

Eläkevarat ja suomalainen yritysrahoitusympäristö*

Ari Hyytinen

Professori

Jyväskylän yliopisto

Tutkimusjohtaja

Yrjö Jahnssonin säätiö

1. Johdanto

Työeläkejärjestelmän perustamisesta asti on toistuvasti esitetty, että kierrättämällä rahastoitua varoja takaisin kotimaiselle elinkeinoelämälle voidaan vahvistaa eläkejärjestelmän tärkeimmän tulonlähteen eli eläkevakuutusmaksujen pohjaa.¹ Kotimaisten eläkesijoitusten on ensinnäkin ilmeisesti ajateltu turvaavan suomalaista työllisyyttä suomalaisissa yrityksissä. Ei

kuitenkaan ole selvää, mitä tällä on tarkalleen ottaen kulloinkin tarkoitettu. Verrattuna ympäristöön, jossa työeläkejärjestelmä ja siten myös takaisinlainausjärjestelmä alun perin luotiin, suomalaiset yritysrahoitusmarkkinat ovat nykyisin varsin kehittyneet, monipuoliset sekä kohtuullisen hyvin integroituneet kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin. Edes viime vuosien kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi ei ole tätä tosiasiaa perustavalla tavalla pysyvästi muuttanut, vaikka muutamien EU-maiden velkaongelmien syventyminen ja siihen liittyvät euroalueen vakausongelmat ovatkin jälleen lisänneet epävarmuutta rahoitusmarkkinoiden vakaudesta ja tulevasta talouskehityksestä.² Näkemys eläkevarojen erityisestä merkityksestä kotimaisen työllisyyden turvaamisessa täyty-

* Kiitän Jukka Lassilaa, Mika Malirantaa, Niku Määttästä, Matti Pohjolaa ja Tarmo Valkosta hyödyllisistä kommentista. Tämä kirjoitus perustuu ETLA:ssa tehtyyn selvityshankkeeseen, jonka tuloksia on esitelty raportissa Hyytinen, Määttänen, Lassila ja Valkonen (2010). Kirjoituksessa esitetyt näkemykset ovat omiani, eivätkä ne siten välttämättä vastaa edustamieni organisaatioiden näkemyksiä.

¹ Ks. esimerkiksi vuonna 1996 julkaistu neuvotteluryhmän raportti ”Muistio työeläkeyhtiöistä. Työeläkevakuutusyhtiölainsäädännön kehittämistä koskeva selvitystehtävä”, Eläke-neuvotteluryhmän vuonna 2006 julkaisema ”Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys” sekä Louekoski (2005). Louekosken selvityksessä mainitaan esimerkiksi (s. 61), että eläkevarojen poliittista ”[o]hjaustoimintaa vaativien argumenttien on ’suomalaisten yritysten parempi pääoma-huolto, työpaikkojen säilyttäminen ja uusperustanta’ ”.

² Tässä kirjoituksessa tarkastellaan eläkevarojen merkitystä suomalaiselle yrityssectorille olettaen, että EU-maiden velkaongelmat eivät syvenny ja pitkitty eurooppalaisen talousalueen perusteita rapauttavaksi kriisiksi ja että euroalue ja sen rahoitusmarkkinat toimivat jatkossa jotakuinkin ”normaalisti”.

nee nykyoloissa liittyä jollain tavoin siihen, että ilman tietynasteista kotimaisten sijoitusten yli-painotusta eläkesijoituksessa ja sen seurauksena saatavilla olevaa yritysrahoitusta, suomalaiset yritykset luovat liian vähän työpaikkoja Suomeen kansantalouden – tai vähintäänkin eläkejärjestelmän kestävyuden – näkökulmasta.

Toiseksi kotimaisten eläkesijoitusten on ajateltu vahvistavan tuottavuuskasvun edellytyksiä ja nopeuttavan siten pitkän aikavälin talouskasvua. Tätäkään vaikutusmekanismia ei ole kovin tarkasti yksilöity ja sitä on alettu korostaa selvemmin vasta 2000-luvulla. Sen takana on ilmeisesti ajatus, että kohdistamalla eläkevaroja riskipitoisiin pääomasijoituksiin tai muutoin tietynlaisten suomalaisten (kasvu)yritysten rahoitukseen enemmän kuin tehokkaaseen riskien hajauttamiseen perustuva sijoitusstrategia sallisi, voidaan luoda paremmat tuottavuuskasvun edellytykset kuin mitä ne olisivat ilman tätä eläkevarojen erityistä kohdistusta.

Pohdin tässä kirjoituksessa näitä kahta yllä esitettyä näkemystä kotimaisten eläkesijoitusten kansantaloudellisesta merkityksestä. Arvioin eläkevarojen merkitystä erityisesti yritysrahoituksen tarjonnan ja talouskasvun välisen yhteyden näkökulmasta. Käsittelem eläkesijoituksia nimenomaan yritysrahoituksen lähteenä suomalaisille *listaamattomille* (so. pörssissä noteeraamattomille) yrityksille ja uudelle yritystoiminnalle. Rajaan tarkasteluni ulkopuolelle toisin sanoen eläkeyhtiöiden merkityksen suurien kotimaisten pörssiyritysten institutionaalisiin omistajiin.³

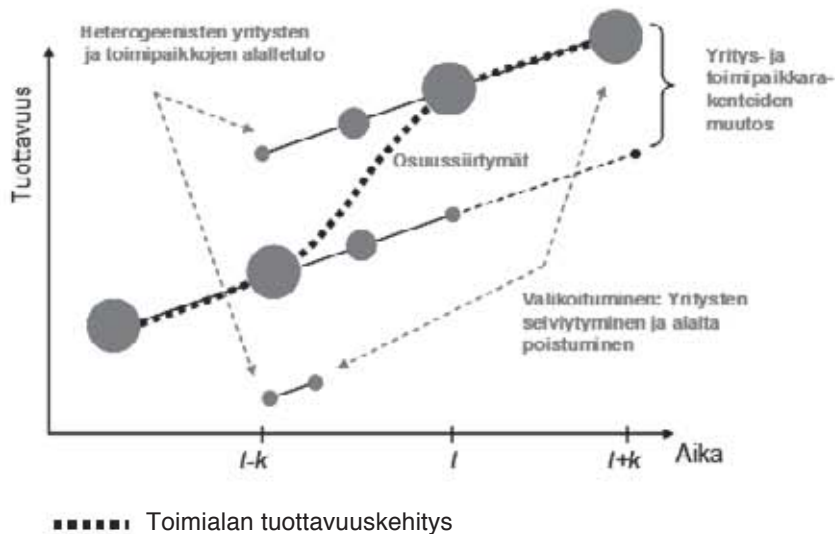
Tarkasteluni lähtökohtana on se, että uusin talouskasvun lähteisiin pureutuva taloustieteellinen tutkimus tukee näkemystä, jonka mukaan rahoitusjärjestelmällä ja erityisesti yritysrahoituksella on oma ja itsenäinen talouskasvua nopeuttava vaikutus (ks. esimerkiksi Levine 2005

ja Hyytinen ja Pajarinen 2005a). Koska talouskasvu, työn tuottavuus ja reaali-palkat ovat sidoksissa toisiinsa, tämä tutkimustulos tarjoaa luonnollisen lähtökohdan, kun halutaan arvioida sitä, miten kotimaahan suunnatut eläkesijoitukset mahdollisesti vaikuttavat reaali-palkkojen ja siten eläkevakuutusmaksujen maksu-pohjan kehitykseen pitkällä aikavälillä.

Kirjoitus etenee seuraavasti. Jaksossa 2 teen tiiviin katsauksen talouskasvun lähteitä käsittelevään taloustieteelliseen tutkimuskirjallisuuteen ja arvioin sen valossa yritysrahoituksen merkitystä talouskasvun lähteenä. Jaksossa 3 kuvaan lyhyesti suomalaisten listaamattomien yritysten yritysrahoitusympäristöä. Korostan jo tässä, että jaksojen 2 ja 3 on tarkoitus olla tiiviitä ja varsin valikoivia katsauksia ilman, että niissä varsinaisesti vielä otetaan kantaa kysymyksiin eläkerahastojen kotimaisten sijoitusten merkityksestä tai mielekkyydestä. Näille pohdinnoille on varattu jakso 4. Jaksossa 5 esitän lyhyet loppupäätelmät.

³ *Eläkerahastot ovat suuria institutionaalisia sijoittajia ja monien pörssiyritysten merkittävimpiä omistajia. Niillä voidaan näin ollen nähdä olevan rooli sekä yritysten hallinto- ja johtamisjärjestelmien kehittäjinä ja valvojina (corporate governance -rooli) että (kansallisesta näkökulmasta) vakaiden omistusjärjestelyiden takaajina eli ns. ankkuriomistajina. On kuitenkin hieman epäselvää, kuinka tärkeä eläkeyhtiöiden omistajarooli on normaalioloissa suomalaisille pörssiyrityksille ja mitä yhteiskunnallisia tavoitteita ankkuriomistajuudella voidaan saavuttaa tai pitäisi yrittää saavuttaa. Laajamittaisen ja pysyvän institutionaalisen omistajuuden yksi käänköpuoli on se, että yrityksen osakkeesta saattaa tulla epäliikvidi. Tällöin osakkeen hinta ei heijastele yhtä hyvin yrityksen tulevaisuuden näkymiä kuin niiden yrityksen osakkeet, joiden omistajuus on bajautunut laajemmalle. On myös tarpeen todeta, että en tarkastele tässä kirjoituksessa sitä, kuinka tärkeitä omanpääomaneitoisen yritysrahoituksen lähteitä eläkeyhtiöt ovat kotimaisille suuryrityksille.*

Kuvio 1. Toimialan tuottavuuskasvun lähteet



Lähteet: Mukaillen Hyytinen ja Maliranta (2010 a, b) ja Maliranta (2010).

