

Yritysrahoituksen haasteet ja julkisen vallan tehtävät

Jaakko Kiander
Tutkimusprofessori

VATT

Financial systems and firm performance. Theoretical and empirical perspectives.

*Ari Hyytinen & Mika Pajarinen (eds.).
ETLA B 200. Taloustieto: Helsinki
2003. 482 s.*

ETLA on tehnyt pitkäjänteistä tutkimustyötä yritystoiminnan edellytyksistä Suomessa. SITRA ja TEKES ovat rahoittaneet laajaa Etlatiedon tutkimusohjelmaa, jossa on keskitytty yritysten rahoitusjärjestelmän toimintaan ja haasteisiin. Käsillä oleva *Ari Hyytisen ja Mika Pajarisen* toimittama paksu ja näyttävä kokoomateos *Financial systems and firm performance* esittelee tämän projektin tuloksia.

Yritysten toimintaedellytysten ja teknologisen kehityksen pohdinta ei perinteisesti ole kiinnostanut kovin paljoa suomalaisia ekonomisteja. Päähuomio on ymmärrettävistä syistä keskittynyt valuuttakurssipolitiikan tapaisiin makrokysymyksiin. Suomen liittyttyä sekä EU:n että EMU:n jäseneksi kotimaisen makrotaloustalouden autonomia on kuitenkin ratkaisevasti kaventunut. Tämän vuoksi talouspoliittisen fokuksen on muututtava. Kansallinen talouspolitiikka alkaa ongelmanasettelultaan muistuttaa yhä enemmän maakunnallista kehittämisspolitiikkaa. Kun korkoihin ja valuuttakursseihin ei voida vaikuttaa lainkaan ja finanssipolitiikkaankin vain vähän, joudutaan entistä enem-

män pohtimaan taloudellista kasvua luovien yritysten (kansallisia ja alueellisia) toimintaedellytyksiä.

Toistaiseksi Suomi on menestynyt uusien pelisääntöjen varassa kohtalaisen hyvin. T&K-toiminta on vilkasta, teknologian taso korkea ja pääomamarkkinatkin kohtalaisen kehittyneet. Monien mittareiden mukaan suomalaisyritysten toimintaympäristö on hyvä – jostakin syystä investointien kehitys on kuitenkin ollut vaisua. Pääomamarkkinoiden vapautuminen on myös poistanut entisen iänikuisen murheen pääomapulasta.

Hyytisen ja Pajarisen toimittama kirja jakaantuu kolmeen osaan: Ensimmäisessä tarkastellaan rahoitusjärjestelmää makrotaloudellisesta ja institutionaalisesta näkökulmasta. Osioon sisältyy viisi artikkelia. Neljä artikkelia sisältävää toista osaa hallitsee mikrotaloudellinen lähestymistapa. Kolmannen osan kahdessa artikkelissa pohditaan julkisen vallan toimintaa osana yritysrahoitusta.

Toimittajien kirjoittaman kattavan johdantoluvun jälkeen kirjan avaa Hyytisen ja Pajari-

sen laatima pohjoismainen makrotason vertailu. Suomalaisen rahoitusjärjestelmän toimivuus samoin kuin riskipääoman (venture capital) saatavuus vaikuttavat tulosten mukaan vähintään yhtä hyviltä kuin läntisissä naapurimaissakin.

