

Esseitä sijoittamisen ja lainanannon taloustieteestä

Timo Autio

Joskus politiikan muutosten seurauksina taloudessa tapahtuu odottamattomia muutoksia. Erityisesti näissä tilanteissa taloustieteen työkalupakista löytyy hyödyllisiä apuvälineitä selvittämään, onko havaituille ilmiölle mahdollisesti muita syitä kuin ensimmäisenä mieleen tuleva. Odotuksista poikkeavat löydökset ovat tieteen kannalta usein mielenkiintoisimpia, koska ne paljastavat, että olemme aiemmin ymmärtäneet jotain väärin ja näin auttavat meitä tekemään entistä parempia päätöksiä jatkossa. Väitöskirjani esseissä olen tarkastellut kolmea eri talouden ilmiötä ja pyrkinyt lisäämään ymmärrystämme siitä, kuinka yhteiskuntamme toimii.

Ensimmäinen essee käsittelee kysymystä, kuinka riskisijoittajat vaikuttavat omistamiensa yhtiöiden kehitykseen. Tätä aihetta on tutkittu paljon, mutta saatavilla oleva data on merkittävästi rajannut mahdollisia tutkimuskysymyksiä (Kaplan ja Lerner, 2016). Suomen kansainvälisesti poikkeuksellinen pienryitysten raportointivelvoite, jossa yrityksen keskeisimmät toimi-

henkilöt nimetään vuosittain, yhdistettynä Suomen ainutlaatuiseseen henkilötason rekisteridataan, mahdollistaa aiempaa informatiivisemmän tarkastelun. Tämän esseen tutkimuskysymys on yksi esimerkki aiheista, jota suomalaisella datalla on mahdollista tutkia, koska dataan on mahdollista yhdistää tietoja esimerkiksi riskisijoitusrahastojen sijoittajista.

Esseessä etsin vastausta kysymykseen, kuinka sijoittajien omistus ja neuvonta vaikuttavat sijoituskohdeyhtiöiden kehitykseen. Suomalainen data mahdollistaa sijoituskohteen ja riskisijoittajan linkittämisen yksilötasolla poiketen aikaisemmasta tutkimuksesta, joka on keskittynyt sijoitusyhtiötasolle (esim. Bernstein, Giroud ja Townsend, 2016). Esseessä hyödynnän suomalaista henkilötason dataa, jonka avulla voin kontrolloida kohdeyhtiön ja sijoittajan taustaa aiempia tutkimuksia tarkemmin. Lisäksi esitän uuden sijoitusten rakenteeseen perustuvan instrumenttimuuttujan, jonka avulla voidaan korjata harhaa, joka syntyy sijoittajien yli ajan tapahtuvasta oppimisesta ja maineen kasvusta.

Kirjoitus perustuu Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulussa 18.2.2022 tarkastettuun taloustieteen väitöskirjaan *Essays on Economics of Investment and Lending*. Vastaväittäjänä toimi Ph.D. Esa Jokivuolle Suomen Pankista ja kustoksena professori Otto Toivanen Aalto-yliopistosta. KTT Timo Autio (tautio@compasslexecon.com) työskentelee senior economistina Compass Lexeconilla.

Estimoinnin tulokset näyttävät, että riskisijoittajat vaikuttavat positiivisesti yritysten kasvun nopeuteen ja sen todennäköisyyteen. Tuloksissa on myös heikkoa tukea lisääntyvälle todennäköisyydelle hakea patenttia, mutta lisätutkimusta vaaditaan tämän tuloksen osalta. Sen sijaan konkurssien todennäköisyyteen riskisijoittajien toiminta ei näytä tilastollisesti merkitsevästi vaikuttavan. Tähän vaikuttanee, että monia yrityksiä ei heti toiminnan päätyttyä haeta muodollisesti konkurssiin vaan ne saattavat jäädä elämään pitkiksikin ajoiksi pöytälaatikkoyhtiöinä. Yleisemmin tuloste voi tulkita vahvistavan käsitystä, että riskisijoittajat ovat ensisijaisesti kasvun kiihdyttäjiä. Tämä on linjassa esimerkiksi Helsingin Sanomissa haastatellun Relexin toimitusjohtaja Mikko Kärkkäisen kommentin kanssa. Haastattelussa hän esitti, että ulkopuolista riskirahaa on mielekkäintä hakea siinä vaiheessa, kun suunta on selvä ja toimintaan tarvitaan lisää pääomaa kasvun kiihdyttämiseksi.¹

Kuten monissa muissakin riskisijoituksiin keskittyneissä tutkimuksissa, tässäkin tutkimuksessa on rajoitteensa yleistettävyyden osalta. Suomalaisessa datassa tiedot ulkomaisista omistajista ovat vajavaisia. Olen siksi keskittynyt vain ensimmäisiin vuosiin riskisijoituksen saamisen jälkeen, koska suuri osa suomalaisista yrityksistä saa ensimmäisen rahoituskierroksensa suomalaisilta riskisijoittajilta. Kansainväliset sijoittajat tulevat mukaan yleensä vasta myöhemmillä rahoituskierroksilla. Joka tapauksessa tämä tutkimus on osa mosaiikkia, joka tarkentaa kuvaa riskisijoittajien toiminnasta ja vahvistaa käsitystä niistä kasvun kiihdyttäjinä.