2. Rahoitusmarkkinat ja talouskasvu

2.1. Talouskasvu ja sen lähteet

Toimialojen ja kansantalouden kokonaistuottavuuden kasvuun vaikuttavat sekä yritysten ja toimipaikkojen sisäinen rakennemuutos (*internal restructuring*) että yritys- ja toimipaikkarakenteiden muutos (*external restructuring*; Disney, Haskel ja Heden 2003 ja Maliranta 2010). Kuvio 1 havainnollistaa näitä muutosvoimia. Sen vaak-akseli kuvaa aikaa ja pystyakseli kokonaistuottavuuden tasoa. Kuviossa esitetään kolmen eri yrityksen tuottavuuskehitys (yhtenäiset viivat) sekä toimialan tuottavuuskehitys (paksu katkoviiva). Pallon koko osoittaa yrityksen markkinaosuuden pääoma- ja työpanoksella mitattuna. Se kertoo, kuinka merkittävä yritys on toimialan kokonaistuottavuuden kehi-

tyksen kannalta. Toimialan kokonaistuottavuus lasketaan yritysten tuottavuuden painotettuna keskiarvona kullakin hetkellä, kun painoina käytetään työ- ja pääomapanoksista muodostuvaa kokonaispanosta.

Yrityksien ja toimipaikkojen sisäinen rakennemuutos viittaa yritysten ja toimipaikkojen sisäiseen tuottavuuskehitykseen. Tätä kehitystä kuviossa 1 kuvaavat yhtenäisten viivojen positiiviset kulmakertoimet. Yritysten sisäisen tuottavuuskehityksen lähteitä ovat mm. yrityksen oma t&k-toiminta, uusien teknologioiden ja organisaatioinnovaatioiden käyttöönotto sekä yrityksen työntekijöiden osaamisen vahvistamiseen kohdistuvat koulutusinvestoinnit ja rekrytointipäätökset.⁴ Yritys- ja toimipaikkarakenteiden kehitys viittaa puolestaan sekä yritysten ja toimipaikkojen vaihtuvuuteen mark-

⁴ Ks. esimerkiksi Maliranta, Mobnen ja Rouvinen (2009) ja siinä olevat kirjallisuusviitteet.

kinoille tulon ja sieltä poistumisen vuoksi että tästä vaihtuvuudesta seuraavaan toimialan tuottavuuden nousuun. Kokonaistuottavuutta nostaa myös yritysten ja toimipaikkojen markkinaosuuksien muutokset jatkavien yksiköiden kesken, kun resursseja siirtyy tuottamattomista yrityksistä tuottavampiin.⁵ Kuviossa 1 näitä osuussiirtymiä kuvataan sillä, että alhaisemman tuottavuuden yritysten markkinaosuudet (eli niiden työ- ja pääomapanosta kuvaavat pallot) pienenevät ja vastaavasti korkeamman tuottavuuden yritysten markkinaosuus kasvaa.

Toimialan kokonaistuottavuuden kasvu voi olla nopeampaa kuin sen yritysten kokonaistuottavuuden kasvu keskimäärin kolmesta syystä: Ensinnäkin uusien yritysten tulo markkinoille nostaa toimialan tuottavuutta, jos niiden panosmäärällä painotettu keskimääräinen tuottavuuden taso on korkeampi kuin markkinoilla jo olevien yritysten vastaavasti painotettu tuottavuuden taso.⁶ Toiseksi yritysten poistuminen markkinoilta nostaa toimialan tuottavuutta, jos alalta poistuvien yritysten kokonaistuottavuus on keskimäärin alhaisempi kuin markkinoilla yhä jatkavien yritysten. Kolmanneksi toimialan tuottavuus kasvaa yksittäisten yritysten tuottavuuden keskimääräistä kasvua nopeammin, jos jatkavien yritysten välillä tapahtuu resurssien (so. työntekijöiden ja pää-

oman) uudelleenkohdentumista siten, että alhaisen tuottavuuden yritysten resurssit (panosmäärä) vähenevät suhteessa korkeamman tuottavuuden yrityksiin. Kuviossa 1 näiden muutosvoimien yhteisvaikutusta ja niihin liittyvää luovaa tuhoa kuvaa se, että paksu katkoviiva on ajanhetkestä $t-k$ ajanhetkeen t asti jyrkempi kuin yhtenäisten viivojen keskiarvo.

2.2. Yritysrahoitus ja tuottavuuden mikrodynamiikka

Miksi yritysrahoituksella on merkitystä talouskasvulle? Yhä kasvava määrä taloustieteellisiä tutkimuksia antaa – joko suoraan tai epäsuorasti – syitä tehdä johtopäätös, että rahoitusmarkkinat vaikuttavat talouskasvuun ennen kaikkea siksi, että ne määräävät, mille aloille talouden voimavarat kanavoituvat ja minkälaiset yritykset voivat laajentaa toimintaansa ja kasvaa ulkoisen rahoituksen turvin.⁷ Yritysrahoitusjärjestelmä kykenee nopeuttamaan kokonaistuottavuuden kasvua, koska maat, joissa yritysrahoitus on kehittynyttä ja valikoivaa, lisäävät kasvaville toimialoille tehtäviä investointeja enemmän ja tekevät supistuville toimialoille vähemmän investointeja kuin maat, joiden yritysrahoitusjärjestelmää voidaan pitää vähemmän kehittyneenä.⁸

Mikrotasolla edellä sanottu tarkoittaa, että yritysrahoitus kohdistuu tuottavuustasoltaan ja -kehitykseltään heterogeenisille yrityksille *vali-*

⁵ Näitä tuottavuuskasvun mikrolähteitä kutsutaan kirjallisuudessa markkinoille tulo -komponentiksi (*entry component*), markkinoilta poistuminen -komponentiksi (*exit component*) ja jatkavien yritysten välillä tapahtuvien panosten uudelleenkohdentumis -komponentiksi (*between component*).

⁶ Empiirinen tutkimus ei useinkaan tue tätä näkemystä, sillä uusien yritysten keskimääräinen tuottavuuden taso on usein alhaisempi kuin markkinoilla jo olevien yritysten tuottavuuden taso.

⁷ Ks. esim. Hyytinen ja Pajarinen (2005a) ja Hyytinen (2008) ja niissä luetellut kirjallisuusviitteet.

⁸ On tärkeää korostaa, että rahoitusmarkkinoiden kasvuvaiikutuksen nähdään tässä kirjallisuudessa syntyvän nimenomaan yksityisten rahoituslaitosten ja markkinoiden toiminnan ansiosta. Kyse ei siis ole siitä, että julkinen sektori osallistuu yritysrahoitukseen laajamittaisesti.

koivasti. Kun yritysrahoitusjärjestelmä toimii hyvin, se kohdentaa ulkoista rahoitusta ennen kaikkea niihin hankkeisiin ja yrityksiin, joihin tehtävistä sijoituksista on saatavissa korkeat odotetut tuotot suhteessa sijoituksen riskiin.⁹ On todennäköistä, että korkea tuotto–riski-suhde korreloi keskimäärin positiivisesti korkean tuottavuuden kanssa.¹⁰ Tämä tarkoittaa, että hyvin toimiva yritysrahoitusjärjestelmä kohdentaa – erilaiset informaatio-ongelmat ja liiketoimintakustannukset huomioiden – ulkoista rahoitusta erityisesti tuottavimpiin yrityksiin.

Edellä sanottu korostaa markkinoiden itsensä suorittaman seulonnan merkitystä: Mitä ilmeisimmin suuri osa alkavien yritysten lii-

⁹ Näin tapahtuu vain, jos hyvät hankkeet ja tuottavat yritykset kyetään erottamaan huonommista ja jopa täysin kannattamattomista hankkeista ja tuottamattomammista yrityksistä. Tämä ei ole yksinkertaista, sillä usein tieto hankkeiden ja yritysten laadusta (so. odotettavissa olevista tuotoista ja riskeistä) on jakautunut epätasaisesti markkinaosapuolten välillä. Tällä tarkoitetaan mm. sitä, että melko usein rahoitusta hakeva yrittäjä tietää enemmän omista kyvyistään ja hankkeensa laadusta kuin potentiaaliset rahoittajat. Ulkoista rahoitusta tarjoavat rahoittajat kohtaavat myös muita haasteita rahoituspäätöksiä tehdessään: Ei esimerkiksi ole itsestään selvää, että rahoitusta saanut yritys toteuttaa lupamansa hankkeet suunnitellusti. Sen hallinto- ja johtamisjärjestelmät eivät esimerkiksi ole välttämättä ajan tasalla teottomien investointipäätöksiensä tai väärinkäytösten (moral hazard) estämiseksi. On tärkeää korostaa, että monien yksityisten rahoittajien toiminnan voidaan nähdä perustuvan nimenomaan siihen, että ne ovat erikoistuneet ratkaisemaan edellä kuvatun kaltaisia informaatio- ja moral hazard-ongelmia.

