1985; Jensen 1993).³ Hyvin toimivat yrityksiä ja yritysjohton päätöksenteko- ja valvontamekanismit puolestaan vahvistavat talouskasvun edellytyksiä. Yhteys kasvuun syntyy, koska erikoistuessaan valvomaan sitä, että yritykset ja yrittäjät pitävät kiinni tekemistään luotto- ja rahoitussopimuksista ja niihin liittyvistä sitoumuksista, pankit ja muut luottolaitokset vähentävät em. valvontatehtävästä syntyviä ja kansantalouden maksettavaksi tulevia kokonaisvalvontakustannuksia. Mitä tehokkaammin rahoitussektori näitä kustannuksia vähentää, sitä todennäköisempää on, että niin kotimaan rahoit-

tusylijäämäisiltä taloudenpitäjiltä kuin ulkomaisilta sijoittajilta on saatavissa pääomia kohtuullisin ehdoin esimerkiksi tuottavuuskasvua nopeuttaviin investointeihin (Bencivenga ja Smith 1993; Sussman 1993). Merkittävää on, että erot eri maiden *corporate governance* -järjestelmien välillä saattavat johtaa jopa siihen, että pääomat liikkuvat pääomaköyhistä maista pääomarikkaisiin maihin, vaikka jälkimmäisissä pääoman fyysinen tuottavuus (*physical product of capital*) on matalampi. Syynä tähän on se, että sijoittajien näkökulmasta sijoituksen lopullinen tuotto riippuu myös siitä, kuinka varmasti ja tehokkaasti rahoitusta saaneet maksavat pääoman takaisin ja ansaitsevat (ja todelta maksavat) sovitun tuoton pääoman tarjoajille (Boyd ja Smith 1992).

Tehtävä 3: investointeihin liittyvien riskien vähentäminen

Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välitykseen erikoistuneet instituutiot tarjoavat mahdollisuuden hajauttaa ja hallita erilaisia riskejä sekä siirtää niitä kaupankäynnin avulla toimijoiden kesken. Ne tarjoavat mm. mahdollisuuden riskien hajauttamiseen sekä yli erilaisten sijoituskohteiden (*cross-sectional risk diversification*) että yli ajan. Tämän lisäksi ne auttavat hallitsemaan pitkäaikaisiin sijoituksiin liittyviä likviditeettiriskejä.

Sijoittajat ja kotitaloudet haluavat yleensä karttaa riskejä. Tämä on rahoitusta tarvitsevien yrittäjien ja yritysten näkökulmasta ongelmallista, koska yleensä korkeimman tuotto-odotuksen (ja yleisemmin tuottavuuden) hankkeisiin sisältyy myös suurin riski. Tästä syystä on tärkeää, että varallisuuttaan sijoittavilla kotitalouksilla (ja miksei myös institutionaalisilla sijoittajilla) on mahdollisuus hajauttaa riskejä tekemällä useita (pienempiä) sijoituksia moniin erilaisiin sijoituskohteisiin. Tästä syystä sijoitusten (portfolioiden) painopiste voidaan siirtää korkeamman odotetun tuoton hankkeisiin, koska hajauttamisen ansiosta kokonaisriski pienenee (Greenwood ja Jovanovic 1990; Saint-Paul 1992). Mikäli korkean odotetun tuoton ja korkeariskisten hankkeiden (investointikohteiden) käynnistäminen vielä edellyttää kertaluontoista, kiinteää sijoitusta, on luonnollista ajatella, että hajauttamismahdollisuuksien lisääntyminen rahoitusjärjestelmän kehittyessä lisää sijoituksia riskipitoisiin hankkeisiin ja että tällä on myönteisiä vaikutuksia talouden kasvuedellytyksiin (Acemoglu ja Zilibotti 1997).⁴

Riskien hajautuksella yli ajan tarkoitetaan pyrkimystä hajauttaa erilaisia makrotaloudellisia riskejä, joita vastaan useisiin erilaisiin sijoituskohteisiin hajautettu sijoitussalkku ei tarjoa turvaa. Näitä riskejä vastaan voi yksittäinen sijoittaja (tai miksei vaikkapa kokonainen kansantalous) pyrkiä suojautumaan esimerkiksi sijoittamallaan varoiaan siten, että (a) sijoitusten tuotot ovat suhteellisen hyvät laskusuhdanteessa ja että (b) tuotot ovat suhteellisen hyvät noususuhdanteessa. Äärimmillen vietyinä kyse voi olla sukupolvien kesken tapahtuvasta riskinjaosta.

Likviditeetillä tarkoitetaan sitä, kuinka nopeasti ja vähäisin kustan-

nuksin rahoitusvaade voidaan myydä tai vaihtaa joksikin muuksi varallisuus-esineeksi, kuten esimerkiksi helposti nostettavissa olevaksi talletukseksi. Sijoittajien kannalta ongelmana on vaateen mahdollinen epälikvidiys. Riski heikosta likviditeetistä (eli ns. likviditeettiriski) syntyy, koska rahoituksen tarvitsijat haluavat rahoitusta tyypillisesti pidemmäksi aikaa kuin mihin rahoituksen tarjoajat, kuten esimerkiksi kotitaloudet, ovat valmiit sitoutumaan. Likviditeettiä luodaan jälkimarkkinoiden avulla. Tällaisia jälkimarkkinoita ovat mm. osakemarkkinat ja muut arvopaperimarkkinat, joilla loppusijoittajat käyvät kauppaa. Hyvin toimivat jälkimarkkinat tai likvidejä vaateita liikkeelle laskevat rahoituslaitokset vahvistavat talouskasvua, koska monet korkean tuotto-odotuksen hankkeet, kuten esimerkiksi useimmat vaativat T&K-hankkeet, ovat pitkäaikaisia (Bencivenga ja Smith 1993; Bencivenga, Smith ja Starr 1995). Mikäli pitkäikäisten vaateiden edelleen myyminen on vaikeaa tai mikäli rahoituslaitokset eivät vaateiden ominaisuuksia muuntamalla tehokkaasti vähennä likviditeettiriskiä, sijoittajien kannustimet sijoittaa varojaan pitkäkestoisiin hankkeisiin ovat vähäiset.⁵

Tehtävä 4: säästöjen kokoaminen ja rahoitusvaateiden kokotransformaatio

Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välitykseen erikoistuneet instituutiot keräävät ja kokoavat pieniä säästöjä ja luovat (muuntamalla saamisten ja velkojen ominaisuuksia) uusia rahoitusvaateita ja -kokonaisuuksia. Niiden avulla rahoitusta voidaan kanavoida rahoitusylijämmäisiltä talousyksiköiltä (esimerkiksi keräämällä talletuksia varakkailta kotitalouksilta) rahoitusaliijäämisille yksiköille (esimerkiksi myöntämällä luottoa yrityksiin investointien rahoittamiseksi) tarkoituksenmukaisen kokoisissa erissä. Tämä on tärkeää, koska rahoitusta tarvitsevien yritysten ja yrittäjien kannalta sitoumusten pilkkominen pieniin eriin ei olisi tarkoituksenmukaista. Voidaankin ajatella, että ellei rahoitusjärjestelmällä ole kykyä koota riittävän suuria ”rahoituspaketteja” tarvittaessa useista lähteistä, suurien tuotannollisten investointien ja poikkeuksellisen vaativien ja suurien T&K-hankkeiden laajuutta ja kokoa jouduttaisiin rajoittamaan (Sirri ja Tufano 1995). Tämä epäilemättä vähentäisi ko. hankkeiden tuottavuutta ja alentaisi todennäköisyyttä, että hankkeen tuotos vastaa odotuksia. Seurauksena voisi olla kasvun hidastuminen, sillä ainakin joillakin toimialoilla vain riittävän suuret hankkeet nopeuttavat tuottavuuskasvua (Acemoglu ja Zilibotti 1997).

Tehtävä 5: vaihdannan ja erikoistumisen helpottaminen

Rahoitusjärjestelmän yhteyttä talouskasvuun ei kannata nykyaikaisissa talouksissa lähteä hakemaan niistä erikoistumisen eduista, jotka rahatalous ja rahan ottaminen vaihdannan välineeksi on aikanaan tehnyt mahdolliseksi. Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välitykseen erikoistuneet instituutiot

helpottavat kuitenkin osaltaan tavaroiden ja palveluiden kauppaa, tähän kaupankäyntiin tarvittavien liiketoimien toteuttamista ja erikoistumista myös nykyaikaisessa kehittyneissä talouksissa. Erikoistumisen edut ovat puolestaan kenties yksi tärkeimmistä tuottavuuskasvun lähteistä.

Mitä hienojakoisemmaksi maiden ja alueiden välinen työnjako tulee, mitä erikoistuneempia tuotteita yritykset ja yrittäjät tuottavat ja mitä enemmän esimerkiksi arvoketjuun kuuluu ns. välituottajia, sitä useammin on yksinkertaisesti tarve käydä kauppaa. Tämä kaupankäynti on sitä helpompaa, mitä pienemmin liiketoimintakustannuksin esimerkiksi yritysten välistä maksuliikennettä voidaan globaalisti hoitaa. Rahoituslaitokset kehittävät jatkuvasti uusia maksuvälineitä ja -järjestelmiä, joiden käyttöönotto ja leviäminen tehostavat alueiden ja yritysten välistä kaupankäyntiä. Erilaiset uudet sähköiset maksutavat ja laskutusjärjestelmät ovat esimerkki tästä kehityksestä. Vaikka rahoitusjärjestelmän kehittämistä ”kaupankäyntiteknologioissa” tapahtuvaa edistystä on äärimmäisen vaikeaa mitata, ei ole syytä epäillä, ettei sen ansiosta erikoistuminen tule myös tulevaisuudessa yhä helpommaksi ja kannattavamaksi.

