

## Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980–2002\*

Ari Hyttinen

KT, Tutkimuspäällikkö

Kalifornian yliopisto (Berkeley),

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos (ETLA) ja

Ehtatieto Oy

Tuomas Takalo

VTT, Tutkimusohjaaja

Suomen Pankki

Iikka Kuosa

KT, Tutkija

Helsingin kauppa- ja kauppakorkeakoulu ja

LTT-Tutkimus Oy

### 1 Johdanto

Viimeisen parin vuosikymmenen aikana suomalaisten yritysten rahoitusympäristö on muuttunut. Rahoitusmarkkinoiden sääntely on purettu, ja sitä koskevaa lainsäädäntöä on harmonisoitu kohin yleiseurooppalaisia standardeja. Tämän artikkelin tavoitteena on kuvata vuosien 1980–2002 tapahtumien seurauksia ra-

hoitusmarkkinoilla. Tukeutuen aikaisempaan tutkimukseemme (Hyttinen, Kuosa ja Takalo 2003b) ja sitä täydentäksemme kuvaamme tapahtunutta kehitystä sekä kvalitatiivisesti että käyttäen viimeaikaisessa rahoitusjärjestelmän kehityskirjallisuudessa luotuja kvantitatiivisia mittareita. Sovellamme suomalaisen rahoitusmarkkina-aineistoon kuutta *Beckin* ja *Levinen* (2002a) ideoimaa rahoitusmarkkinoiden kehitystä kuvaavaa indeksia. Niistä kolme mittaa rahoitusmarkkinoiden kokoa ja kolme rahoitusmarkkinoiden rakennetta.

Esitämme, että Suomen rahoitusmarkkinat eivät ole merkittävästi kasvaneet suhteessa talouden kokoon vuosina 1980–2002. Sen sijaan Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenne on muuttunut. Perinteisesti Suomessa on vallinnut

pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä, jossa yritysten rahoitus on perustunut velkarahoitukseen ja pitkäaikaisiin pankkisuhteisiin. Osakemarkkinat ovat olleet pienet ja epäillkvidit (*Hietala* 1989 ja *Kasanen, Kinnunen ja Niskanen* 1996). Vaikka poistamme osakkeiden hintavähtelyjen aikaansaaman osakemarkkinoiden näennäiskäsvun rahoitusjärjestelmän kehitystä kuvaavista mittareistamme, niiden mukaan vuosittuhannen lopun lähesyessä rahoitusjärjestelmä nojasi yhä enenevässä määrin osakemarkkinoihin. Kehitys on jatkunut 2000-luvulla. Samanaikaisesti perinteisen rahoituslaitoksen kautta kanavoituvan velkarahoituksen merkitys on vähentynyt. Dokumenttoimenne sekä yritysten omistusrakenne ovat vuosina 1980–2000 muuttuneet.

Tuloksemme täydentävät *Kaupin* ja *Hyttisen* (2002) kuvausta rahoitusmarkkinoiden monipuolistumisesta, sekä tarkentavat heidän havaintojaan Suomen elinkeinoelämän rakennemuutoksen ja rahoituksen ”markkinaehtoisuuden” välisestä yhteydestä (ks. myös *Hyttinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila* 2003). Tämä artikkeli täydentää myös aikaisemmassa tutkimuksesamme (Hyttinen, Kuosa ja Takalo 2003a) esittämämme näkemyksiä sijoittajansuojan kehityksestä 1980–2000 ja lainsäädännön roolista Suomen rahoitusjärjestelmän rakennemuutoksessa.

Seuraavassa luvussa arvioidaan kvalitatiivisesti Suomen rahoitusmarkkinoiden ja yritysten rahoitusympäristön kehitysmistä vuosina 1980–2002. Kvalitatiivisesta arvioinnista nousvia hypoteeseja koetellaan luvussa 3, jossa mitaamme rahoitusjärjestelmän kehitystä ja muutosta kvantitatiivisesti. Johdopäätökset löytyvät luvusta 4.