¹⁰ Jos investoinnin riskit huomioonottava nettonykyarvo on positiivinen, se tarkoittaa, että hankkeen kannattavuus ylittää sen vaatiman pääoman vaihtoehtoiskustannuksen. Tällöin puhutaan ”ylisuurista” voitoista (economic rents tai quasi rents). Näiden voittojen voi helposti ajatella korreloivan keskimääräistä paremman tuottavuuden kanssa.

keideoista ja jo olemassa olevien yritysten hankkeista on sellaisia, että olisi parempi, jos niitä ei käynnistettäisi lainkaan. Lupaavimpia ideoita, teknologioita tai investointikohteita on kuitenkin hyvin vaikeaa tunnistaa järjestelmällisesti ja luotettavasti etukäteen. Tärkeäksi mekanismiksi jää näin ollen hyvien ideoiden ja teknologioiden seulominen huonoista kokeilemalla niitä. Markkinoilla tapahtuva kokeilu tarkoittaa, että kun hanke käynnistetään, sen laatu paljastuu – joko melko pian tai ainakin vähitellen.¹¹ Koska hyviä ideoita ja teknologioita on ilmeisen vähän ja koska vain niitä kannattaa kehittää edelleen, oleellista useimpien hankkeiden kohdalla on ymmärtää, milloin hankkeen rahoittaminen kannattaa lopettaa. Voidaankin ajatella, että hyvin toimivan yritysrahoitusjärjestelmän tärkeä ominaisuus on, että se ei ainoastaan käynnistä vaan myös karsii hankkeita. Se siis kohdistaa rahoitusta vain rajoitetusti – jos lainkaan – esimerkiksi ideoille, hankkeille tai teknologioille, joiden tulevaisuuden näkymät ja markkinapotentiaali osoittautuvat ensiaskeleiden jälkeen heikoksi.

Kun yritysrahoitus kohdistuu yrityksille yllä kuvatulla tavalla *valikoivasti*, se vaikuttaa sekä yritysten mahdollisuuteen muuttaa sisäisiä rakenteitaan että yritys- ja toimipaikkarakenteiden kehitykseen (ks. myös Hyytinen ja Maliranta 2010b) – eli juuri niihin muutosvoimiin, joita edellä esitelty kuvio 1 kuvaa. Sisäisten rakenteiden muutokseen ja tuottavuuskehitykseen vaikuttaa mm. se, minkälaisia t&k-hankkeita ulkoisella rahoituksella voidaan toteuttaa. Yritysten ja toimipaikkojen vaihtuvuuteen yri-

¹¹ Ks. esimerkiksi Jovanovic (1982), jossa yritys oppii passiivisesti ja selvittää tuottavuutensa tason toimimalla markkinoilla, sekä Ericson ja Pakes (2000), jossa yritys oppii, kuinka tuottavuutta voidaan parantaa.

tysrahoitus vaikuttaa puolestaan kolmella tavalla: Ensiksi ulkoisen rahoituksen kanavoituminen uusiin yrityksiin määrää sen, minkälaisia yrityksiä toimialalle voi tulla ulkoisen rahoituksen turvin. Toiseksi ulkoisen rahoituksen saatavuuden tyrehtymisellä on merkitystä yritys- ja toimipaikkarakenteiden kehitykselle, koska se vaikuttaa siihen, minkälaiset yritykset joutuvat poistumaan alalta. Kolmanneksi yritysrahoitus vaikuttaa siihen, minkälaiset yritykset kykenevät kasvamaan ja laajentamaan toimintaansa ulkoisen rahoituksen turvin. Se siis vaikuttaa siihen, kuinka markkinaosuudet kehittyvät jatkavien yrityksiä ja toimipaikkojen keskuudessa.

On tietysti perusteltua kysyä, ovatko yllä esitetyt näkemykset vain teoreettista pohdintaa. Yhä kasvava määrä talous- ja rahoitustieteellisiä tutkimuksia antaa viitteitä siitä, että näin ei ole (ks. myös Aghion, Fally ja Scarpetta 2007). Erityisesti Japanin talouskehitys 1990-luvun alun jälkeen voidaan nähdä mielenkiintoisena esimerkkitapauksena, sillä Japanin tuottavuusero Yhdysvaltoihin ei ole 1990-luvun alun talouskriisiin jälkeen supistunut. Päinvastoin, se on ehkä jopa kasvanut. Yksi mahdollinen selitys tälle kehitykselle on se, että tuottavuutta parantava mikrotason rakenneuutos on ollut Japanissa hidasta 1990-luvulta alkaen (Maliranta 2010). Osasyynä tähän on saattanut olla se, että japanilainen rahoitussektori on sitkeästi jatkanut vaikeuksissakin olevien japanilaisyriytysten rahoittamista.¹² Tämä on hidastanut luovaa tuhoa ja erityisesti uusien tuottavien työpaikkojen luontia ja tuottamattomien häviämistä. Näin ollen yritysrahoitusmarkkinoiden erilainen toiminta voisi ainakin

¹² Japanin luovaa tuhoa ovat tutkineet mm. Fukao ja Ug Kwon (2006) sekä Caballero, Hoshi ja Kashyap (2008).

osin selittää sen, miksi Suomi selvisi 1990-luvun alun lamasta paremmin kuin Japani (ks. myös Kauppi ja Hyytinen 2002).

3. Yritysrahoitus Suomessa

3.1. Yksityinen yritysrahoitus

Kotimaiset pankit, vakuutusyhtiöt ja eläkevakuutuslaitokset ovat perinteisesti olleet tärkeitä yritystoiminnan rahoittajia Suomessa.¹³ Suomalaisen yritysten rahoitus on viime vuosikymmenien aikana markkinaehtoistunut, avautunut ja kansainvälistynyt monilla tavoin. Tämä kehityssuunta tarkoittaa mm. sitä, että suomalaisiin yrityksiin tehtäviltä investoinneilta vaaditaan yhä enenevässä määrin samoja tuotto-odotuksia suhteessa riskeihin kuin esimerkiksi sijoituksilta kansainvälisille rahoitusmarkkinoille.

Kotimaisen yritysrahoitusympäristön toimivuus ei kuitenkaan ole merkityksetön, sillä paikallisen yritysrahoituksen saatavuus vaikuttaa erityisesti pk-yrityksiä ja käynnistyvien yritysten kasvu- ja investointimahdollisuuksiin. Tämä johtuu siitä, että näihin toimijoihin liittyvä ja rahoittajien kannalta relevantti tieto (esimerkiksi rahoitettavan hankkeen sisältämistä tuottomahdollisuuksista ja riskeistä) on ainakin osin paikallista.

Taulukossa 1 esitetään suomalaisten pk-yritysten tärkeimpiä ulkoisen rahoituksen läh-

¹³ Teen tässä vain lyhyen ja valikoivan katsauksen yksityiseen ja julkiseen yritysrahoitukseen Suomessa. Laajempia katsauksia sisältävät mm. Kauppi ja Hyytinen (2002), Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys (2006), Hyytinen ja Pajarinen (2005b) sekä Pääomamarkkinat – Kasvun paikka -raportti (Pörssisäätiö 2009).

Taulukko 1. Suomalaisten pk-yritysten rahoituksen lähteet hakuaikomusten perusteella

Syksy 2009	Pankki	Rah.yhtiö	F-vera	Vak.yhtiö	VC	Muu	Summa	Ka./yrit.
Kaikki yritykset	47 %	11 %	23 %	7 %	6 %	7 %	100 %	1,6
Teollisuusyritykset	44 %	8 %	29 %	7 %	5 %	6 %	100 %	1,7
Voimakkaasti kasvuhakuiset	36 %	11 %	25 %	6 %	13 %	9 %	100 %	1,9
Nuoret yritykset	38 %	8 %	24 %	5 %	17 %	9 %	100 %	1,8

Kevät 2010	Pankki	Rah.yhtiö	F-vera	ELY-kesk.	Tekes	VC	Vak.yhtiö	Summa	Ka./yrit.
Kaikki yritykset	46 %	11 %	19 %	9 %	6 %	7 %	4 %	100 %	1,7
Teollisuusyritykset	38 %	9 %	23 %	12 %	8 %	8 %	4 %	100 %	2,0
Voimakkaasti kasvuhakuiset	34 %	9 %	21 %	9 %	11 %	11 %	4 %	100 %	2,1
Nuoret yritykset	37 %	8 %	20 %	11 %	9 %	13 %	2 %	100 %	1,8

Kevät 2011	Pankki	Rah.yhtiö	F-vera	ELY-kesk.	Tekes	VC	Vak.yhtiö	Summa	Ka./yrit.
Kaikki yritykset	45 %	12 %	17 %	11 %	7 %	5 %	3 %	100 %	1,7
Teollisuusyritykset	41 %	12 %	19 %	17 %	7 %	3 %	2 %	100 %	2,0
Voimakkaasti kasvuhakuiset	32 %	8 %	21 %	13 %	12 %	9 %	4 %	100 %	2,3
Nuoret yritykset	36 %	8 %	21 %	13 %	9 %	10 %	3 %	100 %	2,0

Lähteet: PK-yritysbareometri syksy 2009, kevät 2010 ja kevät 2011 sekä kirjoittajan laskelmat.

teitä syksyllä 2009, keväällä 2010 ja keväällä 2011. Kussakin solussa oleva luku perustuu kysymykseen, jossa uuden ulkoisen rahoituksen hakemista suunnittelevat yritykset ovat ilmoittaneet, mistä eri rahoituslähteistä ne aikovat sitä hankkia.¹⁴ Kunkin rahoituslähteen summa on jaettu riveittäin vastausten kokonaismäärällä, joten riveillä raportoitujen prosentiosuuksien summa on 100 %. Valittavina olleiden rahoituslähteiden jaottelu ei ollut sama syksyn 2009 ja kevään 2010 ja 2011 kyselyissä, joten taulukon paneelit eivät ole identtisiä. Viimeisessä sarakkeessa on raportoitu myös keskimääräinen hakuaikomusten määrä per ao. rivin yritysryhmä. Taulukko ei anna täydellistä kuvaa pk-yritysten ulkoisesta rahoituksesta, mutta se kertoo pk-