Seuraavat kolme artikkelia keskittyvät rahoitusjärjestelmän instituutioihin ja sijoittajien oikeuksien tarkasteluun. Hyytinen, *Ilkka Kuosa* ja *Tuomas Takalo* kirjoittavat osakkeenomistajien oikeuksista. Pääomamarkkinoiden ja ulkomaisen omistuksen vapautuminen ovat johdaneet osakkaiden aseman parantumiseen. Samaa aikaan pankkien asema yritysten rahoittajina on heikentynyt. Säädöksiä vertailemalla voidaan päätyä myös arvioimaan, että vähemmistöosakkaiden oikeudet ovat kunnossa. Artikkelissaan *Timo Kaisanlahti* arvioi kuitenkin, että käytännössä vähemmistöosakkaiden asema ei ole kuitenkaan aina hyvä. Pieneen yritykseen sijoittavalla vähemmistöosakkaalla ei ole välttämättä käytössään ratkaisevaa äänivaltaa (*voice*), eikä aina myöskään mahdollisuutta saada rahojaan ulos yrityksestä (*exit*). Näillä tekijöillä on luonnollisesti suuri merkitys tavoittelujen riskisijoittajien kannalta.

Jyrki Ali-Yrkkö, Hyytinen ja *Johanna Liukkonen* arvioivat suomalaisten kokemusten pohjalta sitä, kuinka helposti sijoittaja saa rahansa ulos yrityksistä. Kuten arvata saattaa, ongelmaksi muodostuu pääomamarkkinoiden pienuus; osakkuuksien myyminen toisille sijoittajille onnistuu vain harvoin. Käytännössä sijoittajat saavatkin voittonsa niin, että menestyvät pk-yritykset fuusioidaan jossakin vaiheessa suurempiin yrityksiin. Ali-Yrkkön tulosten mukaan tähän onkin kohtalaisen hyvät edellytykset, koska yritysosto- ja fuusioaktiiviteetti (*mergers and acquisitions, M&A*) on Suomessa viime vuosina ollut poikkeuksellisen suurta.

Kyseessä voi kuitenkin olla väliaikainen ilmiö, joka liittyy toisaalta teknologiahuumaan ja toisaalta yrityscentän uudelleenjärjestelyihin talouden sopeutuessa Euroopan sisämarkkinoihin.

Kirjan toisessa osassa tarkastellaan lähemmin yritysten rahoitusta ja siinä tapahtuneita muutoksia. Hyytisen ja Pajarisen aiheena on pienyritysten rahoitus. Tulokset vahvistavat sen, mikä näyttää pätevän muuallakin maailmassa: pk-yrityksissä yrittäjien oma pääoma on pienyritysten keskeisin rahoituksen lähde. Suomalaisten pk-yritysten rahoitusrakenne on esimerkiksi lähes identtinen amerikkalaisten pk-yritysten kanssa. Varsinkin uutta kehittävä ”innovaattoriyrittäjät” tukeutuvat omaan pääomaan. Mitä ilmeisimmin innovoiminen on liian riskialtista toimintaa rahoitettavaksi pankkilainoilla.

Ali-Yrkkö ja *Pekka Ylä-Anttila* tarkastelevat suuryritysten toiminnan globalisoitumista. Heidän mukaansa suomalaisten suuryritysten strategia on muuttunut 1990-luvun aikana kansainvälisten business-normien mukaiseksi; keskeiseksi tavoitteeksi on tullut omistaja-arvon maksimointi. Samalla ulkomaisen omistuksen osuus on kasvanut. Ulkomaiset sijoittajat, jotka ovat ostaneet merkittävän osuuden suomalaisista suuryrityksistä, vaativat tuottoa sijoituksilleen – toisin kuin vanhat ja ilmeisen passiiviset kotimaiset omistajat. Ulkomaisella omistuksella näyttää olevan lähinnä myönteisiä vaikutuksia yritysten toimintaan.

Ulkomaisten riskisijoittajien vaikutusta arvioidaan *Markku Maulan* ja *Markus Mäkelän* artikkelissa. Ulkomaiset riskisijoittajat hyödyttävät usein sijoituskohteitaan pääoman lisäksi myös luomalla kontakteja kansainvälisille markkinoille. Ulkomaisten sijoittajien on kuitenkin vaikeaa saada luotettavaa informaatiota

yrittäjistä. Tämän vuoksi yhteistoiminta kotimaisten riskisijoittajien kanssa on hyödyllistä.