6.2.2. MITÄ EMPIIRISET TUTKIMUKSET KERTOAVAT?

Onko rahoitusjärjestelmien syvenemisen ja talouskasvun välillä yhteys?

Goldsmithin (1969) tutkimus on ensimmäisiä talouskasvun ja rahoitusjärjestelmien välistä yhteyttä empiirisesti tarkastelleista tutkimuksista. Hän osoitti graafisen tarkastelun avulla ja käyttämällä aineistoa 35 maasta vuosilta 1860–1963, että rahoitusjärjestelmän koko suhteessa talouden kokoon korreloi voimakkaasti maiden taloudellisen toimeliaisuuden (so. kehityksen) kanssa. Myöhemmät tutkimukset ovat vahvistaneet, että tämä positiivinen korrelaatio säilyy, vaikka myös muita talouskasvuun vaikuttavia tekijöitä otetaan huomioon. Tutkimalla 77 maan kasvua vuosina 1960–89, King ja Levine (1993a) osoittavat esimerkiksi, että erilaiset rahoitusjärjestelmän syvyyttä kuvaavat mittarit korreloivat positiivisesti keskimääräisen henkeä kohden lasketun BKT:n kasvuvauhdin, keskimääräisen henkeä kohden lasketun pääomakannan kasvun ja kokonaistuottavuuden kasvun kanssa. Yksi mielenkiintoisimmista Kingin ja Levinen tekemistä havainnoista on, että vuonna 1960 mitattu rahoitusjärjestelmän syvyys ennustaa varsin hyvin myöhempää (so. vuosien 1960–89 aikana tapahtuvaa) pitkän aikavälin talouskehitystä ja erityisesti tuottavuuskasvua.⁶

Myöhemmät tutkimukset ovat osoittaneet (ks. esim. Levine ja Zervos 1998a), että myös osakemarkkinoiden likviditeetillä (so. kaupankäynnin määrällä suhteessa osakemarkkinoiden kokoon) on positiivinen yhteys talouskasvuun ja sen lähteisiin. Mielenkiintoinen havainto on, että osakemarkkinoiden koolla (suhteutettuna talouden kokoon) ei ole vastaavaa yhteyttä ja

että vuonna 1960 mitattu osakemarkkinoiden likviditeetti kykenee ennustamaan hyvin myöhempää, seuraavan 18 vuoden aikana tapahtuvaa talouskasvua.⁷

Onko kyseessä syy-seuraussuhde?

Valitettavasti tutkimukset, joiden mukaan rahoitusjärjestelmän kehittyneisyyden ja (myöhemmän) talouskasvun välillä on positiivinen korrelaatio, eivät kerro juuri mitään näiden kahden ilmiön välisestä syy-seuraussuhteesta. Positiivista riippuvuutta (korrelaatiota) on vaikea tulkita, koska on mahdollista, että rahoitusjärjestelmä kehittyy ja syvenee vahvan aikaisemman ja/tai odotettavissa olevan talouskasvun seurauksena, eikä päinvastoin. Kyse voi olla myös positiivisesta, molemminpuolisesta toisiaan vahvistavasta prosessista eli siitä, että alkujaan nopeasti kasvaneisiin talouksiin on kehittynyt hyvin toimiva rahoitusjärjestelmä, joka on puolestaan vahvistanut myöhempiä kasvuedellytyksiä.⁸

Lopullista vastausta rahoitusjärjestelmän kehittyneisyyden ja talouskasvun välisestä syy-seuraussuhteesta ei voida vielä antaa. Monet uudemmista, kehittyneistä ekonometrisia menetelmiä ja laajoja kansainvälisiä paneelidataseitoja hyödyntävistä tutkimuksista kuitenkin osoittavat, että rahoitusjärjestelmän kehittyneisyydellä on oma ja itsenäinen pitkän aikavälin kasvua vahvistava vaikutus (ks. mm. Levine, Loayza ja Beck 2000; Beck, Levine ja Loayza 2000 sekä erityisesti Levinen 2005).⁹ Epäselvää on kuitenkin yhä, kuinka suuri tämä vaikutus lopulta on. Käytettävissä olevien lukujen valossa näyttää siltä, että vaikutus voi olla varsin suurikin. Hyödyntämällä tehtyjä kansainvälisiä tutkimuksia voidaan esimerkiksi arvioida, että jos Suomen rahoitusjärjestelmän ”syvyys” olisi jostain eksogeenisestä, talouskasvusta riippumattomasta syystä ollut keskimäärin samalla tasolla kuin Ruotsissa menneinä vuosina 1960–95, henkeä kohden lasketun BKT:n kasvuvauhti olisi Suomessa ollut tuona aikana vuosittain keskimäärin noin 0,8 prosenttiyksikköä toteutunutta korkeampi.¹⁰ Tämä luku on ehkä liiankin suuri ollakseen totta. Se kuitenkin antaa viitteitä siitä, että Suomen rahoitusjärjestelmän avautuminen, monipuolistuminen ja syventyminen 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alun jälkeen ovat nopeuttaneet osaltaan talouden rakennemuutosta ja kasvua, jotka tapahtuivat 1990-luvulla (ks. myös Kauppi ja Hyytinen 2002).

Empiirisiin tutkimuksiin on myös pyritty selvittämään sitä, miksi tai millaisien mekanismien välityksellä rahoitusjärjestelmä nopeuttaa talouskasvua. Beck, Levine ja Loayza (2000) osoittavat, että rahoitusjärjestelmän syvyys vahvistaa BKT:n reaalista kasvua nimenomaan sen vuoksi, että sillä on kokonaistuottavuuden kasvua vahvistava vaikutus. He eivät sen sijaan löydä vastaavanlaista vaikutusta pääomakannan kasvuun tai yksityiseen kokonaissäästämiseen. Wurglerin (2000) tulokset tarkentavat tätä kuvaa: hän osoittaa 65 maata ja useita vuosikymmeniä ja toimialoja kattavan aineiston

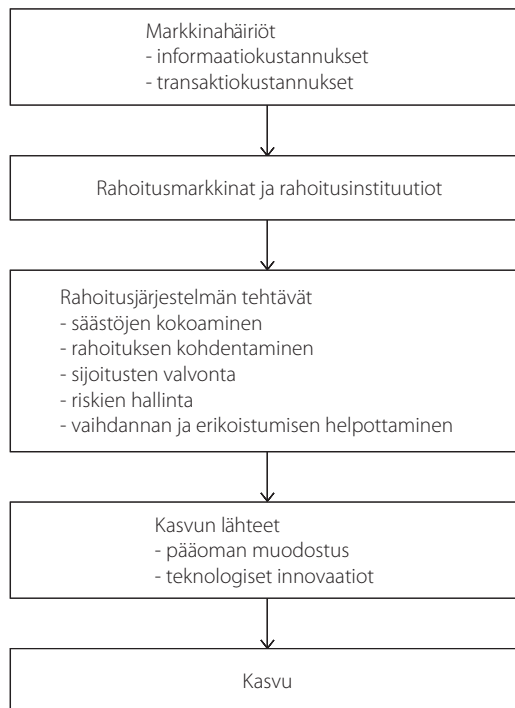
avulla, että maat, joiden rahoitusjärjestelmää voidaan pitää kehittyneenä, lisäävät nimenomaan *kasvaville* toimialoille tehtäviä investointeja *enemmän* ja tekevät supistuville toimialoille vähemmän investointeja kuin maat, joiden rahoitusjärjestelmiä voidaan pitää vähemmän kehittyneinä.¹¹

6.2.3. MITÄ SIIS TIEDETÄÄN?

Kuvio 6.1 esittää yhteenvedon mekanismista, jonka kautta hyvin toimiva rahoitusjärjestelmä tukee kasvua. Teoreettinen tutkimus ja käytettävissä olevat empiiriset tulokset eivät tue näkemystä, että rahoitusjärjestelmä vain heijastelisi reaalityaloudessa tapahtuvaa kehitystä.

Rahoitusjärjestelmän ja talouskasvun välisen yhteyden tarkastelu on ehkä tarpeen lopettaa korostamalla kahta rahoituksenvälitykseen liittyvää tekijää, joiden *ei* taloustieteellisen tutkimuksen valossa yleensä odoteta lisäävän pitkän aikavälin taloudellista kasvua. Ensinnäkin, rahoitusjärjestelmän syventymisen ei välttämättä ajatella lisäävän talouskasvua sen vuoksi, että se lisää investointeihin saatavilla olevien varojen kokonaismäärää.¹² Toiseksi, kasvulaskenta osoittaa, että pelkkä fyysisten pääomainvestointien rahoitus

Kuvio 6.1. Rahoitusjärjestelmän ja kasvun yhteys



Lähde: Kuvio perustuu Levenen (1997, 2005) artikkeleihin.

ja pääomien kumulointi ei johda *pysyvään* kasvuvauhdin nousuun (Weil 2005; ks. myös Jorgenson 1995, 2005). Kyse rahoitusjärjestelmän ja talouskasvun välisessä yhteydessä ei toisin sanoen ole investointeihin välittyvän rahoituksen määrästä.¹³ Rahoitusjärjestelmän toimivuudella on pikemminkin merkitystä, koska se vaikuttaa saatavilla olevien varojen kohdentumiseen parhaisiin ja tuottavimpiin investointikohteisiin. Kyse on siis ulkoisella rahoituksella tehtävien investointien *laadusta*. Koska tehtävien investointien laatu vaikuttaa sekä siihen, kuinka tehokkaita ja nykyaikaisia valmistusmenetelmiä ja teknologioita yritykset käyttävät, että siihen, mille toimialoille ja minkälaisiin hankkeisiin rahoitusta kanavoituu, kasvun nopeutuminen on pääosin seurausta siitä, että hyvin toimivat rahoitusinstituutiot nopeuttavat ennen kaikkea tuottavuuskasvua (ja niitä tuottavuuskasvun muotoja, joita Maliranta kuvaa tämän kirjan luvussa 3).