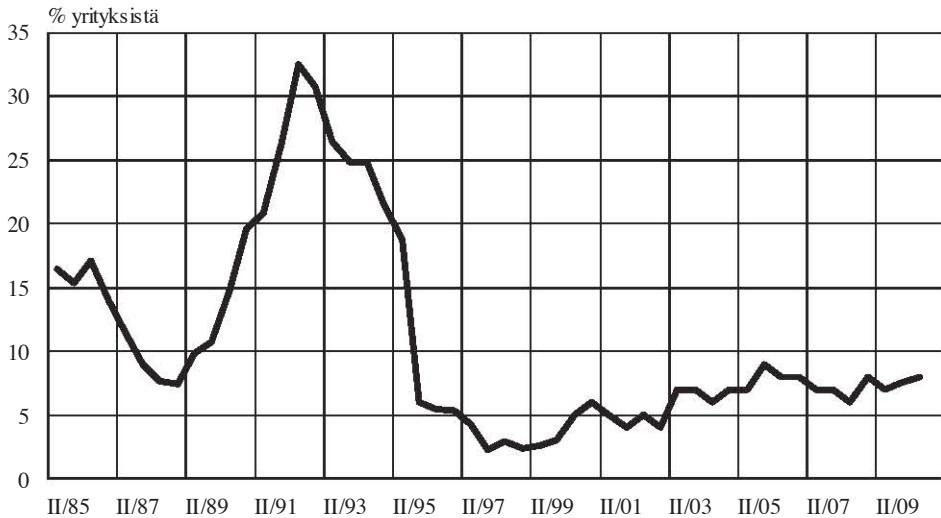
yritysten rahoitustoiveiden jakautumisesta eri rahoituslähteiden kesken.

Kun tarkastellaan kaikkia yrityksiä, taulukko kertoo, että tärkeimpiä rahoituksen lähteitä pk-yritysten näkökulmasta ovat pankit, erilaiset rahoitusyhtiöt ja Finnvera: Esimerkiksi keväällä 2011 uuden ulkoisen rahoituksen hankkimista suunnittelevien yrityksiä vastauksista voidaan päätellä, että yhteensä 74 % hakuaikomuksista kohdistuu pankkeihin, rahoitusyhtiöihin ja Finnveraan. Ulkoisen rahoituksen hakuaikomuksista 5 % kohdistuu pääomasijoittajille (VC).

Keväällä 2011 sekä voimakkaasti kasvuhakuiset että nuorien yrityksiä hakuaikomuksista noin joka kymmenes kohdistui pääomasijoittajille, mutta niidenkin tärkeimmät rahoituslähteet ovat pankit ja Finnvera. Taulukon viimeisestä sarakkeesta voidaan päätellä, että erityisesti kasvuhakuiset yritykset ovat nimen-

¹⁴ *Ts. yritykset ovat voineet valita useamman kuin yhden rahoituslähteen.*

Kuvio 2. Rahoituksen saatavuusongelmat



Lähteet: Eri vuosien PK-yritysbarometrit ja kirjoittajan laskelmat.

neet useampia rahoituslähteitä kuin yritykset keskimäärin.

Kuvion 2 aikasarja kuvaa rahoituksen saatavuuden ongelmia pk-yritysten keskuudessa 1985–2010. Se kuvaa prosenttiosuutta yrityksistä, joiden mielestä rahoituksen saatavuus on yrityksen kehittämisen pahin este. Vaikka aikasarja ei ole täysin vertailukelpoinen vuodesta toiseen, se kertoo, että rahoituksen saatavuusongelmat olivat huomattavia erityisesti 1990-luvun alun laman aikaan. Viime vuosina vain alle 10 % pk-yrityksistä on ollut sitä mieltä, että rahoituksen saatavuus on yrityksen kehittämisen pahin este.

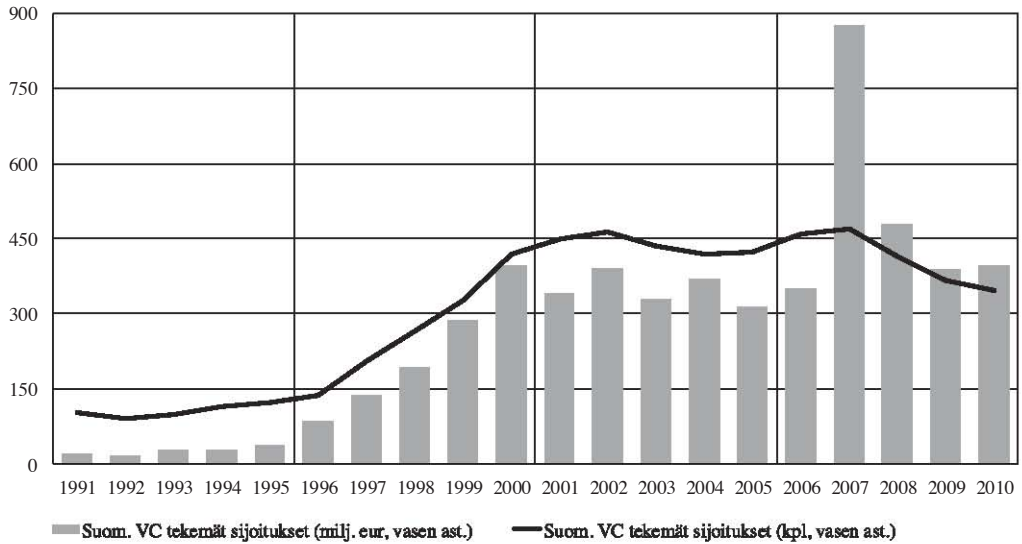
Kuviota 2 tulkittaessa on tärkeää muistaa, että suinkaan kaikkien ulkoista rahoitusta (omasta mielestään) tarvitsevien yritysten hankkeet eivät ole elinkelpoisia tai kehitysideoita perusteltuja. Näin ollen on täysin luontevaa, että osa yrityksistä kokee rahoituksen saatavuuden

hankalaksi myös tilanteessa, jossa yritysrahoitusmarkkinat toimivat moitteettomasti. Rahoituksen saaminen riskipitoisiin hankkeisiin pitäisikin olla ainakin osin ”hankalaa”, koska vain sillä tavoin rahoitus voi olla valikoivaa ja tapahtuu seulontaa.

Kuvioiden 3A ja 3B aikasarjat kuvaavat pääomasijoitustoimialan ja pääomasijoittamisen kehitystä Suomessa.¹⁵ Kuvio 3A kertoo sekä toimialan voimakkaasta kasvusta 1990-luvulla että toiminnan laajuuden vakiintumisesta 2000-luvulla. Kuvio 3B kuvaa sitä, kuinka paljon suomalaisiin kohdeyhtiöihin kohdistuu

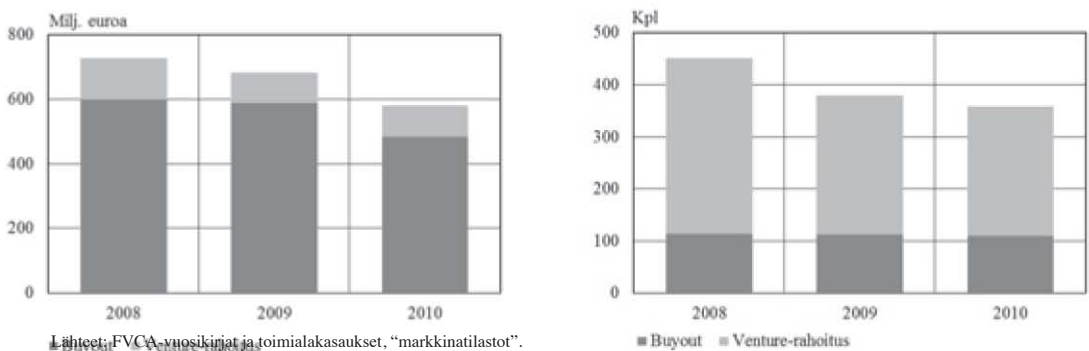
¹⁵ Pääomasijoitusten tilastointi on tarkentunut biljattain siten, että ”toimialatilastot” viittaavat suomalaisten pääomasijoitusyhtiöiden toimintaan kotimaassa ja ulkomailla, kun taas ”markkinatilastot” viittaavat siihen, kuinka paljon suomalaisiin kohdeyhtiöihin kohdistuu pääomasijoitustoimintaa kotimaasta ja ulkomailta.

Kuvio 3A. Suomalaisen pääomasijoitustoimialan kehitys 1991–2010 (lähde FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset, ”toimialatilastot”).



Lähteet FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset, ”toimialatilastot”.

Kuvio 3B. Pääomasijoitukset 2008–2010 suomalaisten kohdeyritysten näkökulmasta



Lähteet: FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset, ”markkinatilastot”.

Lähteet: FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset, ”markkinatilastot”.

pääomasijoitustoimintaa kotimaasta ja ulkomailta. Siitä voidaan lukea, että esimerkiksi vuonna 2010 suomalaiset ja ulkomaalaiset pääomasijoitusyhtiöt tekivät sijoituksia suomalaisiin yrityksiin yhteensä 580 miljoonalla eurolla. Kappalemääräisesti niitä tehtiin 358. Nämä kohdistuivat 222 kohdeyritykseen. Ao. vuonna tehtyjen alkuvaiheen (*venture capital*) sijoitusten arvo oli 97 miljoonaa euroa ja niitä tehtiin 248 kappaletta. Ne kohdistuivat 150 suomalaiseen kohdeyritykseen. Näiden alkuvaiheen sijoitusten keskimääräinen koko yritystä kohti oli siis melko pieni, noin 0,6 miljoonaa euroa.

