

Keskusteluaiheita – Discussion papers

No. 1224

Ari Hyytinen – Niku Määttä – Jukka Lassila

–Tarmo Valkonen

ELÄKEVAROILLA VAUHTIA SUOMEN TALOUSKASVUUN?

Kiitämme Heikki Palmia hyödyllisistä kommenteista. Tutkimuksen ovat rahoittaneet sosiaali- ja terveysministeriö ja Suomen Akatemia.

HYYTINEN, Ari – MÄÄTTÄNEN, Niku – LASSILA, Jukka – VALKONEN, Tarmo, ELÄKEVAROILLA VAUHTIA SUOMEN TALOUSKASVUUN? Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2010, 68 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 1224).

TIIVISTELMÄ: Työeläkerahastot ovat Suomessa suuret suhteessa kansantalouden kokoon. Niiltä on usein toivottu aktiivisempaa roolia työllisyyden, talouskasvun ja suomalaisen omistajuuden turvaajana. Tarkastelemme tässä tutkimuksessa perusteluja sille miksi eläkelaitosten ja erityisesti työeläkeyhtiöiden pitäisi ylipainottaa sijoituksia Suomeen. Pohdimme muun muassa sitä voidaanko palkkasummaa ja eläkemaksutuloa saada suuremmaksi kotimaisilla sijoituksilla ja onko työeläkeyhtiöillä kannusteita pyrkiä tähän tavoitteeseen. Toinen keskeinen kysymys on, onko suomalaisten rahoitusmarkkinoiden toimivuudessa puutteita, joita voidaan vähentää sijoituksia suuntaamalla ja onko työeläkejärjestelmä oikea taho korjaamaan niitä. Kolmantena asiana otetaan esille infrastruktuuri-investointien rahoitus. Johtopäätösten mukaan eläkerahastojen sijoitusten ylipaino Suomessa on perusteltua silloin kun kansainväliset sijoittajat arvioivat väärin suomalaisten yritysten menestyksen tai muista syistä hinnoittelevat antamansa rahoituksen kohtuuttoman kalliiksi. Näissä tilanteissa eläkelaitosten ei tarvitse tinkiä tuotto-riski-suhteestaan sijoittaessaan kotimaisiin yrityksiin. Sen sijaan puuttuminen rahoitusmarkkinoiden keskeiseen tehtävään karsia pois huonot hankkeet heikentäisi kasvua ja työllisyyttä.

HYYTINEN, Ari – MÄÄTTÄNEN, Niku – LASSILA, Jukka – VALKONEN, Tarmo, ELÄKEVAROILLA VAUHTIA SUOMEN TALOUSKASVUUN? Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2010, 68 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 1224).

ABSTRACT: The earnings-related pension system is partially pre-funded in Finland and has currently large reserves. This has roused debate whether the pension funds should take a more active role in promoting employment, growth and domestic ownership of the firms. We analyse the justifications presented for and against overweighting domestic investments in the portfolios of the pension institutions. E.g., is it possible to invest the funds in a way that generates higher wage bill and more contribution revenue? Furthermore, have the pension funds incentives to promote such investments? Another important issue is whether there exists serious shortages in the domestic financial markets and whether the pension funds are the proper actors to fix these problems. Third raised issue is the role of the pension funds in the domestic infrastructure markets. Our overall conclusion is that excess weight in domestic firms is well justified only in cases in which the international investors misprice the firms, or for some other reasons keep the conditions of financing the firms unreasonable stringent. In these cases there is no conflict between promoting domestic investments and optimal combination of risk and yield. Disturbing the vital role of the financial markets in eliminating inviable projects would, however, weaken growth and employment.

SISÄLLYS

Yhteenvedo.....	1
-----------------	---

Eläkevarojen sijoittaminen Suomeen – työeläkelaitosten näkökulma

Jukka Lassila ja Tarmo Valkonen

1	JOHDANTO	9
2	TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄN SIOITUSTEN HISTORIA JA NYKYTILANNE	10
3	ELÄKERAHAOSTOT KOTIMAISTEN YRITYSTEN OMISTAJINA	16
4	TYEL-TYÖLLISTÄMISESTÄ	18
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	22

Työeläkesijoitukset ja palkkasumma – kokonaistaloudellinen näkökulma

Niku Määttänen, Jukka Lassila ja Tarmo Valkonen

1	JOHDANTO	24
2	PÄÄOMAKANNAN MÄÄRÄYTYMINEN AVOIMESSA TALOUDESSA	24
3	KANNATTAACO VAIKEUKSIIN AJAUTUNEITA YRITYKSIÄ PELASTAA TYÖELÄKEVAROIN?.....	29
4	INFRASTRUKTUURI-INVESTOINNIT.....	31
5	JOHTOPÄÄTÖKSIÄ.....	37

Eläkevarat ja suomalainen yritysrahoitusympäristö

Ari Hyytinen

1	JOHDANTO	40
2	RAHOITUSMARKKINAT JA TALOUSKASVU	42
2.1	TALOUSKASVU JA SEN LÄHTEET	43
2.2	YRITYSRAHOITUS JA TUOTTAVUUDEN MIKRODYNAMIIKKA	48
3	YRITYSRAHOITUS SUOMESSA.....	51
3.1	YKSITYINEN YRITYSRAHOITUS	51
3.2	JULKINEN YRITYSRAHOITUS	55
3.3	ELÄKERAHAOSTOT LISTAAMATTOMIEN YRITYSTEN RAHOITAJINA	57
4	JOHTOPÄÄTÖKSET	60
4.1	ELÄKEVARAT JA TYÖLLISYYDEN YLLÄPITÄMINEN	60
4.2	ELÄKEVARAT JA RISKISJOITUKSET YRITYKSIIN	63
4.3	LOPUKSI	64

Yhteenveto

Työeläkkeiden rahoitukseen kerätyt varat ovat Suomessa huomattavan suuret suhteessa kansantalouden kokoon. Työeläkerahastoihin liitetään usein toive työllisyyden ja talouskasvun turvaamisesta suuntaamalla sijoitukset kotimaahan. Tällöin työeläkevarojen sijoittaminen kotimaahan nähdään sekä eläkejärjestelmän että koko kansantalouden kannalta paremmaksi kuin niiden sijoittaminen ulkomaille, koska kotimaiset investoinnit lisäävät työllisyyttä ja kasvanut työllisyys puolestaan eläkeyhtiöiden maksutuloa. Tämän vuoksi eläkeyhtiöiden kannattaa kenties suosia kotimaista sijoitusta silloinkin, kun sen välitön tuotto on matalampi kuin vaihtoehtoisen ulkomaisen sijoituksen.

Tämä raportti pyrkii arvioimaan käytettävissä olevan tutkimustiedon valossa, missä määrin ja millä edellytyksillä tällainen näkemys on oikea. Tähän liittyy esimerkiksi seuraavat kysymykset:

- Rajoittaako kotimaisen säästämisen riittävyys investointeja Suomessa?
- Onko rahoitusmarkkinoiden toiminnassa puutteita, joiden perusteella työeläkelaitosten pitäisi sijoittaa nykyistä enemmän kotimaisiin yrityksiin?
- Onko syytä suosia suomalaista infrastruktuuria eläkevaroja sijoitettaessa?
- Onko muita kansantaloudellisia perusteluja Suomeen sijoittamiselle?
- Onko ylipaino kotimaisilla markkinoilla perusteltua työeläkelaitosten oman toiminnan kannalta?

Vastausten antaminen edellyttää kuvausta muun muassa siitä, miten kansantalouden pääomakanta määräytyy avotaloudessa, millainen rooli rahoitusmarkkinoilla on talouskasvun edistäjänä, miten hyvin suomalaiset rahoitusmarkkinat toimivat kasvuyritysten rahoittajina, mikä on valtion rooli mahdollisten markkinapuutteiden korjaamisessa ja millaisia kokemuksia äskettäisestä rahoitusmarkkinakriisistä saatiin. Lisäksi on tärkeää ymmärtää millaiset kannusteet eläkejärjestelmän luonne luo yksittäisille työeläkelaitoksille sijoittaa Suomeen.

Selvitys jakautuu kolmeen osaan. Ensimmäisessä osassa kuvataan työeläkevarojen sijoittamisen historiaa ja nykypäivää työeläkejärjestelmän ja yksittäisten työeläkeyhtiöi-

den tavoitteiden kannalta. Sen ovat kirjoittaneet Tarmo Valkonen ja Jukka Lassila. Toisessa osassa vaihdetaan näkökulmaa ja kysytään mitä hyötyä Suomelle olisi siitä, jo eläkevaroilla pyrittäisiin kasvattamaan kansantalouden pääomakantaa tai pelastamaan yksittäisiä yrityksiä. Lisäksi keskustellaan infrastruktuuri-investointien rahoituksesta. Toisen osan kirjoittajia ovat Jukka Lassila, Niku Määttänen ja Tarmo Valkonen. Kolmannessa osassa Ari Hyytinen kuvaa yritysrahoituksen roolia tuottavuuspohjaisen talouskasvun moottorina. Hän myös esittelee yritysrahoituksen nykyistä tilaa Suomessa ja pohtii eläkerahastojen roolia listaamattomien yritysten rahoittajina.

Selvityksen keskeiset johtopäätökset ovat seuraavat:

Kiinteä yhteys työeläkevarojen ja yritysten investointien rahoituksen välillä katkesi 1990-luvulla

Yhteys yksityisalojen eläkerahastojen sijoitusten ja yritysten investointien välillä on historiallisesti ollut tiivis. Valtaosa sijoituksista käytettiin aina 1990-luvun alkuun asti asiakasyritysten lainarahoitukseen. Kyseisellä ajanjaksolla tuotetuissa arvioissa korostettiin sijoituspolitiikan talouskasvua edistävää roolia, vaikka varsinaista tutkimustietoa vaikutuksista oli niukasti. Jälkikäteen on arvostelua herättänyt erityisesti se, että lainarahoituksen matala korko ja lähes automaattinen saatavuus eivät ohjanneet rahoitusta kannattavimpiin hankkeisiin.

Rahoitusmarkkinoiden ja pääomaliikkeiden vapauttaminen sääntelystä muutti asetelman. Tiukka kytkentä vakuutuslaitoslainauksen ja investointien välillä purkautui, kun yritykset kykenivät hankkimaan rahoitusta ja sijoittamaan kassavarojaan markkinaehtoisesti. Toisaalta kate- ja vakavaraisuussääntöjen muutokset ja toimintapääomien kasvattaminen antoivat eläkevakuutuslaitoksille mahdollisuuden ottaa lisää riskiä ja hajauttaa sijoituksiaan eri vaateisiin ja eri maihin.

Suomeen tehtävät sijoitukset eivät automaattisesti kasvata pääomakantaa ja palkkasummaa pysyvästi

Mitä tapahtuisi jos työeläkerahastoille annettaisiin nykyoloissa tehtäväksi kasvattaa pääomakantaa Suomessa? Raportin toisessa osassa kuvattu avoimen talouden perusmal-

li kertoo, että pääoman tuottovaatimus määräytyy kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Suomeen tehtävät investoinnit lisäävät täällä työvoiman kysyntää ja nostavat palkkatason. Palkkatason nousu puolestaan laskee uusien sijoitusten odotettua tuottoa. Odotetun tuoton lasku alle kansainvälisen tuottovaatimukseen saa ulkomaiset sijoittajat vähentämään sijoituksia Suomeen. Siksi työeläkeyhtiöiden kotimaahan tekemät sijoitukset helposti syrjäyttävät ulkomaisia sijoituksia Suomeen eivätkä välttämättä kasvata pysyvästi pääomakantaa.

Entä jos kansainväliset rahoitusmarkkinat eivät toimi kunnolla?

Kotimaisten sijoitusten suosiminen on edelleen yleistä eri maissa, vaikkakin se on vähentynyt. Sen syitä on tutkittu paljon vaihtelevin tuloksin. Selitykseksi on mainittu muun muassa kotimaisten sijoittajien parempi tietämys sekä rajoitukset ulkomaiselle sijoittamiselle ja siihen liittyvät lisäkustannukset. Sellainen tilanne, jossa kaikki muut maat suosivat riittävän paljon sijoituksia omaan maahansa, saattaa johtaa siihen, että myös suomalaisten kannattaa ylipainottaa kotimaisia sijoituksia suhteessa niiden sisältämään riskiin. Tämä johtuu siitä, että muut eivät sijoita Suomeen riittävästi, jolloin tuotto täällä on riskiin nähden korkea. Ylipainotuksella on toki rajansa, joka määräytyy muun muassa siitä, kuinka paljon kansainvälinen hajautus vähentää sijoitussalkun kokonaisriskiä. Tilaisuudet saada ylimääräistä tuottoa vaihtelevat sijoituskohteen kansainvälisen tunnettuuden mukaan.

Vaikuttavatko palkkatuloon kohdistuvat riskit asiaan?

Sijoituksia suuntaamalla voidaan pyrkiä suojautumaan ansiotulon vaihtelua koskevia riskejä vastaan. Suhdannevaihteluissa kotimainen palkkasumman kehitys liikkuu yleensä samansuuntaisesti kotimaisten pääomatulojen kanssa. Eläkelaitosten (samoin kuin koko kansantalouden) tulojen vaihtelua on mahdollista vähentää sijoittamalla sellaisiin ulkomaisiin kohteisiin, joiden tuotto vaihtelee eri tahtiin kuin Suomen talouskehitys. Suhdannevaihtelujen samanaikaistuminen, yritysten kansainvälistyminen ja rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen ovat vähentäneet kansainvälisen hajautuksen merkitystä tässä tulojen vaihtelun suojaamistarkoituksessa.

Työeläkelaitoksilla voi olla positiivinen rooli vahvoina omistajina, mutta ankkuriomistajuus ei kuitenkaan ole itseisarvo

Pitäisikö eläkerahastoja velvoittaa toimimaan pitkäaikaisina ”ankkuriomistajina”, jotka takaavat sen ettei suomalaisia yrityksiä siirry alihintaan ulkomaiseen omistukseen ja lyhytnäköisen voitontavoittelun kohteeksi? Tässä suhteessa on perusteltua luottaa markkinaohjauksen voimaan. Jos työeläkelaitokset katsovat yrityksen osakkeiden markkinahinnan liian alhaiseksi pitkän aikavälin kannattavuuteen nähden, niiden kannattaa pitää osakkeita hallussaan ilman erillisiä velvoitteitakin.

Pikemminkin saattaa osoittautua ongelmalliseksi, ettei yrityksestä irrottauduta tappioiden realisoitumisen pelossa silloinkaan, kun sen resurssit ovat tuottamattomassa käytössä. Suuret omistusosuudet vähentävät osakkeen likvidiyyttä ja saattava aiheuttaa ongelmia silloin kun omistusosuutta pitäisi vähentää ohuilla markkinoilla.

Kansainvälisessä tutkimuskirjallisuudessa on olemassa tulos, jonka mukaan institutionaalinen omistajuus on sinänsä hyväksi yrityksen menestymiselle, koska sen avulla voidaan vähentää yritysjohtoon liiallista vallankäyttöä ja oman edun tavoittelua. Myös Suomessa työeläkelaitosten edustajat ovat aktivoituneet yritysjohtoon kannustejärjestelmistä päätettäessä ja muussa omistajapolitiikassa.

Työllisyyden ylläpito yksittäisiä yrityksiä pelastamalla voi olla haitallista kasvulle

Viime vuosina lisääntynyt toimipaikkojen lakkauttaminen ja tuotannon supistaminen teollisuudessa on virittänyt keskustelun siitä, pitäisikö eläkerahastojen osakkeenomistajina vaikuttaa päätösvalloillaan siihen että toiminta jatkuisi ja pysyisi Suomessa. Raportin neljännessä osassa esitelty uusi tuottavuustutkimus pitää kuitenkin yritys- ja toimipaikkarakenteiden muutosta keskeisenä kansantalouden kokonaistuottavuuden lähteenä. Tämä muutos suuntaa tuotantoresursseja pois heikosti tuottavilta toimipaikoilta, yrityksistä ja toimialoilta paremmin tuottavaan toimintaan. Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on valikoida parhaat hankkeet, jotka edistävät yhtä aikaa kansantalouden tuottavuuden kasvua ja kestävä työllisyyden paranemista. Huonona esimerkkinä voidaan pitää Japania, missä rahoituslaitokset ovat yrittäneet turhaan pitää hengissä kannattamattomia yrityksiä.

Työeläkevarat soveltuvat huonosti listaamattomien yritysten rahoituspulmien ratkomi-
seen

Suurten yritysten investointien rahoitus toimii Suomessa normaalioloissa hyvin. Toisaalta julkisuudessa on joskus esitetty näkemyksiä, joiden mukaan listaamattomien yritysten rahoituksen saatavuudessa on ongelmia, jotka heikentävät uusien työpaikkojen syntyä ja entisten säilymistä.

Näiden yritysten markkinaehtoisien rahoituksen saatavuudessa ei ole kuitenkaan kovin helppoa havaita vakavia rakenteellisia puutteita. Edes väistymässä oleva rahoitusmarkkinoiden kriisi ei ole tätä asiaa oleellisella tavalla muuttanut. Markkinoilla toimii lisäksi monia julkisen sektorin erityisrahoituslaitoksia, joiden tehtävänä on nimenomaan markkinapuutteiden löytäminen ja paikkaaminen.

Eläkerahaa on riittävästi tarjolla lupaaviin kotimaisiin pääomasijoituksiin

Työeläkevaroja on usein toivottu sijoitettavan enemmän riskipitoisiin pääomasijoituksiin, koska niiden on ajateltu kohdentuvan nopeimmin kasvaviin ja eniten työllisyyttä lisääviin hankkeisiin. Työeläkelaitokset ovatkin sijoittaneet esimerkiksi Kasvurahastojen Rahastoon, jonka pääkohteena ovat kotimaiset pääomarahastot. Kasvurahastojen Rahaston sijoitukset ovat ainakin toistaiseksi jääneet pieniksi.

Osittain sijoitusten vähäisyys johtuu siitä, ettei Suomessa ole monia eläkevarojen sijoitusmahdollisuuksien kannalta riittävän suuria pääomarahastoja. Suorat sijoitukset yksittäisiin kasvuyrityksiin soveltuvat puolestaan sijoitusten pienuuteen nähden vaatimansa työmäärän ja suhteellisen edun periaatteen näkökulmasta harvoin työeläkerahastoille. Ne myös edellyttäisivät, että olisi paljon hyviä potentiaalisia kasvuyrityksiä, joilta puuttuisi rahoitusta.

Voidaan myös kysyä mitä lisäarvoa syntyy siitä, että eläkevaroja ohjattaisiin pakolla pääomarahastoihin verrattuna siihen, että valtio ohjaisi lisärahaa jo olemassa oleviin julkisiin organisaatioihin, joiden tehtävänä on riskisijoitusten tekeminen näihin rahastoihin?

Yksittäisillä työeläkelaitoksilla ei ole kannustetta pyrkiä edistämään talouskasvua

Yksityisalojen työeläkelaitosten toiminnan luonteeseen kuuluu, että ne tavoittelevat mahdollisimman suurta tuottoa sijoituksilleen vakavaraisuusmääräysten asettamissa rajoissa. Onnistunut sijoitustoiminta antaa pelivaraa palauttaa asiakasyritysten maksamia eläkemaksuja takaisin. Raportissa osoitetaan, että tällaiseen asetelmaan sopii huonosti sijoitusten tuotto-riski kombinaation muuttaminen heikommaksi talouskasvun ja työllisyyden maksimoimiseksi. Potentiaaliset hyödyt koituisivat koko kansantalouden palkkasumman hyväksi, mutta kustannus matalamman tai enemmän vaihtelevan tuoton muodossa vain eläkelaitoksen asiakasyritysten kannettavaksi.

Yksittäisillä työeläkelaitoksilla ei siis ole kannustetta ryhtyä maksimoimaan koko kansantalouden palkkasummaa. Sen sijaan niillä voi olla toiminnan skaalaetuihin perustuva kannuste kasvattaa sijoituksillaan omien asiakasyritystensä palkkasummaa tai hankkia uusia asiakkaita. Ongelmana on, että suostumalla alhaisempaan sijoitustuottoon joidenkin asiakkaiden osalta vähennetään mahdollisesti muiden asiakkaiden saamia maksunpalautuksia ja siten nostetaan niiden työvoimakustannuksia.

Takaisinlainaus ei ole hyvä väline kriisiaikojen rahoitukseen

Tilanne, jossa kotimaisella eläkerahoituksella voisi edelleen olla erityisrooli, on koetun kaltainen rahoitusmarkkinakriisi. Sen aikana kansainvälisen rahoituksen saatavuus heikkeni nopeasti ja laajalti. Yritykset hyötyivät merkittävästi siitä, että niillä oli mahdollisuus automaattiseen takaisinlainaukseen työeläkevaroista.

Samalla kuitenkin työeläkerahastojen päätösvalta sijoitusten suhteen kaventui ja sijoitusten odotettu tuotto aleni. Ei ole myöskään syytä ajatella, että palkkasummaperusteinen takaisinlainausoikeus korreloisi voimakkaasti yrityksen menestymisen kanssa. Siten lainarahan ohjautuminen ei välttämättä vastannut rahoitusmarkkinoiden perustehtävää valita parhaat hankkeet. Onkin perusteltua pohtia, tarvitaanko kriiseissä nimenomaan työeläkevarojen automaattista takaisinlainausta, vai pitäisikö markkinaehtoisen sijoituslainauksen, valtion erityisrahoituslaitosten lainavaltuuksien ja pankkien luotonantokyvyn turvaamisen riittää tällaisissa tilanteissa.