6.3. RAHOITUSMARKKINOISTA LÄHTEVÄ KASVUPOTENTIAALI SUOMESSA – ONKO SITÄ?

6.3.1. YRITYSRAHOITUSMARKKINOIDEN TOIMIVUUS

Kotimaiset luottolaitokset ja erityisesti talletuspankit ovat perinteisesti olleet tärkeä yritystoiminnan rahoittaja Suomessa. Suomalaiset rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin viime vuosikymmenien aikana syventyneet, markkinaehtoistuneet, avautuneet ja globalisoituneet monilta osin (ks. Kauppi ja Hyytinen 2002; Hyytinen ja Pajarinen 2003a; Hyytinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila 2003; Puttonen 2004). Tämä tarkoittaa, että erityisesti suuremmilta suomalaisilta yrityksiltä on vaadittu samaa tehokkuutta ja niihin tehtäviltä investoinneilta samoja tuotto-odotuksia (suhteessa riskeihin) kuin esimerkiksi sijoituksilta kansainvälisille markkinoille (ks. myös Kauppi ja Hyytinen 2002).

Vaikka rahoitusmarkkinoiden rakennemuutoksen seurauksena pankkien vahva asema suuryritysten rahoittajina on asteittain heikentynyt, ne ovat yhä tärkeitä pk-yrityksien rahoittajia (Hyytinen ja Pajarinen 2003b). Pankit ja yleisemmin kotimaiset rahoitusinstituutiot eivät siis rahoitusmarkkinoiden integroitumisesta ja globalisoitumisesta huolimatta ole käymässä tarpeettomiksi. Paikallisella yritysrahoituksen saatavuudella on merkitystä etenkin sen kasvun ja innovaatiotoiminnan kannalta, joka tapahtuu pk-yrityksissä ja yrittäjien toiminnan seurauksena. Tämä johtuu mm. siitä, että näihin toimijoihin liittyvä ja rahoittajien kannalta relevantti tieto on paikallista. Esimerkiksi etäisyyden, kielen ja kulttuurin vaikutus sijoituspäätöksiin on todettu useissa tutkimuksissa (ks. esim. Grinblatt ja Keloharju 2001)¹⁴

Kuinka tehokkaasti suomalaiset yritysrahoitusmarkkinat toimivat erityisesti pk-yritysten näkökulmasta? Erilaisten kyselytutkimusten valossa

vaikuttaa siltä, että ainakin pk-yritysten omasta mielestä luottomarkkinat toimivat Suomessa varsin hyvin: kuten taulukon 6.1 paneelista A havaitaan, *yksityisten* luottomarkkinoiden toimivuuteen on tyytyväisiä neljä viidestä kaikista kyselyyn vastanneista pk-yrityksistä ja peräti 87 prosenttia niistä, joilla on mielipide (eli vastaavat muuta kuin ”en osaa sanoa”). Myös *yksityinen* oman pääomanehtoisen rahoitus toimii pk-yritysten omasta mielestä kohtuullisen hyvin, sillä niin arvioi 72 prosenttia muun kuin ”en osaa sanoa” vastauksen antaneista. Suurten pk-yritysten mielestä rahoitusmarkkinat toimivat kaiken kaikkiaan paremmin kuin pienten yritysten mielestä. Kasvuhakuiset ja teknologiaintensiiviset yritykset ovat vertailuryhmiään tyytymättömämpiä yritysrahoitusmarkkinoiden toimintaan.

Taulukon 6.1 paneelista B havaitaan, että 10 prosenttia pk-yrityksistä oli kokenut 2000-luvun alkupuolella rahoitusrajoitteita, ts. ne eivät olleet pystyneet toteuttamaan yrityksen toiminnan kannalta tärkeää käyttömaisyusinvestointia, T&K-, markkinointi- tai muuta hanketta rahoitusongelmien vuoksi. Vastaajilla on selvästi useammin se käsitys, että samalla toimialalla toimivat yritykset kokevat rahoitusrajoitteita. Rahoitusrajoitteet näyttäisivät koskevan muita useammin nuoria, pieniä, kasvuhakuisia ja teknologiaintensiivisiä yrityksiä.

Kuten kuviosta 6.2 käy ilmi, ulkoisen rahoituksen koettu saatavuus parantui huomattavasti 1990-luvun jälkipuoliskolla. Talouden suhdanteita seuraten ulkoisen rahoituksen koettu saatavuus heikkeni hieman 2000-luvun alussa, mutta näyttäisi jälleen kohentuneen viime aikoina. Noin 25–30 prosenttia niistä yrityksistä, joilla ylipäänsä on ollut tarvetta ulkoiselle rahoitukselle, ovat viime vuosina kokeneet, että ulkopuolisen rahoituksen saatavuudessa on ollut ongelmia.

Koska suinkaan kaikkien ulkoista rahoitusta (omasta mielestään) tarvitsevien yritysten hankkeet eivät ole elinkelpoisia, on luontevaa, että osa yrityksistä kokee rahoituksen saatavuuden hankalaksi, vaikka yritysrahoitusmarkkinat toimisivat varsin moitteettomasti.

Suomalaisten yritysrahoitusmarkkinoiden nykytilaa ei mielestämme voi pitää millään tavoin huonona. Suurempien suomalaisyritysten rahoitus voitaneen jättää varsin huoletta eurooppalaisten ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden tehtäväksi. On esimerkiksi vaikea uskoa, että Suomessa toimivat kotimaiset ja ulkomaiset talletus- ja investointipankit ja pääomasijoittajat eivät pystyisi tarjoamaan rahoitusta suuremmille, *aidosti* elin- ja luottokelpoisille suomalaisille yrityksille tai rahoittamaan niiden *hyviä* hankkeita. Koska hyvin toimivien yritysrahoitusmarkkinoiden ominaispiirre on, että ne myös karsivat hankkeita ja kohdistavat rahoitusta vain rajoitetusti – jos lainkaan – esimerkiksi hankkeille, yrityksille tai toimialoille, joiden menestymismahdollisuudet ja tulevaisuuden näkymät ovat heikot, *yksittäisten* yritysten tai toimialojen mahdollisille valituksille ulkoisen rahoituksen heikosta saata-

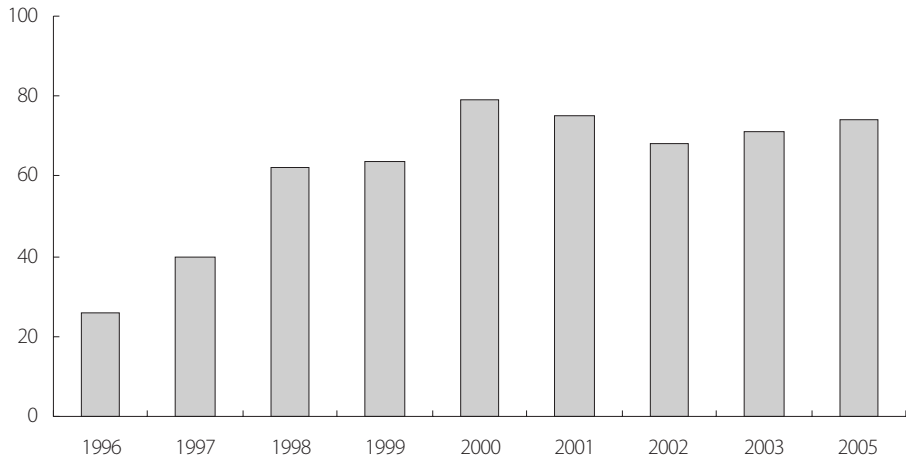
Taulukko 6.1. Pk-yritysten näkemykset rahoitusmarkkinoiden toimivuudesta ja rahoitusrajoitteista (%)

Paneeli A.	Luottomarkinat toimivat hyvin			Omanpääoman ehtoinen rahoitus toimii hyvin		
	Kyllä	Ei	EOS	Kyllä	Ei	EOS
Koko otos	81	12	7	50	19	31
Yrityksen ikä						
Aloittelevat	78	14	9	62	19	19
Vakiintuneet	82	12	7	48	19	33
Työllisyys						
Pienet pk-yritykset	79	14	8	46	22	33
Suuret pk-yritykset	87	9	4	57	15	28
Kasvu						
Kasvuhakuiset	79	14	7	46	24	30
Muut	82	11	7	51	17	32
T&K						
T&K-intensiiviset	69	18	13	46	21	33
Ei/vähän T&K:ta	83	11	6	50	19	31

Paneeli B.	Yritys on rahoitusrajoitteinen			Toimiala on rahoitusrajoitteinen		
	Kyllä	Ei	EOS	Kyllä	Ei	EOS
Koko otos	10	90	0	44	34	21
Yrityksen ikä						
Aloittelevat	22	78	0	52	29	19
Vakiintuneet	8	92	0	43	36	21
Työllisyys						
Pienet pk-yritykset	12	88	0	45	35	20
Suuret pk-yritykset	6	94	0	43	34	22
Kasvu						
Kasvuhakuiset	16	84	0	53	28	19
Muut	8	92	0	41	37	22
T&K						
T&K-intensiiviset	27	72	0	55	26	19
Ei/vähän T&K:ta	8	92	0	43	36	21

Lähde: Kirjoittajien laskelmat. Aineistolähteinä ovat Etlatieto Oy:n kyselyt pk-yritysten rahoituslähteistä vuosilta 2001–02. Taulukossa olevien jaottelujen rajat ovat: aloittelevat pk-yritykset ovat 0–4 vuoden ikäisiä; pienillä työntekijöillä on alle 20 ja liikevaihto on alle miljoona euroa; kasvuhakuisen keskimääräinen liikevaihdon kolmen vuoden kasvuennuste on yli 10 prosenttia ja T&K-intensiivisten pk-yritysten T&K-menojen osuus liikevaihdosta on yli 5 prosenttia.