Kun suomalaista yritysrahoitusympäristöä tarkastellaan kokonaisuutena, yksityisessä rahoituksen tarjonnassa ei ole kovin helppoa havaita vakavia rakenteellisia puutteita.¹⁶ Jos jokin yksityisen yritysrahoituksen osa-alueet on mainittava mahdollisena katvealueena, ne ovat aivan käynnistysvaiheessa olevien yritysten rahoitus sekä nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtäävien yritysten (omanpääomanehtoinen) riskirahoitus (ks. myös Hyytinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila 2003 sekä Maula, Murray ja Jääskeläinen 2007). Epäselvää kuitenkin on, johtuuko tämä ongelma varsinaisesti saattavilla olevien pääomien puutteesta (tarjontara-

joite) vai ennemminkin esimerkiksi siitä, että Suomessa on vähänlaisesti erityistä osaamista, jota ao. yritysten menestyksenkäs rahoittaminen (seulonta, ohjaus ja seuranta) edellyttää. On myös syytä epäillä, että julkisten toimijoiden vahva läsnäolo syrjäyttää ainakin joiltain osin yksityistä rahoitusta (ks. myös alla).¹⁷

Kun arvioidaan rahoituksen tarjontaa nimenomaan käynnistysvaiheessa oleville yrityksille sekä nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtääville yrityksille, on tärkeää ottaa huomioon se, että tällaiseen rahoitukseen sisältyy merkittäviä riskejä. Useimmat niistä eivät lopulta saavuta alun perin asetettuja tavoitteita tai perustuvat elinkelvottomiin liikeideoihin. Ollakseen yksityisille sijoittajille mielekäs sijoituskohde käynnistysvaiheessa oleviin ja nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtääviin yrityksiin tehtävien sijoitusten täytyisi tarjota vastavasti korkeampia odotettavissa olevia tuottoja. Vaikka tällaiset yritykset koetaan usein tärkeiksi mm. elinkeino- ja innovaatiopolitiikan näkökulmasta, niitä ei ole perusteltua pyrkiä tukemaan ”hinnalla millä hyvänsä”: Mikäli näiltä sijoituksilta ei vaadita vähintäänkin yhtä hyvää tuotto–riski-suhdetta kuin vaihtoehtoisilta sijoituksilta, rahoitus ei kanavoidu tehokkaasti tuottavuuskasvua tukevalla tavalla.

3.2. Julkinen yritysrahoitus

Julkiset rahoittajat ovat merkittäviä rahoituksen tarjoajia suomalaisten listaamattomien ja

¹⁶ Vuonna 2008 kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta käynnistynyt kriisi ja sen seurauksena tapahtunut rahoituksen saatavuuden heikkeneminen ei ilmeisesti myöskään ole aiheuttanut sellaisia pysyviä tarjontaongelmia, joita markkinat eivät itse kykenisi aikaan myöten korjaamaan. On varsin vaikeaa löytää järjestelmällistä näyttöä siitä, että tämä kriisi olisi rapauttanut merkittävästi suomalaisen yritysrahoitusympäristön perustoinvuuuuta - ainakaan hieman pidemmän aikavälin näkökulmasta tarkasteltuna. Nämä näkemykset perustuvat oletukseen, että EU-maiden velkaongelmat eivät syvenny eurooppalaisen talousalueen perusteita rapauttavaksi kriisiksi ja että euroalueen rahoitusmarkkinat toimivat jatkossa jotakuinkin ”normaalisti”.

¹⁷ Ongelmana voidaan pitää myös sitä, että uusia (kasvu) yrityksiä listautuu Helsingin pörssiin vain harvoin ja että siellä listattuna olevien pienten ja keskisuurten suomalaisten yritysten osakkaiden likviditeetti on varsin buono. Ks. myös Pääomamarkkina – Kasvun paikka -raportti (Pörssiääitiö 2009).

käynnistymässä olevien yritysten näkökulmasta. Erityisesti yritysten kehittämiseen, kasvuun, laajentamiseen ja kansainvälistymiseen on saatavilla hyvin monenlaista julkista tukea monilta eri toimijoilta. Kattavan katsauksen tekeminen suomalaisen yritystukijärjestelmän toimijoihin tässä yhteydessä ei ole tarpeen, mutta keskeisistä toimijoista voidaan mainita Finnvera Oyj, Tekes, ELY-keskukset sekä julkisia riskisijoituksia tekevät toimijat eli Suomen Teollisuussijoitus Oy, Finnvera Oyj:n yhteydessä toimivat Veraventure Oy ja Aloitusrahoitus Vera ja Sitra. Lisäksi esimerkiksi Keksintösäätiön eräät rahoitusinstrumentit kohdistuvat nimenomaan aivan käynnistysvaiheen yrityksille.¹⁸

Taulukosta 1 voi päätellä, että keväällä 2011 noin 35 % uutta rahoitusta hakevien pk-yritysten hakuaikomuksista kohdistuu taulukossa mainituille julkisille toimijoille eli Finnveralle, ELY-keskuksille ja Tekesille. Tämä osuus ei ole pieni, vaikka taulukon luvut eivät katakaan kaikkia julkisia toimijoita.

Kun pohditaan eläkerahastojen merkitystä suomalaisten listaamattomien yritysten rahoittajina, yllä luetelluista organisaatioista on hyvää nostaa esiin hieman tarkemmin erityisesti Finnvera ja sen tytäryhtiöt sekä Suomen Teollisuussijoitus. Näin on siksi, että niiden yhdeksi päätehtäväksi on annettu rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien paikkaaminen julkisen rahoituksen avulla.

¹⁸ Kuten syksyllä 2009 julkistetusta Suomen innovaatiojärjestelmän kansainvälisestä arvioinnista käy ilmi, julkista rahoitusta tarjoavia organisaatioita on hyvin monenlaisia ja niiden käyttämien rahoitus- ja tuki-instrumenttien kirjo on laaja (ks. erityisesti Murray, Hyytinen ja Maula 2009, luku 5). Tuorein tiedossani oleva yhteenveto julkisesta yritysrahoituksesta löytyy Puttosen (2010) selvitysmiesraportista, ks. erityisesti s. 69–70.

- Finnvera Oyj on Suomen valtion omistama erityisrahoitusyhtiö, joka tarjoaa sekä lainarahoitusta, pääomasijoituksia, takauksia ja vientitakuita suomalaisille yrityksille. Finnveran kotimaisen rahoituksen puitteissa myöntämät lainat, takaukset ja vientitakaukset vuonna 2010 (2009) olivat yhteensä 914 (1 195) milj. euroa. Tästä summasta 39 % (34 %) kohdistui hyvin pieniin eli ns. mikroyrityksiin.¹⁹
- Finnveran tytäryhtiö Veraventure on pääomasijoitusyhtiö, joka tekee julkisia aikaisen vaiheen pääomasijoituksia kohdeyrityksiin ja toimii alueellisten osakeyhtiömuotoisten pääomarahastojen omistajana ja rahoittajana. Veraventure hallinnoi valtakunnallisesti toimivaa Aloitusrahoitus Vera Oy:tä, joka tekee sijoituksia aloittaviin yrityksiin. Vuoden 2010 syksyyn mennessä rahastolta on hakenut rahoitusta 1 100 yritystä ja se oli tuolloin tehnyt sijoituksia yhteensä 152 kappaletta 126 kohdeyritykseen.²⁰
- Suomen Teollisuussijoitus on valtion pääomasijoitusyhtiö, joka tekee sijoituksia sekä pääomasijoitusrahastoihin että suoraan yrityksiin. Teollisuussijoituksen sijoitukset ja sijoitussitoumukset olivat vuoden 2010 lopussa yhteensä 685 miljoonaa euroa ja se oli omistajana noin 440 yrityksessä. Suurin osa sijoituksista on välillisiä, ts. sijoituksia yksityisiin (määräaikaisiin) pääomasijoitusrahastoihin.²¹

¹⁹ Ks. Finnvera Oyj:n vuosikertomus (2009 ja 2010).

²⁰ Ks. Veraventure Info, Syksy 2010.

²¹ Ks. <http://www.teollisuussijoitus.fi/sijoitustoiminta/> (viitattu 24.3.2011).

Kun suomalaista yritysrahoitusympäristöä arvioitaessa otetaan huomioon sekä yksityinen että julkinen rahoituksen tarjonta, on vielä vähemmän syitä epäillä, että rahoituksen *määrällisessä tarjonnassa* olisi vakavia puutteita. Kun julkiset toimijat otetaan huomioon, ei enää ole selvää, että edes käynnistysvaiheessa olevien yritysten rahoituksen tai nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtävien yritysten rahoituksen määrällisessä tarjonnassa olisi merkittäviä katvealueita.

Julkisen yritysrahoituksen tarjonnan laajuus ei tietystikään tarkoita sitä, että markkinapuutteita yritysrahoitusympäristössä ei ole. Kuinka hyvin tuettu yritysrahoitus onnistuu tehtävässään, so. markkinapuutteiden paikkaamisessa, on varsin epäselvää. Julkisen yritysrahoituksen tarjonnan laajuus pakottaa kuitenkin epäilemään, että vielä suuremman rahamäärän ohjattu kohdistaminen yritysrahoitusmarkkinoille ei ratkaisisi mahdollisesti jäljellä olevia ongelmia.