On kokonaan eri asia, että eläkerahastoille voi kriisitilanteissa syntyä poikkeuksellisen hyviä sijoitusmahdollisuuksia sen vuoksi että ulkomaisia sijoittajia vetäytyy markkinoilta. Suurten eläkevakuutusyhtiöiden kasvaneet omistusosuudet suomalaisissa pörssiyhtiöissä viittaavat siihen, että näin kävi vuosien 2008–2009 finanssikriisin aikana.

Infrastruktuuri-investoinnit sopivat hajautettuun työeläkelaitoksen sijoitussalkkuun

Eläkevarojen käyttö infrastruktuuri-investointien rahoituksessa on herättänyt kiinnostusta muun muassa kunnissa sekä liikenne- ja viestintäministeriössä. Esimerkkeinä näistä investoinneista ovat tiet, sähköverkot, tietoliikenneyhteydet ja julkiset rakennukset. Julkisen talouden rahoitusvaikeuksien ja vuosittaisen budjetointikäytännön katsotaan rajoittavan näiden hankkeiden toteuttamista. Sijoituskohteiden sanotaan sopivan erityisen hyvin eläkerahastoille pitkäaikaisuuden ja tasaisen matalariskisen tuoton vuoksi.

Ehdotuksissa ei yleensä täsmennetä, miten rahoja on tarkoitettu käytettäväksi. Eläkejärjestelmän näkökulmasta saatavissa oleva tuotto-riski-yhdistelmä riippuu täysin siitä, millaisiin kohteisiin ja millaisin välinein sijoitukset tehdään. Esimerkiksi ns. Kairamallissa työeläkelaitokset tekisivät riskipitoisen oman pääoman ehtoisen sijoituksen hankkeeseen, joka olisi voimakkaasti velkarahoitteinen.

Yhteiskunnan näkökulmasta ensisijainen tapa varmistaa kannattavien hankkeiden toteutuminen ei ole eläkevarojen ohjaaminen mukaan rahoitukseen tuotto- tai riskitavoitteesta tinkien. Pikemminkin tulisi kiinnittää huomiota siihen, ettei pitkäaikaisten hankkeiden toteutuksen tehokkuus vaarantuisi esimerkiksi vuosittaisen budjetoinnin jäykkyyksien vuoksi. Valtion tai kuntien omaan investointien rahoitukseen liittyvä riski-tuotto-profiili on harvoin, jos koskaan, huonompi kuin yksityisen rahoituksen, silloin kun hankke on toteutettu asiantuntevasti. On kokonaan eri asia, että yksityinen sektori hoitaa usein tehokkaammin muut investointeihin liittyvät työt, kuten suunnittelun, toteutuksen ja ylläpidon.

Osan kolme johtopäätöksissä esitetäänkin, että eläkevarojen käyttö infrastruktuurin rahoitukseen sopii osaksi hyvin hajautettua sijoitussalkkua, mutta yhteiskunnallista perustelua esimerkiksi erityiskannusteille tai velvoitteille niiden tekemiseen ei ole olemassa.

Eläkevarojen sijoittaminen Suomeen

- työeläkelaitosten näkökulma

Jukka Lassila ja Tarmo Valkonen

1 Johdanto

Työeläkevarojen sijoittaminen suomalaisten yritysten investointeihin oli luonnollinen lähtökohta, kun yksityisalojen työeläkejärjestelmä perustettiin 1960-luvun alussa. Ajatuksena oli, että yritykset lainasivat omia työeläkemaksujaan väliaikaisesti pois eläkejärjestelmästä. Sitäkään ei pidetty ongelmana, että lainojen reaalkorko oli korkean inflaation vuosina negatiivinen ja rahastojen reaaliarvo aleni. Yritysten tulevat maksuvelvoitteet suurenivat, mutta vastineena olivat uusien investointien tuottamat korkeammat eläkemaksutulot.

Tilanne muuttui yleisen pääomapulan väistyttyä rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä. Yhteys yritysten investointien ja työeläkevarojen sijoitusten välillä heikkeni. Työeläkelaitokset alkoivat noudattaa normaaleja sijoitustoiminnan periaatteita, kuten hajauttamista eri vaateisiin ja maihin. Korkeampaa tuottoa haettiin sijoittamalla laajalti kohteisiin, joissa oli tuoton vaihteluun liittyviä riskejä, kuten osakemarkkinoille. Yksityisalojen työeläkelaitoksissa sijoitustoiminnan ohjauksessa keskeiselle sijalle nousivat kate- ja vakavaraisuusmääräykset. Sijoitustoiminnan säätelyn muutoksia valmistelemissa työryhmäraporteissa pidettiin edelleen tärkeänä työpaikkojen luomista Suomeen. Mitään tähän suuntaan ohjaavia mekanismeja ei kuitenkaan säännöstöön luotu.

Seuraavassa luvussa kuvataan tarkemmin sijoitusten historiaa ja nykyistä tilannetta. Lisäksi otetaan esille finanssikriisistä saadut kokemukset. Lopuksi pohditaan institutionaalisen omistajuuden merkitystä ja sitä millä ehdoin yksittäisellä työeläkeyhtiöllä voisi olla tavoitteena kasvattaa kansantalouden tuotantoa ja työllisyyttä.

2 Työeläkejärjestelmän sijoitusten historia ja nykytilanne

Lainarahoituksen aika

Yksityisalojen työeläkejärjestelmä (TEL ja LEL) alkoi toimintansa vuonna 1962. Järjestelmä toimii hajautetusti siten että sitä hoitavat työeläkevakuutusyhtiöt, eläkekassat ja eläkesäätiöt.

Vuosittaiset eläkemenot rahoitetaan valtaosin saman vuoden eläkemaksuilla. Osa maksuista kuitenkin rahastoidaan. Eläkelaitokset laskevat henkilötasolla rahastoitujen eläkkeen osien synnyttämän vastuuvelan määrän yhteisillä laskuperusteilla. Vastuuvelan katteena eläkelaitoksilla on oltava vastaava määrä varallisuutta. Sijoitettava varallisuus koostuu vastuuvelan katteen lisäksi toimintapääomasta, jolla varaudutaan sijoitusriskeihin.

Yritykset saatiin alkuvaiheessa vakuutusmaksujen maksajiksi lupaamalla oikeus joko maksaa vakuutusmaksut velkakirjalla tai lainata omista maksuista kertyneet rahastot. Valinnanmahdollisuuksia sijoitustoimintaan syntyi vähitellen näiden lainojen takaisinmaksun vuoksi ja sitä kautta, etteivät kaikki yritykset käyttäneet takaisinlainausoikeutta. Käytännössä tämäkin pelivara käytettiin asiakasyritysten rahoitukseen lähinnä sijoituslainauksen tai kiinteistösijoitusten kautta. Myöhemmässä vaiheessa mukaan tulivat myös asiakasyritysten osakeanneista ostetut osakkeet ja asuntorahoitus. Työeläkeyhtiöt osallistuivat lisäksi valtiontalouden rahoitukseen vuosittain sovitulla summalla, joka oli sijoituskapasiteettiin nähden pieni.

Yritysten investointien rahoitusta hallitsivat luotonsäännöstelyn vuosina finanssiryhmitymät, joiden yhtenä osana olivat eläkevakuutusyhtiöt. Rahoitus koostui usein paketeista, joissa eläkerahaa oli pankkirahoituksen lisänä. Vakuutusmaksulainojen korko ja muut lainaehdot määriteltiin hallinnollisesti vuoteen 1997 asti. Sijoituslainauksessa noudatettiin Suomen Pankin ohjeita ja osittaista peruskorkosidonnaisuutta. Sijoitustoimintaan kohdistuvat riskit olivat varsin vähäiset, koska lainoille piti olla turvaavat vakuudet (Valkonen, 1990).

Tätä aikaa kuvaavissa dokumenteissa korostetaan voimakkaasti sitä, että eläkemaksujen rahastointi ja sijoituspolitiikka tarjosi pääomaköyhässä maassa yrityksille varmaa ja

halpaa rahoitusta. Toisaalta jälkeenpäin on arvosteltu, ettei automaattinen halpakorkoinen takaisinlainaus ohjannut rahoitusta tuottavimpiin kohteisiin. Alhaisen koron vaihtoehtona olisivat olleet matalammat työnantajamaksut. Sijoitusten kohdentamista käytettiin myös asiakkaiden hankinnassa. Kolmas kritiikin aihe on että hallinnollisesti matalana pidetty lainojen reaalikorko heikensi rahastojen tuottoa ja rahastointiastetta korkean inflaation kaudella ja siirsi siten maksurasitetta tuleville sukupolville.

Säätelymuutosten ja riskinoton lisäämisen aika

Rahoitusmarkkinoiden tiukan sääntelyn purkaminen 1980-luvun lopulla muutti eläkerahan roolia kansantaloudessa. Yritysten mahdollisuus lainata ja sijoittaa kassavarojaan markkinakorolla heikensi säännöstellyn vakuutusyhtiöiden luotonannon vaikutusta rahoituksen ohjautumisessa. 1990-luvun alun lama aiheutti seuraavan murroksen sijoitustoiminnassa. Yritysten investointien rahoitustarve väheni ja valtiontalouden alijäämien rahoitus tarjosi vakuutuslaitoksille korkean riskittömän tuoton.

Laman jälkeen tuli esille tarve hillitä vakuutusmaksujen nousupainetta parantamalla sijoitusten tuottoa. Tuottonäkökulma korostui kun asiakasrahoituksen merkitys oli vähentynyt. Myös suuri valtion lainojen osuus katsottiin epätarkoituksenmukaiseksi. Näistä syistä haluttiin yksityisalojen eläkerahastoille antaa mahdollisuus ottaa enemmän osakeriskiä. Uudet sijoitussäännöt tulivat voimaan vuonna 1997.

Tavoitellun järjestelmätasaisen riskinoton lisäämisen kannalta oli ongelmana, että yhtiöiden toimintapääomat olivat alhaiset, koska niitä ei aikaisemmin ollut tarvittu sijoitustoiminnan vähäisten riskien vuoksi. Uutta toimintapääomaa kerättiin korotetuilla vakuutusmaksuilla kolmen vuoden ajan. Lisäksi vastuuvetkään sisällytettiin uusi erä, osittamaton lisävakuutusvastuu, joka puskuroi sijoitusten tuottojen ja arvon vaihtelua. Kolmantena riskinottoa lisäävänä muutoksena oli sijoitusten vähimmäistuottovaatimuksena olevan koron alentaminen viidestä kolmeen prosenttiin.

Sijoitettavien varojen koko oli suuri suhteessa suomalaisten osakemarkkinoiden kokoon, minkä vuoksi laajennettiin myös oikeutta valuuttakurssiriskien ottoon. Varsinaisesti ulkomainen sijoittaminen kuitenkin sai vauhtia vasta vuosituuhanteen vaihteessa.

Suurempaa riskinottomahdollisuutta käytettiin hyväksi ja osakkeiden osuus kaksinkertaistui yksityisalojen rahastoissa viidennekseen muutamassa vuodessa.

Yksittäisten vakuutusyhtiöiden liiallista riskinottoa piti kuitenkin rajoittaa, koska sen epäonnistumisen seuraukset olisivat tulleet koko järjestelmän kannettavaksi. Vakavaraisuuden varmistamiseksi vakuutusyhtiöiden toimintapääomalle suhteessa vastuisiin asetettiin alaraja, joka riippuu sijoitustoiminnan riskipitoisuudesta.

Seuraava sijoitusuudistus tuli voimaan vuoden 2007 alussa. Uudistuksen tavoitteina oli parantaa työeläkevarojen tuottoa ja lisätä sijoittamista Suomeen. Tarvetta sijoittaa Suomeen perusteltiin kansantalouden tuottavuuden ja työllisyyden parantamisella, joka puolestaan lisäisi palkkasummaa ja sitä kautta maksupohjaa ja hillitsisi eläkemaksun nousupainetta. Sama maksujen nousun rajoittaminen oli tuottojen parantamisen lähtökohtana.

Uudistuksessa keskeisenä osana oli osakesijoitusten määrän lisäämisen mahdollistaminen. Tämä toteutettiin ottamalla käyttöön osaketuottosidonnainen vakuutusvastuu, jonka täydentäminen perustuu vakuutusyhtiöiden keskimääräiseen osaketuottoon. Uudistuksen yhteydessä arvioitiin, että uudet säännöt mahdollistavat osakepainon kasvattamisen noin 10 prosenttiyksiköllä, eli pitkällä aikavälillä noin 35 prosenttiin sijoitussalkuissa.

Julkisen sektorin eläkkeiden rahastoinnin aloitti kuntien KEVA vuonna 1989 ja valtion VER vuonna 1990. Molemmat rahastot ovat ns. puskurirahastoja, jotka on perustettu tasaamaan eläkekustannuksia. Kun rahastot eivät ole vastuuvelan katteena, niiden suuruus on vapaasti säädeltävissä maksujen avulla, eikä sijoitustoimintaa säädellä vakavaraisuusmekanismin avulla. Tästä johtuen ne ovat voineet sijoittaa riskipitoisemmin kuin eläkeyhtiöt.

Finanssikriisi

Syksyllä 2008 kärjistynyt finanssikriisi vaikutti monella tavalla eläkevakuutuslaitosten sijoitustoimintaan, vaikka suomalaisten eläkevarojen suorat sijoitukset vaikeuksiin joutuneisiin rahoituslaitoksiin ja arvottomiksi osoittautuneisiin arvopapereihin olivat vähäiset. Osakkeiden ja osakesidonnaisten sijoitusten arvo heikkeni jyrkästi ja riskillisten sijoituskohteiden tuottojen korrelaatio voimistui kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

Yleinen luottamus eri markkinaosapuoliin väheni ja vähäriskisten sijoituskohteiden kysyntä kasvoi. Kriisin toisessa vaiheessa teollisuusmaat ajautuivat syvään taantumaan, joka kärjisti useiden maiden julkisten talouksien rakenteellisia tasapainottomuuksia.

Suomalaisten yritysten mahdollisuudet hankkia rahoitusta kansainvälisiltä markkinoilta loppui syksyllä 2008 lähes kokonaan samaan aikaan kun kotimaiset pankit tulivat varovaisemmiksi. Yritykset käyttivät oikeuttaan ottaa vakuutusmaksulainoja ja halusivat myös sijoituslainoja. Näiden yhteenlaskettu osuus nousi parissa vuodessa yli kaksinkertaiseksi, lähes 10 prosenttiin työeläkeyhtiöiden sijoituksista.

Osakkeiden arvon aleneminen heikensi jyrkästi yhtiöiden vakavaraisuutta. Ainoa keino sen parantamiseen olisi ollut myydä pois riskillisimpiä sijoituksia. Suomalaisten yritysten osakkeiden likviditeetti oli heikko ja laajamittaiset myynnit olisivat johtaneet kierteseen, jossa myynnistä johtuva osakekurssien lasku olisi alentanut edelleen vakavaraisuutta ja lisännyt myyntipainetta.

Sosiaali- ja terveysministeriö teki nopeassa aikataulussa määräaikaishuoltolain, jonka keskeisinä osina olivat nopeuttaa osaketuottosidonnaisen vakuutusmaksuvastuun kasvattamista, pienentää eläkerahastoon siirrettävää summaa, alentaa toimintapääomavaatimusta ja tehdä se riippumattomaksi sijoitusjakaumasta sekä laajentaa vakavaraisuuslaskennassa käytettyä toimintapääoman käsitettä ns. EMU-puskureilla. Näiden toimien ansiosta vältettiin laajamittaiset osakemyynnit, mahdollistettiin osallistuminen suomalaisten yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankintaan ja eläkevarojen arvonnousu osakekurssien toipuessa. Kotimaisia osakkeita jopa ostettiin nettomääräisesti lisää vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä.

Taulukkoon 1 mukaan valitut yritykset on poimittu joko eläkeyhtiöiden suuren omistusosuuden tai niiden suuren muutoksen perusteella. Taulukosta nähdään, että omistusosuudet kasvoivat merkittävästi monissa suomalaisissa pörssiyrityksissä. Omistusosuuksien merkittävä aleneminen oli sen sijaan harvinaista kriisivuosina. Taulukossa kuvatut eläkeyhtiöt eivät oman ilmoituksensa mukaan joutuneet myymään osakkeita vakavaraisuussyistä osakekurssien jyrkän laskun aika.

Taulukko 1. Poimintoja kahden suurimman työeläkeyhtiön yhteenlasketuista omistus-osuuksista suomalaisissa pörssiyrityksissä vuosina 2007–2009

	omistus 31.12.2007 %	omistus 31.12.2009 %	muutos 2007-2009 %-yksikköä
Alma Media	12.5	11.4	-1.2
Amer Sports	2.0	7.4	5.4
Componenta	0.5	9.8	9.2
Elisa	6.7	9.0	2.3
Lassila&Tikanoja	13.5	10.6	-2.9
Kemira	16.4	15.7	-0.7
Konecranes	3.5	5.7	2.2
Marimekko	2.2	8.1	5.9
Metso	5.4	5.7	0.3
M-Real	5.4	6.3	0.9
Nokian Renkaat	7.6	9.3	1.7
Nokia	0.7	1.1	0.4
Outokumpu	4.4	3.9	-0.5
Outotech	4.5	9.4	4.9
OKO/Pohjola	10.2	10.3	0.1
Ramirent	7.0	11.0	4.1
Sampo	9.8	11.0	1.2
SRV-yhtiöt	2.6	4.5	1.9
Talvivaara Mining	10.4	12.1	1.8
Technopolis	1.7	15.9	14.2
UPM-Kymmene	5.1	4.9	-0.3
Uponor	9.1	8.9	-0.2
Wärtsilä	6.9	7.1	0.2
YIT	5.7	8.0	2.3

Lähde: Ilmarisen ja Varman tilinpäätökset 2007–2009

Kriisin ajalta ei ole myöskään merkkejä siitä, että suomalaisia yrityksiä olisi markkinoiden toimimattomuuden vuoksi myyty alhaiseen hintaan ulkomaisille sijoittajille. Pikemminkin kävi niin, että ulkomaisten sijoittajien vetäytyminen antoi eläkerahastoille ja suomalaisille yksityissijoittajille mahdollisuuden ostaa kotimaisten yritysten osakkeita edullisesti. Tämä havainto ei sulje pois sitä, ettei uusien osakkeiden hankinta olisi voinut joissakin eläkeyhtiöissä olla merkittävästi suurempaa etenkin pahimman kriisin jälkeen, jolleivät vakavaraisuussäännöt olisi sitä rajoittaneet.

Määräaikaislakia ollaan jatkamassa vuoden 2012 loppuun. Maaliskuussa 2010 työnsä päätökseen saanut vakavaraisuustyöryhmä esitti lisäksi joukon ehdotuksia, joiden tarkoituksena on säilyttää vakuutusyhtiöiden riskiottokyky sellaisena, että tavoiteltu 4 prosentin reaalityötuoton saavuttaminen olisi mahdollista myös vuoden 2012 jälkeen.

Julkisen sektorin rahastoista VER osallistui finanssikriisin hoitoon laajentamalla vuoden 2009 alussa sijoitusvalikoimaansa kotimaisten yritysten liikkeelle laskemiin yritystodistuksiin.

Sijoitusten jakauma vuoden 2009 lopussa

Lakisääteisen eläkejärjestelmän eläkevarojen arvo suhteessa bruttokansantuotteeseen oli vuoden 2009 lopussa 73 prosenttia, mikä on kansainvälisesti verrattuna suuri luku. Yksityisen sektorin eläkerahastojen sijoitukset ovat hajautuneet keskimäärin laajempaan valikoimaan kohteita. Julkisalojen sijoitukset ovat keskittyneet noteerattuihin osakkeisiin ja joukkolainoihin.

Taulukko 2. Eläkerahastojen sijoitukset vuoden 2009 lopussa, mrd. euroa

	Yksityinen sektori	Julkinen sektori	Yhteensä
Noteeratut osakkeet ja osake- rahastot	21,3	16,4	37,7
Hedge-rahastot	4,8	0,4	5,2
Muut osakesijoitukset	4,1	1,0	5,1
Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet	11,3	2,5	13,8
Joukkovelkakirjat ja vaihtovelka- kirjat	30,6	16,1	46,7
TyEL-takaisineläin	4,9	0	4,9
Sijoituslainat	3,3	0,9	4,2
Rahamarkkinasijoitukset	5,2	2,1	7,3
YHTEENSÄ	85,5	39,4	124,9

Lähde: TELA

Sijoittaminen ulkomaille

Työeläkevarojen kansainvälinen hajautus on edennyt nopeasti. Suomen osuus sijoitus-kannasta on pudonnut yhdeksässä vuodessa lähes 60 prosentista runsaaseen kolmannekseen, ks. taulukko 3. Keskeisiä tekijöitä kasvun taustalla ovat sijoitettavien varojen kasvu suuriksi suhteessa kotimaisiin markkinoihin, hajautuksen tuottama parempi tuottojen ja riskien yhdistelmä sekä valuuttakurssiriskin poistuminen EMU-maiden väliltä.

Taulukko 3. Sijoituskannan jakautuminen alueittain

	2000	2009
Suomi	59,1	34,7
Euroalueen muut maat	26,4	31,6
Euroalueen ulkopuoliset maat	14,4	33,7

Lähde: TELA

Kaikista eläkerahastojen osakesijoituksista (ml. osakerahastot ja pääomasijoitukset) oli vuoden 2009 lopulla sijoitettu Suomeen 23,6 %, muihin euroalueen maihin 18,8 % ja euroalueen ulkopuolelle 57,6 %. Joukkolainoilla vastaavat osuudet olivat 11,1 %, 60,5 % ja 28,4 %. Muissa omaisuusluokissa ulkomaisten sijoitusten osuus on vähäinen. Julkisen sektorin eläkerahastoissa kansainvälinen hajautus oli merkittävästi suurempi kuin yksityisaloilla.