Riskisijoituksiin väistämättä liittyvien erilaisten riskien ja informaatio-ongelmien luonnetta ja seurauksia tarkastellaan *Vesa Kanniaisen* katsausartikkelissa. Artikkelin summarisoi sekä teoreettista että empiiristä tutkimusta. Kanniaisen johtopäätökset riskisijoittamisen mahdollisuuksista ovat varovaisia.

Kirjan viimeisessä osassa keskustellaan julkisen yritystuen merkityksestä osana yritysten rahoitusta Suomessa. Hyytinen ja *Lotta Väänänen* osoittavat, että julkinen tuki on Suomessa hyvin keskeisessä osassa; joka kolmas yritys on saanut jotakin tukea. Tuella asetettujen tavoitteiden mukainen viranomaisretoriikka ei aina vastaa tukien myöntämiskäytäntöjä. Kirjoittajat kaipaavatkin selektiivisempää tukipolitiikkaa, varsinkin kun viime vuosina yritystuet ovat nousseet samaan aikaan kun muutkin rahoitusmahdollisuudet ovat parantuneet. On hieman epäselvää, mikä on se markkinaepätäydellisyys, josta peräti kolmasosa yrityksistä kärsii.

Kirjan päätösluvussa Hyytinen, *Petri Rouvinen*, *Otto Toivanen* ja *Ylä-Anttila* summarioivat keskeisiä tuloksia yritysten rahoituksen, innovaatioiden ja kasvun suhteesta. Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä yritysten rahoitus järjestyy useimmiten markkinaehtoisesti. Suuryritykset eivät tarvitse tukea, eivätkä myöskään vakiintuneet pk-yritykset. Tukipolitiikan uudistamista olisikin pohdittava. Kokemukset Suomesta (ja monesta muusta maasta) osoittavat, että rahoitusongelmista kärsivät aloittavat yritykset ja erityisesti innovaa-

tiotoimintaan suuntautuneet pienet yritykset. Niiden kohdalla voidaan puhua edelleen markkinaepätäydellisyydestä (tai oikeammin ehkä epätäydellisen informaation aiheuttamista ongelmista) ja mahdollisista tuella aikaansaatavisista olevista positiivisista ulkoisvaikutuksista.

Kirja kokoaa hyvin yhteen tutkimustuloksia suomalaisen yritysrahoituksen tilasta. Samalla se herättää uusia kysymyksiä pohdittavaksi. Monet asiat näyttävät olevan jo hyvässä kunnossa, mutta parantamisen varaa ja uudelleen suuntautumisen tarvetta on myös.

Suomalainen pääomasijoitustoiminta on huomattavan viranomaisvetoista. Keskeisiä toimijoita ovat SITRA ja TEKES. Miten markkinoille voitaisiin saada enemmän yksityisiä sijoittajia? Kysymys liittyy todennäköisesti myös laajempaan veropolitiikkaan ja yksityishenkilöiden mahdollisuuksiin kartuttaa varallisuutta.

Julkisten tukioirgaanien toiminta on todennäköisesti ollut Suomessa enimmäkseen järkevää ja tehokasta. On kuitenkin kysyttävä, onko mielekäästä jakaa tukea 'kaikille', ja onko olemassa vaara, että julkinen tuki syrjäyttää yksityisiä sijoittajia markkinoilta. Samalla voi myös korostua liikaa byrokraattien rooli resurssien allokointiossa.

Suomen tulevan talouskasvun ja kilpailukykyvyyden kannalta yritys-, innovaatio- ja yrittäjyyspolitiikka ovat avainasemassa. Poliitiikan suunnittelun apuna tarvitaan tutkimusta ja päätöksentekoa tukevia tutkimustuloksia. Hyytisen ja Pajarisen kirja vastaa erinomaisella tavalla tähän tarpeeseen, vaikka se ei koko pajatsoa tyhjennäkään. □