### 2 Kvalitatiivinen arviointi

Kuren *Kiander* ja *Vartia* (1998) dokumentoivat, rahoitusmarkkinoiden sääntely alkoi Suomessa 1930-luvun laman jälkeen muiden maiden tavoin. Sääntelyä laajennettiin sen jälkeen kansainvälisiä kehityssuunta mukailleen. Tämän vuoksi 1980-luvun alussa Suomen rahoitusmarkkinat olivat varsin tiukasti säännelty. Suoran sääntelyn lisäksi verotus muokkasi rahoitusjärjestelmää, erityisesti koska korkomenot olivat verovähennyskelpoisia, mutta omantapiohjeellinen rahoitus oli raskasti verotettua.

Verovähennysoikeuksien, pienten nimellisten lainakorkojen ja korkean inflaation takia 1980-luvun alussa reaalinen lainakorko oli negatiivinen, mistä seurasi lainojen ylikysyntä. Lainakorkojen verovähennysoikeus tuki pankkeja ja esti tehokkaasti muiden rahoituksen väliittäjien tuloa markkinoille. Sääntely ja pienet lainakorot vaikuttivat suotuisesti lainaajien valikoitumiseen rahoitusmarkkinoilla, vähensivät pankkien välisiä kilpailuja ja kannustivat luonnan läheisiä asiakassuhteita (*Dreves ja Pazarbasioglu* 1995).

Kuitenkin 1980-luvun alussa kävi ilmi, että sääntely rahoitusjärjestelmä oli tulossa tiensä päähän. Huolimatta sääntelystä ja tukemisesta suomalaisten talletuspankkien kannattavuus oli heikointa Euroopassa. OECD:n pankkien kannattavuutta mittaavan Bank Profitability Statistisen mukaan suomalaisten pankkien toiminnallinen tulos ennen luottotappioita oli 0,75 prosenttia taseen loppusummasta ajanjaksoilla 1980–1984. Vain belgalaisilla pankkeilla oli tilastojen mukaan huonompi kannattavuusaste (0,54%).

Saman aikaan voimakas teollinen murros tuotti tarpeen siirtää varoja taantuvilta toimialoilta kasvaville. Esimerkiksi vuosien 1981 ja

1985 välillä keskimääräisen T&K-menojen reaalisen kasvun yrityssectorilla voidaan arvioida olleen noin 13 prosenttia, kun vastaava kasvuaste kiinteän pääoman muodostumisessa oli selvästi pienempi. Tällaisissa olosuhteissa pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä toimii usein huonosti (*Holmström ja Kaplan 2001*). Suomalaiset yritykset käyttivätkin enemmän pitkän aikavälin rahoitusta kasvunsa rahoittamiseksi 1980-luvulla kuin yritykset muissa maissa (*Deming & Kum ja Maksimovic 1998*), mutta rahoituspalvelusektorin instituutit nosivat riskipääomaa osakemarkkinoilla samassa laajuudessa kuin tavalliset liiketoimintaa harjoittavat yritykset.

Koska vanha järjestelmä ei enää kyennyt täytämään yritysten rahoitustarpeita, sekä lainanottajat ja -antajat että rahoituksen välittäjät alkoivat kiertää sääntelyä. Syntyivät ns. harmaat lainamarkkinat, joilla sääntelämän liikepankkien lainausto tapautti pankkien omistamien rahoitusyhtiöiden kautta (*Swoboda 1986* ja *Drees ja Pazarbasoglu 1995*). Sääntelämättömän luotonannon osuus kokonaislaina-asteesta kasvoi 17 prosentin 35 prosenttiin tammikuusta 1980 joulukuuhun 1985 mennessä (*Swoboda 1986*). Sääntelämättömät talletukset, kuten verotettavat talletukset, kasvoivat myös, mutta eivät niin nopeasti kuin sääntelämättömän lainaanto. Syntyivät myös eräänlaiset harmaat osakemarkkinat, joilla ulkomaalaiset sijoittajat kävivät kauppaan ns. vapaista osakkeista (*Hietala 1989*).

Vaikeudet rahoituspalvelusektorilla ja sen sääntelyssä, sekä Britannian ja muiden Pohjoismaiden esimerkki johtivat vähittäiseen rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen (kuviot 6) ja Vuoteen 1998 mennessä suurimmat rajoitukset, mukaan lukien pääomanliikkeiden rajoitukset ja korkosääntely, olivat poistuneet.

