

Julkinen rahoitus kasvattaa yrityksiä mutta ei niiden tuottavuutta

Ilkka Ylhäinen

KTT, tutkijatohtori

Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu

Taloustieteellisessä kirjallisuudessa on usein esitetty, että luottomarkkinat eivät toimi ihanteellisesti nuorten ja pienten yritysten kohdalla (ks. mm. de Meza 2002). Laajalti omaksuttu näkemys siitä, että pienet ja keskisuuret yritykset toimivat talouskasvun moottorina, ja että rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyydet rajoittavat kyseisten yritysten kasvua, on toiminut perusteena julkisomisteisten rahoituslaitosten pk-yritysten luottomarkkinoille suuntaamille interventioille (ks. mm. Beck ja Demircu-Kunt 2006). Rahoittajan näkökulmasta nuorten ja pienten yritysten kohdalla yrityksistä saatava tieto voi olla puutteellista tai pankkilainan vakuudeksi kelpaavaa omaisuutta ei välttämättä ole riittävästi. Mikäli yritysrahoitusmarkkinat toimivat epätäydellisesti, on mahdollista, että kannattavat hankkeet jäävät toteuttamatta sen

takia, että ulkoista rahoitusta ei ole tarjolla riittävästi tai sen kustannukset ovat liian suuret.

Julkisomisteiset rahoituslaitokset ovat pyrkineet parantamaan pk-yritysten rahoituksen saatavuutta mm. myöntämällä korkotuettuja lainoja ja pankkilainojen takauksia. Julkisen yritysrahoituksen vaikuttavuudesta on kuitenkin olemassa vain varsin vähän empiiristä tutkimustietoa. Väitöskirjassani keskityn tarkastelemaan julkisen yritysrahoituksen roolia luottomarkkinoiden epätäydellisyyksien korjaamisessa sekä pk-yritysten rahoituskustannusten ja pankkirahoituksen käytön kehitystä yli yritysten elinkaaren.

Väitöskirjan ensimmäisessä esseessä tutkitaan julkisen yritysrahoituksen dynamiikkaa. Tutkimuksessa keskitytään valtion erityisrahoitusyhtiö Finnveran teollisuusalan osakeyhtiölle myöntämään rahoitukseen. Kyseisen julkisomisteisen rahoituslaitoksen lakiin kirjattuna tehtävänä on pk-yritysten rahoituksen tarjontaan liittyvien markkinapuutteiden korjaaminen. Tutkimusaineisto on koostettu Tilastokeskuksen yritystason rekisteriaineistoista ja se kattaa aikavälin 2000-2008.

* Tämä kirjoitus perustuu Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulussa 8.8.2013 tarkastettuun väitöskirjaan *Essays on the Economics of Small Business Finance*. Vastaväittäjänä toimi professori Panu Kalmi (Vaasan yliopisto) ja kustoksena professori Ari Hyytinen (Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulu).

Tutkimuksen havaintojen perusteella julkista yritysrahoitusta käyttävien yritysten joukossa on ns. kanta-asiakkaita, jotka käyttävät tuettuja lainoja ja takauksia toistuvasti vuodesta toiseen. Ekonometrisessa analyysissä tarkastellaan dynaamisten diskreetin valinnan paneelimallien avulla, johtuuko tuetun rahoituksen toistuva käyttö ns. todellisesta tilariippuvuudesta vai havaitsemattomasta yritysکوhtaisesta heterogeenisuudesta, kuten ajassa muuttumattomista riskiominaisuuksista. Tulokset osoittavat, että vaikka havaitsematon yritysکوhtainen heterogeisuus on tärkeä rahoituksen toistuvuutta selittävä seikka, julkisessa yritysrahoituksessa on positiivista tilariippuvuutta. Toisin sanoen, aiemmin julkista rahoitusta saaneet yritykset saavat sitä jatkossakin suuremmalla todennäköisyydellä kuin muut.