Kansainvälisen hajautuksen edut ovat vähentyneet viime vuosina globalisaation lisäessä suhdannevaihtelujen ja tuotannon rakennemuutosten samanaikaisuutta eri maissa. Hajautuksesta saatavaa hyötyä on vähentänyt myös se, että suomalaiset yritykset ovat laajentaneet tuotantoaan muissa maissa. Tuottojen korrelointi on lisääntynyt sekä osakemarkkinoilla (Eun ja Lee, 2010) että yrityslainojen markkinoilla.

3 Eläkerahastot kotimaisten yritysten omistajina

Kansainvälinen tutkimus institutionaalisten omistajien vaikutuksista yrityksissä lähtee liikkeelle yritysjohdon ja omistajien potentiaalisesta intressiristiriidasta. Keskeinen kysymys on, edistävätkö suuret omistajat sitä että yritysjohto toimii osakkeenomistajien parhaaksi, eikä omaksi parhaakseen. Suurilla omistajilla tulkitaan olevan paremmat mahdollisuudet ja suurempi kannuste valvoa ja ohjata yritysjohdon toimintaa ja arvioida riskipitoisten investointien onnistumista kuin piensijoittajilla. Suuret omistusosuudet voivat myös ehkäistä vihamielisiä valtauksia, mutta samalla heikentävät signaaleja siitä, että yrityksen resurssit voisivat tuottaa suuremman lisäarvon muulla tavoin käytettynä.

Kysymys on sikäli tärkeä, että institutionaalisten omistajien, kuten eläkerahastojen omistusosuus listatuista yrityksistä on kasvanut jo pitkään sekä Suomessa että muissa

maissa. Tutkimusten mukaan institutionaalinen omistajuus vaikuttaa myönteisesti yrityksen investointien tuottoon (Wiberg, 2009) ja lisää innovaatioita (Aghion, ym. 2008). Omistajuus vaikuttaa kuitenkin myönteisesti riippumatta siitä ovatko instituutiot kotimaisia vai ulkomaisia (Bjuggren, ym. 2007). Suomalaiset tutkimukset osoittavat, että ulkomaalaisomisteiset yritykset (enemmistöomisteiset tytäryhtiöt) ovat kannattavampia kuin suomalaisten omistamat, mutta niiden kasvu on ollut hitaampaa (Pajarinen ja Ylä-Anttila, ym. 2006) ja investointiaste alhaisempi (Ylä-Anttila, ym. 2004). Näiden tutkimusten perusteella on vaikea löytää erityistä perustelua suojata kotimaista omistusta yleisesti eläkevaroilla.

Eläkerahastojen vaikutusta yritysten toimintaedellytyksiin on pohdittu myös siitä näkökulmasta, miten ne vaikuttavat kotimaisten rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen. Odotuksena on, että suuret säästöpääomat tarjoavat markkinoille syvyyttä ja tehostavat hinnanmuodostusta. Erityisesti pienet ja keskisuuret yritykset, joiden osalta kansainvälisten sijoittajien kiinnostus voi olla vähäinen, tarvitsevat toimivan markkinapaikan oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseen ja omistajien mahdolliseen irtautumiseen yrityksestä (Puttonen, 2004). Eläkerahastoille on asetettu tässä yhteydessä osittain ristiriitaisia toiveita. Niiden pitäisi olla samaan aikaan sekä pitkäaikaisia ankkuriomistajia, että aktiivisia kaupantekijöitä. Suuri omistusosuus ja vaikutusvalta tuovat mukanaan myös sisäpiiritiedon ongelman kaupantekotilanteissa.

Yksi ongelma kotimaisten rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta on keskisuurten omistajien vähäisyys. Ennen rahoitusmarkkinoiden murrosta suomalainen omistus oli pankkien ja vakuutuslaitosten muodostamien konsernien ja yritysten ristiinomistuksen sitomaa. Nykyisin merkittävää pitkäaikaista omistusta edustavat enää henkivakuutusyhtiöt, työeläkelaitokset ja valtio (Murto, 2009). Myös eläkesäätiöiden purkaminen ja työeläkejärjestelmän keskittyminen suurten yhtiöiden hallintaan ovat vähentäneet osake-markkinoiden osapuolien määrää.

Kansantalouden huoltovarmuus kriisioloissa edellyttää muun muassa toimivaa liikennetietoliikenne- ja energianjakeluverkostoa. Näiden toimintojen yksityistäminen on antanut ulkomaisille sijoittajille mahdollisuuden hankkia määräysvallan palveluja tuottavista yrityksistä. Eläkerahastojen osallistumista kotimaisen omistajuuden tukemiseen pidetään siksi suotavana. Toisaalta valtiolla on oma omistajapolitiikkansa ja instituutionsa

sen toteuttamiseen (Valtioneuvosto, 2007). Niiden avulla hallitus voi pitää määräysvalan strategisesti tärkeinä pidetyissä yrityksissä, vaikka ne toimisivat muuten markkinaehtoisesti. Eläkerahastoille sijoitukset infrastruktuuriin voivat olla luonteva osa hyvin hajautettua sijoitussalkkua. Suuri valtion omistusosuus vähentää kuitenkin kyseisten yritysten osakkeiden likviditeettiä ja saattaa siksi johtaa heikompaan hintakehitykseen. Likviditeetti heikkenee edelleen, jos eläkerahastoilla on suuria omistusosuuksia samoissa yhtiöissä.

4 TyEL-työllistämisestä

Kun pohditaan työeläkevarojen avulla työllistämistä, on tärkeää erottaa toisistaan koko järjestelmän näkökulma ja yksittäisen työeläkeyhtiön näkökulma. Jos työeläkeyhtiö voisi sijoituksillaan kasvattaa kotimaista työllisyyttä, se olisi koko TyEL-järjestelmän talouden kannalta edullista. Palkkasumman kasvu lisää eläkemaksutuloja, ja vaikka tulevaisuudessa maksettavat eläkkeet kasvavat niin tämän kasvun nykyarvo on pienempi kuin eläkemaksutulon lisäys. Jos maksutulon lisäyksen ja eläkemenojen kasvun nykyarvon erotus on suurempi kuin mahdollisesti menetettävä sijoitustuotto, TyEL-järjestelmän talous paranee. Sijoittavan eläkeyhtiön kannalta toimenpiteen kannattavuus riippuu siitä kuinka suuri on sijoituksen tuotto ja tuoko sijoitus lisää maksutuloa. Jos tuotosta joudutaan tinkimään, eikä palkkasumma kasva omissa asiakasyrityksissä, sijoitus on huono. Koko järjestelmän saama lisätulo menisi yhteisvastuuseen ja alentaisi työeläkemaksua. Sijoituksen tehnyt eläkeyhtiö kärsisi sijoituksen tuottomenetyksen yksin. Sen ei siis kannata tinkiä tuotosta yleisen työllisyyden parantamisen vuoksi.

Paljonko maksupohjaa pitäisi luoda jotta tuotosta tinkiminen kannattaisi?

Oletetaan, että TyEL-yhtiö sijoittaa määrän A työllistämiseen, luo sillä palkkasummaa lisää määrän mA , ja saa sijoitukselle tuoton s , joka on pienempi kuin vaihtoehtoisen sijoituksen tuotto r (joka on myös järjestelmän tavoitetuotto). Molemmat tuotot oletetaan riskeiltään samoiksi, ja riskit jätetään tarkastelusta pois. Tuoton s lisäksi TyEL-järjestelmä hyötyy sijoituksesta maksutulon cmA , jossa c on eläkemaksu, ja etuuksien nykyarvon $B(mA)$ erotuksen verran. Tämä erotus voi olla suurempi kuin sijoitusten tuottomenetykset. Jos näin on, TyEL-järjestelmän rahoitustilanne kokonaisuudessaan paranee, ja sijoitusta

voi kutsua kannattavaksi vaikka sen suora tuotto olisi huono. TyEL-järjestelmän kannalta kannattavuusehto on yhtälö (1). Sen vasemmalla puolella on sijoitukselta vaadittava normaalituotto ja oikealla puolella maksupohjaa turvaavan sijoituksen tuotto.

$$(1) \quad Ar \leq As + cmA - B(mA)$$

Merkitään lisäetuuksien nykyarvon suhdetta maksupohjan lisäykseen termillä b (yhtälö (2)). Kannattavuusehto voidaan muuttaa alarajaksi palkkasumman luontikertoimelle m (yhtälö (3)).

$$(2) \quad B(mA) = bcmA$$

$$(3) \quad m \geq (r - s) / ((1 - b)c)$$

Jotta sijoitus kannattaisi, täytyy kertoimen m olla suurempi kuin $(r - s)/(1 - b)c$. Sijoituksella, jotta se olisi järjestelmän talouden kannalta hyvä, täytyy siis kasvattaa palkkasummaa sitä enemmän mitä enemmän tavoitetuotosta joudutaan tinkimään, ja mitä enemmän tulevia eläke-etuuksia palkkasumman kasvusta aiheutuu.

Tulevien eläke-etuuksien nykyarvo saadaan diskonttaamalla ne työeläkerahastojen tuotolla. Yksinkertaisimmin laskelma voidaan tehdä käyttämälle maksuille arvioitua ns. sukupolvituottoa (ks. Korkman ym., 2007). Olettaen että maksun ja etuuden keskimääräinen aikaväli on 40 vuotta, ja että rahastojen tuoton ja sukupolvituoton erotus on noin yksi prosenttiyksikkö, vastaa lisäetuuksien nykyarvo kahta kolmasosaa maksutulon kasvun arvosta. Maksutaso c on keskimäärin 21,6 % vuonna 2010.

Numeerisesti siis: $c = 0.216$, $b = 2/3$. Yhtälön (3) oikean puolen nimittäjä on 0.072. Tarkastellaan kahta esimerkkiä.

Tapaus 1. Sijoituksen tuotto on nolla.

Oletetaan että sijoituksen arvo säilyy mutta sen tuottoprosentti on nolla. Palkkasumman luontikertoimen kannattavuusraja riippuu tällöin vaihtoehtoisen sijoituksen tuotosta. Jos se olisi nimellisesti 7,2 %, olisi kertoimen alaraja tasan yksi. Jos sijoitus siis tuottaisi palkkasummaan enemmän kuin itsensä suuruisen lisän, ja sijoituksen arvo säilyisi,

TyEL-järjestelmä hyötyisi. Jos vaihtoehtoisen sijoituksen tuotto olisi alle 7,2 %, riittäisi pienempikin kerroin.

Tapaus 2. Sijoituksen arvo on nolla.

Koko TyEL-järjestelmän talouden kannalta voi olla kannattavaa sijoittaa rahaa jopa täysin arvottomaan yritykseen. Tällainen on yritys, jonka nettovarallisuus on nolla, joka tekee nollatulosta ja jonka odotetaan tekevän nollatulosta tulevaisuudessakin. Sen arvo on omistajilleen nolla. Oletetaan että se on lopettamisuhan alla, ja vaihtoehtoisia työpaikkoja ei ole. Paljonko TyEL-järjestelmän kannattaa siitä maksaa? Kaavassa (3) s saa arvon -1 . TyEL-järjestelmän kannattaa siis maksaa nollan arvoisesta yrityksestä suunnilleen palkkasumman neljästoistaosan verran.

Kummassakaan esimerkissä yksittäisen TyEL-yhtiön ei kuitenkaan kannata tinkiä tuotostaan. Sen tehtävä on eläkevarojen tuottava ja turvaava hoitaminen. Se kilpailee asiakkaista maksunalennuksilla, ja niitä mahdollistavat toimintakustannusten karsimisen lisäksi vain hyvät sijoitustuotot. Vaikka huonotuottoisen sijoituksen aiheuttamasta palkkasumman kasvusta osa kanavoituisi sille, myös eläkevastuu kasvaisi. Muu kuin rahoitettu osa maksun kasvusta menisi yhteisvastuuseen, mikä johtaisi TyEL-maksujen alenemiseen. Yksittäisen TyEL-yhtiön kannattavuusehto sijoituksille on $s \geq r$. Markkinaosuuksien kasvattamiseksi eläkeyhtiö voi käyttää rahojaan, mutta sen tuskin kannattaisi hankkia vaikeuksiin joutuneita tai arvottomia asiakkaita.

Huonosti tuottavien yritysten hengissäpito, arvottomista puhumattakaan, ei luonnollisesti ole kansantaloudenkaan kannalta järkevää. Yllä olevat esimerkit osoittavatkin, että maksupohjan turvaaminen on vaarallinen argumentti sijoitustoiminnalle, kun ajatellaan rahoitusmarkkinoiden tehtävää resurssien allokaatiossa.

Eläkeyhtiöt ja jakojärjestelmä

Edellä oleva tarkastelu osoittaa hajautetun järjestelmän yhden seurauksen. Työllistämisen mahdolliset edut koskevat jakojärjestelmäosaa. Sen parantaminen vaikuttaa kaikkiin yhtiöihin, tai oikeammin kaikkien yhtiöitten asiakkaisiin, samalla tavalla. Sijoittamismielessä edellä olevat tapaukset haittaavat vain sijoitettavaa yhtiötä. Sillä ei ole syytä tehdä jakojärjestelmää parantavia toimia omalla kustannuksellaan. Jos kaikki TyEL-

laitokset tekisivät työllistämistoimia yhdessä, ongelma poistuisi, mutta kilpailun kannalta tämä yhteistoiminta olisi ongelma.

Nähdäksemme perussyynä on jakojärjestelmän ja hajautetun eläkelaitosten yhdistelmä. On vaikea nähdä sellaista uudenlaista toiminta-ajatusta eläkeyhtiöille, jolla tämä asia kierrettäisiin. Jos taas yritetään yksittäistä eläkeyhtiötä hyvittää sen sijoitusten aiheuttamasta lisätyöllistymisestä, joudutaan suuriin vaikeuksiin tämän lisätyöllistämisen määrän arvioinnissa. Äärimmilleen vietynä tämä johtaisi jakojärjestelmän eriytymiseen yhtiöittäin.

Jakojärjestelmän, osittaisenkin kuten suomalainen TyEL, peruspiirteistä seuraa myös, että vaikka sen talous kokonaisuudessaan parantuisi onnistuneen työllistämisen vuoksi, se käyttäisi lisätuoton huonosti ainakin sukupolvittaisen oikeudenmukaisuuden näkökulmasta. Maksupohjan kasvu menisi osittain maksutason alentamiseen. Tulevaisuudessa maksutaso nousisi, koska lisätyöllistymisen aiheuttamat uudet eläke-etuudet olisi rahastoitu vain osittain. Työeläkemaksuissa on nykyisinkin merkittäviä nousupaineita, ja tilapäinen lisätyöllistäminen tekisi maksutilanteen tulevien sukupolvien kannalta entistä huonommaksi, ellei rahastointiastetta samalla päätettäisi nostaa. Lisätyöllistäminen parantaisi kuitenkin myös valtion ja kuntien taloutta, ja tulevat sukupolvet hyötyisivät jos julkinen velka pienentyisi.

Palkkasumma kasvaa myös palkkoja korottamalla. Kannattaisiko TyEL-sijoituksilla suoraan korottaa palkkoja? Ei, koska indeksoinnin vuoksi sekä kertyneet eläkeoikeudet että maksussa olevat eläkkeet suurenevät, mikä lisää eläkemenoja. Indeksimekanismi on pidettävä mielessä, koska TyEL-rahoilla työllistäminen, jos sillä olisi vaikutusta, kirittäisi osaltaan työmarkkinoita ja nostaisi palkkoja.

Lopuksi: miksi juuri TyEL-rahoilla pitäisi työllistää? Valtion ja kunnan *m*-kertoimet olisivat pienempiä, koska ne saisivat verotuloina enemmän takaisin kuin TyEL-yhtiöt, eivätkä tulevat menovastuut juurikaan kasvaisi. Tehokkain subventiokanava olisi valtion, kuntien ja sosiaalirahastojen yhteenliittymä. Esimerkin 2 nollan arvoisen yrityksen tapauksessa kannattavuusraja palkanluomiskertoimelle olisi melkein 1/bruttoveroaste (olisi täsmälleen, jos unohdettaisiin palkkasumman kasvuun perustuvien etuuksien kasvu).

5 Johtopäätökset

Historiallinen kytkentä työeläkelaitosten sijoitustoiminnan ja suomalaisten yritysten investointien rahoituksen välillä katkesi jo 1990-luvun alussa. Myöhemmissä sijoitustoiminnan säätelyn muutoksia valmistelemissa työryhmäraporteissa otettiin työpaikkojen luominen Suomeen edelleen esille. Tämä jäi kuitenkin toiveiden tasolle ja sijoitusten suuntaaminen ulkomaille yleistyi nopeasti. Finanssikriisi muutti tilannetta vain väliaikaisesti. Työeläkelaitoksille asetetut toiveet ovat usein myös sisäisesti ristiriitaiset. Niiden toivotaan olevan pitkäaikaisia ankkuriomistajia, mutta samaan aikaan ylläpitävän vilkasta pörssivaihtoa. Haaste on sitä suurempi, mitä keskittyneemmäksi työeläkejärjestelmän hoito tulee.

Yksityisalojen työeläkelaitosten ei ole oman toimintansa lähtökohdista syytä myöntää markkinahintaa halvempaa rahoitusta talouskasvun ja työllisyyden vauhdittamiseksi. On myös epäselvää, kannattaako niiden suosia yksittäisiä asiakasyrityksiään rahoituksen hinnasta päätettäessä, koska se vähentäisi muiden saamia vakuutusmaksun palautuksia.

Kirjallisuusviitteet

Aghion, P., Van Reenen, J. ja Zingales, L., 2009, *Innovation and Institutional Ownership*, CEPR Discussion Papers 7195.

Bjuggren, P-O., Eklund, J.E. ja Wiberg, D., 2008, *Institutional Ownership and the Returns on Investment*, No 128, Ratio Working Papers, The Ratio Institute.

Eun, C.S. ja Lee, J., 2010, Mean-variance convergence around the world, *Journal of Banking & Finance*, 34(4), s. 856–870.

Korkman, S., Lassila, J., Määttänen, N. ja Valkonen, T., 2007, *Hyvinvointivaltion rahoitus*. ETLA B 230.

Murto, R., 2009, *TyEL-sijoittajien rooli rahoitusmarkkinoilla*. Esitelmä vakavaraisuustyöryhmälle 27.11.2009. Helsinki.

Pajarinen, M. ja Ylä-Anttila, P., 2006, *Omistajuus ja yritysten menestyminen: analyysia suomalaisella aineistolla*, ETLA Keskusteluaiheita 1007.

Puttonen, V., 2004, *Onko omistamisella väliä?* EVA-raportti.

Valkonen, T., 1990, *Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta Suomessa*, ETLA, C 56. Helsinki. 138 s.

Valtioneuvosto, 2007, *Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös* (7.6.2007).

Wiberg, D., 2009, *R&D, Corporate Governance and Profitability of Firms - a literature review*, Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation 197, Royal Institute of Technology, CESIS - Centre of Excellence for Science and Innovation Studies.

Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J. ja Nyberg, M., 2004, *Foreign Ownership in Finland - Boosting Firm Performance and Changing Corporate Governance*, ETLA Keskusteluaiheita 904.

Työeläkesijoitukset ja palkkasumma

- kokonaistaloudellinen näkökulma

Jukka Lassila, Niku Määttänen ja Tarmo Valkonen

1 Johdanto

Tarkastelemme tässä osassa kokonaistaloudellisesta näkökulmasta sitä, missä määrin Suomeen tehtyjen työeläkesijoitusten avulla voidaan kasvattaa työllisyyttä ja palkkatasoa Suomessa. Käsitlemme ensin sitä, miten kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kautta tulevat reaktiot vaikuttavat siihen, missä määrin Suomen työllisyyttä ja kokonaistuotantoa voitaisiin tukea kotimaahan tehtävien työeläkesijoitusten avulla. Sen jälkeen tarkastelemme, minkälaisia kansantaloudellisia vaikutuksia seuraisi siitä, että työeläkevarojen avulla turvattaisiin yksittäisen Suomessa toimivan, rahoitusvaikeuksiin ajautuneen yrityksen toiminnan jatkuminen. Neljännessä luvussa pohdimme työeläkevarojen sijoittamista suomalaiseen infrastruktuuriin.

2 Pääomakannan määräytyminen avoimessa taloudessa ja sijoitusten allokaatio kotimaan ja ulkomaiden välillä

Suomen rahoitusmarkkinat ovat integroituneet kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin. Suomalaiset yritykset voivat lainata rahaa ulkomailta tai tehdä suoria sijoituksia ulkomaille. Vastaavasti ulkomaiset yritykset tai sijoittajat voivat sijoittaa Suomeen esimerkiksi osallistumalla suomalaisten yritysten osakeanteihin, ostamalla niiden liikkeelle laskemia yrityslainoja tai tekemällä suoria sijoituksia Suomeen.

Jotta työeläkevarojen sijoittamisella Suomeen voisi olla kansantaloudellista merkitystä, niiden pitäisi nostaa pääomakantaa ja sitä kautta tuotantoa, työllisyyttä ja palkkatasoa Suomessa. On siis kysyttävä, miten pääomakanta määräytyy avoimessa taloudessa, jonka rahoitusmarkkinat ovat integroituneet kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin.

Asian ymmärtämiseksi on hyödyllistä aloittaa yksinkertaisesta avotalouden makromallista, jossa kansainvälisten pääomamarkkinoiden oletetaan olevan täydelliset eli pääoma voi siirtyä vapaasti maiden rajojen yli ja sijoittajilla on täydellinen informaatio erilaisista sijoituskohteista eri maissa (katso esimerkiksi Barro ym. 1995). Tällaisessa mallissa sijoittajien (riskikorjattu) tuottovaatimus määräytyy kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja se on kaikille sama.