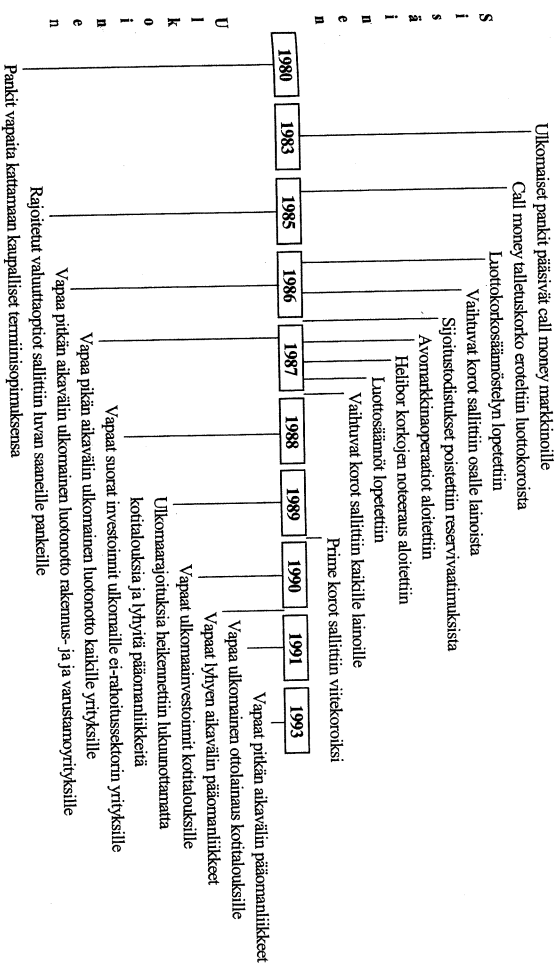
Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen myötä osakerahoituksen merkitys alkoi kasvaa. Lisätautumisosakeantien määrä kasvoi 1980-luvun loppupuolella ja oli huipussaan vuonna 1989, jolloin listautui 43 yritystä. Lisäksi osakemarkkinoiden likviditeetti parani, ja 23 kehitys- tai pääomasijoitusyhtiötä perustettiin 1984–1986. Talletuspankkien rooli osakkeiden välityksessä, investointipankki- ja pääomasijoitustoiminnassa oli kuitenkin huomattava.

Muutenkin rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen vahvensi aluksi talletuspankkien keskeistä asemaa. Se kiinnitti kilpailua rahoituspalvelusektorilla ja käynnisti luottokannan nopean jopa 25–30 prosentin reaalisen vuosittaisen kasvun. Lisäksi ulkomaanrahamaääräinen otollisuus kasvoi. Siten taloudenpöytäajien velkaantuneisuus ja esimerkiksi kokonaislaina-asteen BKT-osuus kasvoi voimakkaasti. Tämän vuoksi kansantalous velkaantui nopeasti 1980-luvun lopulle tullessa. Kansantalous oli siten heikää ulkoisille häiriöille, joita se koki 1990-luvun alussa. Kun lainanottoajien tulot ja varallisuus hupeinivat dramaattisesti vuonna 1991 ja konkurssien määrä kasvoi räjähdysmäisesti, pankit kohtasivat vakavia ongelmia. Valuuttakriisi nosti ensin lyhyitä korkoja ja siten laski valutan arvoa. Tämä heikensi edelleen lainanottoajien kykyä hoitaa lainojaan, etenkin koska monet olivat ottaneet valuueralainoja.

Valuuttakriisiä seurannut pankkikriisi muokkasi rahoitusjärjestelmän perustrellisesti. Säästöpankkiryhmä käytännössä katsoi, joko pakotettujen fuusioiden tai muiden pankkiryhmien yritysostojen vuoksi (*Kuuseterä 1995*).

<sup>1</sup> Rahoitusmarkkinoiden vapauttamista ovat tarkemmin kuvanneet esim. *Drees ja Pazarbasoglu (1995)* ja *Vihriälä (1997)*. *Kuutio 1 on hieman täydennetty versio Vihriälän (1997) kuutiosta 1.*

Kuutio 1. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen (Lähde: Vihriälä 1997).



Pankit, joita ei pakotettu yritysjärjestelyihin, ryhtyivät niihin vapaehtoisesti. Esimerkiksi kaksi suurinta liikepankkia (KOP ja SYP) fuusioituivat vuonna 1995.