4. Eläkevarojen merkitys yritysrahoitukselle Suomessa

4.1. Eläkerahastot listaamattomien yritysten rahoittajina

Eläkerahastot rahoittavat suomalaisia listaamattomia yrityksiä lähinnä kahden kanavan välityksellä. Ensinnäkin ne myöntävät TyEL-takaisinlainoja (ja sijoituslainoja). Toiseksi ne tekevät oman pääoman ehtoisia sijoituksia listaamattomiin yrityksiin joko suoraan tai tyypillisemmin välillisesti pääomasijoitusrahastojen välityksellä.

TyEL- työnantajayrityksillä on *oikeus* lainata takaisin tietyn laskentaperiaatteen mukaan

määräytyvällä korolla osa maksamistaan TyEL-vakuutusmaksuista, mikäli eräät ehdot täyttyvät.²² TyEL-takaisinlainausjärjestelmällä on siis ominaisuus, että se tarjoaa automaattisesti rahoitusta yrityksille, joille on jo kertynyt järjestelmään takaisinlainattavia varoja ja joiden on helppoa saada TyEL-lainan edellyttämä vakuus. Vuoden 2010 (2009) lopussa Työeläkevakuuttajien (TELA) jäsenyhteisöjen sijoituksista 5,1 (4,9) miljardia euroa oli TyEL-takaisinlainoja. TyEL-lainat olivat marginalisoituneet suomalaisten yritysten rahoituslähteenä ennen finanssikriisiä, sillä niiden kanta oli vuoden 2007 lopussa vain 0,7 miljardia euroa. Ne kuitenkin nousivat kriisin seurauksena ainakin hetkellisesti merkittäväksi ulkoisen rahoituksen lähteeksi. TELA:n jäsenyhteisöjen Suomeen myöntämien sijoituslainojen kanta oli puolestaan vuoden 2010 (2009) lopulla 4,0 (4,1) miljardia euroa. Nämä lainat eroavat TyEL-takaisinlainoista siten, että lainan myöntäminen ja sen ehdot ovat eläkelaitoksen itsensä päätettävissä.²³

Eläkerahastojen merkityksestä oman pääoman ehtoisen rahoituksen lähteenä suomalaisille aloittaville ja pk-yrityksille on hieman vaikeampi saada tarkkaa kuvaa. TELA:n jäsenyhteisöjen Suomeen tekemistä sijoituksista oli muita noteeraamattomia osakesijoituksia vuoden 2010 (2009) lopulla 1,3 (1,6) miljardia euroa. Kotimaisiin pääomasijoitusyhtiöihin oli

²² TyEL-lainat ovat vakuudellisia ja vakuudeksi hyväksytään mm. talletuspankin, Finnveran tai kunnan takaus, sekä vakuutusyhtiön tai Vakuutusosakeyhtiö Garantian takausvakuutus. TyEL-lainoja voivat nostaa sekä listatut että listaamattomat yritykset.

²³ Ks. http://www.tela.fi/data/userpdf/Sijoituskanta_Suomeen.ppt (viitattu 24.3.2011).

Taulukko 2. Eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt pääomasijoitustoimialan pääomanlähteenä 1994–2007

	Milj. euroa	Osuus, %
Eläkeyhtiöt	1 793	25
Vakuutusyhtiöt	1 226	17
Muut rahoituslähteet	4 159	58
Yhteensä	7 178	100

Lähteet: FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset sekä kirjoittajan laskelmat.

vuoden 2009 lopulla sijoitettuna ilmeisesti vaajaat 500 miljoonaa euroa.²⁴

Kuvaa eläkerahastojen merkityksestä oman pääomanehtoisen rahoituksen lähteenä suomalaisille aloittaville ja pk-yrityksille voidaan täydentää ainakin kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin voimme kysyä, miten merkittävä pääomien lähde eläkerahastot ovat olleet pääomasijoitustoimialalle historiallisesti. Taulukossa 2 on esitetty tätä varten suomalaisten pääomasijoittajien keräämien varojen kumulatiiviset kertymät vuosilta 1994–2007 sijoittajien mukaan luokiteltuna.²⁵ Luvut ovat kuluttajahintaindeksillä deflatoitujen kerättyjen pääomien kumulatiivisia summia ao. aikaperiodilta. Taulukosta nähdään, että sekä kotimaiset että ulkomaiset eläkerahastot ovat tarjonneet ao. vuosina yhteensä noin 1,8 miljardia euroa eli yhden neljänneksen pääomista. Tämä eläkerahastojen osuus vastaa eurooppalaista tasoa.²⁶ Vaikka

taulukon 2 luvuista ei voi tarkasti erotella kotimaisten ja ulkomaisten eläkevarojen osuutta, merkittävä osa sijoituksista on tullut kotimaisilta eläkeyhtiöiltä.

Toiseksi merkittävä osa eläkerahastoja on varsin hiljattain lähtenyt mukaan rahastojen rahastoon, joka sijoittaa kasvuyrityksiin sijoitaviin, Suomessa toimiviin pääomasijoitusrahastoihin. Kyseessä on Teollisuussijoituksen ja työeläkeyhteisöjen vuonna 2009 perustama Kasvurahastojen Rahasto Ky. Tämän rahastojen rahaston pääoma on 135 miljoonaa euroa. Työeläkeyhteisöjen sitoumukset siitä ovat yhteensä 60 % ja Teollisuussijoituksen 40 %.²⁷

4.2. Näkökulmia

Työeläkelaitoksien vastuuvelan katteena olevat varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Vaikka eläkesijoituksille on tästä pääperiaatteesta hankala johtaa täsmällistä ja täysin objektiivista riski-tuotto-profiilia ja riskienhajautusstrategiaa, sellaiset tähän pääperiaatteeseen vähintäänkin implisiittisesti sisältyvät. Erilais-

²⁴ Ks. HS 23.2.2010 ”Miljardit vailla sijoituskohteita” (B3), jossa kerrotaan, että vuoden 2009 lopussa työeläkeyhtiöt olivat sijoittaneet kotimaisiin pääomasijoitusyhtiöihin yhteensä 464 miljoonaa euroa. Vuoden 2008 lopulla luku oli samankaltainen, ks. Suomen Pankki (2009, s. 11).

²⁵ Taulukon 2 luvut eivät kata vuosia 2008–2010, koska näille vuosille ei ilmeisesti ole saatavissa vertailukelpoisia lukuja.

²⁶ Ks. myös Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys (2006, s. 134).

²⁷ Mukana Kasvurahastojen Rahastossa ovat Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Kuntien eläkevakuutus, Valtion Eläkerahasto, Keskinäinen vakuutusyhtiö Eläke-Fennia, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Tapiola, OP-Henki-vakuutus Oy, OP-Eläkekassa ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera.

sa eläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeissa selvityksissä ja poliittisissa puheenvuoroissa on kuitenkin aika ajoin pohdittu ja toisinaan esitettykin – joko suoraan tai epäsuorasti – että rahastoituja eläkevaroja pitäisi sijoittaa kotimaisiin yrityksiin aikaisempaa enemmän. Tämä sijoitusten ”ylimääräinen ylipainotus” tapahtuisi mitä todennäköisimmin eläkevarojen tuottovaatimuksen kustannuksella eli joko siten, että eläkevaroista tehtävien sijoitusten tuottovaatimusta alennettaisiin ilman että niiden riski muuttuu tai siten, että tuottovaatimus säilyy ennallaan, mutta sijoitusten riskiä nostetaan.

Ylipainotusta kotimaahan ja sen kasvattamista on perusteltu sillä, että eläkesijoituksia kohdentamalla voitaisiin vaikuttaa kansantalouden yleiseen kehitykseen ja siten vähintäänkin välillisesti myös eläkejärjestelmän rahoitus-pohjaan. Kuten johdannossa esitin, näitä perusteluita on ollut hieman yksinkertaisten kahdenlaisia: Ensinnäkin kotimaisten eläkesijoitusten on ajateltu turvaavan suomalaista työllisyyttä suomalaisissa yrityksissä ja ylläpitävän siten eläkejärjestelmän maksupohjaa. Toiseksi riskisijoituksiin ja kasvuyrityksiin kohdistuvien kotimaisten eläkesijoitusten on ajateltu – paitsi luovan työpaikkoja – myös tukevan talouskasvua.

Eläkevarat ja työllisyyden ylläpitäminen

Näkemyks eläkevarojen erityisestä merkityksestä kotimaisen työllisyyden turvaamisessa liittyy jollain tavoin siihen, että ilman tietynasteista kotimaisten sijoitusten ylipainotusta eläkesijoituksessa ja sen seurauksena saatavilla olevaa ”ylimääräistä” yritysrahoitusta suomalaiset listaamattomien yritysten rahoitusta hoitavat markkinat toimivat puutteellisesti. Mikäli näin on, voitaisiin ajatella, että listaamattomat yri-

tykset luovat liian vähän työpaikkoja Suomeen kansantalouden toivottavan kehityksen näkökulmasta. Tämä näkemys voidaan kuitenkin kyseenalaistaa ainakin neljältä kannalta.