Oletetaan lisäksi, että taloudessa on vain kaksi tuotannontekijää: Pääoma, siis esimerkiksi koneet ja laitteet, sekä työvoima.¹ Tuotanto edellyttää pääoman ja työvoiman yhdistämistä. Palkkataso määräytyy kilpailullisesti niin että se vastaa työvoiman rajatuottavuutta. Työvoima ei liiku rajojen yli.

Mallissa sijoittajat ovat valmiita investoimaan Suomeen niin kauan kuin ne odottavat saavansa suomalaisista sijoituksista vähintään saman tuoton kuin sijoittamalla kansainvälisille rahoitusmarkkinoille tai suoraan muihin maihin. Jos sijoittajat, niin kotimaiset kuin ulkomaisetkin, arvioivat saavansa Suomeen tehtävistä sijoituksista paremman tuoton kuin muualle tehtävistä sijoituksista, ne lisäävät sijoituksia Suomeen rahoittamalla tavalla tai toisella Suomeen tehtäviä investointihankkeita. Tämän seurauksena pääomakanta Suomessa kasvaa.

Pääomakannan kasvu lisää työvoiman kysyntää ja nostaa palkkatasoa. Palkkatason nousu puolestaan laskee Suomeen tehtävien sijoitusten kannattavuutta, koska aikaisempaa suurempi osa tuotannosta menee sijoittajien sijasta työntekijöille. Lopulta, pääomakannan kasvettua tasapainotasolle, Suomeen tehtyjen sijoitusten tuotto vastaa kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla määräytyvää tuottovaatimusta.

Oletetaan nyt, että ollaan tilanteessa, jossa Suomeen tehtävien investointien (odotettu ja riskikorjattu) tuotto on sama kuin muuallakin. Mitä tapahtuu, jos työeläkelaitokset - tai jokin muu taho - investoi Suomeen ja sitä kautta lisää Suomessa olevaa pääomakantaa? Ensimmäinen seuraus on, että työvoiman kysyntä ja palkkataso Suomessa nousee. Tä-

¹ Talouden kuvaavissa malleissa yhdeksi tuotannontekijäksi lasketaan usein ns. inhimillinen pääoma, jolla tarkoitetaan koulutusinvestointien kautta kertyvää osaamista. Inhimillisen pääoman huomioiminen ei muuttaisi tässä esitettyjä johtopäätöksiä.

män seurauksena Suomeen tehtävien sijoitusten tuotto laskee. Tämä puolestaan saa kaikki muut sijoittajat, esimerkiksi Suomeen sijoittaneet ulkomaalaiset tahot, vähentämään Suomeen tehtäviä investointeja. Investoinnit vähenemisen seurauksena pääomakanta pienenee kunnes pääoman tuotto, ja samalla myös pääoman määrä, työllisyys ja tuotanto, ovat samat kuin lähtötilanteessakin. ”Lisäsijoituksilla” sijoituksilla kotimaahan ei siis ole pysyvää vaikutusta Suomen kansantalouden kokoon.

Voidaan tietysti kuvitella, että työeläkerahoja sijoitetaan Suomeen koko ajan lisää muiden sijoittajien vähentäessä suomisijoituksiaan. Työeläkerahastojen lisäsijoitukset Suomeen nostavat pääomakantaa Suomessa sen jälkeen, kun muut sijoittajat eivät voi enää vähentää omia sijoituksiaan. Siinä tilanteessa työeläkerahastot omistavat Suomen koko pääomakannan. Lisäsijoituksistaan Suomeen ne saavat matalamman tuoton kuin muualta.

On myös syytä huomata, että pääomamarkkinoiden integroituminen näkyy usein jo yritystasolla. Voi esimerkiksi kysyä, miksi se, että suomalainen työeläkeyhtiö lainaa rahaa vaikkapa Nokialle, lisääsi Nokian Suomeen tekemiä investointeja. Nokia kyllä yhtiönä hyötyy jos työeläkeyhtiö lainaa sille rahaa muita sijoittajia halvemmalla. Se mihin maahan Nokian kannattaa seuraavaksi investoida, ei kuitenkaan riipu eläkeyhtiön perimästä lainakorosta, koska lainan saaminen ei ole sidottu investoinnin toteuttamiseen Suomessa.

Markkinaepätäydellisyyksistä

Todellisuus on tietysti monimutkaisempi kuin edellä kuvattu malli, jonka taustalla olevat oletukset ovat tietyllä tavalla äärimmäisiä. Esimerkiksi pääomamarkkinat eivät todellisuudessa toimi niin tehokkaasti kuin mallissa oletetaan. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että maissa, joissa kotitaloudet, yritykset ja julkinen sektori yhdessä säästävät enemmän, myös investoinnit ovat tyypillisesti suurempia kuin maissa, joissa säästetään vähemmän. Jos kansainväliset pääomamarkkinat olisivat täydelliset, näin ei pitäisi olla, koska sijoituksia tiettyyn maahan ei tarvitse rahoittaa juuri kyseisen maan kansalaisten säästöillä.

Pääomamarkkinoiden epätäydellisyydet liittyvät ennen kaikkea informaation epätäydellisyyteen ja informaation hankkimiskustannuksiin. Kotimaisilla sijoittajilla voi olla enemmän tietoa kotimaisista yrityksistä kuin ulkomaisilla sijoittajilla, ainakin kun on kyse suhteellisen pienistä yrityksistä. Siksi ainakin pienten yritysten voi olla vaikea saa-

da rahoitusta ulkomailta. Tällaisia yritysrahoitukseen liittyviä markkinaepätäydellisyyksiä käsitellään raportin seuraavassa osassa.

Kotimaahan tehtävät työeläkesijoitukset saattavat nostaa pääomakantaa myös siinä tapauksessa, että niiden avulla työllistyy työvoimaa, joka muuten olisi työttömänä. Siinä tilanteessa ne eivät välttämättä laske muiden sijoittajien tuotto-odotusta nostamalla palkkatasoa.

Edellä kuvattu täydellisiin pääomamarkkinoihin perustuva yksinkertainen malli riittää kuitenkin osoittamaan, että ”sinivalkoisen” omistajuuden merkitys Suomen kansantalouden kannalta ei ole ollenkaan niin itsestään selvä kuin usein annetaan ymmärtää. Se, että työeläkeyhtiöt suosivat suomalaisia sijoituksia tarkoittaa helposti sitä, että ulkomaiset sijoittajat sijoittavat Suomeen vastaavasti vähemmän.

Pääomakannan määrään voidaan toki vaikuttaa täysin avoimessakin taloudessa. Esimerkiksi yritysverotuksen keventäminen nostaisi kaikkien sijoittajien kannalta Suomeen tehtävien sijoitusten tuottoa. Edellä kuvatussa mallissa se nostaisi pääomakantaa Suomessa kunnes verojen jälkeinen tuotto vastaisi jälleen kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla määräytyvää tuottovaatimusta.

Sijoitusten kansainvälinen hajauttaminen

Edellä kuvatun perusmallin mukaan kansainvälisten pääomaliikkeiden ansiosta pääomakannat eri maissa määräytyvät siten, että sijoitusten tuotto on kaikkialla yhtä suuri. Malli ei vielä kerro mitään siitä, miten sijoittajien kannattaa jakaa sijoituksensa eri maiden kesken. Edellä kuvatun mallin puitteissa on esimerkiksi samantekevää sijoittamme ko me suomalaiset nimenomaan Suomeen vai johonkin toiseen maahan.

Sijoittajan näkökulmasta tilanne kuitenkin muuttuu, kun huomioidaan se, että kaikkien sijoitusten kohdistaminen yhteen maahan on riskien hallinnan kannalta ongelmallista. Koska yksittäisten maiden talouskehitys yleensä vaihtelee enemmän kuin koko maailmantalouden, sijoittajien kannattaa hajauttaa sijoituksiaan eri maihin. Tällaisesta lähtökohdasta saadaan helposti tulos, että kaikkien suomalaisten kannattaisi hajauttaa sijoituksensa kansainvälisesti niin että kotimaahan tehtyjen sijoitusten osuus on hyvin pieni.

Työeläkevarojen suhteen voidaan esittää vielä pidemmälle menevä argumentti. Eläkemaksutulon kehitys nimittäin todennäköisesti korreloi positiivisesti Suomeen tehtyjen sijoitusten tuoton kanssa: Kun koko kansantalous kehittyy suotuisasti, sekä palkkasumma että yritysten voitot kasvavat ja päinvastoin. Lopputuloksena tästä on, että koko eläkejärjestelmän riskit kasvavat. Sen vuoksi olisi järkevää sijoittaa entistä suurempi osa työeläkevaroista ulkomaille.

Toisenlaisiakin argumentteja on esitetty. Beetsma, Bovenberg ja Ward (2008) tutkivat teoreettisella useamman maan mallilla sukupolvien ja maiden välistä riskienjakoa. Tämä malli tuottaa mielenkiintoisen tuloksen, jonka mukaan tiettyjen oletusten vallitessa maan eläkerahaston kannattaa optimitilanteeseen verrattuna lisätä kotimaisten osakkeiden osuutta sijoitussalkussaan.

Tutkimuksen keskeinen tulos on, että eri maiden välinen riskien jako on silloin optimaalista, kun kaikki maat osallistuvat muiden maiden kohtaamien pääomamarkkina- ja työmarkkinariskien uudelleenjakoon. Investointien tuottoon liittyvien riskien osalta on kyse siitä, että maiden tulisi omistaa osa muiden maiden pääomakannasta osakemarkkinoiden kautta.

Inhimillisen pääoman tuoton riskien (tuottavuuden vaihtelusta johtuva palkkojen vaihtelun) hajauttaminen maiden välillä on sen sijaan hankalaa ilman että on olemassa joukkolainoja, joiden tuotto on sidottu kunkin maan palkkoihin. Ottamalla lainaa tällaisella joukkolainalla maan asukkaat ja eläkejärjestelmä voisivat suojautua palkkatason vaihtelua vastaan. Positiivisen tuottavuusyllätyksen sattuessa sekä oma palkka että lainakustannukset nousisivat. Näiden lainojen markkinoita ei kuitenkaan ole syntynyt.

Tutkimuksessa saadaan myös tulos, jonka mukaan kaikkien maiden kannalta optimaalinen pääomamarkkinariskien jako ei ole vakaa tila, kun markkinoilta puuttuvat palkkasidonnaiset joukkolainat. Perustelu etenee seuraavasti.

Eläkerahaston ylipainoiset sijoitukset kotimaan pääomamarkkinoille alentavat investointien tuottovaatimusta, jolloin pääomakanta kasvaa ja palkat nousevat. Alentunut tuotto johtaa ulkomaisen pääoman ulosvirtaukseen maasta. Tämä mekanismi on sama kuin aiemmin kuvattu pienen avotalouden mallin tapauksessa. Tässä mallissa oletetaan

kuitenkin, että kotimaa on suuri maailmanmarkkinoilla, jolloin ulosvirtaus ei kompensoi täysin alemman pääoman tuoton vaikutusta ja pääomakannan kasvu jää pysyväksi.

Kuka häviää tällaisessa politiikassa? Kotimaan asukkaiden voitto perustuu siihen, että sijoituksia ja sen myötä pääomakantaa ja tuotantoa siirtyy ulkomailta kotimaahan. Muissa maissa siis palkkataso pyrkii laskemaan ja pääoman tuotto nousemaan. Tästä johtuen kaikkien maiden kannattaa ylipainottaa kotimaisia osakkeita eläkerahastojen salkuissa, vaikka riskien keskittäminen on kaikkien maiden yhteenlasketun hyvinvoinnin kannalta huono ratkaisu.

Onko tällä mekanismilla merkitystä Suomen kaltaiselle pienelle avotaloudelle? On siinä tapauksessa, että suurien maiden haluttomuus sijoittaa ulkomaille vaikuttaa siihen kuinka paljon Suomeen on tarjolla ulkomaista pääomaa. Jos tänne tehdyltä sijoitukselta vaaditaan muualla korkeaa tuotto – riskisuhdetta, niin se kannustaa myös suomalaisia sijoittajia ylipainottamaan kotimaata.

3 Kannattaako vaikeuksiin ajautuneita yrityksiä pelastaa työeläkevaroin?

Kuten edellä osoitettiin, pääomakannan merkittävä kasvattaminen Suomeen tehtävillä työeläkesijoituksilla on ongelmallista. Työeläkesijoituksilla voidaan kuitenkin niin halutessa turvata ainakin yksittäisten, rahoitusvaikeuksiin ajautuneiden yritysten toiminnan jatkuminen. Kuvaamme seuraavassa minkälaisia vaikutuksia tällaisella politiikalla olisi. Analyysi perustuu ETLAn FOG-malliin, joka on avotaloutta kuvaava dynaaminen yleisen tasapainon malli. Määrällisten tulosten sijaan kuvaamme mallin antamia tuloksia vain laadullisesti. Määrälliset tulokset riippuvat oleellisesti siitä, kuinka suuria työeläkevarojen tuottomenetykset ovat suhteessa työllisyysvaikutukseen. Sitä puolestaan on vaikea arvioida.

On syytä todeta, että seuraavassa tarkastelussa oletetaan, että yksittäisen yrityksen tukeminen parantaa työllisyyttä esimerkiksi sen vuoksi, että yrityksen lopettaessa osa sen työntekijöistä jäisi pysyvästi pois työelämästä. Ilman tätä oletusta mitään koko kansantalouden tai edes eläkejärjestelmän kannalta myönteisiä vaikutuksia ei saavutettaisi.

Mitä työeläkevarojen poikkeuksellisella sijoittamisella tavoitellaan?

Oletetaan, että jonkin toimialan yritykset kohtaavat vaikean vaiheen, esimerkiksi vientikysynnän hiljentymisen vuoksi. Rahoitusmarkkinat pitävät vaikeuksia ylikäymättöminä, ja alan yritykset joutuvat likviditeettikriisiin. Yrityksiä on menossa nurin, jolloin niiden työntekijät joutuvat työttömiksi ainakin joksikin aikaa, ja ikääntyneet työntekijät jäävät ehkä kokonaan pois työmarkkinoilta. Yritysten koneet ja laitteet joutuvat myyntiin, ja osa jäisi luultavasti pois käytöstä pysyvästi.

Poliittiset päätöksentekijät kuitenkin tulkitsevat vaikeudet tilapäisiksi. Heidän mielestään konkurssiaalto voidaan estää sijoittamalla toimialan yrityksiin työeläkevaroja, ja vaatimalla niille pienempi tuotto kuin normaalisti vaaditaan, kunnes yritysten tilanne palaa normaaliksi. Työeläkevarojen tuottomenetyksen vastapainoksi saadaan pienempi avoin työttömyys ja suurempi yritysten kone- ja laitekanta. Oletetaan, että työeläkelaitokset saadaan taivutettua tekemään tällaiset sijoituspäätökset.

Mitä tukipolitiikasta seuraa?

Työeläkejärjestelmän kannalta sijoitusten tuottomenetys johtaa korkeampiin maksuihin tulevaisuudessa, jos etuuksien määräytyminen pidetään ennallaan. Tuottomenetys pienentää myös eläkerahastoja. Työttömyyden alentuminen toisaalta kasvattaa maksupohjaa ja osaltaan alentaa eläkemaksuja, mutta lisää myös tulevaisuudessa maksettavia eläkkeitä. Pieni osa työssä pysyvissä työntekijöistä tulee työkyvyttömiksi, mikä lisää sekä eläkemenoja että eläkkeiden välitöntä rahastointia. Koska sekä työeläkemaksuihin että rahastojen kokoon kohdistuu sekä suurentavia että pienentäviä vaikutuksia, riippuvat nettovaikutukset siitä, paljonko rahastojen tuotosta joudutaan tinkimään ja paljonko sillä voidaan työttömyyttä vähentää.

Muun julkisen talouden kannalta vaikutukset ovat positiivisia. Työttömyysmenot vähenevät, veropohjat ja verotulot kasvavat. Veroasteita voidaan hieman laskea (tästä herää kysymys, mihin työeläkevaroja oikein tarvittiin - miksei valtio ei tukenut yrityksiä omilla varoillaan?). Koko julkisen talouden, eli valtion, kuntien ja sosiaalirahastojen yhteensä, kestävyysden kannalta vaikutukset voivat olla negatiivisia tai positiivisia.

Työntekijöiden kannalta positiivisia vaikutuksia tulee verojen alentamisesta. Toisaalta työeläkemaksujen muutossuunta ei ole selvä. Erityisesti ne työntekijät joiden työpaikka säilyi, hyötyvät toimenpiteestä. Yritysten saama tuki kohdistuu väistämättä myös pääomakantaan, mahdollisesti jopa enemmän kuin työpanokseen. Työllisyysvaikutus voi jäädä pieneksi, jos työtä korvataan pääomalla. Tällöin palkat nousevat, koska pääomaa on enemmän työpanosta kohden. Palkat saattavat nousta tai laskea.

Tuettavien yritysten omistajien kannalta tilanne on hyvä. Yritysten pörssi-arvot kasvavat ja osinkoja jaetaan enemmän.

Entä jos toimialan kokema vaikea vaihe onkin pysyvä?

Jos toimialan kokema vaikea vaihe ei olekaan tilapäinen, kuten päätöksentekijät luulivat, vaan pysyvä, arvio politiikan vaikutuksista muuttuu olennaisesti. Työeläkevarojen tuotosta tinkimällä onnistutaan lykkäämään yritysten konkurssia. Kun tuki lopetetaan, yritykset menevät nurin.

Likimain kaikki tuen antovaiheessa koetut myönteiset vaikutukset koetaan vastaavan suuruisina mutta erimerkkisinä kun tuki lopetetaan. Yhteensä laskien ne lähes kumoavat toisensa. Poikkeuksen muodostavat ne ikääntyneet työntekijät, jotka tukivaiheessa välttyivät työttömyydeltä. He voivat ehtiä eläkkeelle ennen konkurssia, jolloin heidän osaltaan työllistymisvaikutus ei kumoudu.

Työeläkerahojen menetetty tuotto ei korvaudu parempien tuottojen kautta myöhemmin, vaan jää pysyväksi tappioksi. Kokonaisuudessaan toimenpiteiden vaikutukset ovat lähes varmasti kielteiset.

4 Infrastrukturi-investoinnit

Tausta

Yksityisen sektorin osallistuminen infrastruktuurihankkeiden suunnitteluun, rakentamiseen, ylläpitoon ja rahoitukseen on lisääntymässä sekä kansainvälisesti että Suomessa.

Tätä osallistumista on perusteltu yhteiskunnallisesta näkökulmasta sillä, että suurille hankkeille voi olla vaikea löytää budjettisystä riittävästi rahoitusta ja sillä, että yksityinen sektori kykenee hoitamaan kaikki nämä osa-alueet tehokkaammin. Perustelijoiden mukaan hankkeiden jääminen toteuttamatta heikentäisi elinkeinoelämän toimintaedellytyksiä. Toisaalta niiden tehoton toteutus johtaisi verotuksen kiristymispaineisiin ja sitä kautta talouden kasvuedellytysten heikkenemiseen.

Eläkerahastot ovat tulleet mukaan infrahankkeiden rahoitukseen viime vuosina monissa maissa. Usein mainittu perustelu on, että infrastruktuuri-investoinnit tarjoavat vähäriskisen tuoton ja että tuotto ei juuri korreloi muiden markkinatuottojen kanssa, millä saadaan hajauttamishyötyä. Vakaa tuotto ja määräaikaisten sopimukset mahdollistaisivat lisäksi sijoituksista saatavien tulovirtojen yhteensovittamisen eläkevastuiden maksamisaikataulujen kanssa, mikä vähentäisi rahastojen toiminnan kokonaisriskiä.

Näistä lähtökohdista on Suomessa käyty viime vuosina viime vuosina poliittista keskustelua ja tehty selvityksiä siitä, millainen rooli eläkerahastoilla voisi olla tulevaisuudessa infrastruktuuri-investointien rahoituksessa. Toistaiseksi eläkevarojen infrasijoitukset ovat keskittyneet kiinteistöihin.

Seuraavassa kuvataan yksityiskohtaisemmin edellä mainittuja perusteluja ja arvioidaan niiden osuvuutta suomalaisessa kontekstissa. Aluksi on syytä kuvata sitä, millaisia hankkeet tyypillisesti ovat ja miten yksityinen sektori voi osallistua niiden toteutukseen ja rahoitukseen.