Lyhyellä aikavälillä pankkikriisi johti ulkoisen rahoituksen tarjonnan vähennykseen. Vaikka näyttö yleisesti luottolamasta on heikkoa (*Vihriälä 1997*), *Saarenbermon* (1995) mukaan luottotarjonnan supistuminen pienensi yksityisluottotarjonnan suhteellisesti yksittäisiä investointeja 3,3 miljardia euroa vuodessa 1990-luvun alussa. Samoin pankkikriisin aikana suomalaisista pk-yrityksistä useampi kuin joka kolmas piti rahoituksen saatavuutta yrityksen kehittämisen suurimpana esteenä. Yritysten viertään pääoman ja omapääoman suhde laski 1991–1993 nopeasti tasolle, jolla se oli viimeksi ollut ennen rahoitusmarkkinoiden vapauttamista 1970-luvulla.

Rahoituspalvelusektorin myllerryksen etkä tärkein pitkän aikavälin vaikutus koskee pk-yritysten ulkoista rahoitusta. Kuten *Petersen ja Rajan* (1994) ja *Berger ja Udell* (1998) argumentoivat, pk-yritysten ulkoinen rahoitus riippuu suhteisiin perustuvan luoton tarjonnasta, ja se romahti Suomessa 1990-luvulla. Ensimmäkin sääntelyn purkaminen kiristi kilpailua sekä pankkisektorin sisällä että sektorin ulkopuolella. Tämä heikentää pankkien suhteita pitkäaikaisiin luotonottoajiin (*Petersen ja Rajan 1995* ja *Booth ja Thakor 2000*). Toiseksi pankkikriisi rajoitti (pankki)suhteisiin perustuvaa velkarahoitusta. Kimmunen ja Vihriälä (1999) raporttoivat, että mikäli pk-yritys oli pankkikriisin vuosina suurimmassa vaikeudessa olevien pankkien asiakas, sillä oli suurempi todennäköisyys mennä konkurssiin kuin muina vuosip-

na tai muilla yrityksillä. Lisäksi pankkisektorin keskittymisen vähenen pienien pankkien määrää. Tämäkin voi haitallisesti vaikuttaa pk-yritysten rahoitukseen, koska pienillä pankeilla on taipumus kohdentaa suurempi osa lainavaroista pk-yritysten luottotamaseen kuin suurilla pankeilla (Berger ja Udell 1998 ja Berger, Miller, Petersen, Rajan ja Stein 2002).

Kun kansantalouden tilanne parani 1990-luvun puolivälissä, pankkien mahdollisuudet vallata takaisin entiset asemansa olivat huonot. Kilpailu oli kovenunut ja pankkien mahdollisuuksia varjella omia etujaan oli heikennetty, kuten Hytinen ym. (2003a) dokumentoivat. Sen sijaan osakemarkkinoiden 1980-luvun lopulla alkanut kehitys jatkui 1990-luvun puolivälissä. Lisärautamisannit jatkuivat heit taloudellisen tilanteen parantamista. Kruusi yritysistä listautui menestyksekkäisti jo vuonna 1994 ja tahi kiihtyi seuraavina vuosina. Vuosina 1995–2000 listautui yhteensä 55 yritystä. Kuten Hytinen ja *Pajunen* (2003) osoittavat, myös pääomasijoitus toimiala kasvoi. Ensimmäinen pääomasijoitusyrityksen omistaman yrityksen listautuminen tapahtui vuonna 1994, ja vuoden 2000 loppuun mennessä kaikkiaan 23 pääomasijoitusyrityksen (ositrain) omistamaa yhtiötä oli listautunut. Kaiken kaikkiaan rahoituspalvelusektorin ulkopuolella toimivien yritysten osakeannit kasvoivat 1990-luvulla, ja ne ylittivät selvästi rahoituspalvelusektorilla toimivien annit (ks. myös Kauppi ja Hytinen (2002), Kuvio 7).

Yhteenvetona voidaan sanoa, että Suomen rahoitusmarkkinoiden rakenne muuttui radikaalisti ajanjaksolla 1980–2002. Talletuspankkien ja subdeperusteisen velkarahoituksen merkitys rahoitusjärjestelmässä pieneni samalla kun osakemarkkinoiden merkitys kasvoi.