Toinen essee on tehty yhteistyössä Marta Giagheddun ja Marco Casiraghin kanssa. Se käsittelee italialaisten pankkien kohtaamaa valin-

taa, rahoittaako pieniä ja keskisuuria yrityksiä vai Italian valtiota. Tämä kysymys heräsi havainnosta, että vuodesta 2011 lähtien italialaiset pankit näyttivät leikanneen pienten ja keskisuurten yritysten lainoitusta hyvin voimakkaasti ja samaan aikaan lisänneen Italian valtion joukkovelkakirjojen ostoja.

Vastauksen etsimisen tutkimuskysymykseen mahdollisti Italian keskuspankin luottorekisteridata, joka sisältää kaikki pankkien myöntämät yli 50 000 euron yritysainat. Tämän aineiston lisäksi tutkimuksen toteuttamiseen tarvittiin poikkeukselliset rahoitusolosuhteet. Normaleissa rahoitusolosuhteissa pankit eivät kohtaa niukkuutta rahoituksen suhteen, vaan pankkien on mahdollista tehdä yritysainapäätökset ensisijaisesti tapauskohtaisesti ja varmistaa tarvittava rahoitus pankkien välisiltä markkinoilta. Vuosina 2011 ja 2012 vallinneen valtioiden velkakriisin aikaan pankkienvälinen rahoitus ei toiminut kuten normaaleissa olosuhteissa, ja erityisesti vakuudeton rahoitus väheni luottamuspuolan seurauksena. Tämä poikkeuksellinen tilanne avasi mahdollisuuden tutkia pankkien valintoja tilanteessa, jossa niiden tyypilliset rahoituskanavat eivät olleet täysimääräisesti käytettävissä. Tutkimme myös, kuinka Euroopan keskuspankin toimet tilanteen helpottamiseksi vaikuttivat lainamarkkinoilla.

Nopeasti kriisiytynyt tilanne käytännöllisesti katsoen lukitsi pankkien taseet kriisiä edeltäneisiin asetelmiin jakaen pankit erilaisiin ryhmiin sen suhteen, kuinka voimakkaasti kriisi vaikutti niiden rahoitukseen, luoden edellytykset ”erot eroissa” (*differences-in-differences*)-tutkimusasetelmalle, jota ovat käyttäneet myös Carpinelli ja Crosignani (2021) tuoreessa tutkimuksessaan. Pankit, jotka käyttivät ensisijaisesti pankkien välistä rahoitusta, kohtasivat tilanteen, jossa rahoitusta

¹ <https://www.hs.fi/visio/art-2000008611673.html>

oli hyvin niukasti saatavilla. Sen sijaan pankit, jotka rahoittivat toimintaansa vahvemmin esimerkiksi yleisöltä tulevilla talletuksilla, olivat paljon helpommassa tilanteessa jälleerahoituksensa osalta. Käyttäen Ongenan, Popovin ja Van Horenin (2019) esittämää identifikaatiostrategiaa, joka hyödyntää Italian valtion joukkovelkakirjalainojen erääntymisiä, pääsimme kiinni kysymykseen, syrjäyttikö Italian valtion lainatarve pk-yritysten rahoitusta.

Esseessä raportoidut tulokset osoittavat, että valtionvelkakriisin aikana pankit lainoittivat Italian valtiota erityisesti pk-yritysten kustannuksella, mutta EKP:n toimet normalisoivat tilanteen alkuvuodesta 2012. Pidemmällä aikavälillä pk-yritykset eivät siis kärsineet italialaisten pankkien siirtymisestä rahoittamaan valtiota, mutta näin olisi voinut käydä ilman EKP:n onnistunutta väliintuloa.