Kuvio 6.2. Ulkoisen rahoituksen saatavuus pk-sektorilla (osuus ulkopuolisista rahoitusta tarvitsevista pk-yrityksistä, joilla ei vaikeuksia saada sitä, %)



Lähde: Kirjoittajien laskelmat. Aineistolähteinä ovat Finnveran ja Suomen Yrittäjien kyselytutkimukset. Vuoden 2004 tietoja ei ole saatavilla.

vuudesta ei tule antaa liikaa painoa. Yllä esitetty tarkastelu (ja saatavilla olevat selvitykset; ks. esim. Hyytinen ym. 2003; Hyytinen ja Pajarinen 2003a) tukevat lisäksi näkemystä, että rahoituksen tarjonnassa ei ole vakavia puutteita suomalaisilla yritysrahoitusmarkkinoilla pk-yrityksienkään näkökulmasta. Ainakaan mitään merkkejä siitä, että tarjontaa olisi selkeästi liian vähän, ei ole. Näin ollen varsinaisesti saatavilla olevan pääoman *määrän* lisääminen tuskin enää merkittävästi lisää talouden pitkän aikavälin kasvun edellytyksiä.

6.3.2. TULEVAISUUDEN NÄKYMIÄ

Taloukasvun taloustieteen valossa suomalaisten rahoitusmarkkinoiden haasteeksi nousee yhtäältä se, kuinka tehokkaasti ulkoista rahoitusta kanavoituu parhaisiin ja tuottavimpiin investointikohteisiin ja toisaalta se, kuinka hyvin yritysrahoitusmarkkinat karsivat huonoja hankkeita. Huomion olisikin kiinnityttävä erityisesti pk-yrityksille tarjolla olevan ulkoisen rahoituksen kohdentumiseen oikeisiin kohteisiin sen määrän sijasta: mitä tehokkaammin pk-sektoria palvelevat ja rahoittavat yritysrahoitusmarkkinat lisäävät nimenomaan kasvaville toimialoille tehtäviä investointeja, varmistavat supistuvilla toimialoilla tehtävien investointien vähentymisen ja auttavat yrityksiä siirtymään niille omistajille, joiden käsissä yrityksen käytettävissä olevia pääomia käytetään mahdollisimman tehokkaasti ja tuottavasti, sen todennäköi-

sempää on, että kotimaisella rahoitusjärjestelmällä on tuottavuuden kasvua nopeuttava vaikutus.

Kuinka ulkoisen rahoituksen kanavoitumisen voidaan olettaa kehittyvän tulevaisuudessa? Kuinka siihen vaikuttavat erityisesti (a) EU:n rahoitusmarkkinoiden integraation syveneminen, (b) suomalaisyritysten omistusrakenteissa tapahtuneet ja tapahtuvat muutokset sekä (c) julkista yritysrahoitusta kanavoivien organisaatioiden toiminta?

Rahoitusmarkkinoiden integraatio EU:ssa

EU:n rahoitusmarkkinat ovat yhdentyneet, mutta täysin yhtenäiset sisämarkkinat EU:n alueella ovat vielä harvinaisuus. Vakuudettomat euroalueen rahoitusmarkkinatalletukset ovat ehkä paras esimerkki todellisesta rajojen poistumisesta ja kansallisten markkinoiden integroitumisesta (Jokivuolle ja Korhonen 2004). Sitä vastoin esimerkiksi osakemarkkinoiden yhdentymisen on ollut hidasta, vaikka toimintojen keskittymistä suurempiin finanssikeskuksiin onkin tapahtunut mm. pörssien fuusioiden ja liittoutumien myötä. Tosiasia kuitenkin on, että kotitaloudet ja pk-yritykset käyttävät yhä varsin vähän maiden välisiä rahoituspalveluita (Guiso ym. 2004; ks. myös Koskenkylä 2004; Jokivuolle ja Korhonen 2004).

Mitä EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen tarkoittaa suomalaisen yritysrahoituksen ja erityisesti talouden pitkän aikavälin kasvu-edellytysten kannalta? Ilmeisesti integraatio vaikuttaa suomalaiseen yritysrahoitusympäristöön ainakin kahdella tavalla (ks. myös Guiso ym. 2004). Ensinnäkin se voi *täydentää* kansallisten yritysrahoitusmarkkinoiden toimintaa eli olla niiden komplementti: tällainen *komplementaarisuusvaikutus* syntyy, jos yhdentymisen myötä myös muiden Euroopan maiden rahoituksenvälittäjät ja muunlaiset rahoituspalveluiden tuottajat aikovat tai alkavat tarjota palveluitaan Suomessa. Koska vientimarkkinoita tavoittelevat ja onnistuvat valtaamaan yleensä vain keskimääräistä tuottavimmat (so. tehokkaammat) yritykset, tämän potentiaalisen ja todellisen kilpailun myötä rahoituspalveluiden tarjonnan voidaan Suomessa odottaa lisääntyvän ja niiden laadun paranevan. Rahoituspalveluiden tuonnin lisääntyessä nimittäin myös suomalaisten rahoituspalveluiden tuottajien kannattaa tehostaa toimintaansa, jotta ne eivät menetä yritysrahoitusmarkkinoilla markkinaosuuksiaan. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen voi myös *korvata* kotimaista tarjontaa eli olla sen substituutti. Tällainen *substituutiovaikutus* syntyy, jos esimerkiksi yhdentymisen myötä suomalaiset yritykset päätyvät ostamaan tarvitsemansa rahoituspalvelut muista Euroopan maista. Näin voidaan odottaa käyvän erityisesti, jos Suomesta saatavilla olevat rahoituspalvelut eivät vastaa yrityksiensä tarpeisiin tai jos tarjolla olevia yritysrahoituspalveluita ei tuoteta riittävän tehokkaasti. On siis mahdollista, että kotimainen tarjonta syrjäytyy aikaa myöten ja että suomalaiset rahoituslaitokset eivät kykene houkuttele-

maan koti- tai ulkomaisia yrityksiä asiakkaikseen ja koti- tai ulkomaista pääomaa sijoitettavakseen.

Suhteellisen edun periaatteen mukaan kunkin maan on perusteltua erikoistua niiden tuotteiden ja palveluiden tuottamiseen, joissa sillä on vahvuuksia suhteessa muihin maihin. Koska ei ole selvää, että Suomella on erityisiä vahvuuksia rahoituspalveluiden tuottamisessa, voi olla, että Suomessa toimivien tai ainakin suomalaisten omistuksessa olevien rahoituspalveluyritysten merkitys vähenee ajan myötä. Yksi merkki tästä kehityksestä saattaa olla se, että suomalaisia rahoituksenvälittäjiä ja muita rahoituspalveluiden tarjoajia on päätyntä maiden rajat ylittävien yrityskauppojen seurauksena ulkomaiseen omistukseen. Tällöin kyse ei välttämättä ole edellä kuvatusta syrjäytymisvaikutuksesta, vaan ehkä ennemminkin siitä, että pääomien käyttö tehostuu väistämättä kansainvälisessä ympäristössä. Kuten seuraavaksi väitämme, ei ole täysin selvää, miten tällaiset omistajavaihdokset ja erityisesti omistuksen kansainvälistyminen vaikuttavat Suomen kaltaisen pienen avotaluuden kasvuedellytyksiin.

Jotta suomalainen rahoitussektori ei kutistu yhdentymisen myötä, sen täytyy olla riittävän uusiutumiskykyinen ja kilpailukykyinen. Koska kotitaloudet ja pk-yritykset käyttävät yhä varsin vähän maiden välisiä rahoituspalveluita, voidaan yhdentymisen odottaa jatkuvan juuri näillä alueilla: suomalaisen rahoitussektorin syveneminen ja kehittyminen saattaa loppua lyhyeen, jos se ei pysty vastamaan tähän kehitykseen. Suomalaisen rahoituspalveluyrityksien asema integroituvilla eurooppalaisilla rahoitusmarkkinoilla riippuu siitä, kuinka tehokkaasti ne kykenevät palvelemaan sekä suomalaisia että eurooppalaisia sijoittajia ja rahoituksen tarvitsijoita.