Väitöskirjan toisessa esseessä tarkastellaan valtion erityisrahoitusyhtiö Finnveran rahoituksen vaikuttavuutta teollisuusalan osakeyhtiöistä koostuvalla paneeliaineistolla. Tutkimusaineisto on muodostettu Tilastokeskuksen rekisteriaineistoista ja se kattaa aikavälin 2000–2008. Julkisen yritysrahoituksen vaikuttavuuden arvioimisessa keskeisenä haasteena on se, että julkista rahoitusta käyttämään päätyvät yritykset eivät ole satunnaisesti valikoituneita. Tämän ongelman huomioimiseksi tutkimuksessa hyödynnetään useita vaihtoehtoisia mikroekonometrisia arviointimenetelmiä. Näihin lukeutuvat ensinnäkin kiinteiden vaikutusten mallit, jotka kontrolloivat havaitsemattomat pysyvät yritysکوhtaiset ominaispiirteet. Toisena lähestymistapana käytetään instrumenttimuuttujamenetelmää, joka hyödyntää julkisen yritysrahoituksen alueellisessa tarjonnassa esiintyviä eroja; aluepoliittisilla tukialueilla sijaitsevat yritykset näet saavat tuettua lainarahoitusta suuremmalla todennäköisyydellä kuin muut.

Kolmannessa lähestymistavassa verrataan aluepoliittisen tukialueajan vastakkaisilla puolilla sijaitsevia vierekkäisiä yrityksiä keskenään, mikä edelleen mahdollistaa havaitsemattomien (alueellisten) tekijöiden kontrolloimisen.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että tuettua lainarahoitusta saaneet yritykset tekivät enemmän investointeja, kasvoivat nopeammin ja palkkasivat enemmän työntekijöitä kuin muut yritykset. Toisaalta julkisen rahoituksen vaikutus työn tuottavuuteen osoittautui negatiiviseksi tai tilastollisesti ei-merkittäväksi, mikä osaltaan kyseenalaistaa kyseisen politiikkatoimenpiteen mahdollisuuksia tukea pitkän aikavälin kasvua. Tulosten perusteella julkinen yritysrahoitus voi auttaa pk-yrityksiä laajentamaan toimintaansa, mutta samalla julkisen rahoituksen tehokkaaseen kohdentumiseen on syytä kiinnittää erityistä huomiota.

Julkisen yritysrahoituksen ohella väitöskirjassa tarkastellaan pk-yritysten rahoituskustannusten ja pankkirahoituksen käytön kehitystä yli yritysten elinkaaren. Yritysrahoituksen teorioissa (mm. Diamond 1989) on esitetty, että yritysten rahoituskustannukset ja ulkoisen rahoituksen käyttö noudattavat elinkaarimallia. Tässä teoreettisessa viitekehyksessä yritysten rahoituskustannukset alenevat yrityksen iän karttuessa ja yrityksen laadun paljastuessa markkinaosapuolille. Lisäksi teoria indikoi, että yritykset ovat riippuvaisimpia pankkirahoituksesta kasvusyklinsä alkuvaiheessa. Toisaalta pankkirahoituksen ns. hold up -teoriat (mm. Sharpe 1990; Rajan 1992; Kim, Kristiansen ja Vale 2012) indikoivat vaihtoehtoista rahoituskustannusten ikäprofiilia. Tässä teoreettisessa viitekehyksessä pankkien välinen kilpailu johtaa alhaisiin rahoituskustannuksiin nuorten yritysten kohdalla, minkä jälkeen pankkien monopolivoima johtaa kohoaviin rahoituskus-

tannuksiin keski-ikää lähestyvien yritysten kohdalla. Lopulta rahoituskustannukset lähtevät laskuun vanhempien yritysten kohdalla, joiden laatu on paljastunut markkinoille.

Rahoituskustannusten ikäprofiileja tarkastelevat aiemmat tutkimukset ovat tyypillisesti käyttäneet poikkileikkausaineistoja (mm. Petersen ja Rajan 1995; ks. myös Degryse, Kim ja Ongena 2009). Tämän lähestymistavan ongelmana on kuitenkin se, että poikkileikkausaineistossa ei ole mahdollista huomioida sitä, että eri vuosina syntyneet yritykset saattavat kohdata hyvinkin erilaisen rahoitusympäristön. Tämä on potentiaalinen ongelma, koska aiemmat tutkimukset (mm. Petersen ja Rajan 2002; Jappelli ja Pagano 2000) viittaavat siihen, että pk-yritysten kohtaama rahoitus- ja informaatioympäristö on muuttunut merkittävästi vuosien saatossa mm. pankkisektorin teknologisen kehityksen vuoksi. Näistä kohorttikohtaisista eroista on kuitenkin olemassa vain hyvin vähän aiempaa empiiristä tutkimustietoa.