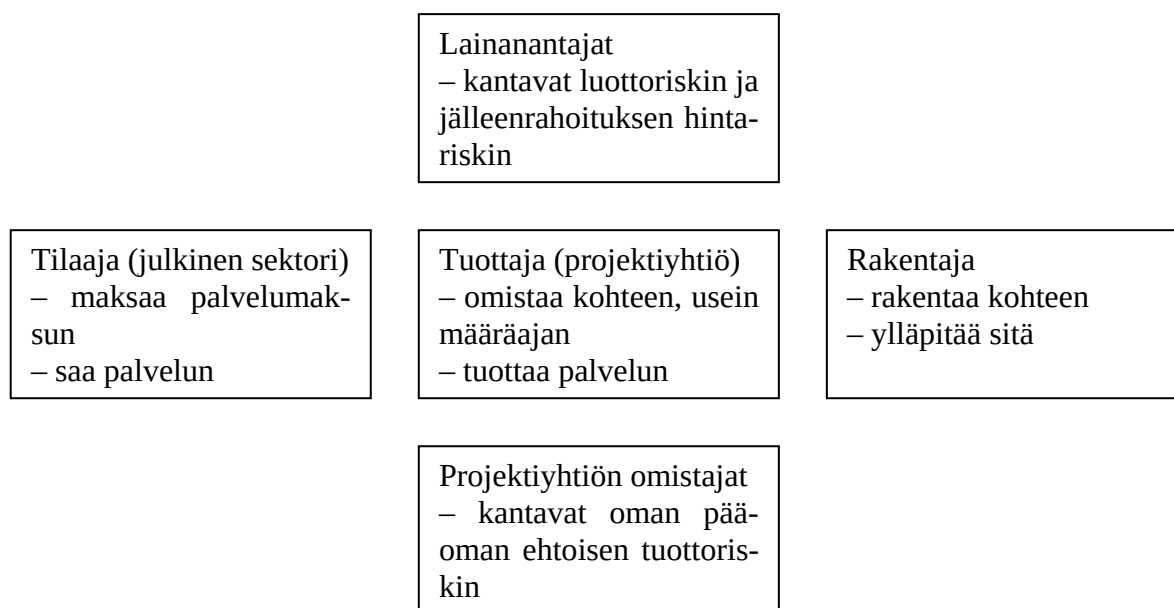
Infrastruktuurilla tarkoitetaan rakennettua ympäristöä ja toimintaverkostoja, joiden tarkoituksena on tuottaa palveluja. Palveluntuotantoon liittyy usein erityispiirteitä, kuten ns. luonnollinen monopoli, tai ulkoisvaikutuksia, joiden vuoksi katsotaan että toiminta on perusteltua olla julkisen sektorin hallitsemaa tai säätelemää. Esimerkkejä taloudellisesta infrastruktuurista ovat tiet, lentokentät, sähköverkot ja tietoliikenneyhteydet. Yhteiskunnallista infrastruktuuria edustavat koulut, kirjastot ja vankilat.

Aiemmin oli tapana, että julkinen sektori toimi tilaajan, tuottajan ja rahoittajan rooleissa infrastruktuurin tuotannossa ja ylläpidossa. Vuosittaiseen budjetointikäytäntöön perustuva rahoitus on kuitenkin osoittautunut ongelmalliseksi siihen liittyvien rajoitteiden,

kuten valtiontalouden menokehysten ja hitaan vuosittaisen päätöksenteon vuoksi. Rahoituskäytäntö ei ole myöskään tukenut näihin hankkeisiin liittyvien riskien tunnistamista ja hallintaa. Projektien toteutuksen tehokkuudessa ja kohteiden ylläpidossa on ollut myös toivomisen varaa, koska julkisella sektorilla ei ole samanlaisia kannusteita parantaa toiminnan tuottavuutta kuin voittoa tavoittelevilla yrityksillä.

Tämä kannusteista saatava etu yksityisessä tuotannossa koskee erityisesti hankkeita, jotka toteutetaan elinkaarimallilla. Elinkaarimallin ideana on keskittää suunnittelu, rakentaminen ja pitkäaikainen ylläpito saman projektityhtiön toteutettavaksi. Tilaaja tilaa tuottajalta ensisijaisesti palvelun ja antaa yksityiselle sektorille vapaudet tuottaa se tehokkaimmalla tavalla. Kun seuraavan vaiheen menestys perustuu aina edellisen laadukkaaseen toteutukseen, kannusteet tehdä hyvää työtä ovat kunnossa. Tuottajalla on myös syy toteuttaa projekti nopeasti, koska aikataulu vaikuttaa siihen milloin palvelu on käytettävissä ja korvausten maksu tilaajalta alkaa. Jos sopimuksessa on mukana vielä vastuu infrastruktuurin jatkuvasta käytettävyydestä ja luovutuksesta sopimusajan päättyessä tarkasti määritellyssä kunnossa tilaajalle, niin luodaan kokonaisuus, joka kannustaa sekä tuottamaan haluttua palvelua että ylläpitämään infrastruktuurin arvon pitkälle tulevaisuuteen.

Kuvio 1. Elinkaarihankkeen keskeiset toimijat



Riskien jako

Keskeinen kysymys yksityisen sektorin osallistumisessa näihin hankkeisiin on, millainen on riskien jako osapuolten välillä ja miten ne hinnoitellaan sopimuksissa. Esimerkkinä on, että tilaaja ostaa palvelun kiinteään kuukausihintaan. Tuottaja saa silloin varman kuukausitulon, mutta kantaa kaikki kustannuksiin liittyvät riskit. Molemmat asiat otetaan huomioon palvelun kuukausihinnassa. Tilaajalle meno on tasainen ja varma, mutta riskinä saattaa olla, että palvelun käyttö vaihtelee, jolloin todellinen yksikkökustannus ei ole etukäteen tiedossa.

Riskien hinnoittelu voi olla vaikeaa erityisesti silloin kun on kyse ainutlaatuisten suurten projektien toteuttamisesta ja kymmenien vuosien sitoumuksista ylläpitää infrastruktuuria. Oikean hinnan löytäminen vaatii molemmilta sopimusosapuolilta hyvää asiantuntemusta. Toisaalta voidaan sanoa, että riskit ovat joka tapauksessa olemassa. Ne tulevat vain paremmin esille silloin kun niille yritetään etsiä markkinahintaa.

Eläkerahastot

Eläkerahaston osallistuessa hankkeiden rahoitukseen saadun tuoton ja kannettavan riskin kokonaisuus muodostuu paitsi infrastruktuurihankkeen ominaisuuksista ja riskien jaosta tilaajan, tuottajan ja rakentajan välillä, niin myös siitä millaisilla välineillä rahoitukseen osallistutaan. Esimerkkinä hyvin suuresta riskinotosta on osallistuminen projektiyhtiön pääomistajana sellaisen suuren projektin rahoitukseen, jossa varsinainen hanke on hyvin riskipitoinen, sen vastuut ovat kaikki tuottajaosapuolella ja hankkeen muu rahoitus perustuu lähes kokonaan lainanottoon.

Vastakkainen esimerkki on sijoittaa vähäriskiseen hankkeeseen lainamarkkinoiden tai hyvin hajautetun julkisesti noteeratun sijoitusrahaston kautta. Edellisessä tapauksessa tuotto on korkea eikä se juuri korreloi markkinatuottojen kanssa, mutta riski on suuri ja sen hallinta edellyttää merkittävää panostusta sijoitusorganisaation asiantuntemukseen. Jälkimmäisessä tapauksessa riski ja tuotto ovat matalat ja tuotto korreloi markkinatuottojen kanssa. Tästä voidaan päätellä, ettei ole hyödyllistä keskustella eläkevarojen sijoittamisesta infrastruktuuriin täsmentämättä sitä mitä sillä tarkoitetaan.

Yhteiskunnan kustannukset

Näkökulmaksi voidaan myös valita se, miten hanke tulee rahoitetuksi yhteiskunnan kannalta halvimmallalla tavalla. Tässäkin tapauksessa on otettava huomioon sekä odotetut kustannukset että riskien jako. Tärkeää on myös se, löydetäänkö riskille oikea hinta, silloin kun sitä siirretään eri osapuolien välillä.

Silloin kun julkinen sektori toimii tuottajan ja ylläpitäjän roolissa, projekti voidaan rahoittaa riskittömällä korolla. Samalla kuitenkin veronmaksajat kantavat kaikki hankkeen riskit. Kun verojen pohja on laaja ja riskejä voidaan jakaa julkisen velan avulla yli sukupolvien, yksittäiselle veronmaksajalle koituva riski on pieni. Näin julkisen sektorin riskinkantokyky on suuri. Ei ole kuitenkaan selvää, että tätä riskinkantokykyä pitäisi käyttää nimenomaan infrastruktuurihankkeiden rahoitukseen. Vaihtoehtona on esimerkiksi ottaa lisää velkaa ja sijoittaa varat hajautetusti osakemarkkinoille.

Kun yksityinen taho kantaa tuottamisen ja ylläpidon riskit, ne näkyvät tuottajan saaman lainarahan hinnassa tai oman pääoman tuottovaatimuksessa. Mitä paremmin rahoitusmarkkinat toimivat ja mitä enemmän riskit saadaan hajautettua, sitä matalampi on vaadittava riskipremio. Joka tapauksessa riskien hinta pyritään siirtämään tilaajalle, eli lopulta veronmaksajille esimerkiksi siten, että urakkahinta tai palvelusta perittävä vuokra on vastaavasti korkeampi. Keskeinen kysymys ei yhteiskunnan kannalta olekaan se että julkinen sektori saa lainaa riskittömällä korolla, vaan se vastaako julkisen sektorin maksama hinta riskin siirrosta yksityiselle sektorille tehokkaiden markkinoiden riskille asettamaa preemiota. Jos hinta on suurempi, yksityisen rahoituksen kustannus on kalliimpi. Oikean preemion löytäminen on vaativa tehtävä, jossa onnistuminen edellyttää riittävää informaatiota riskien suuruudesta.

Yksityisen rahan hintaa voivat nostaa myös muut kuin projektiriskien suuruuteen liittyvät kustannukset, kuten esimerkiksi rahan hankintaan liittyvät kiinteät kustannukset, jotka julkisella sektorilla suurena lainanottajana ovat alhaiset. Kun rajoitutaan tarkastelemaan pelkästään riskit huomioivia rahoituskustannuksia, niin edellä mainittujen näkökohtien mukaan on vaikea löytää olosuhteita, joissa infrastruktuurihankkeiden rahoittaminen yksityisillä varoilla olisi yhteiskunnalle edullisempi vaihtoehto. Toisaalta on muistettava että julkisen sektorin hankkiman rahoituksen halpa hinta perustuu siihen, että veronmaksaja kantaa projektin riskit.

Elinkaarimallien rahoitusinnovaatiot

Konsulttiyhtiö Elronin kehittämässä Kansallisessa elinkaarimallissa (Kaira) on keskeisenä tavoitteena alentaa hankkeen rahoituskustannusta käyttämällä hyväksi julkisen sektorin luottokelpoisuutta. Toinen tämän tutkimuksen kannalta mielenkiintoinen yksityiskohta on se, että suunnitelmassa kaavaillaan eläkevakuutuslaitosten olevan tyypillisiä oman pääoman ehtoisia rahoittajia. Tästä syystä mallia on perusteltua tarkastella lähemmin.

Mallissa palveluntuottajana toimivan projektiyhtiön omistaa siis eläkevakuutuslaitos. Yhtiö rahoitetaan mahdollisimman pienellä oman pääoman osuudella (10–20 %). Loppurahoitus hoidetaan hyvin pitkäaikaisilla pankkilainoilla. Velan suuresta rahoitusosuudesta syntyy ns. vipuvaikutus, joka moninkertaistaa sekä sijoituksen tuoton että riskin eläkerahastolle.

Pankkilainan korko saadaan matalaksi ohjaamalla tilaajan maksamasta palvelumaksusta kiinteä lainojen korot ja lyhennykset kattava osa velanhoitoon. Kun tilaajana on julkinen sektori, kassavirtaa pidetään varmana ja siten lainakorko voi vastata julkisen sektorin oman lainanoton korkoa. Palvelumaksun kiinteä osa voi olla myös lainakustannuksia korkeampi.

Keskeinen kysymys on riskien jako. Malli ei täsmennä kuka kantaa vieraan pääoman jälleenrahoitukseen liittyvän korkoriskin. Jos lainarahoitus on kiinteäkorkoista, riskin kantaa pankki ja korko on vastaavasti korkeampi. Jos korko on taas muuttuva, niin riskin kantaa palveluntuottaja ja viime kädessä eläkerahasto, jonka saama osuus kiinteästä palvelumaksusta vaihtelee.

Rakennusliikkeen vastuulla on rakentaa kohde urakkahinnalla ja vastata kohteen laadusta, käytettävyydestä ja ylläpitokustannuksista (jos näin sovitaan). Vastineeksi se saa urakkasopimuksen mukaisen hinnan kohteesta ja huolto- ja ylläpitosopimuksen mukaisen hinnan ylläpidosta. Näihin sopimuksiin liittyvät riskit hinnoitellaan palveluntuottajan maksamiin maksuihin rakennusyhtiölle.

Palveluntuottajan omistavalle eläkevakuutuslaitokselle sijoitus on riskipitoinen ja sen likviditeetti on heikko. On mahdollista että rakennusliike ei kykene hoitamaan velvoitteitaan. Lisäksi palvelumaksusta valtaosa menee suoraan vieraan pääoman kustannusten kattamiseen, joten aitona tulona palveluntuottajalle jää vain kohteen käytettävyyteen sidottu osa. Kaira-mallin ominaisuus, jossa lainanantaja ei kanna hankkeeseen liittyviä riskejä, tarkoittaa että ne kantavat sopimuksesta riippuen joko tilaaja, tuottaja tai palveluntuottajan omistaja.

Hankkeet ovat tyypillisesti erittäin suuria yksittäisiä investointeja. Sijoituksen riskien ja tuottojen arviointiin vaaditaan siksi huomattavan paljon asiantuntemusta ja resursseja. Kansallisen elinkaarirahaston toiminta on keväällä 2010 avoin, koska suurimmat eläke-rahastot eivät ole lähteneet hankkeeseen rahoittajiksi. Toinen kotimainen infrastruktuurirahasto, jonka tarkoituksena oli sijoittaa eläkevaroja kuntien sähköverkkoihin, purettiin ostokohteiden vähyyden vuoksi.

Vaihtoehtoisena rahoitusmallina on esitetty budjetin ulkopuolista valtion tie- ja liikenne-rahastoa, jolle myös eläke-rahastot voisivat antaa lainaa. Valtiovarainministeriö suhtautuu rahastoon kielteisesti, koska katsoo sen kiertävän budjettikehykset ja siirtävän investointien rahoitusvastuun tuleville veronmaksajille.

5 Johtopäätökset

Suomalaisen työllisyyden kasvattaminen massiivisilla kotimaahan tehtävillä työeläkesijoituksilla ei ole lainkaan niin ongelmallista, kuin usein annetaan ymmärtää. Ensinnäkin se että työeläkeyhtiöt suosivat suomalaisia sijoituksia tarkoittaa helposti vain sitä, että ulkomaiset sijoittajat sijoittavat Suomeen vastaavasti vähemmän. Näin tapahtuu sen vuoksi, että nostaessaan palkkatasoa, lisäinvestoinnit Suomeen alentavat muiden sijoittajien saamaa tuottoa.

Työeläkerahojen sijoittaminen erityisesti Suomeen voi olla koko kansantalouden kannalta perusteltua, mikäli näin voidaan nostaa työllisyyttä ja sitä kautta kasvattaa vero- ja eläkemaksutuloja. Mikäli pääomamarkkinat toimivat hyvin, tämä edellyttää kuitenkin sijoitusten tuotosta tinkimistä. Vaihtoehtona on sijoittaminen ulkomaille. Lopulta on

kyse siitä, kuinka paljon tuottotavoitteesta joudutaan tinkimään, jotta työllisyyttä voidaan parantaa. Lisäksi on tietysti syytä kysyä, voitaisiinko työllisyyttä parantaa muilla, mahdollisesti tehokkaammilla keinoilla.

Potentiaalisesti tärkeä perustelu sille, miksi työeläkevaroja pitäisi sijoittaa erityisesti Suomeen, liittyy sijoitusten rooliin erilaisten rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien paikkaajana. Näitä kysymyksiä käsitellään raportin seuraavassa osassa.

Yksityisen sektorin osallistuminen infrastruktuurihankkeiden rahoitukseen, rakentamiseen ja ylläpitoon on tuonut mukanaan yhteiskunnan näkökulmasta monia hyviä asioita, kuten kannusteet tehokkuuteen ja pitkäaikaisten riskien arviointiin.

Osa alkuperäisistä perusteluista, kuten julkisen sektorin rahoitusta koskevaan päätöksentekoon liittyvät ongelmat, tulisi ratkaista kuitenkin ensisijaisesti budjetointikäytäntöä kehittämällä. Yksityisen rahoituksen mukaantulo ei myöskään poista tarvetta asiantuntemuksen parantamisen vaatimusta, koska tilaajan on uudessa tilanteessa kyettävä arvioimaan mitkä riskit ovat edullisinta jättää julkisen sektorin kannettaviksi ja mikä on oikea hinta riskien siirrosta yksityiselle sektorille.

Eläkerahastojen osallistuminen infrastruktuurihankkeiden rahoitukseen on lisääntynyt nopeasti. Keskeisin perustelu on ollut portfolioiden hajauttamistarve. Sijoitusten riskien ja tuoton yhdistelmät ovat kuitenkin hyvin erilaiset eri tavoin ja välinein toteutetussa rahoituksessa ja sijoituskohteissa. Markkinoilla on kokemuksia ja tilastoja toistaiseksi vasta suhteellisen lyhyeltä ajalta. Suurten riskien otto edellyttää siksi poikkeuksellisen hyvää asiantuntemusta.

Tässä katsauksessa ei löytynyt syytä, jonka vuoksi työeläkevaroilla olisi erityisasema infrastruktuurihankkeiden rahoituksessa. Investoinnit sopivat osaksi hyvin hajautettua työeläkerahastojen sijoitussalkkua, mutta yhteiskunnallista perustelua esimerkiksi erityiskannusteille tai velvoitteille niiden tekemiseen ei ole olemassa.

Kirjallisuusviitteet

Beetsma, R., Bovenberg, A.L. ja Romp, W.E., 2008, *Funded Pensions and Intergenerational and International Risk Sharing in General Equilibrium*, CEPR Discussion Papers 7106.

Elron, 2009, *Kansallinen elinkaarimalli*. Loppuraportti.

Holm, P., 2009, *Tie- ja liikenneinvestointien rahoitukseen lisää joustavuutta: soveltuisivatko tie- ja liikenne-rahastot Suomeen?* Pellervon taloudellisen tutkimuslaitoksen raportteja 220.

Inderst, G., 2009, *Pension Fund Investment in Infrastructure*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32.

Mäkinen, H., 2010, *Kansantalouden raamit ja infra*. Puhe Urakointipäivillä Vantaalla 4.2.2010.

Sadka, E., 2006, *Public-Private Partnerships: A Public Economics Perspective*, International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department Working Paper WP/06/77.

Sailas, R., 2007, *Liikenneinvestointien rahoitusselvitys*. Liikenne- ja viestintäministeriön julkaisuja 72/2007.

Eläkevarat ja suomalainen yritysrahoitusympäristö

Ari Hyytinen♦

1 Johdanto

Työeläkejärjestelmän perustamisesta asti on toistuvasti esitetty, että kierrättämällä rahastoituja varoja takaisin kotimaiselle elinkeinoelämälle voidaan vahvistaa eläkejärjestelmän tärkeimmän tulonlähteen eli eläkevakuutusmaksujen pohjaa.¹ Ei kuitenkaan ole selvää, mitä tällä on tarkalleen ottaen kulloinkin tarkoitettu ja mikä eläkevarojen merkitys on nykyisin suomalaiselle yritysrahoitukselle.

Kotimaisten eläkesijoitusten on ensinnäkin ajateltu turvaavan suomalaista työllisyyttä suomalaisissa yrityksissä. On heti alkuun hyvä pohtia, mihin tämä näkemys perustuu. 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 vuoden 2008 kansainvälinen rahoitusmarkkinakriisi ei ole tätä tosiasiaa perustavalla tavalla pysyvästi muuttanut, vaikka muutamien EU-maiden velkaongelmien syventyminen ja siihen liittyvät euroalueen vakausergelmat ovatkin jälleen lisänneet epävarmuutta rahoitusmarkkinoiden vakaudesta ja tulevasta talouskehityksestä.² Näkemys eläkevarojen erityisestä merkityksestä kotimaisen työllisyyden turvaami-

♦ Kiitän Jukka Lassilaa, Mika Malirantaa, Niku Määttästä ja Tarmo Valkosta hyödyllisistä keskusteluista ja kommentteista. Raportissa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan eivätkä ne siten välttämättä vastaa kirjoittajan edustamien organisaatioiden tai hankkeen rahoittajien näkemyksiä.

¹ Ks. esimerkiksi vuonna 1996 julkaistu neuvotteluryhmänraportti ”Työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa koskeva selvitys”, Eläkeneuvotteluryhmän vuonna 2006 julkaisema ”Selvitys työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnasta” -raportti sekä Louekoski (2005). Louekosken selvityksessä mainitaan esimerkiksi (s. 61), että eläkevarojen poliittista ”[o]hjaustoimintaa vaativien argumenttina on ’suomalaisten yritysten parempi pääomahuolto, 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”.

sessä täytynee siis (normaalin markkinatilanteen vallitessa) liittyä nykyoloissa jollain tavoin siihen, että ilman tietynasteista kotimaisten sijoitusten *ylipainotusta* eläkesijoituksessa ja sen seurauksena syntyvää kotimaista omistajuutta ja saatavilla olevaa yritysrahoitusta, suomalaiset yrityksen luovat liian vähän työpaikkoja Suomeen kansantalouden - tai vähintäänkin eläkejärjestelmän kestävyys - 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 pääomasi-
joituksiin tai muutoin tietynlaisten suomalaisten (kasvu)yritysten rahoitukseen enem-
män kuin tehokkaaseen riskien hajauttamiseen perustuva sijoitusstrategia sallisi, voi-
daan 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. Käsittelen eläkesijoituksia nimenomaan *yritysrahoituksen lähteenä suomalaisille listaamattomille (so. ei pörssissä noteeratuille) yrityksille ja uudelle yritystoiminnalle*. Rajaan tarkasteluni ulkopuolelle toisin sanoen eläkeyhtiöiden merkityksen suurien kotimaisten pörssi-yhtiöiden institutionaalisina omistajina.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 2005). Koska talouskasvu, työn tuottavuus

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 tärkeää eläkeyhtiöiden omistaja-rooli on normaalioloissa suomalaisille pörssiyhtiöille 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 epälikvidi. Tällöin osakkeen hinta ei heijastele yhtä hyvin yrityksen tulevaisuuden näkymiä kuin niiden yritysten osakkeet, joiden omistajuus on hajautunut laajemmalle. On myös tarpeen todeta, että en tarkastele tässä kirjoituksessa sitä, kuinka tärkeitä omanpääömanehitoisen yritysrahoituksen lähteitä eläkeyhtiöt ovat kotimaisille suuryrityksille.

ja reaalitypalkat ovat sidoksissa toisiinsa, tämä tutkimustulos tarjoaa luonnollisen lähtökohdan, kun halutaan arvioida sitä, miten kotimaahan suunnatut eläkesijoitukset mahdollisesti vaikuttavat reaalitypalkkojen ja siten eläkevakuutusmaksujen maksupohjan kehitykseen pitkällä aikavälillä.