Omistajuus ja "vaikutusvallan markkinat"

Suomessa on viime aikoina keskusteltu varsin paljon sekä suomalaisten omasta että kansainvälisten sijoittajien halukkuudesta sijoittaa Suomeen ja suomalaisiin yhtiöihin. Käyty keskustelu on joiltakin osin ollut hieman ristiriitaista, sillä toisaalta ulkomaalaisomistuksen on epäilty lisäävän riskiä, että Suomessa perinteisesti toimineet yritykset siirtävät toimintaansa (ja siten myös työpaikkoja) ulkomaille. On myös arveltu, että suomalaisia yrityksiä ajautuu ulkomaalaisomistukseen liian edullisesti. Toisaalta taas on esitetty, etteivät potentiaaliset uudet ulkomaalaisomistajat eli kansainväliset sijoittajat ole riittävän kiinnostuneita suomalaisista yrityksistä ja pääomamarkkinoistamme. On esimerkiksi epäilty, että suomalaisen pääomamarkkinan pienuus ja Suomen syrjäinen sijainti vähentävät kansainvälisten sijoittajien halukkuutta sijoittaa Suomeen (ks. Puttonen 2004).

Mitä yritysten omistajarakenteissa ja vaikutusvallassa tapahtuvat vaihdokset tarkoittavat kansantalouden kasvuedellytysten näkökulmasta? Selvää vastausta tähän kysymykseen ei ole, sillä ulkomaalaisista omistajista

Suomessa ja toisaalta suomalaisten yritysten ja omistajien sijoituksista ulkomaille on molemmista sekä hyötyä että haittaa kansantalouden kasvuedellytysten näkökulmasta. Kysymystä omistajuuden merkityksestä kasvun kannalta voi tarkastella esimerkiksi ns. vaikutusvallan markkinoiden näkökulmasta (*market for corporate control*; ks. Pohjola 1996, 152): nämä markkinat ovat laajasti ymmärrettynä eräänlaiset yrityskauppariikkinat, joilla yritysten omistamisesta kiinnostuneet sijoittajat käyvät kauppaa vallasta hallittavien yritysten voimavaroja. Kaupan kohteena voi olla valta yrityksessä, jossa omistajuus ja johto ovat eriytyneet ja jota johtaa ammattijohtaja. Kohteena voi myös olla pääomasijoittajien ja perustajien yhdessä omistama listaamaton (ja yhä varsin nuori) yritys tai kymmeniä vuosia vanha perheyritys, jota johtavat sen omistajasuvun jäsenet.

Otollisia ja tyypillisiä kaupankohteita vaikutusvallan markkinoilla ovat sellaiset yritykset, jotka käyttävät niiden hallussa olevia pääomia tehottomasti tai joiden arvo olisi suurempi, mikäli ne olisivat osa suurempaa kokonaisuutta (esimerkiksi osa toista yritystä) tai jonkun toisen omistuksessa ja johdettavana. Usein onkin niin, että nimenomaan keskimääräistä taitavammat sijoittajat ja tuottavimmat yritykset, joita esimerkiksi monikansalliset yritykset usein ovat, ylipäättään tekevät suoria sijoituksia tai ostavat yrityksiä toisista maista (Helpman, Melitz ja Yeaple 2004; ks. myös Griffith, Redding ja Simpson 2004). Sama nähtävästi pätee sijoittajiin, jotka ovat ostaneet yrityksiä Suomesta: Ilmakunnaksen ja Malirannan (2004) tuoreen tutkimuksen mukaan ulkomaalaisomistukseen siirtyneiden suomalaisten toimipaikkojen kokonaistuottavuus on kasvanut 9–11 prosenttia.¹⁵ Mikäli suomalainen yritys päättyy edellä kuvatuista syistä ja tavalla ulkomaalaisomistukseen, on vaikea esittää väitettä, että nämä omistajavaihdokset vähentäisivät talouden kasvuedellytyksiä.¹⁶

Virheitä tapahtuu, ja toisinaan suomalaisyrityksiä on ehkä myyty liian alhaisella hinnalla tai liian varhain. Mutta on vaikea uskoa, että niin tapahtuu keskimäärin tai säännöllisesti. Koska suomalaiset omistajat luopuvat omistuksistaan vapaaehtoisesti, pääsääntöisesti kyse täytyy olla siitä, että omistajuus ja valta vaihtuvat, koska se on suomalaisia yrityksiä omistavien kotitalouksien ja muiden osakkeenomistajien etujen mukaista. Jos saatava hinta olisi ”liian alhainen” tai yritys olisi siirtymässä ”liian aikaisiin”, ei myynti olisi nykyisten omistajien etujen mukaista. Ehkäpä suomalaisia yrityksiä myydään ulkomaalaisille omistajille nimenomaan sen vuoksi, että niistä tulee omistajan vaihdoksen myötä arvokkaampia esimerkiksi uusien omistajien tuoman teknologisen tietämyksen ja liiketoimintaosaamisen ansiosta tai heidän käyttämiensä tehokkaiden johtamis- ja valvontajärjestelmien vuoksi.¹⁷

Vaikutusvallan markkinoilla yrityksistä ja niiden hallinnasta käydään kauppaa monesta syystä. Selvää on, että talouden kasvuedellytykset heikkenevät, jos tämän vuoksi sijoittajien ja pääomien virta on yksinomaan Suomesta ulos. Jos Suomesta siirtyvät ulkomaille sekä sijoittajat ja heidän hallinnoi-

mansa pääomat että yritykset ja niiden myötä tuotannollinen toiminta, eikä vastaavaa virtaa tapahdu Suomeen päin, henkeä kohden lasketun BKT:n kasvu hiipuu väistämättä. Suomessa tuotettujen tavaroiden ja palvelujen yhteenlaskettu arvonlisäys ei luonnollisestikaan nimittäin voi kasvaa, jos maassa tapahtuvan tuotannollisen toiminnan määrä jatkuvasti vähenee (ks. myös Ali-Yrkkö, Pajarinen ja Ylä-Anttila tämän kirjan luvussa 10). Koska vaikutusvallan markkinoilla kiinnitetään huomiota myös siihen, kuinka houkuttelevaa ja järkevää omistaminen eri maissa on, sekä kotimaisen että ulkomaisen omistamisen houkuttelevuuteen Suomessa on perusteltua kiinnittää yhä enemmän huomiota. Kuten Puttonen (2004) asian taitavasti tiivistä, ”ulkomainen omistus ei ole kansantaloudelle ongelma, kotimaisen omistuksen vähäisyys on”.

Julkinen yritysrahoitus

Kuten Hyytinen ja Pajarinen (2005) ovat todenneet, julkisen vallan interventiota suomalaisilla yritysrahoitusmarkkinoilla ei voida pitää merkityksettömänä. On esimerkiksi arvioitu, että joka kolmas suomalainen pk-yritys on joskus saanut jonkinlaista julkista yritystukea tai rahoitusta (Hyytinen ja Väänänen 2003). Syksyllä 2004 tehdyn pk-yritysbarometrin mukaan Finnveran luottoja ja takauksia oli lähes joka neljännellä ulkoista rahoitusta käyttävällä yrityksellä ja selvästi useammalla kuin joka kolmannella ulkoista rahoitusta käyttävistä teollisuusyrityksistä. Johtopäätökseksi tulee ennemminkin, että alimitoitetuksi suomalaista yritysneuvonta- ja tukijärjestelmää voi nykyisissä oloissa olla vaikea väittää – varsinkin jos otetaan huomioon, että suomalainen yritysrahoitusjärjestelmä on kehittynyt ja syventynyt jatkuvasti. Tällöin tarve julkisen vallan väliintulolle (jo määritelmän mukaan) vähenee.

Julkista yritystukea kanavoivilla organisaatioilla voi olla monenlaisia tavoitteita. Siltä osin kun julkista yritystukea kanavoiville organisaatioille ei aseteta tulonjako tai ei-taloudellisia tavoitteita, tavoite on useimmiten talouden tehokkuuden parantaminen ja erityisesti yritysrahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien paikkaaminen. Julkisen yritysrahoituksen voisi siis toivoa parantavan talouden kasvuedellytyksiä vähintäänkin välillisesti. On kuitenkin melko epäselvää, mitä tavoitteita suomalaiselle yritystukijärjestelmälle on (laajasti ymmärrettynä) nykyisellään itse asiassa asetettu ja mikä eri organisaatioiden välinen työnjako tältä osin on (ks. myös Georghiou ym. 2003; Maula ja Murray 2003; Hyytinen ja Väänänen 2003; Hyytinen ja Pajarinen 2005). On esimerkiksi vaikeaa hahmottaa sitä, mitkä organisaatioista on erityisesti asetettu yritysrahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien paikkaamiseen ja kuinka tehokkaasti ne tätä tehtävää hoitavat.