### 3 Kvantitatiivinen arviointi

#### 3.1 Rahoitusmarkkinoiden kehitys- indeksi

Seuraavaksi mitaamme Suomen rahoitusmarkkinoiden syvyyttä sekä velka- ja osakerahoituksen suhteellista merkitystä yritysten ulkoisen rahoituksen lähteenä Beckin ja Levinen (2002a) kehittämällä indeksillä. Selittäme käytetty mittarit vain lyhyesti, koska yksityiskohdat löytyvät Beckin ja Levinen (2002a) alkuperäisestä artikkelista.<sup>2</sup>

Beckin ja Levinen (2002a) rahoitus toiminnan aktiivisuus (finance-activity) -indeksi kuvaa rahoitusmarkkinoiden toiminnan vilkkautta ja merkitystä. Se lasketaan kahden suhdelluvun logaritmisena muunnoksena. Suhdelluvut ovat 1) yksityisten rahoitusväittäjien tarjoama luotonanto jaettuna BKT:llä sekä 2) osakemarkkinoiden vaihdon arvo jaettuna BKT:llä. Indeksien tulkinta on seuraava: Mitä suuremman arvoin indeksi saa, sitä laajempaa on rahoitusmarkkinoiden toiminta kansantaloudessa tietyllä ajanhetkellä.

Soveltamme rahoitus toiminnan aktiivisuus -indeksi ei ole identtinen Beckin ja Levinen (2002a) määritelmän kanssa. Ensimmäkin laskemme mukaan vain yrityksille myönnetty luotot. Käyttämämme yritys luotonantotilasto on hyvin kattava sisältäen kaiken yritys luoton hyvin kattava sisältäen kaiken yritys luoton

<sup>2</sup> Lisätietoja löytyy myös Beck, Deming, Kunt ja Levinen (2000) ja Levinen (2002) tutkimuksista, joissa on rakennettu samanlaisia indeksejä. Indeksit perustuvat useisiin vartalo- ja vartalo muuttajiin. Suhdelluvun laskemiseen käytetään lä vuoden lopun vartalo muuttajan arvoa ja vartalo muuttajan arvoa tehtyvä ajanjaksona voi aiheuttaa harhaa (ks. myös Beck ja Levine 2002b). Tästä tutkimuksesta tätä "parhaista" on vähennetty käytännöllä periodien t ja t-1 (reaalinen) vartalo muuttajan arvoa ja vartalo muuttajan arvoa (reaalisen) periodin t vartalo muuttajan arvoa.

ruksen, jonka rahoitus palvelusektorin institutiot, julkisen sektorin ja eläkeyhtiöt ovat myöntäneet.<sup>3</sup> Yritys luotonanto sisältää myös rahoitus palvelusektorin institutioiden hallussa olevat yritys joukkovelkakirjat ja yritys todistukset. Toiseksi, "suodattamme" indeksistä osakemarkkinoilla odotuksista syntyvän hintavaikutuksen jakamalla osake vaihdon (value traded) markkinoiden kokonaisarvolla (market capitalisation). Näin syntyy kaupankäynnin vaihtoa mitaava luku, joka ei ole herkkä odotusten luonnille osakekurssien muutoksille, koska osakkeiden hinta on mukana sekä osoittajassa että nimittäjässä. Koska Nokia hallitsi Suomen osakemarkkinoita 1990-luvun loppussa, rakennamme myös indeksin, jossa Nokian mahdolliset vaikutukset on eliminoitu (rahoitus toiminnan aktiivisuus pl. Nokia).

Beckin ja Levinen (2002a) rahoitus sektorin koko (finance-size) -indeksi on myös laskettu kahden suhdelluvun logaritmisena muunnoksena. Suhdelluvut ovat 1) rahoituksen välittäjien tarjoama yksityisen sektorin luotonanto suhteutettuna BKT:seen ja 2) osakemarkkinoiden arvo suhteutettuna BKT:seen. Alkuperäisessä mittarissa osakemarkkinoiden arvo heijastelee varallisuuskohtien inflaatiota (asset price inflation) eli yritysten odotettujen kassavirtojen arvojen nousua. Siksi tässä mitaamme osakemarkkinoiden arvoa reaalisesti eli "odotussopeutetun osakehinnoin" (expectations-adjusted stock prices). Seuraten *Rossananta* ja *Wachelja* (2000) ja Hytistä ja Kauppiä (2002) normalisoimme kokonaismarkkina-arvon aikasarjan vuoden 1995 osakkeiden hintatasolla ja BKT:n aikasarjan vuoden 1995 yleisellä hintatasolla.