Ensinnäkin rahoituksen tarjonnassa ei ole kovin helppoa havaita vakavia rakenteellisia puutteita, varsinkaan tavallisten tai tyypillisten listaamattomien suomalaisyritysten ja niiden työllistämistarpeiden näkökulmasta. Edes viime aikoina EU-maiden julkisten talouksien velkaongelmaksi muuttunut (ja alun perin Yhdysvaltojen rahoitussektorilta käynnistynyt) talouskriisi ei ole tätä asiaa oleellisella tavalla muuttanut, sillä se ei ole rapauttanut merkittävästi saati pysyvästi suomalaisen yritysrahoitusympäristön perustoimivuutta. Näin ollen ei ole selvää, miksi Suomessa toimivat yksityiset pk-yritysten rahoittajat – kuten mm. talletuspankit, rahoitusyhtiöt, vakuutusyhtiöt ja pääomasijoittajat – eivät onnistuisi normaalioloissa tyydyttämään pk-yritysten rahoitustarpeita ja miksi eläkevaroja pitäisi kohdentaa nykyistä enemmän kotimaisten yritysten rahoitukseen.

Toiseksi jo nyt markkinoilla toimii monia julkista yritysrahoitusta tarjoavia organisaatioita, jotka kanavoivat rahoitusta sekä käynnistyville että jo vakiintuneemmille pk-yrityksille ja joiden erityiseksi tehtäväksi on asetettu rahoitusmarkkinoiden mahdollisten epätäydellisyyksien paikkaaminen. Julkisten toimijoiden yhteenlaskettu rahoituksen tarjonta ja ”markkinaisuus” ovat jo nyt varsin korkeita. Jos eläkesijoituksia vaaditaan kohdistettavaksi nykyistä enemmän suoraan kotimaisille listaamattomille yrityksille tai pk-sektorille, on tarpeen kysyä, eivätkö olemassa olevat julkiset organisaatiot kykene hoitamaan niille asetettuja tehtäviä?²⁸ Miksi eläkerahastoille asetettaisiin epäsuorasti tehtävä paikata yritysrahoitusmarkkinoiden

puutteita, jos sitä varten erityisesti perustetut organisaatiot eivät siihen kykene?

Kolmanneksi on syytä epäillä, että pelkääntään työllisyyden ylläpitämisen nimissä yrityssektorille kohdistettu (ylimääräinen) rahoitus vaarantaa tuottavuuskehityksen ja erityisesti nykyisiä työpaikkoja tuottavampien (ja siten esimerkiksi globaalissa kilpailussa pidempään kestävämpien) työpaikkojen syntyminen. Kuten jaksossa 2 todettiin, rahoitusmarkkinat vaikuttavat talous- ja tuottavuuskasvuun ennen kaikkea siksi, että ne kohdentavat ulkoista rahoitusta erityisesti niihin hankkeisiin ja yrityksiin, joihin tehtävistä sijoituksista on saatavissa korkeat odotetut tuotot suhteessa sijoituksen riskiin. Tämä prosessi tarkoittaa, että rahoitusmarkkinoilla on taipumus kanavoida resursseja korkean tuottavuuden yrityksiin ja supistaa niitä heikomman tuottavuuden yrityksiltä. Hyvin toimiva yritysrahoitusjärjestelmä ei siis ainoastaan käynnistä vaan myös karsii hankkeita. Eläkevarojen (liiallinen) kohdistaminen suoraan kotimaisiin listaamattomiin yrityksiin erityisesti työpaikkojen turvaamiseksi tarkoittaa suurella todennäköisyydellä sitä, että niillä päädytään pitämään toiminnassa keskimääräistä alhaisemman tuottavuuden toimipaikkoja.

Neljänneksi vaikka finanssimarkkinoiden kriisi nosti hetkellisesti TyEL-takaisinlainojen kysyntää, sitä ei ole syytä automaattisesti nähdä yhtenä lisäsyynä sille, että kotimaahan kohdis-

tuvilla eläkesijoituksilla on erityinen merkitys yritysrahoituksen lähteenä ja siten työpaikkojen säilyttämisessä. Kyseessä on harvinainen rahoitusmarkkinoiden häiriötilanne. Tällaisessa tarjontahäiriötilanteessa on perusteltua kanavoida julkista rahoitusta joka tapauksessa yrityssektorille, joten kysymys kuuluu, onko eläkevarojen käyttö tai TyEL-takaisinlainaus tehokkain ja järkevin tapa varautua tämänkaltaisiin yritysrahoituksen tarjonnan häiriötilanteisiin. Finanssikriisin yhteydessä TyEL-takaisinlainausjärjestelmä oli valmiina olemassa ja sitä hyödynnettiin, mutta tämä ei luonnollisestikaan välttämättä tarkoita, että järjestely olisi erityisen tehokas tai hyvä tapa reagoida koetunkaltaisiin kriiseihin. On myös syytä korostaa, että kriisi johti *aluksi* nimenomaan vakaavan markkinahäiriöön yritysrahoituksen yksityisessä *tarjonnassa*, mutta muuttui sittemmin selvemmin yritysten kysyntäongelmaksi. Se on myös paljastanut suomalaisen yrityssektorin rakenteellisia ongelmia, joilla ei ole välttämättä välitöntä yhteyttä alkuperäiseen rahoituksen tarjontahäiriöön. Koska TyEL-takaisinlainaus suosii yrityksiä, joiden on helppoa saada TyEL-lainan edellyttämä vakuus, ei ole lainkaan selvää, että järjestelmä kohdistaa resursseja nykytilanteessa toivottavalla tavalla, ts. ohjaa rahoitusta korkean tuottavuuden yrityksiin ja tarjoaa sitä rajoitetusti heikomman tuottavuuden (so. vähemmän elinkelpoisille) yrityksille.

Eläkevarat ja riskisijoitukset yrityksiin

Entä näkemys siitä, että eläkevaroja pitäisi kohdistaa nykyistä laajamittaisemmin riskipitoisiin pääomasijoituksiin tai muutoin tietynlaisten suomalaisten (kasvu)yritysten rahoitukseen talouskasvun nopeuttamiseksi? Väitän, että myös tämä näkemys eläkevarojen erityisestä merki-

²⁸ Näkemyksiä siitä, että julkinen yritystukijärjestelmä ei toimi parhaalla mahdollisella tavalla, on esitetty pitkään, ks. uusimmista mm. Murray, Hyytinen ja Maula (2009) ja osin sen seurauksena laadittu Puttosen (2010) selvitysmiesraportti. Mikäli koetaan, että rahoitusmarkkinoiden puutteita ei kyetä riittävästi paikkaamaan, on ensisijaisesti pyrittävä rationalisoimaan olemassa olevan julkisen yritystukijärjestelmän toimintaa.

tyksestä voidaan kyseenalaistaa ainakin neljältä kannalta.

Ensinnäkin työeläkelaitoksien sijoituspolitiikan pääperiaate on, että niiden vastuuvelan katteena olevat varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Yksittäisellä eläkelaitoksella on (annettujen sääntöjen puitteissa) mahdollisuus sijoittaa eläkevaroja varsin itsenäisesti ja pitkäjänteisesti ja toteuttaa muista eläkelaitoksista riippumatonta ja huolelliseen riskien hajauttamiseen perustuvaa sijoitusstrategiaa. Pääomasijoitukset on varallisuusluokka, johon tehtävien sijoitusten määrä johdetaan tuottavan ja turvaavan sijoittamisen pääperiaatteesta ja kullekin eläkerahastolle optimaalisen sijoitusportfolion rakenteesta. Tämän seurauksena eläkerahastot ovat olleet ja ovat yhä merkittävä pääoman lähde suomalaisille pääomasijoittajille. Näin siitä huolimatta, että eläkerahastoilla on kiinteistä liiketoimintakustannuksista johtuen tarve suurehkolle minimisijoituskoolle. Minimisijoituskoko tarkoittaa, että eläkerahastojen näkökulmasta useat Suomessa toimivat pääomasijoitusrahastot ovat niiden näkökulmasta liian pieniä ollakseen houkuttelevia sijoituskohteita. Jaksossa 3 mainittu Teollisuussijoituksen ja eläkerahastojen yhdessä perustama Kasvurahastojen Rahasto tarjoaa toimintamallin, jolla tätä ongelmaa on pyritty lieventämään ja jota voitaneen hyödyntää tarvittaessa myös jatkossa. Mitään erityistä merkkiä siitä, että nimenomaan suomalaisten eläkeyhtiöiden varoja olisi tarvetta kohdistaa suomalaisiin riskipitoisiin pääomasijoituksiin *nykyistä enemmän* vähentämällä eläkesijoitusten hajautusta tai vinouttamalla eläkesijoitusten riski-tuottoprofiilia, ei ole.

Toiseksi jo nyt markkinoilla toimii kaksi julkista organisaatiota, joiden erityiseksi tehtäväksi on asetettu julkisten riskisijoitusten teke-

minen suomalaisiin pääomasijoitusrahastoihin. Jos eläkesijoituksia vaaditaan kohdistettavan nykyistä enemmän pääomasijoituksiin ja erityisesti Suomessa toimiviin pääomasijoitusrahastoihin, on tarpeen kysyä, eivätkö Suomen Teollisuussijoitus ja Finnveran alaisuudessa toimiva Veraventure kykene hoitamaan niille asetettuja tehtäviä? Vakava pääomien puute ei ilmeisesti ole estänyt näitä kahta toimijaa saavuttamasta niille asetettuja tavoitteita. Näille toimijoille asetettu tehtävä ei kuitenkaan ole yksinkertainen, sillä esimerkiksi valtiontukisäännökset asettavat rajoitteita sille, missä määrin julkiset toimijat voivat tehdä esimerkiksi sijoituksia yksittäiseen pääomarahastoon. On kuitenkin vaikea ymmärtää, miksi tämänkaltaisesta viranomaissääntelystä syntyvää ongelmaa olisi tehokasta yrittää ratkaista muuttamalla tai vinouttamalla nimenomaan eläkerahastojen sijoituspolitiikkaa.