Voidaan ajatella, että niiden julkista yritystukea kanavoivien organisaatioiden, joiden tehtäväksi asetetaan yritysrahoitusmarkkinoiden epätäy-

dellisyyskysien paikkaaminen, tulisi pyrkiä informaatio-ongelmista aiheutuvien ongelmien ja tehokkuustappioiden vähentämiseen. Tätä yleistä periaatetta on mahdollista perustella sillä, että näitä ongelmia voidaan – ainakin taloustieteellisen tutkimuksen valossa – pitää yhtenä keskeisemmistä epätäydellisyyskysien aiheuttajista yritysrahoitusmarkkinoilla (Hyytinen ja Pajarinen 2005). Informaatio-ongelmista johtuvien luottomarkkinoiden toiminta-ongelmien paikkaaminen on kuitenkin (taloustieteellisen(kin) tutkimuksen valossa) helpommin sanottu kuin tehty: riski julkisen vallan epäonnistumisesta (*government failure*) on aito. Yksi syy tähän on se, että mitä luultavimmin julkista yritystukijärjestelmää ei ole perusteltu rakentaa sen oletuksen varaan, että virkamiestyöhön perustuvilla organisaatioilla olisi selvästi enemmän tai parempaa tietoa kuin yksityisillä alan ammattilaisilla. Näin mm. siksi, että – kuten olemme edellä kuvanneet – yksi yksityisen rahoitussektorin tärkeimmistä olemassaolon perusteluista ja siten sen tehtävistä on rahoituksen kanavointiin liittyvien informaatio-ongelmien ratkaiseminen tuottamalla investointipäätöksiä tehostavaa tietoa ja valvomalla yrityksiä investointipäätöksiä.

Rahoitusjärjestelmän syventyessä kasvaa riski siitä, että julkinen yritystuki syrjäyttää kannattavaa yksityistä yritysrahoitusta tai vääristää yksityisten rahoittajien kannustimia (ks. myös Hyytinen ja Pajarinen 2003a). Tämä riski on syytä ottaa todesta, sillä kuten olemme tässä kirjoituksessa osoittaneet, taloustieteellisen kasvututkimuksen valossa rahoitusmarkkinat nopeuttavat BKT:n kasvua pääasiassa sen vuoksi, että ne kohdistavat rahoitusta *parhaimpiin* teknologioihin ja liikeideoihin. Toinen tapa sanoa sama asia on, että tuottavuuskasvu nopeutuu, koska rahoitusmarkkinat karsivat hankkeita ja kohdistavat rahoitusta vain rajoitetusti hankkeille ja yrityksille, joiden menestymismahdollisuudet ja tulevaisuuden näkymät ovat heikot. On vaikea uskoa, etteivätkö aidosti hyvät hankkeet ja yritykset saisi Suomessa tarvitsemaansa rahoitusta – joko suomalaisilta yksityisillä ja julkisilta rahoittajilta tai Suomessa toimivilta ulkomaalaisilta rahoituspalveluyrityksiltä ja eurooppalaisilta pääomamarkkinoilta. Sitä vastoin on mahdollista, että nyky-laajuudessaan julkinen yritystukijärjestelmä, joka ei kohdistaa rahoitusta ja tukea yrityssektorille hintamekanismiin perustuen ja jonka toimintaa eivät ohjaa yhtä vahvat kannustimet kuin yksityisen sektorin toimijoita, päättyy ennemmin tai myöhemmin ylläpitämään kannattamatonta liiketoimintaa ja tukemaan toimialoja, joilla suomalaiset yritykset eivät ole kilpailukykyisiä. Vaarana on, että luotamme liiaksi julkiseen, virkamiesvetoiseen yritystukijärjestelmään ja että rakennamme sen tarpeettoman laajaksi. Sellaisen myötä palaamme valitettavasti vain takaisin tehottoman pääoman aikaan.

6.4. JOHTOPÄÄTÖKSET

Olemme havainneet, että rahoitusmarkkinat vaikuttavat talouskasvuun ennen kaikkea siksi, että ne määräävät, mille aloille ulkoista rahoitusta kanavoituu ja minkälaisia investointeja yritykset tekevät. Hyvin toimiva yritysrahoitusjärjestelmä nopeuttaa erityisesti tuottavuuden kasvua, sillä maat, joissa sitä voidaan pitää kehittyneenä, lisäävät kasvaville toimialoille tehtäviä investointeja enemmän ja tekevät supistuville toimialoille vähemmän investointeja kuin maat, joiden rahoitusjärjestelmää voidaan pitää vähemmän kehittyneenä. Mikrotasolla kyse on siitä, että yritysrahoitusjärjestelmä osaltaan johtaa voimavarojen kohdentumiseen kaikkein tuottavimpiin yrityksiin ja toimipaikkoihin sekä johtaa alhaisen tuottavuuden yritysten poistumiseen alalta (vrt. myös Malirannan luku 3 tässä kirjassa).

Uusimman taloustieteellisen kasvututkimuksen valossa näyttää siltä, että saatavilla olevan pääoman määrän yksioikoinen lisääminen tuskin enää merkittävästi lisää Suomen kaltaisen kehittyneen talouden pitkän aikavälin kasvun edellytyksiä. Huoleksi nousee ennemminkin suomalaisen yritysrahoitusjärjestelmän tehokkuus ja sen kyky nostaa tuottavuuskasvua. Erityisesti voidaan kysyä, kuinka yritysrahoitusjärjestelmän tehokkuuteen vaikuttaa melko laaja julkinen yritystukijärjestelmämme, joka *ei* kohdistaa rahoitusta yrityssectorille taloudellisiin kannustimiin ja hintamekanismiin perustuen. Riskinä on, että se liian laajana päättyy syrjäyttämään yksityistä rahoitusta, ylläpitämään kannattamatonta liiketoimintaa sekä tukemaan toimialoja, jolla suomalaiset yritykset eivät ole kilpailukykyisiä. Tämä tarkoittaa askelta takaisin kohti tehottoman pääoman aikaa. EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdyntyessä huomion olisikin kiinnityttävä sekä yksityisten rahoituspalveluyritysten toimintaedellytysten ja kilpailukyvyyn parantamiseen että kotimaisen ja ulkomaisen omistamisen houkuttelevuuteen Suomessa.

Olemme tässä kirjoituksessa tarkastelleet pääasiassa sitä, miksi rahoitusmarkkinoiden voidaan olettaa nopeuttavan talouskasvua. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden voidaan kuitenkin ajatella tarjoavan myös riskien jakamis- ja hajauttamismahdollisuuksia kansantalouksille. Niiden hyödyntäminen nykyistä enemmän voisi olla erityisen perusteltua Suomen kaltaiselle pienelle avotaloudelle, joka on valinnut korkeaan osaamiseen perustuvan talous- ja työllisyysstrategian. Näin siksi, että teknologiavetoisen talouskasvun tavoittelu ei ole riskitöntä. Yksi mahdollisuus on, että sellainen kasvustrategia lisää BKT:n kasvuvauhdissa tapahtuvaa vaihtelua. Niin voi hyvinkin käydä, koska T&K-toiminnan tuloksia on vaikea ennakoida ja koska T&K-hankkeet ja -ohjelmat ovat tyypillisesti varsin riskipitoisia: toisinaan ne onnistuvat, kun taas toisinaan niistä ei synny mitään markkinoille tai kaupallistettavaksi soveltuvaa.

Kuinka tällaisia teknologiavetoisen talouskasvun tavoittelusta syntyviä riskejä vastaan voidaan suojautua? Kysehän on koko kansantalouteen vaikuttavasta riskistä: jos riskit realisoituvat ja kasvu hidastuu, vyötä täytyy kiristää; jos se nopeutuu, vyötä voi olla varaa jopa löysätä. Esitämme, että ns. *BKT-indeksoidut valtionvelkakirjat* ovat yksi esimerkki rahoitusinstrumenteista, joita voitaisiin laskea liikkeelle kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja joiden avulla BKT:n kasvuvauhdissa tapahtuvaa vaihtelua vastaan voidaan suojautua. Ajatus tällaisista joukkovalkakirjalainoista ei ole uusi ja se on varsin yksinkertainen (ks. esim. Borensztein ja Mauro 2004): rahoitetaan osa valtion velanotosta velkakirjoilla, joiden korko on sidottu BKT:n kasvuvauhtiin. Jos kasvu hidastuu, korko laskee, ja valtion velanhoitomenot pienevät. Jos kasvu taas nopeutuu, korko nousee, ja valtion velanhoitomenot kasvavat. Tämä vakuutusmekanismi tarkoittaa, että saamme kansantaloutena suojaa teknologiavetoisen talouskasvun tavoittelusta syntyviä riskejä vastaan. Valtion velanhoitomaksut pienevät juuri silloin, kun jaettavaa olisi muutenkin niukasti. Ne taas kasvavat, kun maksuvaraa on enemmän. Borenszteinin ja Mauron (2004) tutkimus ja eräät muut tutkimukset osoittavat (ks. esimerkiksi Athanasoulis ja van Wincoop 2000), että hyödyt tämänkaltaisesta globaalista riskienjaosta voivat olla hyvinkin suuria. On selvittämisen arvoista, olisivatko ne sitä erityisesti Suomen kaltaiselle pienelle, avoimelle ja korruptoimattomalle avotaloudelle, jonka BKT:n kasvuvauhti on vaihdellut varsin paljon viimeisten kolmenkymmenen vuoden aikana. Koska valitun teknologiavetoisen kasvustrategian tuskin voidaan odottaa ainakaan vähentävän tätä vaihtelua, on perusteltua pohtia, pitäisikö sitä vastaan suojautua ennakkoluulottomien ratkaisujen, kuten BKT-indeksoidun valtionvelanoton ja kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden avulla. Vaikka BKT-indeksoitujen valtionvelkakirjojen liikkeeseenlasku ei välttämättä ole ongelmatonta, jokaisen 1990-luvun alun laman kokeneen luulisi olevan kiinnostunut mahdollisuudesta suojautua ainakin pahimmilta epäonnistumisilta ja epäonnelta. Suojautumisen tarvetta kannattaa harkita *nyt*, kun teknologiavetoinen kasvustrategiamme saa maailmalla tunnustusta ja kun keikumme yhä kansainvälisten kilpailukykymittausten kärkisijoilla.