Kirjoitus etenee seuraavasti. Seuraavassa luvussa teen tiiviin katsauksen talouskasvun lähteitä käsittelevään taloustieteelliseen tutkimuskirjallisuuteen ja arvioin sen valossa yritysrahoituksen merkitystä talouskasvun lähteenä. Pysin lyhyesti kuvaamaan, mistä talouskasvu syntyy ja miksi yritysrahoituksella on merkitystä talouskasvulle. Luvussa 3 kuvaan lyhyesti suomalaisten listaamattomien yritysten yritysrahoitusympäristöä ja eläkevarojen osuutta siinä. On hyvä korostaa jo tässä, että lukujen 2 ja 3 on tarkoitus olla tiiviitä ja varsin valikoivia katsauksia yritysrahoituksen merkitykseen ja suomalaisen yritysrahoitusympäristöön ilman, että niissä varsinaisesti vielä otetaan kantaa yllä esitettyihin kysymyksiin eläkerahastojen kotimaisten sijoitusten merkityksestä tai mielekkyydestä. Näille pohdinnoille on varattu luku 4, jossa esitän johtopäätökset. Tässä luvussa pohdin mm. seuraavia kysymyksiä: Jos kotimaahan suunnatuilla eläkesijoituksilla pyritään ensisijaisesti turvaamaan kotimaista työllisyyttä, kuinka tällaiset sijoitukset vaikuttavat talouskasvun edellytyksiin? Pitäisikö kotimaahan suunnatuilla eläkesijoituksilla lisätä riskirahoituksen tarjontaa suomalaisille (kasvu)yrityksille ja näin pyrkiä nopeuttamaan talouskasvua? Minkälaisin näkökulmiin ja mekanismeihin on kiinnitettävä huomiota, jos eläkesijoituksilla halutaan vaikuttaa talouskasvun edellytyksiin?

2 Rahoitusmarkkinat ja talouskasvu

Kansakuntien taloudellisessa hyvinvoinnissa tapahtuvia muutoksia ja talouskasvua mitataan usein henkeä kohden lasketulla bruttokansantuotteen määrän reaalisella muutoksella. Näin mitattuna vuosittaiset muutokset ovat keskimäärin vain muutamien prosenttien luokkaa, vaikka toisinaan vaihtelut voivat olla suuriakin. Hyvin pitkällä aikavälillä pienilläkin eroilla on kuitenkin suuri merkitys: Nykyisin havaittavat erot kansakuntien taloudellisessa hyvinvoinnissa ovat seurausta pitkään jatkuneista eroista talouksien kasvuvauhdissa. Tässä kappaleessa tehdään lyhyt katsaus talous- ja tuottavuuskasvun lähteisiin ja pohditaan erityisesti sitä, mikä merkitys rahoitusmarkkinoilla on niille.

2.1 Talouskasvu ja sen lähteet

Koko kansantalouden tasolla tarkasteltuna tuotannon määrän ajatellaan yksinkertaisimmillaan riippuvan (ks. esim. Hyytinen ja Rouvinen 2005, 2006)

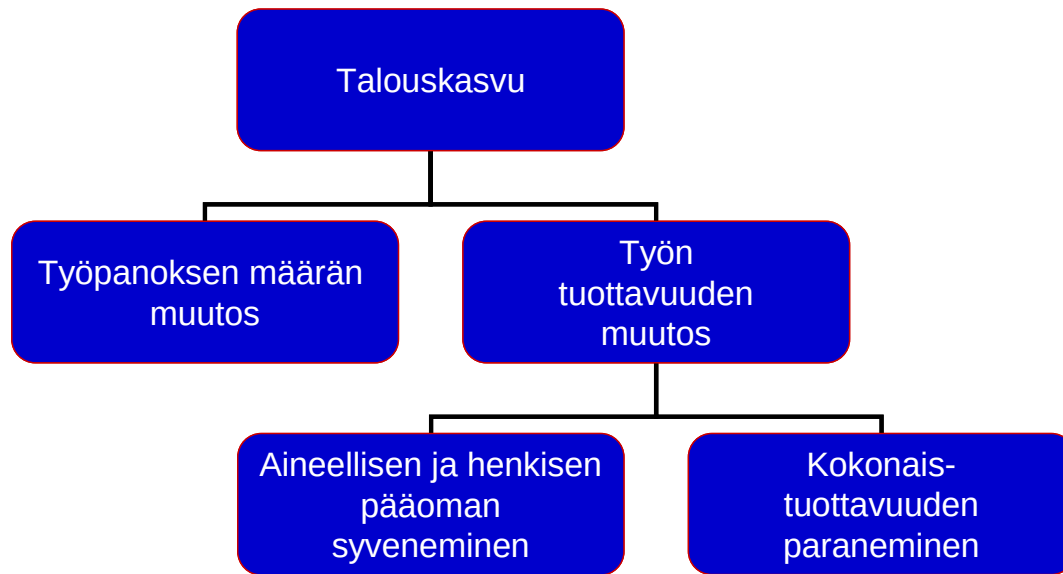
- (i) pääomakannasta, jota voidaan kasvattaa investoimalla joko fyysiseen tai henkiseen pääomaan,
- (ii) tehdyn työn määrästä⁴; ja
- (iii) kokonaistuottavuudesta (”teknologian tasosta”).

Tämän näkökulman mukaan kokonaistuottavuus on kansantaloudessa tapahtuvan tuotannon tehokkuuden mitta. Sillä tarkoitetaan tuotannon määrän ja sen aikaansaamiseksi käytettyjen tuotantopanosten suhdetta. Työn tuottavuudella tarkoitetaan tuotannon määrän ja sen aikaansaamiseksi uhratun työpanoksen suhdetta.

Talouskasvu liittyy joko tuotantopanosten – työn ja pääoman – määrän tai kokonaistuottavuuden kasvuun. Nämä kasvun lähteet on esitetty alla olevassa kuviossa 1. Työn tuottavuuden kasvu voi olla seurausta joko siitä, että pääomakanta on kasvanut (eli että työntekijöillä on käytettävissään aikaisempaa enemmän tuotantoa helpottavia koneita ja laitteita tai että he ovat paremmin koulutettuja) tai siitä, että kokonaistuottavuus on parantunut.⁵ Kokonaistuottavuuden kasvulla tarkoitetaan sitä tuotannonmäärän kasvua, joka ei synny pääomakannan ja työpanoksen määrän kasvusta. Useimmiten kokonaistuottavuuden kasvu yhdistetään tuotantoprosessia tehostavaan teknologiseen kehitykseen. Ajatuksena on, että uusi teknologia mahdollistaa tuotannon tason lisäämisen ilman, että samalla kasvatetaan pääoma- tai työpanosta.

⁴ Tehdyn työn laatuun vaikuttaa keskeisesti koulutus. Tässä se on laskettu mukaan laajasti määritellyssä pääomakannassa.

⁵ Työn tuottavuuden kehityksellä on puolestaan positiivinen yhteys ansiotyöstä maksettavien reaalipalkkojen kehitykseen: Työn tuottavuuden kasvuvauhti on suurin piirtein sama kuin reaalipalkkojen kasvuvauhti. Tämä tarkoittaa, että funktionaalisen tulonjako on ollut varsin vakaa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Tätä kuvaa täytyy tosin tarkentaa siltä osin, että työn tuottavuuden kasvu on monissa maissa ollut jonkin verran reaalipalkkojen nousua nopeampaa 1980-luvun alun jälkeen. Työn tulo-osuus on siten pudonnut jonkin verran.

Kuvio 1: Kasvun lähteet

Tuotannollista toimintaa tehostavaa teknologista kehitystä ei luonnollisestikaan tapahdu automaattisesti, vaan uusia teknologioita on pyrittävä tietoisesti ja aktiivisesti tuottamaan esimerkiksi investoimalla tutkimus- ja kehitystyöhön (t&k-työ). Teknologinen kehitys on siten sisäsyntyistä ja määräytyy osana voittoa tavoittelevien yritysten ja muun yhteiskunnan päätöksentekoa. Tämä tarkoittaa, että kokonaistuottavuuden kehitykseen voidaan vaikuttaa sekä suoraan että epäsuorasti talous- ja elinkeinopoliittisilla toimilla. Nämä ovat ns. perinteisen endogeenisen kasvuteorian keskeisimpiä havaintoja.

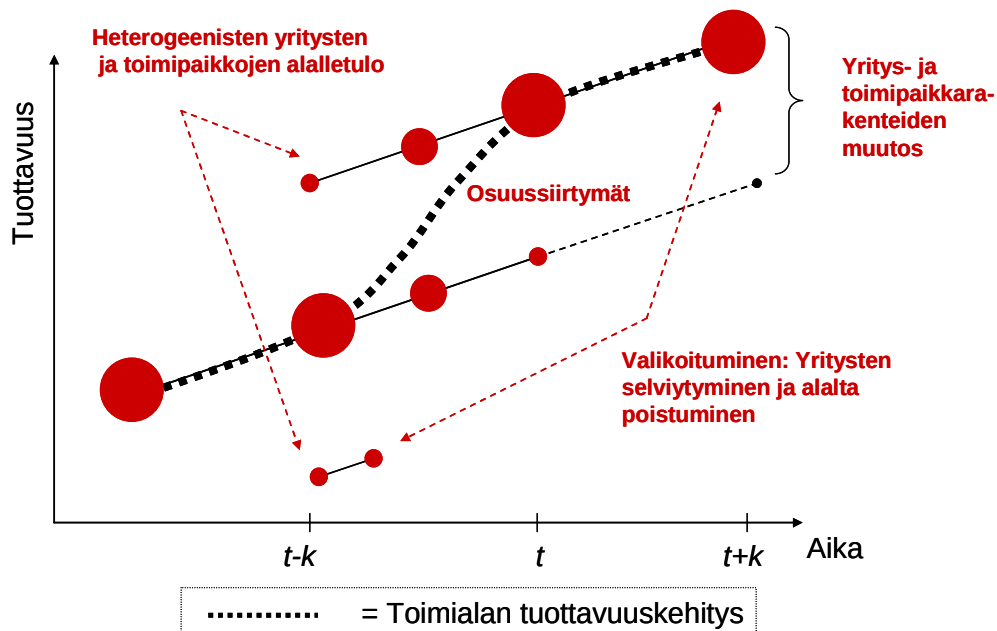
Uusimmat versiot endogeenisen kasvun teorioista korostavat alalle tulevien, siellä säilyvien sekä alalta poistuvien yritysten erilaisuutta (heterogeenisuutta). Yritysten t&k-toiminta, tuottavuutta parantavat keksinnöt ja innovaatioiden kaupallistamiseen tähtäävä yrittäjäyys ovat markkinoilla hyödynnettävien teknologioiden ja yritysten erilaisuuden lähteitä. Yritysten heterogeenisuus on puolestaan yrityssektorin vaihtuvuuden lähde, sillä kilpailu tuote- ja panosmarkkinoilla johtaa siihen, että vain joko lähtötasoltaan tuottavat tai tuottavuuttaan kehittämään kykenevät yritykset selviävät ja kykenevät kasvattamaan markkinaosuuttaan.

Edellä sanotusta voidaan johtaa ajatus, että toimialojen ja kansantalouden kokonaistuottavuuden kasvuun vaikuttavat toisistaan kaksi erillistä mikrotason mekanismia (ks. esimerkiksi Disney, Haskel ja Heden 2003 ja Maliranta 2010):

- o yritysten ja toimipaikkojen sisäinen rakennemuutos (*internal restructuring*)
- o yritys- ja toimipaikkarakenteiden muutos (*external restructuring*)

Yritysten ja toimipaikkojen sisäinen rakennemuutos viittaa yritysten ja toimipaikkojen sisäiseen tuottavuuskehitykseen. Sen lähteitä ovat mm. yrityksen oma t&k-toiminta, uusien teknologioiden ja organisaatioinnovaatioiden käyttöönotto sekä yrityksen työntekijöiden osaamisen vahvistamiseen kohdistuvat koulutusinvestoinnit ja rekrytointipäätökset.⁶ Yritys- ja toimipaikkarakenteiden kehitys viittaa puolestaan sekä yritysten ja toimipaikkojen vaihtuvuuteen markkinoille 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.⁷

Kuvio 2: Toimialan tuottavuuskasvun lähteet (lähde: mukaillen Hyytinen ja Maliranta 2010a,b ja Maliranta 2010).



⁶ Ks. esimerkiksi Maliranta, Mohnen ja Rouvinen (2009) ja siinä olevat kirjallisuusviitteet.

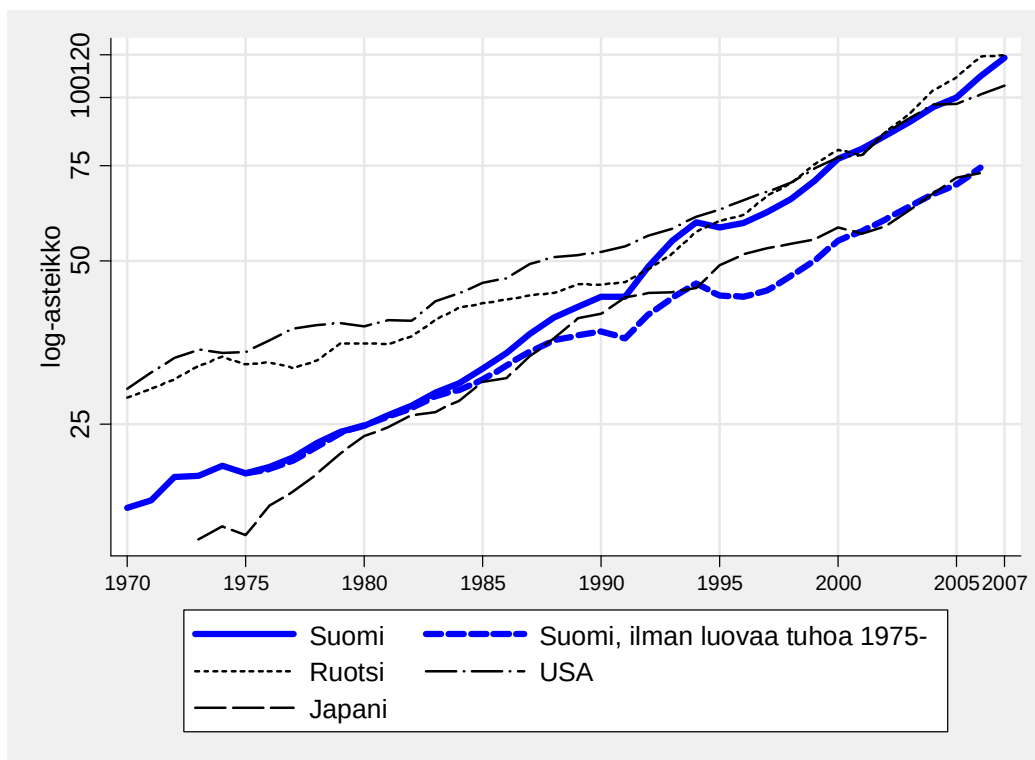
⁷ Näitä tuottavuuskasvun mikrolähteitä kutsutaan kirjallisuudessa markkinoille tulo -komponentiksi (entry component), markkinoilta poistuminen -komponentiksi (exit component), ja jatkavien yritysten välillä tapahtuvien panosten uudelleenkohdentumis -komponentiksi (between component).

Kuvio 2 havainnollistaa sekä yritysten ja toimipaikkojen sisäistä rakennemuutosta että yritys- ja toimipaikkarakenteiden kehitystä toimialan kokonaistuottavuuden kasvun lähteinä. Kuvion vakaa-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 ja se kertoo, kuinka merkittävä yritys on toimialan kokonaistuottavuuden kehityksen kannalta. Toimialan kokonaistuottavuus lasketaan yritysten tuottavuuden painotettu keskiarvona kullakin hetkellä, kun painoina käytetään työ- ja pääomapanoksista muodostuvaa kokonaispanosta.

Osa toimialojen kokonaistuottavuuden kehityksestä on seurausta toimialalla toimivien yritysten sisällä tapahtuvasta rakenteiden muutoksesta ja siitä seuraavasta tuottavuuden noususta yrityksissä. Tätä kehitystä kuvaavat kuviossa yhtenäisten viivojen positiiviset kulmakertoimet. Toimialan tuottavuuskasvu saattaa kuitenkin olla nopeampaa kuin sen yritysten tuottavuuskasvu keskimäärin. Tämä ero syntyy yritys- ja toimipaikkarakenteiden muutoksesta, jota toisinaan kutsutaan myös luovaksi tuhoksi. Kuviossa luovaa tuhoa kuvaa se, että paksu katkoviiva on ajanhetkestä $t-k$ ajanhetkeen t asti jyrkempi kuin yhtenäisten viivojen keskiarvo.

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. 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 pääoman) uudelleen kohdentumisesta siten, että alhaisen tuottavuuden yritysten resurssit (panosmäärä) vähenevät suhteessa korkeamman tuottavuuden yrityksiin. Kuviossa 2 näitä osuussiirtymiä kuvataan sillä, että alhaisemman tuottavuuden yritysten markkinaosuudet (eli niiden työ- ja pääomapanosta kuvaavat pallot) pienenevät ja vastaavasti korkeamman tuottavuuden yritysten markkinaosuus kasvaa.

Kuvio 3: Työn tuottavuus teollisuudessa (Suomi 2005 =100, lähde: Maliranta 2010).



Toimialojen tuottavuuskasvun mikrolähteiden osituslaskelmia (dekomponointi-laskelmia) voidaan tehdä sekä työn tuottavuudelle että kokonaistuottavuudelle.⁸ Kuvio 3 perustuu Malirannan (2010) tekemiin laskelmiin ja siinä esitetään työn tuottavuuden aikasarjat (työtuntien tuottavuus) Japanin, Ruotsin, Suomen ja Yhdysvaltojen tehdasteollisuudelle.⁹ Kuvioista nähdään, että 1990-luvun alkuvuosiin mennessä työn tuottavuus Suomen tehdasteollisuudessa (sininen jatkuva viiva) saavutti Yhdysvaltojen tehdasteollisuuden tuottavuuden. Kuvion avulla voidaan arvioida myös sitä, kuinka tärkeää tämän kiinnikuromisen kannalta on ollut yritys- ja toimipaikkarakenteiden muutos. Tämä arvio saadaan, kun toteutunutta työn tuottavuuden kehitystä verrataan laskennalliseen (hypoteettiseen) tuottavuuskehitykseen, joka kuvaa sitä, minkälaista tuottavuuskehitys olisi ollut, jos se olisi perustunut vain yritysten sisäiseen työn tuottavuuden nousuun. Tämä hypoteettinen aika-

⁸ Kokonaistuottavuutta käytettäessä ns. rakennemuutoskomponentin suhteellisen merkityksen on havaittu ainakin eräissä tutkimuksissa olevan suurempi kuin työn tuottavuuden lähteitä tarkasteltaessa. Tämä tulos viittaa siihen, että pääoman (so. koneiden ja laitteiden yms.) kohdentuminen tehokkaisiin yrityksiin ja toimipaikkoihin on merkittävä kasvun lähde.

⁹ Kuvio perustuu siihen, että työn tuottavuuden tasojen vertailu on tehty ao. maiden välillä vuodelle 1987. Muille vuosille tasot on laskettu tuottavuusaikasarjoista laskettavissa olevien tuottavuuden kasvuvauhtien perusteella. Ks. Maliranta (2010).

sarja voidaan laskea siten, että toteutuneesta tuottavuuskehityksestä poistetaan toimipaikkarakenteiden muutoksen vaikutus vuodesta 1975 alkaen.¹⁰ Näin lasketusta tuottavuussarjasta (sininen katkoviiva) nähdään, että 1980-luvun puolivälin jälkeen toteutunut tuottavuuskehitys on ollut nopeampaa kuin toimipaikkojen keskimääräinen tuottavuuskehitys. Ero näiden kahden viivan välillä kuvaa työn tuottavuutta vahvistavan toimipaikkarakenteen muutoksen (kumulatiivista) vaikutusta. Tämä tarkastelu antaa vahvoja viitteitä siitä, että Suomen teollisuuden tuottavuuskehityksen nopeutuminen on 1980-luvun puolivälin jälkeen perustunut pitkälti ”luovaan tuhoon” ja sen voimistumiseen.

2.2 Yritysrahoitus ja tuottavuuden mikrodynamiikka

Miksi yritysrahoituksella on merkitystä talouskasvulle? Yhä kasvava määrä taloustieteellisiä tutkimuksia antaa – joko suoraan tai epäsuorasti – syytä 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 (ks. esim. Hyytinen ja Pajarinen 2005 ja Hyytinen 2008). Yritysrahoitusjärjestelmä kykenee nopeuttamaan kokonaistuottavuuden kasvua, koska maat, joissa yritysrahoitus on kehittynyttä ja valikoivaa, lisäävät kasvaville toimialoille tehtäviä investointeja enemmän ja tekevät supistuvilla toimialoilla vähemmän investointeja kuin maat, joiden yritysrahoitusjärjestelmää voidaan pitää vähemmän kehittyneenä.¹¹

Mikrotasolla edellä sanottu tarkoittaa, että yritysrahoitus kohdistuu tuottavuustasoltaan ja -kehitykseltään heterogeenisille yrityksille *valikoivasti*. 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.¹² On todennäköistä, että korkea tuotto-riski -suhde korreloi keski-

¹⁰ Maliranta (2009 ja 2010) kuvaavaa laskennallisen tuottavuuskehityksen laskutavan. Se perustuu ketjuindeksiin, joka kuvaa keskimääräistä tuottavuuskehitystä toimipaikoilla.