Väitöskirjan kolmannessa esseessä osoitetaan Asiakastiedon laajalla vuodet 1999–2010 kattavalla tilinpäätösaineistolla, että yritysten rahoituskustannusten elinkaarimalleja tarkasteltaessa käytettävä empiirinen lähestymistapa vaikuttaa saatuihin tuloksiin. Poikkileikkausaineistoja käyttävät menetelmät tukevat ns. hold up -teorioiden mukaista rahoituskustannusten ikäprofiilia, jossa nuoremmat ja vanhemmat yritykset kohtaavat alhaisemmat rahoituskustannukset kuin keski-ikäiset yritykset. Sen sijaan kohortti- tai yritysکوhtaisten tekijöiden huomioimisen jälkeen havaitaan, että yritysten rahoituskustannukset laskevat monotonisesti yrityksen iän karttuessa. Havainnot viittaavat siihen, että nämä eri menetelmien tuottamat ikäprofiilien erot selittyvät kohorttikohtaisilla tekijöillä. Kokonaisuudessaan tulokset tukevat

näkemyksiä, että yritysten pankkiriippuvaisuus ja rahoituskustannukset ovat korkeimmillaan yrityksen elinkaaren alkuvaiheessa. Kohortti-vaikutuksia koskevien tuloksien osalta havaittiin, että nuorempien yrityskohorttien kohtaamat rahoituskustannukset ovat alhaisempia kuin vanhempien kohorttien. Nuoremmat kohortit käyttävät myös pienemmällä todennäköisyydellä uusia pankkilainoja kuin vanhat kohortit, joskin pankkirahoituksen määrällä mitattuna havainnot osoittautuvat monimutkaisemmiksi.

Tutkimuksessa havaitaan myös, että voimakkaan taantumun, ja eritoten 1990-luvun alun laman ja pankkikriisin aikana syntyneet kohortit maksavat korkeampia rahoituskustannuksia ja käyttävät pankkirahoitusta vähäisemmässä määrin kuin muut senkin jälkeen, kun yritysten luottokelpoisuus on kontrolloitu. Tuloksien perusteella voimakkaat taantumaiset ja rahoitusmarkkinoiden epävakaat ajanjaksot voivat vaikuttaa pysyvällä tavalla yritysten koettuun riskisyyteen ja pankkirahoituksen käyttöön.

Tutkimustulokset tarjoavat myös mahdollisuuden tehdä joitakin politiikkajohtopäätöksiä. Ensinnäkin rahoituskustannusten aleneminen on osaltaan vähentänyt julkisen interventio tarvetta pk-yritysrahoituksessa. Toiseksi, havainnot viittaavat myös siihen, että julkinen interventio olisi parhaiten perusteltavissa yritysten elinkaaren alkuvaiheilla. Lopuksi, pitkäkestoisia lamavaikutuksia koskevat havainnot viittaavat siihen, että rahoitusmarkkinoiden poikkeuksellisen epävakaat ajanjaksot voivat antaa perusteen pk-yritysrahoituksen tarjontaan kohdistuville politiikkatoimenpiteille. Kuitenkin, myös rahoitusmarkkinoiden mahdollisissa häiriötilanteissa olisi tärkeä pyrkiä varmistamaan, että julkinen yritysrahoitus koh-

distuu tehokkaasti ja tuottavuuskasvua mahdollisimman hyvin tukevalla tavalla. □

Kirjallisuus

- Beck, T. ja Demirguc-Kunt, A. (2006), "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint", *Journal of Banking & Finance* 30: 2931-2943.
- de Meza, D. (2002), "Overlending?", *The Economic Journal* 112: F17-F31.
- Degryse, H., Kim, M. ja Ongena, S. (2009), *Micro-econometrics of banking: Methods, applications, and results*, Oxford University Press, New York.
- Diamond, D.W. (1989), "Reputation acquisition in debt markets", *Journal of Political Economy* 97 (4): 828-862.
- Jappelli, T. ja Pagano, M. (2000), "Information sharing in credit markets: A survey", Centre for Studies in Economics and Finance, Working Paper No. 36.
- Kim, M., Kristiansen, E.G. ja Vale, B. (2012), "Life-cycle patterns of interest-rate mark-ups in small-firm finance", *The Scandinavian Journal of Economics* 114: 629-657.
- Petersen, M.A. and Rajan, R.G. (1995), "The effects of credit market competition on lending relationships", *The Quarterly Journal of Economics* 110: 407-443.
- Petersen, M.A. ja Rajan, R.G. (2002), "Does distance still matter? The information revolution in small business lending", *The Journal of Finance* 57: 2533- 2570.
- Rajan, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt", *The Journal of Finance* 47: 1367-1400.
- Sharpe, S.A. (1990), "Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships", *The Journal of Finance* 45: 1069-1087.