LÄHTEET

- Acemoglu, D. and Zilibotti, F. (1997): Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth, *Journal of Political Economy*, 105: 709–775.
- Aghion, P. and Howitt, P. (1992): A Model of Growth through Creative Destruction, *Econometrica*, 60: 323–351.
- Aghion, P., Angeletos, M., Banerjee, A. and Manova, K. (2004): *Volatility and Growth: The Role of Financial Development*, Harvard University (Department of Economics): mimeo.
- Aghion, P., Howitt, P. and Mayer-Foulkes, D. (2005): The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- Ali-Yrkkö, J., Hyytinen, A., and Pajarinen, M. (2005): Does patenting increase the probability of being acquired? Evidence from cross-border and domestic acquisitions, *Applied Financial Economics*, forthcoming.
- Athanasoulis, S. G. and van Wincoop, E. (2000): Growth uncertainty and risk sharing, *Journal of Monetary Economics*, 45(3), 477–505.
- Beck, T. and Levine, R. (2002): Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?, *Journal of Financial Economics*, 64: 147–180.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000): Finance and the Sources of Growth, *Journal of Financial Economics*, 58: 261–300.
- Bencivenga, V. R. and Smith, B. D. (1993): Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 17: 97–122.
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D. and Starr, R. M. (1995): Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth, *Journal of Economic Theory*, 67: 53–177.
- Borensztein, E. and Mauro, P. (2004): The case for DGP-indexed bonds, *Economic Policy*, April, 165–216
- Boyd, J. H. and Smith, B. D. (1992): Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 30: 409–432.
- Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E. (1982): Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices, *Journal of Finance*, 37: 275–287.
- Georghiou, L., Smith, K., Toivanen, O. and Ylä-Anttila, P. (2003): *Evaluation of the Finnish Innovation Support System*, Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisuja 5/2003.
- Goldsmith, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990): Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, 98: 1076–1107.
- Griffith, R., Redding, S. and Simpson, H. (2004): Foreign ownership and productivity: New evidence from the service sector and the R&D lab. The Institute for Fiscal Studies, Working Paper 04/22.
- Grinblatt, M. and Keloharju, M. (2001): How distance language, and culture influence stockholdings and trades, *Journal of Finance*, LVI: 1053–1072.
- Grossman, S. J. and Stiglitz, J. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, 70: 393–408.

Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M. and Pagana, M. (2004): Financial market integration and economic growth in the EU, *Economic Policy*, 40 (October): 523–577.

Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L. (2004): The Role of Social Capital in Financial Development, *American Economic Review*, 94: 526–556.

Helpman, E., Melitz, M., Yeaple, S. (2004): Export versus FDI with heterogeneous firms, *American Economic Review*, forthcoming.

Holmström, B. and Tirole, J. (1998): Private and Public Supply of Liquidity, *Journal of Political Economy*, 106: 1–40.

Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (2003a): Small Business Finance in Finland – A Descriptive Study, In Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (eds.): *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, ETLA B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.

Hyytinen, A. ja Pajarinen, M. (2003b): Rahoitusjärjestelmä ja yritystoiminta uudistuvassa taloudessa, teoksessa Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (eds.): *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, ETLA B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.

Hyytinen, A. ja Pajarinen, M. (2005): *Luottomarkkinoiden epätäydellisyydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa*, Kauppa- ja teollisuusministeriön rahoitetut tutkimukset 2/2005.

Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. And Ylä-Anttila, P. (2003): Does Financial Development Matter for Innovation and Economic Growth? Implications for Public Policy, In Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (eds.): *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, ETLA B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.

Hyytinen, A. and Väänänen, L. (2003): Government Funding of Small and Medium-Sized Enterprises in Finland, In Hyytinen, A. and Pajarinen, M. (eds.): *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, ETLA B:200, Taloustieto Oy, Helsinki.

Ilmakunnas, P. ja Maliranta, M. (2004): Foreign medicine: A treatment effect analysis of the productivity effects of foreign ownership. *Applied Economics Quarterly*, 50(1), 41–59.

Jensen, M. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48: 831–880.

Jokivuolle, E. ja Korhonen, K. (2004), Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet, teoksessa Koskenkylä, H. (toim.): *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*, Suomen Pankin tutkimuksia A:107.

Jorgenson, D. W. (1995): *Productivity*, Cambridge, MA. MIT Press.

Jorgenson, D.W. (2005): Growth Accounting, In Aghion, P. and Durlauf, S. (eds.): *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers.

Kauppi, H. ja Hyytinen, A. (2002): Rahoituksen markkinaehtoistuminen ja talouden toimialarakente. Havainnot Suomesta 1980–2000, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 98:177–198.

King, R. G. and Levine, R. (1993a): Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717–738.

King, R. G. and Levine, R. (1993b): Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 32: 513–542.

King, R. G. and Levine, R. (1993c): Financial Intermediation and Economic Development, In Mayer, C. and Vives, X. (eds.): *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, London: Centre for Economic Policy Research: 156–189.

Kortum, S. and Lerner, J. (2000): Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *RAND Journal of Economics*, 31: 674–692.

- Koskenkylä, H. (toim.) (2004): *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*, Suomen Pankin tutkimuksia A:107.
- Krebs, T. (2003): Human Capital Risk and Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, 118: 709–44.
- Kyle, A. S. (1984): Market Structure, Information, Futures Markets, and Price Formation, In Storey, G. G., Schmitz, A. and Sarris, A. H. (eds.): *International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure, and Price Instability*, CO: Westview.
- Levine, R. (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35: 688–726.
- Levine, R. (2005): Finance and Growth: Theory and Evidence, In Aghion, P. and Durlauf, S. (eds.): *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers.
- Levine, R., Loayza, N. and Beck, T. (2000): Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, 46: 31–77.
- Levine, R. and Zervos, S. (1998a): Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economic Review*, 88: 537–558.
- Levine, R. and Zervos, S. (1998b): Capital Control Liberalization and Stock Market Development, *World Development*, 26: 1169–1184.
- Liljebloom, E. and Löflund, A. (2002): Determinants of international portfolio investment flows to a small market: Empirical evidence, working paper, Swedish School of Economics and Business Administration.
- Lucas, R. E. (1988): On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22: 3–42.
- Maula, M. and Murray, G. (2003): *Finnish Industry Investment Ltd.: An International Evaluation*, Kauppa- ja teollisuusministeriön julkaisuja 1/2003.
- Miller, M. H. (1998): Financial Markets and Economic Growth, *Journal of Applied Corporate Finance*, 11: 8–14.
- Pohjola, M. (1996): *Tehoton pääoma*, WSOY, Helsinki.
- Puttonen, V. (2004): *Onko omistamisella väliä?*, EVA Raportti 2.9.2004.
- Rajan, R. G. and Zingales, L. (1998): Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, 88: 559–586.
- Robinson, J. (1952): The Generalization of the General Theory, In: *the Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan.
- Saint-Paul, G. (1992): Technological Choice, Financial Markets and Economic Development, *European Economic Review*, 36: 763–781.
- Sirri, E. R. and Tufano, P. (1995): The Economics of Pooling, In Crane, D. B. et al. (eds.): *The Global Financial System: A Functional Approach*, Boston, MA: Harvard Business School Press: 81–128.
- Stiglitz, J. E. (1985): Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*, 17: 133–152.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1983): Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets, *American Economic Review*, 73(5): 912–927.

Sussman, O. (1993): A Theory of Financial Development, In Giovannini A. (ed.): *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge: Cambridge University Press.

Weil, D. N. (2005): *Economic Growth*. Addison-Wesley.

Wurgler, J. (2000): Financial Markets and the Allocation of Capital, *Journal of Financial Economics*, 58: 187–214.