Kolmanneksi eläkeyhtiöiden on vain harvoin järkevää tehdä *suoria* oman pääoman ehtoisia sijoituksia yksittäisiin suomalaisiin kasvuyrityksiin, sillä sellaisten sijoitusten tekeminen edellyttää potentiaalisten sijoitusten seulomista ja arviointia sekä tehtyjen sijoitusten seurantaa. Pääomasijoittajat ovat erikoistuneet näiden sijoitusten tekemiseen, joten tämänkaltaisen suoran tai epäsuoran ”veloitteen” asettaminen eläkeyhtiöille ei ole perusteltua. Se lähinnä johtaisi päällekkäisten organisaatioiden rakentamiseen, eikä ole erityistä syytä uskoa, että eläkerahastot osaisivat tehdä ja hallinnoida suoria kasvuyrityksiin tehtäviä riskisijoituksia pääomasijoittajia tehokkaammin. Jälleen voidaan myös kysyä, minkä vuoksi tämänkaltaisen veloitte olisi ylipäätään järkevää asettaa eläkeyhtiöille, jos markkinoilla jo nyt toimii useita julkista organisaatiota, joiden erityiseksi tehtäväksi on asetettu kasvuyritysten rahoitus.

Neljänneksi on myös syytä kysyä, parantaisiko eläkerahastoista saatavilla olevan riskipääoman määrän lisääminen merkittävästi Suomen kaltaisen kehittyneen talouden pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä. Jotta niin kävisi, ainakin kahden välttämättömän ehdon pitäisi toteutua: Ensinnäkin Suomessa pitäisi olla ilmeisesti tällä hetkellä sekä paljon hyviä potentiaalisia tai jo markkinoilla toimivia pääomasijoittajia, jotka eivät nykyoloissa onnistu keräämään varoja (pääoman niukkuuden vuoksi) pääomasijoitusrahastoihinsa, että paljon potentiaalisia kasvuyrityksiä, joita nykyiset pääomasijoittajat eivät halua tai kykene *pääomien niukkuuden vuoksi* rahoittamaan. Toiseksi riskipääoman lisäyksen pitäisi kohdistua yrityksille (jaksossa 2 kuvatulla tavalla) valikoivasti, jotta se vaikuttaisi esimerkiksi toivotulla tuottavuuskasvua nopeuttavalla tavalla yritysten ja toimipaikkojen kehitykseen ja niiden vaihtuvuuteen.

5. Lopuksi

Yllä esitetyt pohdinnat kyseenalaistavat näemyksen, että yritysrahoituksen tarjontaa kannattaisi lisätä ylipainottamalla (nykyistä enemmän) kotimaisia eläkesijoituksia ja että se olisi tehokas keino yrittää turvata suomalaista työllisyyttä suomalaisissa yrityksissä tai nopeuttaa talouskasvua. Esitetyt näkökulmat eivät luonnollisestikaan tarkoita, että eläkelaitosten mahdollisuutta rahoittaa suomalaisia yrityksiä tai sijoittaa suomalaisiin yrityksiin pitäisi jollain tavoin rajoittaa. On päinvastoin tarpeen varmistaa, että kiristynyt rahoitusmarkkinoiden ja -laitosten sääntely ei tätä tarpeettomasti rajoita tai estä. Itsenäistä sijoituspolitiikkaa harjoittavat ja kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta vaihtoehtoisia sijoituskohteita aktiivisesti hakevat eläkelaitokset varmistavat omalla, markki-

naehtoisella sijoitustoiminnallaan osaltaan, että Suomeen kanavoituvalta ulkoiselta rahoitukselta vaaditaan riittävän korkeaa tuotto–riskisuhdetta. Tämä varmistaa, että suomalaisia yrityksiä ja hankkeita rahoitetaan valikoivasti, talouden pitkän aikavälin kasvua tukevalla tavalla. □

Kirjallisuus

- Aghion, P., Fally, T. ja Scarpetta, S. (2007), "Credit constraints as a barrier to the entry and post-entry growth of firms", *Economic Policy*, October 2007: 731–779.
- Caballero, R. J., Hoshi, T. ja Kashyap, A. K. (2008), "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review* 98: 1943–1977.
- Disney, R., Haskel, J. ja Heden, Y. (2003), "Restructuring and productivity growth in UK manufacturing", *Economic Journal* 113: 666–694.
- Ericson, R. and Pakes, A. (2000), "Markov-perfect industry dynamics: A framework for empirical work", *Innovation, evolution of industry and economic growth* 2: 434–463.
- Finnvera Oyj (2010), *Vuosikatsaus* 2010.
- Finnvera Oyj (2009), *Vuosikatsaus* 2009.
- Fukao, K. ja Ug Kwon, H., (2006), "Why do Japan's TFP growth slow down in the lost decade? An empirical analysis based on firm-level data on manufacturing firms", *Japanese Economic Review* 57: 195–228.
- Helsingin Sanomat* (23.2.2010): "Miljardit vailla sijoituskohteita", B3.
- Hyytinen, A. (2008) "Yritysten ja innovaatioiden rahoitus", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 104: 154–160.
- Hyytinen, A. ja Maliranta, M. (2010a), "Firm life-cycles and external restructuring", julkaisematon käsikirjoitus.

- Hyytinen, A. ja Maliranta, M. (2010b) ”Yritysrahoitus ja työmarkkinajoukset tuottavuuskasvun lähteenä”, teoksessa Heimonen, K., Tervo, H., Wollenberg, M. (toim.), *Työ, talous ja yliopisto. Jaakko Pehkonen 50 vuotta*, Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu:189–206.
- Hyytinen, A., Määttä, N., Lassila, J. ja Valkonen, T. (2010), ”Eläkevaroilla vauhtia Suomen talouskasvuun?”, ETLA Keskusteluaiheita No. 1224.
- Hyytinen, A. ja Pajarinen, M. (2005a), ”Yritysrahoitusmarkkinoiden syventyminen ja talouskasvu”, teoksessa Hyytinen, A. ja Rouvinen, P. (toim.), *Mistä talouskasvu syntyy?*, Taloustieto Oy, Helsinki: 111–136.
- Hyytinen, A. ja Pajarinen, M. (2005b), *Luottomarkkinoiden epätäydellisydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa*, KTM Rahoitetut tutkimukset 2/2005, Helsinki.
- Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. ja Ylä-Anttila, P. (2003), ”Does financial development matter for innovation and economic growth? Implications for public policy”, teoksessa Hyytinen, A. ja Pajarinen, M. (toim.) *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Taloustieto Oy, Helsinki: 379–458.
- Jovanovic, B., (1982), ”Selection and the evolution of industry”, *Econometrica* 50: 649–670.
- Levine, R. (2005), ”Finance and growth: theory and evidence”, teoksessa Aghion, P. ja Durlauf, S. (toim.), *Handbook of Economic Growth*, North-Holland Elsevier Publishers, Amsterdam: 865–934.
- Louekoski, M. (2005), *Työeläkevakuutusyhtiölain uudistamistarpeet*, Sosiaali- ja terveysministeriön työryhmämuistioita 2005/15, Helsinki.
- Kauppi, H. ja Hyytinen, A. (2002), ”Rahoituksen markkinaehtoistuminen ja talouden toimialarakenteen havaintoja Suomesta 1980–2000”, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 98: 177–198.
- Maliranta, M., (2010), ”Tuottavuuden trendi kriisin jälkeen – mihin tuottavuuden mikrojaljet osoittavat?”, teoksessa Rouvinen, P. ja Ylä-Anttila, P. (toim.), *Kriisin jälkeen*, Taloustieto Oy, Helsinki: 245–263.
- Maliranta, M., Mohnen, P. ja Rouvinen, P. (2009), ”Is inter-firm labor mobility a channel of knowledge spillovers? Evidence from a linked employer-employee panel”, *Industrial and Corporate Change* 18: 1161–1191.
- Maula, M., Murray, G. ja Jääskeläinen, M., (2007) *Public financing of young innovative companies in Finland*, KTM Julkaisuja 3/2007, Helsinki.
- Murray, G., Hyytinen, A. ja Maula, M. (2009), ”Growth entrepreneurship and finance”, teoksessa Veugelers, R., Aiginger, K., Breznitz, D., Edquist, C., Murray, G., Ottaviano, G., Hyytinen, A., Kangasharju, A., Ketokivi, M., Luukkonen, T., Maliranta, M., Maula, M., Okko, P., Rouvinen, P., Sotarauta, M., Tanayama, T., Toivanen, O. ja Ylä-Anttila, P. (toim.), *Evaluation of the Finnish National Innovation System - Full Report*, Taloustieto Oy, Helsinki 147–202.
- Pörssisäätiö (2009), *Pääomamarkkinat – Kasvun paikka*, Raportti, Helsinki.
- Pk-yritysparometri kevät 2011*, Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj ja TEM.
- Pk-yritysparometri kevät 2010*, Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj ja TEM.
- Pk-yritysparometri syksy 2009*, Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj ja TEM.
- Puttonen, V. (2010) *Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen. Selvitysmiehen raportti*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Innovaatio, 29/2010, Helsinki.
- Suomen Pankki (2009), *Rahoitusmarkkinaraportti 2009/1*.
- Muistio työeläkeyhtiöistä. Työeläkevakuutusyhtiölainsäädännön kehittämistä koskeva selvitystehtävä* (1996).
- Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys (2006).
- Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitys* (2010), Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2010:14, Helsinki.
- Veraventure Info*, Syksy 2010, Helsinki.