Vaikka EKP toimillaan onnistuikin palauttamaan pk-yritysten rahoitusväylän, voidaan tulosten perusteella päätellä, että vaihtoehtoisten rahoituskanavien rajallisuuden vuoksi pk-yritykset ovat erityisen alttiita pankkijärjestelmän häiriölle. Suuremmilla yrityksillä on mahdollisuus siirtyä käyttämään esimerkiksi suoraa velkakirjarahoitusta laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja (Becker ja Ivashina, 2017). Pienemmät yritykset joutuvat pankkirahoituksen ollessa niukkaa turvautumaan ensisijaisesti tulo-rahoitukseen, joka kriisiaikana on yleensä muutenkin tavallista heikompaa. Kun huomioidaan pk-yritysten merkittävä rooli työnantajina, Italiassa lähes 80 % yksityisen sektorin työpaikoista on pk-yrityksissä, pankkirahoituksen merkitys pk-yrityksille on syytä ottaa huomioon päätettäessä pankkisektorin sääntelystä ja politiikasta.²

Väitöskirjan kolmas essee käsittelee rahoitusmarkkinoita, sijoitusneuvontaa ja MiFiD II -sääntelyä. Vuonna 2018 voimaan tullut MiFiD II -sääntely rajoitti lukuisten muiden sääntelymuutosten ohella osakevälittäjien oikeutta antaa asiakkailleen suosituksia sijoituskohteista ilman maksua.³ Rajoituksen perustana on ajatus, että osakevälittäjä pyrkii osakesuosituksillaan lisäämään kaupankäyntiä, jonka argumentoitiin olevan sijoittajan intressien vastaista. Kolmannen esseiden tutkimuskysymys on, onko olemassa tilanteita, jolloin sijoittajan niukat resurssit tiedon hankkimisen osalta voisivat tehdä kannattavaksi ulkoistaa tiedonhankinta osakevälittäjälle. Toisin sanoen: jos sijoittaja ei ehdi ottaa selvää sijoituskohteen kannalta relevanteista taustoista, olisiko sijoittajan parempi hyväksyä kustannus kasvaneena kaupankäynnin volyyminä kuin hankkia tietoa itse? Toisin kuin kahdessa muussa esseessä, tutkin tätä kysymystä teoreettisesti informaationhankinnan mallin avulla. Kun Niewerburghin ja Veldkampin (2010) malliin lisätään välittäjä, sijoittajalle muodostuu valintatilanne, kannattaako hänen hankkia itse tietoa osakkeista perustuen aiempaan omaan tietoon vai ulkoistaa valinta välittäjälle, joka pyrkii maksimoimaan kaupankäynnin arvoa.

Tämä mallin perusteella voidaan havaita, että rajallinen kapasiteetti käsitellä informaatiota luo tilanteen, jossa sijoittajan on kannattavaa ulkoistaa sijoituskohteen valinta välittäjälleen, vaikka välittäjä pyrkiiikin maksimoimaan kaupankäynnin arvoa. Jos sijoittaja tietää molemmista valinnan kohteena olevasta sijoituskohteista lähes yhtä paljon, on hänen kannattavampaa ulkoistaa tiedon hankinta välittäjälleen. Sen sijaan jos sijoittaja tietää jo etukäteen

² https://ec.europa.eu/growth/smes/sme-strategy/sme-performance-review_en

³ <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir-for-more-information>

yhdestä sijoituskohteesta paljon, mutta vain vähän toisesta, hänen kannattaa itse hankkia lisää tietoa tästä toisesta sijoituskohteesta.

Näin ollen sijoittajan rajallinen informaation käsittelykapasiteetti saattaa muuttaa optimaalista valintaa verrattuna ensisilmäyksellä ilmeiseltä vaikuttavaan optimaaliseen valintaan täydellisen informaation oloissa. Yleisellä tasolla tutkimuksen perusteella voidaan päätellä, että myös informaation käsittelyyn liittyvät rajoitteet on syytä ottaa huomioon uuden sääntelyn suunnittelussa, jotta hyvää tarkoittavat toimet eivät todellisuudessa esimerkiksi lisääisi eriarvoistumista johtuen ihmisten erilaisista resursseista informaation käsittelyssä. Haluan kuitenkin korostaa, että malli on hyvin yksinkertaistettu eikä sitä tule ottaa kattavana kuvauksena sijoittajan ja välittäjän välisestä toiminnasta tai siitä, onko MiFiD II onnistunut tavoitteissaan, vaan esimerkkinä, kuinka informaation hankinnan rajoitteet saattavat vaikuttaa talouden toimintaan. □

Kirjallisuus

- Becker, B. ja Ivashina V. (2017), “Financial repression in the European sovereign debt crisis”, *Review of Finance* 22: 83–115.
- Bernstein, S., Giroud, X. ja Townsend, R. (2016), “The impact of venture capital monitoring”, *The Journal of Finance* 71: 1591–1622.
- Carpinelli, L., ja Crosignani, M. (2021), “The design and transmission of central bank liquidity provisions”, *Journal of Financial Economics* 141: 27–47.
- Kaplan, S. ja Lerner, J. (2016), “Venture capital data: Opportunities and challenges”, Working Paper No. 22500, National Bureau of Economic Research.
- Nieuwerburgh, S. ja Veldkamp, L. (2010), “Information acquisition and under-diversification”, *The Review of Economic Studies* 77: 779–805.
- Ongena, S., Popov, A. ja Van Horen, N. (2019), “The invisible hand of the government: Moral suasion during the European sovereign debt crisis”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 11: 346–79.