¹¹ 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.

¹² 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

määrin positiivisesti korkean tuottavuuden kanssa.¹³ 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 liikeideoista ja jo olemassa olevien yritysten hankkeista on sellaisia, että olisi parempi, jos niitä ei käynnistettäisi lainkaan. Lupaa-vimpia 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.¹⁴ 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). Sisäisten rakenteiden muutokseen

hakeva yrittäjä tietää enemmän omista kyvyistään ja hankkeensa laadusta kuin potentiaaliset rahoittajat. Tämä tiedon epäsymmetria vaikuttaa rahoituksen hintaan ja markkinaosapuolten toimintaan. Se myös johtaa siihen, että ulkoisen rahoituksen kohdentuminen markkinoilla ei ole välttämättä yhtä hyvä (optimaalinen) kuin se olisi symmetrisen tiedon vallitessa. Todennäköisesti se on silti hyvä, kun otamme huomioon rajoitteet, joita mm. informaatio-ongelmat ja liiketoimintakustannukset rahoituksen kohdentumiselle asettavat. Ulkoista rahoitusta tarjoavat rahoittajat kohtaavat myös muita haasteita rahoituspäätöksiä tehdessään: Ei esimerkiksi ole itsestään selvää, että rahoitusta saanut yritys toteuttaa lupaamansa hankkeet suunnitellusti. Sen hallinto- ja johtamisjärjestelmät eivät esimerkiksi ole välttämättä ajan tasalla teottomien investointipäätöksiä 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.

¹³ Jos investoinnin riskit huomioonottava nettonykyarvo on positiivinen, se tarkoittaa, että hankkeen kannattavuus ylittää sen vaatiman pääoman vaihtoehtoiskustannuksen. Tällöin taloustieteessä puhutaan ”ylisuurista” voitoista (”economic rents tai ”quasi rents”). Näiden voittojen voi helposti ajatella korreloivan keskimääräistä paremman tuottavuuden kanssa.

¹⁴ Ks. esimerkiksi Jovanovic (1982), jossa yritys oppii passiivisesti ja selvittää tuottavuutensa tason toimimalla markkinoilla ja Ericson ja Pakes (2000), jossa yritys oppii, kuinka tuottavuutta voidaan parantaa.

ja tuottavuuskehitykseen vaikuttaa mm. se, minkälaisia t&k-hankkeita ulkoisella rahoituksella avulla voidaan toteuttaa. Yritysten ja toimipaikkojen vaihtuvuuteen yritysrahoitus 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 yrityksien 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. Palataan tätä varten edellisessä kappaleessa esitettyyn kuvioon 3. Siitä voimme nähdä, että Suomen ja Japanin teollisuuden tuottavuuden tasot olivat vielä 1980-luvun alussa lähellä toisiaan ja että molemmat maat lähestyivät Yhdysvaltojen teollisuuden tuottavuuden tasoa. Kuten Maliranta (2010) korostaa, tämän jälkeen Suomen ja Japanin tuottavuuskehitys erkaantui. Suomi saavutti Yhdysvallat, mutta Japanin tuottavuusero Yhdysvaltoihin ei ole supistunut ja on saattanut jopa kasvaa.

Maliranta (2010) nostaa esiin tärkeän kysymyksen: Miksi Japanin kiinnikuronta pysähtyi sen 1990-luvun talouskriisiin? Hän arvelee, että yksi mahdollinen selitys on se, että tuottavuutta parantava mikrotason rakennemuutos on ollut Japanissa hidasta 1990-luvulta alkaen. Kansainvälisen tutkimuskirjallisuuden löydösten perusteella osasyynä tähän on saattanut olla se, että japanilainen rahoitussektori on sitkeästi jatkanut vaikeuksissakin olevien japanilaisyriyksiä rahoittamista.¹⁵ Tämä on hidastanut luovaa tuhoa ja erityisesti uusien tuottavien työpaikkojen luontia ja tuottamattomien häviämistä. Näin ollen yritysrahoitusmarkkinoiden erilainen toiminta voisi ainakin osin selittää sen, miksi Suomi selvisi 1990-luvun alun lamasta paremmin kuin Japani.¹⁶

¹⁵ Japanin luovaa tuhoa ovat tutkineet mm. Fukao ja Ug Kwon (2006) sekä Caballero ym. (2008).

¹⁶ Ks. myös Kauppi ja Hyytinen (2002), jotka pohtivat rahoitusmarkkinoiden kehityksen merkitystä Suomen talouskasvulle.

3 Yritysrahoitus Suomessa

Tässä kappaleessa tehdään lyhyt ja valikoiva katsaus yksityiseen ja julkiseen yritysrahoitukseen Suomessa ja pohditaan erityisesti eläkelaitosten merkitystä yritysten rahoittajina.¹⁷

3.1 Yksityinen yritysrahoitus

Kotimaiset pankit, vakuutusyhtiöt ja eläkevakuutuslaitokset ovat perinteisesti olleet tärkeitä yritystoiminnan rahoittajia Suomessa. Suomalaisten 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-yrityksien 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 lähteitä syksyllä 2009 ja keväällä 2010. Kussakin solussa oleva luku perustuu kysymykseen, jossa uuden ulkoisen rahoituksen hakemista suunnittelevat yritykset ovat ilmoittaneet, mistä eri rahoituslähteistä ne aikovat sitä hankkia.¹⁸ Kunkin rahoituslähteen summa on jaettu riveittäin vastausten kokonaismäärällä, joten riveillä raportoitujen prosenttiosuuksien summa on 100 %. Valittavina olleiden rahoituslähteiden jaottelu ei ollut sama syksyn 2009 ja kevään 2010 raporteissa, 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.

¹⁷ Laajempia katsauksia sisältävät mm. Kauppi ja Hyytinen (2002), Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys (2006), Hyytinen ja Pajarinen (2005), Hyytinen ja Pajarinen (2006) sekä Pääoma-markkinat – Kasvun paikka -raportti (Pörssisäätiö 2009).

Kun tarkastellaan kaikkia yrityksiä, taulukko kertoo, että tärkeimpiä rahoituksen lähteitä pk-yritysten näkökulmasta ovat pankit, erilaiset rahoitusyhtiöt ja Finnvera: Esimerkiksi keväällä 2010 uuden ulkoisen rahoituksen hankkimista suunnittelevien yritysten vastauksista voidaan päätellä, että yhteensä 76 % hakuaikomuksista kohdistuu pankkeihin, rahoitusyhtiöihin ja Finnveraan. Ulkoisen rahoituksen hakuaikomuksista 7 % kohdistuu pääomasijoittajille (VC).

Keväällä 2010 voimakkaasti kasvuhakuisten yritysten hakuaikomuksista noin joka kymmenes ja nuorien yritysten hakuaikomuksista noin 13 % kohdistui pääomasijoittajille, mutta niidenkin tärkein rahoituslähde ovat pankit ja Finnvera. Taulukon viimeisestä sarakkeesta voidaan päätellä, että erityisesti kasvuhakuiset yritykset ovat nimenneet useampia rahoituslähteitä kuin yritykset keskimäärin.

Taulukko 1: Rahoituksen lähteet (lähde: Pk-yritysbarometri, syksy 2009 ja kevät 2010)

Syksy 2009	Pankki	Rah.yhtiö	F-vera	Vak.yhtiö	VC	Muu	Summa	Ka. / yritt.
Kaikki yritykset	47 %	11 %	23 %	7 %	6 %	7 %	100 %	1.6
Teollisuus yritykset	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. / yritt.
Kaikki yritykset	46 %	11 %	19 %	9 %	6 %	7 %	4 %	100 %	1.7
Teollisuus yritykset	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

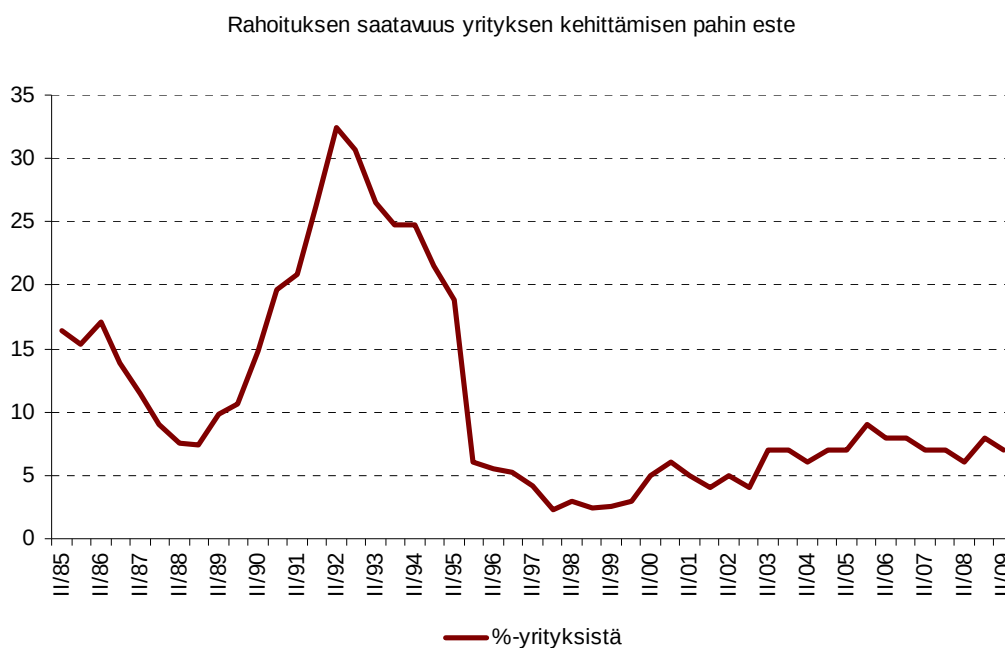
Kuvion 4 aikasarja kuvaa rahoituksen saatavuuden ongelmia pk-yritysten keskuudessa 1985–2009. Se kuvaa prosenttiosuutta yrityksistä, joiden mielestä rahoituksen saatavuus on yrityksen kehittämisen pahin este. Vaikka aikasarja ei ole täysin vertailukelpoinen vuodesta toiseen, se kertoo, että rahoituksen saatavuusongelmat olivat huomattavia erityisesti 1990-luvun alun laman aikaan ja että viime vuosina vain alle 10% pk-yrityksistä on ollut sitä mieltä, että rahoituksen saatavuus on yrityksen kehittämisen pahin este.

Kuviota 4 tulkitessa on tärkeää muistaa, että suinkaan kaikkien ulkoista rahoitusta (omasta mielestään) tarvitsevien yritysten hankkeet eivät ole elinkelpoisia tai kehitys-

¹⁸ Ts. yritykset ovat voineet valita useamman kuin yhden rahoituslähteen.

ideat 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.

Kuvio 4: Rahoituksen saatavuusongelmat (lähde: Pk-yritysbarometrit ja kirjoittajan laskelmat).

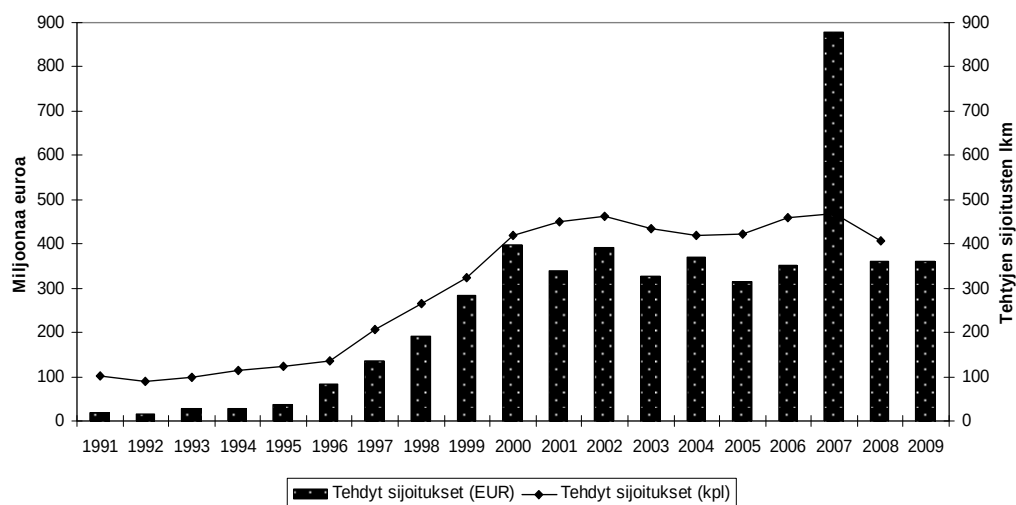


Kuvion 5 aikasarjat kuvaavat pääomasijoitustoimialan kehitystä Suomessa 1991–2009. Se kertoo voimakkaasta kasvusta 1990-luvulla ja toiminnan laajuuden vakiintumisesta 2000-luvulla. Vuonna 2009 suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt tekivät sijoituksia kotimaahan ja ulkomaille yhteensä 362 miljoonalla eurolla ja ne kohdistuivat 230 kohdeyritykseen. Tehdyjen alkuvaiheen (venture capital) sijoitusten arvo oli 82 miljoonaa euroa, ja ne kohdistuivat 171 kohdeyritykseen 257 eri sijoituskerralla sekä kotimaassa että ulkomailla.

Sijoitetusta kokonaismäärästä suomalaiset pääomasijoitusyhtiöt sijoittivat 86 % kotimaisiin kohdeyrityksiin. Näitä sekä alkuvaiheen että myöhemmän vaiheen (ml. buyout) sijoituksia tehtiin yhteensä 209 kotimaiseen yritykseen.

Yhteensä suomalaiset ja ulkomaalaiset pääomasijoittajat tekivät vuonna 2009 alkuvaiheen pääomasijoituksia 162 suomalaisyritykseen. Näiden sijoitusten keskimääräinen koko oli noin 0.5 miljoonaa euroa.

Kuvio 5: Pääomasijoitustoimialan kehitys 1991–2009 (tehdyt investoinnit, euroina ja kappalemäärä, lähde FVCA-vuosikirjat ja toimialakatsaukset).



Kun suomalaista yritysrahoitusympäristöä tarkastellaan kokonaisuutena, yksityisessä rahoituksen tarjonnassa ei ole kovin helppoa havaita vakavia rakenteellisia puutteita. Jos jotkin yksityisen yritysrahoituksen osa-alueet on mainittava mahdollisena katvealueena, ne ovat aivan käynnistysvaiheessa olevien yritysten rahoitus sekä nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtäävät yritysten (omanpääomanehtoinen) riskirahoitus (ks. myös Hyytinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila 2003; Maula, Murray ja Jääskeläinen 2007). Epäselvää kuitenkin on, johtuuko tämä ongelma varsinaisesti saatavilla olevien pääomien puutteesta (tarjontarajoite) vai ennemminkin esimerkiksi siitä, että Suomessa on vähänlaisesti erityistä osaamista, jota ao. yritysten menestyksessä rahoittaminen (seulonta, ohjaus ja seuranta) edellyttää. On myös syytä epäillä, että julkisten toimijoiden vahva läsnäolo syrjäyttää ainakin joiltain osin yksityistä rahoitusta (ks. myös alla).¹⁹

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 sijoituskohte, käynnistysvaiheessa oleviin ja nopeaan kansainväliseen kasvuun tähtääviin yrityksiin tehtävien sijoitusten täytyisi tarjota vastaavasti

¹⁹ Ongelmana voidaan pitää myös sitä, että uusia (kasvu)yrityksiä listautuu Helsingin pörssiin vain harvoin ja että siellä listattuna olevien pienten ja keski suurten suomalaisten yritysten osakkaiden likviditeetti on varsin huono. Ks. myös Pääomamarkkina – Kasvun paikka -raportti (Pörssisäätiö, 2009).

korkeampia odotettavissa olevia tuottoja. Vaikka tällaiset yritykset koetaan usein tärkeiksi mm. elinkeino- ja innovaatiopolitiikan näkökulmasta, niitä ei ole perusteltua pyrkiä tuemaan ”hinnalla millä hyvänsä”: Mikäli näiltä sijoituksilta ei vaadita vähintäänkin yhtä hyvää tuotto-riskisuhdetta kuin vaihtoehtoisilta sijoituksilta, rahoitus ei kanavoidu tehokkaasti (kuten edellä luvussa 2 kuvattiin) ja tuottavuuskasvua tukevalla tavalla.

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 aikaa myöten korjaamaan. On varsin vaikeaa löytää järjestelmällistä näyttöä siitä, että tämä kriisi olisi rapauttanut merkittävästi suomalaisen yritysrahoitusympäristön perustoimivuutta - ainakaan hieman pidemmän aikavälin näkökulmasta tarkasteltuna.²⁰

3.2 Julkinen yritysrahoitus

Julkiset rahoittajat ovat merkittäviä rahoituksen tarjoajia suomalaisten listaamattomien ja käynnistymässä olevien yritysten näkökulmasta. Kuten syksyllä 2009 julkistetusta Suomen innovaatiojärjestelmän kansainvälisestä arvioinnista käy ilmi, julkista rahoitusta tarjoavia organisaatioita on hyvin monenlaisia ja niiden käyttämien rahoitus- ja tukinstrumenttien kirjo on laaja (ks. erityisesti Murray, Hyytinen ja Maula, luku 5). 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 Aloitusrahasto Vera, ja Sitra. Lisäksi esimerkiksi Keksintösäätiön eräät rahoitusinstrumentit kohdistuvat nimenomaan aivan käynnistysvaiheen yrityksille.²¹

²⁰ Teen tässä oletuksen, että EU-maiden velkaongelmat eivät syvenny eurooppalaisen talousalueen perusteita rapauttavaksi kriisiksi ja että euroalueen rahoitusmarkkinat toimivat jatkossa jotakuinkin ”normaalisti”. Palaan kriisin merkitykseen vielä erikseen johtopäätösluvussa.

²¹ Tuorein tiedossani oleva yhteenveto julkisesta yritysrahoituksesta löytyy Puttosen (2010) selvitysmiesraportista; ks. erityisesti s. 69–70.

Taulukosta 1 voi päätellä, että keväällä 2010 noin 30–40% uutta rahoitusta hakevien pk-yritysten hakuaikomuksista kohdistuu taulukossa mainituille julkisille toimijoille eli Finnveralle, ELY-keskuksille ja Tekesille. Tämä osuus ei ole pieni (ks. myös Hyytinen ja Pajarinen 2005), vaikka taulukon luvut eivät katakaan kaikkia julkisia toimijoita.²²

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

- 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 2009 olivat yhteensä 1195 milj. euroa. Tästä summasta 34 % kohdistui hyvin pieniin eli ns. mikroyrityksiin.²³
- Finnveran tytäryhtiö Veraventure on pääomasijoitusyhtiö, joka tekee julkisia aikaisen vaiheen pääomasijoituksia kohdeyrityksiin ja toimii alueellisten osakeyhtiömuotoisten pääomarahastojen omistajana ja rahoittajana. Veraventuren hallinnoi valtakunnallisesti toimivaa Aloitusrahasto Vera Oy:tä, joka tekee sijoituksia aloittaviin yrityksiin. Vuonna 2009 Aloitusrahasto Vera teki myönteisiä ensisijoituspäätöksiä 11 miljoonalla eurolla yhteensä 35 yritykseen. Vuoden 2010 kevääseen mennessä rahastolta on hakenut rahoitusta 1000 yritystä ja se on tehnyt sijoituksia yhteensä 140 kohdeyritykseen.
- Suomen Teollisuussijoitus on valtion pääomasijoitusyhtiö, joka tekee sijoituksia sekä pääomasijoitusrahastoihin että suoraan yrityksiin. Vuonna 2009 se teki tällaisia pääomasijoituksia yhteensä 61 miljoonalla eurolla. Teollisuussijoituksen sijoitukset ja sijoitussitoumukset olivat keväällä 2010 yhteensä 640 milj. euroa ja niistä suurin osa (88 %) oli välillisiä, ts. sijoituksia yksityisiin (määräaikaisiin) pääomasijoitusrahastoihin.

²² Puttonen (2010, s. 16 ja 69) on arvioinut, että Työ- ja elinkeinoministeriön (TEM:in) alaiset julkiset yritysrahoitusorganisaatiot (Finnvera, Teollisuussijoitus, Tekes ja nykyiset ELY-keskukset) tarjosivat yrityksille rahoitusta lainoina, takauksina, vientitakauksina ja avustuksina vuonna 2009 yhteensä 1.8 miljardilla eurolla ja että niiden yritysrahoitus- ja palveluiden parissa työskenteli virkamiehiä noin 840 henkilötyövuoden edestä.

²³ Ks. Finnvera Oyj:n vuosikertomus 2009.

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 tähtäävien yritysten rahoituksen määrällisessä tarjonnassa olisi merkittäviä katvealueita.²⁴

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.²⁵

3.3 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 osa maksamistaan TyEL-vakuutusmaksuista, mikäli tietyt ehdot täyttyvät. Tämän lainarahoituksen hinta perustuu laina-ajan pituuden mukaan määriteltäviin ns. TyEL-viitekorkoihin, jotka otettiin käyttöön 1997 ja joiden laskennan perusteena käytetään sekä euribor-korkoja että euroalueen valtioiden viitelainojen tuottoja.²⁶ TyEL-lainakorko on TyEL-viitekorko lisättynä 0,3 prosenttiyksiköllä. Mikäli lainan vakuudet eivät ole riittäviä, eläkelaitokset lisäävät myöntämiensä lainojen korkoihin riskilisän. TyEL-lainat ovat vakuudellisia ja vakuudeksi hyväksytään mm. talletuspankin, Finnveran tai kunnan takaus, sekä vakuutusyhti-

²⁴ Yhteensä TEM:in alaiset julkiset yritysrahoitusorganisaatiot tarjosivat rahoitusta aloittaville yrityksille vuonna 2009 noin 363 miljoonalla eurolla (Puttonen 2010, s. 70).