VIITTEET

- ¹ Tehokas kohdentuminen edellyttää mm. pääomien tarkoituksenmukaista jakamista eri toimialojen tai maantieteellisten alueiden kesken. Lisäksi toimiva rahoitusjärjestelmä kohdentaa pääomia oikealla tavalla ylijääntä eli johtaa hyvin ajoitettuihin investointeihin ja pääomien palautukseen.
- ² Vaikka markkinoiden informatiivisen tehokkuuden yhteyttä talouskasvuun ei ole kovin vahvasti osoitettu teoreettisessa tarkastelussa, esimerkiksi Aghionin ja Howittin (1992) pohdinnat antavat viitteitä siitä, että se voi lisätä talouksien pitkän aikavälin kasvuvauhtia pysyvästi.
- ³ Osakemarkkinat tekevät myös mahdolliseksi johdon ja omistajien intressien yhdenmukaistamisen esimerkiksi siten, että johdon palkitsemisjärjestelmä heijastelee yrityksen osakekurssin kehitystä (Diamond ja Verrecchia 1982).
- ⁴ King ja Levine (1993b) ovat puolestaan osoittaneet, että hajauttaminen on erityisen tärkeää silloin, kun on kyse uusien teknologioiden kehittämiseen tähtäävistä tutkimus- ja kehitysinvestoinneista. Investoinnit innovaatiotoimintaan ovat tyypillisesti hyvin riskipitoisia, joten mikäli niihin rahoitusta tarjoavilla on mahdollisuus hajauttaa hyvin toimivan rahoitusjärjestelmän ansiosta sijoitusalkunsa tehokkaasti, T&K-investointeja voidaan tehdä aikaisempaa riskipitoisimpiin mutta onnistuessaan lupaaviin kohteisiin.
- ⁵ Myös pitkäkestoisia hankkeita tekevät yritykset voivat tarvita suojaa likviditeettiriskeiltä: pitkäkestoisten tuotantoprosessien tai t&k-hankkeiden aikana yrityksille saattaa mm. makrotaloudellisen tilanteen muuttuessa ilmaantua lisärahoitustarpeita, jotka vaarantavat hankkeen toteutuksen. Ellei rahoitusjärjestelmä kanavoisi rahoitusta tällaisiin lisärahoitustarpeisiin, suhdannevaihteluista seuraava likviditeettirisiki vähentää yritysten kannustimia aloittaa esimerkiksi pitkäkestoisia hankkeita (Holmström ja Tirole 1998). Erityisesti pitkäkestoisten, kasvun edellytyksiä vahvistavien T&K-hankkeiden toteutus voi vaarantua, koska niiden laajuutta ei usein voida helposti sopeuttaa vastaamaan kussakin suhdannetilanteessa saatavilla olevaa rahoitusta vaarantamatta koko hanketta (Aghion ym. 2004).
- ⁶ Tämä ennustuskyky säilyy, vaikka samanaikaisesti otetaan huomioon mm. tulojen (so. kansantuotteen), koulutuksen sekä raha-, kauppa- ja finanssipolitiikan vaikutukset. Kingin ja Levinen samaan aikaan hieman eri menetelmillä tekemät toiset tutkimukset tukevat näitä löydöksiä (King ja Levine 1993b, c).
- ⁷ Tämä ennustuskyky säilyy, vaikka samanaikaisesti otetaan huomioon pankkisektorin kehittyneisyys vuonna 1960 ja muiden kasvuun mahdollisesti vaikuttavien tekijöiden vaikutukset (Levine ja Zervos 1998a).
- ⁸ On lisäksi monia, tutkijoille vaikeasti havaittavia tekijöitä, jotka saattavat vahvistaa sekä talouskasvua että parantaa rahoitusjärjestelmän toimintaa ja saada näin aikaan näiden kahden taloudellisen ilmiön välille positiivisen riippuvuussuhteen. Esimerkkejä tällaisista tekijöistä ovat maiden lainsäädännön laatu, sosiaalisen pääoman määrä, yhteiskunnallisen päätöksenteon ja julkisen hallinnon tehokkuus tai oikeusjärjestelmän toimivuus. Nämä kaikki tekijät tukevat – ainakin mahdollisesti – sekä rahoitusmarkkinoiden kehitystä että myötävaikuttavat taloudellisen toiminnan ja yritystoiminnan edellytyksiin ja siten kasvuun.
- ⁹ Rajanin ja Zingalesin (1998) sekä Beckin ja Levinen (2002) toimialatason aineistoa eri maista hyödyntävät tutkimukset tukevat näitä löydöksiä, sillä rahoitusjärjestelmän syveneminen vahvistaa kasvua nimenomaan toimialoilla, joiden voidaan arvioida olevan vahvasti ulkoisesta rahoituksesta riippuvaisia. Lopullista vastausta rahoitusjärjestelmän kehittyneisyyden ja talouskasvun välisestä syy-seuraussuhteesta ei kuitenkaan ole vielä saatu, sillä myös uudemmat tulokset ovat osin ristiriitaisia. Osa uusista tutkimuksista nimittäin kyseenalaistaa syy-seuraussuhteen suunnan ja voimakkuuden (Aghion, Howitt ja Mayer-Foulkes 2005).
- ¹⁰ Tämä tulos on laskettu käyttämällä Levinen, Loayzan ja Beckin (2000) kansainvälisellä paneelinaisteolla ja instrumenttimuuttujamenetelmillä estimoimaa mallia ja heidän taulukossa 8 raportoituaan maakohtaisia lukuja ns. *Private credit* -mittarille. Ajoittamiseksi mittari on rahoitusjärjestelmän syvyyttä kuvaava indikaattori, jossa syvyyttä mitataan yksityisten luottojen määrällä suhteessa bruttokansantuotteeseen. Jos tämä suhde olisi ollut ko. ajankohtana Suomessa keskimäärin samalla tasolla kuin Ruotsissa, se olisi ollut noin 37,3 prosenttiyksikköä korkeampi. Soveltamalla konservatiivista tulosta Levinen, Loayzan ja Beckin taulukosta 5 saadaan seuraava kasvulisäyslaskelma: $[\ln(89,1) - \ln(51,8)] \cdot 1,52 = 0,824$, joka kirjaimellisesti otettuna koskee keskimääräistä lisäkasvua vuosina 1960–95, jolta ajalta Levinen, Loayzan ja Beckin käyttämä aineisto on.

¹¹ Tämä tulos on hyvin linjassa Kortumin ja Lernerin (2000) yhdysvaltalaisella toimiala-aineistolla saaman tuloksen kanssa, jonka mukaan peräti 8 prosenttia vuosina 1983–92 tehdyistä teollisista innovaatioista on pääomasijoituksen ansiota, vaikka pääomasijoituksen suhde yksityiseen T&K:hon oli tuona aikana vain noin 3 prosenttia.

¹² Yksi syy tähän on se, että rahoitusjärjestelmän syvenemisen vaikutus *kokonaissäätämiseen* on epäselvä: mikäli rahoitusjärjestelmän tehokkaampi toiminta nostaa odotettavissa olevia tuottoja ja/tai vähentää reaali-investointeihin liittyviä riskejä, kokonaissäätäminen voi tulo- ja substituutiovaikutusten vuoksi jopa vähentyä. On siis hyvä vähintäänkin huomata se mahdollisuus, että rahoitusjärjestelmän syventyminen voi vähentämällä kotimaista kokonaissäätämistä (ja siten kotimaisista lähteistä saatavilla olevia investointivaroja) heikentää kasvun edellytyksiä. Tähän on kuitenkin tarpeen lisätä se, että avoimessa taloudessa ja vapaiden pääomaliikkeiden vallitessa kotimaisen kokonaissäätämistason muutoksilla ei välttämättä ole kovin suurta merkitystä.

¹³ Erityisesti Suomessa pääomainvestointien on arvioitu olleen mm. 1970- ja 1980-luvuilla jopa liiallisia, minkä vuoksi pääomien käytön tehokkuus maamme lähimenneisyydessä on ollut kyseenalainen (Pohjola 1996).

¹⁴ Tätä näkemystä tukee mm. Guison, Sapienzan ja Zingalesin (2004) italialaisella aineistolla tekemä tutkimus. He osoittavat, että todennäköisyys, että uusien yritysten suhde väestöön on peräti 25 prosenttia suurempi niissä Italian (pohjoisosan) maakunnissa, joiden rahoitusmarkkinoita voidaan pitää kehittyneinä verrattuna (eteläisiin) maakuntiin, joissa rahoitusmarkkinat ovat vähiten kehittyneet. Vastaavasti yrittäjäksi ryhtymisen todennäköisyys on rahoitusmarkkinoiltaan kehittyneistä maakunnissa 5,6 prosenttia korkeampi. Näitä eroja ei oikeastaan pitäisi olla, jos rahoitusmarkkinat ovat integroituneet ja jos paikallisella rahoituksen saatavuudella ei ole merkitystä.

¹⁵ Ks. kuitenkin Liljelblom ja Löflund (2002), jonka mukaan ulkomaalaiset ostivat Suomesta erityisesti kannattavien ja likvidien pörssiyritysten osakkeita vuosina 1993–97. Ali-Yrkkö, Hyytinen ja Pajarinen (2005) puolestaan havaitsivat, että ahkerasti *European Patent Office*n välityksellä patentoineet suomalaisyritykset näyttäsivät päätyneen ulkomaisten yrityskauppojen kohteeksi 1990-luvun lopulla.

¹⁶ Yrityskaupan seurauksena ostetun yrityksen pääkonttoritoiminnot (strateginen johto, talous- ja muu hallinto, yritysuunnittelu, jne.) yleensä sulautetaan ostavan yrityksen organisaatioon, mikä käytännössä usein tarkoittaa näiden toimintojen vähentämistä ostetussa yrityksessä. Tämän toiminnan vaikutusta ostetun yrityksen maan talouden pitkän aikavälin kasvuedellytyksiin on kuitenkin vaikeaa arvioida.

¹⁷ Ongelmaksi on toisinaan koettu suomalaisten yritysten ”alhainen arvostustaso”, vaikka yritys sinällään olisi kaikin puolin hyvässä tulokunnossa ja pörssikelpoinen, tai jopa ”kultajyvänomainen” kasvuyritys. Alhaisen arvostustason on sanottu olevan ainakin osaksi seurausta suomalaisten pääomamarkkinoiden heikosta likviditeetistä. Jos ongelma on kansallisten markkinoiden heikko toiminta, miksi suomalaiset omistajat eivät ensin listaa todellisia kultajyväyrityksiään johonkin likvidimpään eurooppalaiseen pörssiin ja luovu omistuksesta vasta sen jälkeen? Jos aliarvostetuiksi koetut yritykset todella ovat suomalaisilla pääomamarkkinoilla saamaansa arvostusta arvokkaampia, aliarvostusongelman pitäisi ratketa näillä likvideillä markkinoilla.