²⁵ Ks. myös Puttonen (2010, s. 16), joka toteaa, ettei "(...) kasvuyrittäjyyden edistämiseen tarvita lisää rahaa".

²⁶ TyEL-korkoihin sidottujen luottojen laina-aika voi olla 1-10 vuotta.

ön tai Vakuutusosakeyhtiö Garantian takausvakuutus. 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 2009 lopussa yksityisen sektorin eläkerahastojen sijoituksista 4,9 mrd. euroa oli TyEL-takaisinlainoja. Vuonna 2008 käynnistynyt rahoitusmarkkinoiden kriisi nosti näiden lainojen kysyntää merkittävästi. Tästä kertoo se, TyEL-lainojen määrä on noin kymmenkertaistunut viimeisten parin vuoden aikana.²⁷ TyEL-lainat olivat toisin sanoen marginalisoituneet suomalaisten yritysten rahoituslähteenä ennen finanssikriisiä, mutta nousivat kriisin seurauksena ainakin hetkellisesti merkittäväksi ulkoisen rahoituksen lähteeksi. TyEL-lainoja voivat nostaa sekä listatut että listaamattomat yritykset.

Yksityisten eläkerahastojen sijoituksista 3,3 mrd. euroa oli vuoden 2009 lopulla sijoituslainoja. Ne eroavat TyEL-takaisinlainoista siten, että lainan myöntäminen ja sen ehdot ovat eläkelaitoksen itsensä päätettävissä.

Eläkerahastojen merkityksestä oman pääoman ehtoisen rahoituksen lähteenä suomalaisille aloittaville ja pk-yrityksille on hieman vaikeampi saada tarkkaa kuvaa. Yksityisten eläkerahastojen sijoituksista oli muita (noteeraamattomia) osakesijoituksia vuoden 2009 lopulla 4,1 mrd. euroa. Eläkerahastojen pyrkimystä riskien maantieteelliseen hajauttamiseen kuvaa se, että näistä sijoituksista merkittävä osa on mm. kansainvälisiä pääomasijoituksia. Kotimaisiin pääomasijoitusyhtiöihin tästä oli vuoden 2009 lopulla sijoitettuna ilmeisesti noin kymmenesosa eli vajaat 500 miljoonaa euroa.²⁸

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. Taulukossa 2 on esitetty tätä varten suomalaisten pääomasijoittajien keräämien varojen kumulatiiviset kertymät vuosilta 1994–2007 sijoitta-

²⁷ TyEL-lainojen kysyntä on kuitenkin hiljentynyt tästä jo selvästi.

²⁸ 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 suhde oli samankaltainen; ks. Suomen Pankin Rahoitusmarkkinaraportti 2009/1, p. 11.

jien mukaan luokiteltuna.²⁹ 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 mrd. euroa eli yhden neljänneksen pääomista. Tämä eläkerahastojen osuus vastaa eurooppalaista tasoa.³⁰ Vaikka taulukon 2 luvuista ei voi tarkasti erotella kotimaisten ja ulkomaisten eläkevarojen osuutta, merkittävä osa sijoituksista on tullut kotimaisilta eläkeyhtiöiltä.

Taulukko 2: Eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt pääomasijoitustoimialan pääomanlähteenä 1994–2007 (Lähde: FVCA vuosikirjat ja toimialakatsaukset ja kirjoittajan laskelmat).

	Euroa, mrd.	Osuus, %
Eläkeyhtiöt	1,793	25 %
Vakuutusyhtiöt	1,226	17 %
<u>Muut rahoituslähteet</u>	<u>4,159</u>	<u>58 %</u>
Yhteensä	7,178	100 %

Toiseksi, merkittävä osa eläkerahastoja on varsin hiljattain lähtenyt mukaan rahastojen rahastoon, joka sijoittaa kasvuyrityksiin sijoitaviin, Suomessa toimiviin pääomasijoitusrahastoihin.³¹ Kyseessä on Teollisuussijoituksen ja työeläkeyhteisöjen vuonna 2009 perustama Kasvurahastojen Rahasto Ky:n. Tämän rahastojen rahaston pääoma on 135 miljoonaa euroa. Työeläkeyhteisöjen sitoumukset siitä ovat yhteensä 60 % ja Teollisuussijoituksen 40 %.^{32,33}

Kasvurahastojen rahasto teki vuonna 2009 sijoituksia 35 miljoonalla eurolla, jotka se sijoitti Folmer Equity, Nexit Infocom ja Sentica Buyout -rahastoihin. Nämä pääomasijoitusrahastot sijoittavat kotimaisin kasvuvaiheen ja vakiintuneempiin pk-yrityksiin sekä yritysjärjestelyihin Suomessa ja myös muissa maissa.

²⁹ Taulukon 2 luvut eivät kata vuosia 2008–2009, koska näille vuosille ei ole saatavissa vertailukelpoisia lukuja.

³⁰ Ks. myös Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys (2006), s. 134.

³¹ Rahaston perustamista on pohdittu mm. Paasivirran ja Valtosen (2004) selvityksessä aloittavien innovaatioyritysten siemenrahoituksesta (ns. AISP-strategia).

³² Mukana Kasvurahastojen Rahastossa ovat Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Kuntien eläkevakuutus, Valtion Eläkerahasto, Keskinäinen vakuutusyhtiö Eläke-Fennia, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Tapiola, OP-Henkivakuutus Oy, OP-Eläkekassa ja Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Etera.

³³ Myös muissa maissa on pohdittu eläkevarojen kohdistamista kansallisiin pääomasijoituksiin; ks. esim. Iso-Britannian ”UK Innovation Investment Fund” eli ns. UKIIF-rahaston toimintaidea. <http://www.capitalforenterprise.gov.uk/ukiif>.

4 Johtopäätökset

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. Erilaisissa eläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeneissa 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 tuotto-vaatimuksen kustannuksella eli joko siten, että eläkevaroista tehtävien sijoitusten tuotto-vaatimusta 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 rahoituspohjaan. Näitä perusteluja on ollut hieman yksinkertaistaen 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.

4.1 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 yrityksen 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 tyyppillisten 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. Kuten kappaleessa 3 todettiin, näiden julkisten toimijoiden yhteenlaskettu rahoituksen tarjonta ja ”markkinaosuus” ovat jo nyt varsin korkeita. Jos eläkesijoituksia vaaditaan kohdistettavan nykyistä enemmän suoraan kotimaiselle listaamattomille yrityksille tai pk-sektorille, on tarpeen kysyä, eivätkö olemassa olevat julkiset organisaatiot kykene hoitamaan niille asetettuja tehtäviä?³⁴ Miksi eläkerahastoille asetettaisiin epäsuorasti tehtävä paikata yritysrahoitusmarkkinoiden puutteita, jos sitä varten erityisesti perustetut organisaatiot eivät siihen kykene?

Kolmanneksi, on syytä epäillä, että pelkästään työllisyyden ylläpitämisen nimissä kohdistettu (ylimääräinen) rahoitus yrityssektorille vaarantaa tuottavuuskehityksen ja erityisesti nykyisiä työpaikkoja tuottavampien (ja siten esimerkiksi globaalissa kilpailussa pidempään kestävämpien) työpaikkojen syntymisen.³⁵ Kuten kappaleessa 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

³⁴ Julkinen yritystukijärjestelmä ei toimi tällä hetkellä parhaalla mahdollisella tavalla ja sitä on mahdollista tehostaa; ks. mm. Murray, Hyytinen ja Maula (2009) ja osin sen pohjalta laadittu Puttosen (2010) selvitysmiesraportti, joka on tuorein julkisen yritystukijärjestelmän kehittämistä tarkasteleva selvitys. Mikäli koetaan, että rahoitusmarkkinoiden puutteita ei kyetä riittävästi paikkaamaan, on ensisijaisesti pyrittävä tehostamaan olemassa olevan julkisen yritystukijärjestelmän toimintaa.

³⁵ Talouskasvua ja siten kansantalouden palkkasumman kasvua voidaan periaatteessa tavoitella sekä luomalla työpaikkoja että parantamalla tuottavuutta. Pitkällä aikavälillä talouskasvu perustuu kuitenkin ennen kaikkea tuottavuuden nousuun, mutta se ei voi perustua työllisyyden jatkuvaan kasvattamiseen. Työllisyyden ylläpitämisen kääntöpuoli on se, että se saattaa haitata tuottavuuskehitystä, jos työllisyyden ylläpitämisen myötä päädytään esimerkiksi hidastamaan tuottamattomampien yritysten poistumista markkinoilta.

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. Kappaleessa 3 mainittu Japanin esimerkki on tästä näkökulmasta varoittava.

Neljänneksi, vaikka finanssimarkkinoiden kriisi nosti hetkellisesti TyEL-takaisineläiden kysyntää, sitä ei ole syytä automaattisesti nähdä yhtenä lisäsyynä sille, että kotimaahan kohdistuvilla 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-takaisineläinlainaus tehokkain ja järkevin tapa varautua tämänkaltaisiin yritysrahoituksen tarjonnan häiriötilanteisiin? Tämän kriisin yhteydessä TyEL-takaisineläinlainausjärjestelmä oli valmiina olemassa ja sitä hyödynnettiin, mutta tämä ei luonnollisestikaan välttämättä tarkoita, että järjestely olisi erityisen tehokas tai hyvä tapa reagoida koetunkaltaisiin kriiseihin.³⁶ On myös syytä korostaa, että kriisi johti *aluksi* nimenomaan vakavaan markkinahäiriöön yritysrahoituksen yksityisessä *tarjonnassa*, mutta on sittemmin muuttunut selvemmin yritysten kysyntäongelmaksi ja paljastanut suomalaisen yrityssektorin rakenteellisia ongelmia, joilla ei ole välttämättä väliä yhteyttä alkuperäiseen rahoituksen tarjontahäiriöön. Koska TyEL-takaisineläinlainauksella on ominaisuus, että 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.

³⁶ Yksi pohtimisen arvoinen asia on riskienhallinta eläkejärjestelmän sijoitusten näkökulmasta: Eläkevaroista on jo normaalioloissa sijoitettu Suomeen enemmän kuin laajamittaiseen kansainväliseen hajautukseen tähtäävä sijoituspolitiikka sallii. Mikäli eläkevaroja hyödynnetään yritysrahoituksen lähteenä jatkossa aina erityisesti Suomea kohtaavien talouskriisien yhteydessä, se tarkoittaa, että TyEL-lainakanta kasvaa aina kriisien yhteydessä ja että eläkerahastot kasvattavat entisestään Suomen kansantalouden kehitykseen liittyvää riskiään erityisesti hankalissa markkinaolosuhteissa. Entäpä jos jokin tulevista kriiseistä syvenee ja muuttuu luonteeltaan sellaiseksi, että TyEL-lainoja nostaneet suomalaiset yritykset ja niille takauksia myöntäneet toimijat ajautuvat laajamittaisiin ongelmiin?

4.2 Eläkevarat ja riskisijoitukset yrityksiin

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

tettu 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 seuranta. Pääomasijoittajat ovat erikoistuneet näiden sijoitusten tekemiseen, joten tämänkaltaisen suoran tai epäsuoran ”velvoitteen” 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, että minkä vuoksi tämänkaltaisen velvoite olisi ylipäättään 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: Ensimmäinen, Suomessa pitäisi olla ilmeisesti tällä hetkellä *sekä* paljon hyviä *potentiaalisia* tai jo markkinoilla toimivia pääomasijoittajia, jotka eivät nykyoloissa onnistu keräämään varoja (pääoman niukkuuden vuoksi) pääomasijoitusrahoitukseensa *että* paljon potentiaalisia kasvuyrityksiä, joita nykyiset pääomasijoittajat eivät halua tai kykene *pääomien niukkuuden vuoksi* rahoittamaan. Toiseksi, riskipääoman lisäyksen pitäisi kohdistua yrityksille luvussa 2 kuvatulla tavalla valikoivasti, jotta se vaikuttaisi esimerkiksi toivotulla tuottavuuskasvua nopeuttavalla tavalla yritysten ja toimipaikkojen kehitykseen ja niiden vaihtuvuuteen.

4.3 Lopuksi

Yllä esitetyt pohdinnat kyseenalaistavat näkemyksen, että yritysrahoituksen tarjontaa kannattaisi lisätä ylipainottamalla (entistä enemmän) kotimaisia eläkesijoituksia ja että

se olisi tehokas keino yrittää turvata suomalaista työllisyyttä suomalaisissa yrityksissä tai nopeuttaa talouskasvua. Mikäli yllä sanotusta huolimatta eläkesijoituksissa ylipainotettaisiin sijoituksia kotimaisiin listaamattomiin yrityksiin, täytyisi kysyä, milloin ylipainotus olisi eläkejärjestelmän kestävä rahoituksen näkökulmasta perusteltua:

Niiden ylipainotuksen puolestapuhujien, jotka korostavat työpaikkojen turvaamisen näkökulmaa, olisi kyettävä osoittamaan kaksi asiaa. Ensinnäkin heidän on osoitettava se, että ylipainotuksesta seuraavalla rahoituksen tarjonnan kasvulla on ylipäättään toivottu työllisyysvaikutus ja että tämä vaikutus on niin suuri, että se kannattaa kansantalouden tai eläkejärjestelmän näkökulmasta tehdä eläkevarojen tuottovaatimuksen kustannuksella. Toiseksi tulisi osoittaa se, että ylipainotuksesta seuraava työllisyysvaikutus on myös riittävän suuri kattamaan siitä mitä ilmeisimmin aiheutuva tuottavuuskehityksen hiipuminen. Listaamattomille yrityksille työllisyyden ylläpitämiseksi kohdennetun yritysrahoituksen keinotekoinen kasvattaminen johtaa nimittäin mitä todennäköisimmin siihen, että päädymme pitämään toiminnassa keskimääräistä alhaisemman tuottavuuden toimipaikkoja.

Niiden ylipainotuksen puolestapuhujien, jotka korostavat talouskasvunäkökulmaa, olisi puolestaan kyettävä osoittamaan, että nimenomaan eläkerahastoista saatavilla olevan riskipääoman määrän lisääminen nostaa talouden pitkän aikavälin kasvuedellytyksiä. Nykytiedon valossa – ja ottaen huomioon mm. julkisen sektorin muut toimet riskipääoman tarjonnan kasvattamiseksi – pääomasijoituksiin ja vastaaviin sijoituksiin saatavilla olevien pääomien yksioikoinen lisääminen ei ilmeisesti ole *riittävä* ehto sille, että talouden kasvuedellytykset paranevat. Vaikka kotimaisten riskisijoitusten tarjontaa olisikin tarvetta vahvistaa, erityisen hankalaa on nähdä, miksi niin kannattaisi tehdä eläkevarojen poliittisella ohjauksella. Ei ole uskottavaa ajatella, että eläkevarojen ylipainotuksesta seuraava riskirahoituksen tarjonnan kasvu nopeuttaisi kansantalouden tuottavuuskehitystä niin paljon, että se voitaisiin tehdä eläkejärjestelmän rahoitusta vaarantamatta ja että se kannattaisi tehdä eläkevaroille asetettavaa tuotto-riskiprofiilia vinouttamalla.

Totean lopuksi, että tässä kirjoituksessa 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, markkinaehtoisella sijoitustoiminnallaan osaltaan, että Suomeen kanavoituvalta ulkoi-selta rahoitukselta vaaditaan oikeanlaista (so. riittävän korkeaa) tuotto-riski suhdetta. Tämä varmistaa, että suomalaisia yrityksiä ja hankkeita rahoitetaan valikoivasti, talou-den pitkän aikavälin kasvua tukevalla tavalla.

Kirjallisuusviitteet

Aghion, P., Fally, T. ja Scarpetta, S., 2007, Credit constrains as a barrier to the entry and post – entry growth of firms, *Economic Policy*, October 2007, s. 731–779.

Caballero, R. J., Hoshi, T. ja Kashyap, A. K., 2008, Zombie lending and depressed re-structuring in Japan, *American Economic Review*, 98(5), s. 1943-1977.

Disney, R., Haskel, J. ja Heden, Y., 2003, Restructuring and productivity growth in UK manufacturing, *Economic Journal*, 113(489), s. 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, s. 434-463.

Finnvera Oyj:n vuosikertomus 2009, Finnvera Oyj.

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(2), s. 195-228.

Hyytinen, A., 2008, Yritysten ja innovaatioiden rahoitus, *Kansantaloudellinen aikakau-sikirja* 2/2008, 104, s. 154–160.

Hyytinen, A. ja Pajarinen, M., 2005, *Luottomarkkinoiden epätäydellisyydet ja pk-yritysten rahoitusympäristö Suomessa*, Kauppa- ja teollisuusministeriö, 2/2005.

Hyytinen, A. ja Pajarinen, M., 2005b, Yritysrahoitusmarkkinoiden syventyminen ja talouskasvu, teoksessa: Mistä talouskasvu syntyy? (toim. A. Hyytinen ja P. Rouvinen), Etla B 214, 2005, Luku 6.

Hyytinen, A. ja Rouvinen, P., 2005, Onko talouskasvua ilman yrittäjiä?, teoksessa: *Mis-tä talouskasvu syntyy?* (toim. A. Hyytinen ja P. Rouvinen), Etla B 214, 2005, Luku 7.

Hyytinen, A. ja Rouvinen, P., 2006, Mistä talouskasvu syntyy? Näkökulmia kasvun lähteistä, *Kansantaloudellinen aikakausikirja* 1/2006, 102, s. 21–32.

Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. ja Ylä-Anttila, P., 2003, Does financial de-velopment matter for innovation and economic growth? Implications for public policy: Teoksessa: *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Per-spectives* (toim. A. Hyytinen ja M. Pajarinen), ETLA B 200, 2003, Luku 11.

Hyytinen, A. ja Maliranta, M., 2010a, Firm Life-Cycles and external restructuring, julkaisematon käsikirjoitus.

Hyytinen, A. ja Maliranta, M., 2010b, Yritysrahoitus ja työmarkkinajoustot tuottavuuskasvun lähteenä: Teoksessa: *Työ, talous ja yliopisto. Jaakko Pehkonen 50 vuotta* (toim. K. Heimonen ja H. Tervo), luku 19, s. 189–206.

Jovanovic, B., 1982, Selection and the Evolution of Industry, *Econometrica*, 50(3), s. 649-670.

Kauppi, H. ja Hyytinen, A., 2002, Rahoituksen markkinaehtoistuminen ja talouden toimialarakenne. Havaintoja Suomesta 1980–2000, *Kansataloudellinen aikakauskirja*, 2/2002, 98, s. 177–198.

Levine, R., 2005, Finance and Growth: Theory and Evidence, teoksessa *Handbook of Economic Growth* (toim. Aghion, P. ja Durlauf, S.), Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers.

Louekoski, M., 2005, *Työeläkevakuutusyhtiölain uudistamistarpeet*, Sosiaali- ja terveysministeriön työryhmämuistioita 2005:15.

Maliranta, M., 2009, In Search of an Ideal Method for Analyzing Micro-Level Dynamics of a Great Productivity Leap. Käsikirjoitus, esitetty Comparative Analysis of Enterprise Data (CAED) -konferenssissa, Tokiossa 2-4.10.2009.

Maliranta, M., 2010, Tuottavuuden trendi kriisin jälkeen – mihin tuottavuuden mikrojaljet osoittavat?, teoksessa: *Kriisin jälkeen* (toim. P. Rouvinen ja P. Ylä-Anttila), luku 18, s. 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(6), 1161-1191.

Maula, M. Murray, G. ja Jääskeläinen, M., 2007, *Public financing of young innovative companies in Finland*, KTM Julkaisuja 3/2007.

Murray, G., Hyytinen, A. ja Maula, M. 2009, Growth entrepreneurship and finance, teoksessa: R. Veugelers, K. Aiginger, D. Breznitz, C. Edquist, G. Murray, G. Ottaviano, A. Hyytinen, A., Kangasharju, M. Ketokivi, T. Luukkonen, M. Maliranta, M. Maula, P. Okko, P. Rouvinen, M. Sotarauta, T. Tanayama, O. Toivanen ja P. Ylä-Anttila (toim.), *Evaluation of the Finnish National Innovation System - Full Report*: Taloustieto Oy (on behalf of the Ministry of Education and the Ministry of Employment and the Economy), 147-202.

Pääomamarkkinat – Kasvun paikka, 2009, Pörssisäätiö.

Pk-yritysbarometri 2009/syksy ja 2010/kevät, Suomen Yrittäjät, Finnvera Oyj ja TEM.

Paasivirta, A. ja Valtonen, P., 2004, *Aloittavien innovaatioyritysten siemenrahoituksen ja palvelujärjestelmän uudistamisstrategia (AISP-strategia)*. KTM Julkaisuja 28/2004.

Puttonen, V., 2010, *Julkisen kasvurahoituksen ja yritystukijärjestelmän kehittäminen. Selvitysmiehen raportti*. Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisu. Innovaatio, 29/2010.

Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan kehittäminen, 1996.

Työeläkejärjestelmän sijoitustoimintaa koskeva selvitys, 2006.

Yksityisten alojen työeläkejärjestelmän vakavaraisuussäätelyn uudistamista selvittäneen asiantuntijatyöryhmän selvitys, 2010, Sosiaali- ja terveysministeriön selvityksiä 2010:14.