<sup>3</sup> Julkisen sektorin osuus yritys luotonannosta oli 1980–2000 keskimäärin 3 prosenttia.

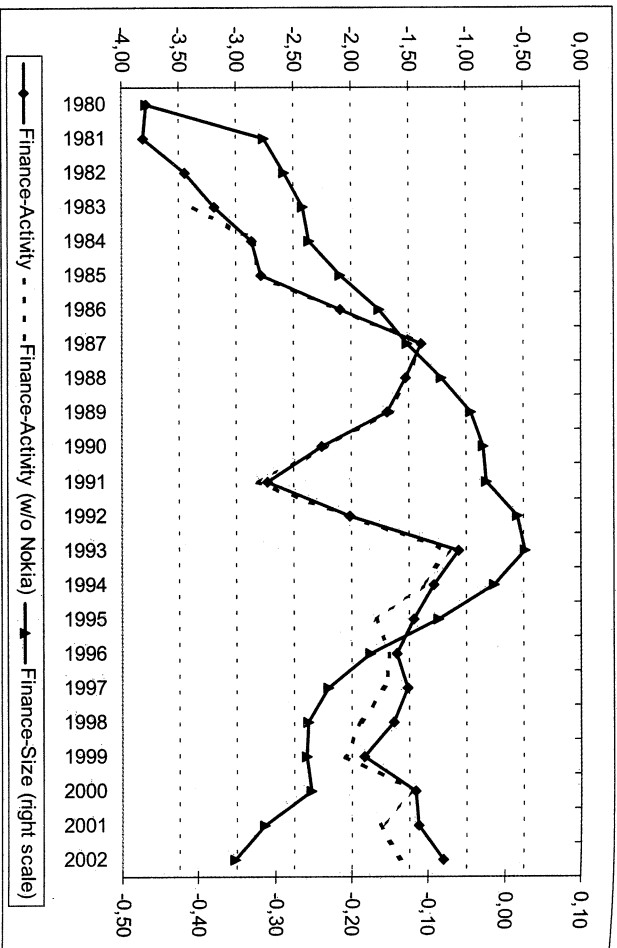
Kuten kuvio 2 näyttää, rahoitus toiminnan aktiivisuus lisääntynyt 1980-luvun ensimmäisellä puoliskolla, laskee sen jälkeen ja saavuttaa alhaisimman tason 1990-luvun laman aikana. Sen jälkeen aktiivisuus nopeasti lisääntynyt, mutta laskee yllättäen 1990-luvun lopulle tulaessa. Rahoitus sektorin koon kehitys on vakampaa, mutta sekin laskee 1990-luvun lopulle tulaessa.

Kuvio 2 herättää kysymyksen siitä, miksi rahoitus markkinoiden aktiivisuus ei ole juuri lisääntynyt. Mittareiden yksityiskohdat paljastavat, että osakemarkkinoiden likviditeetti on parantunut 1990-luvun loppussa, mutta rahoitus palvelusektorin välittämä yritys luotonanto suhteutettuna BKT:seen on vähentynyt jyrkästi samana aikaa.

Tukeeko tilastoaineisto näkemystä, jonka mukaan Suomen rahoitus markkinat ovat siirtäneet pankkikeskeisistä järjestelmästä kohti osakemarkkinakeskeistä järjestelmää? Jotta voimme vastata tähän kysymykseen, sovellamme Beckin ja Levinen (2002a) rakenne-aktiivisuus (structure-activity) ja rakenne-koko (structure-size) -indeksejä suomalaisen aineistoon. Kuten rahoitus toiminnan aktiivisuus ja rahoitus sektorin koko -indeksien tapauksessa,kin poistamme näistä indekseistä osakkeiden hintoihin sisältyvän odotuksien perustava vaikutuksen.

Rakenne-aktiivisuus -indeksin avulla voidaan verrata osakemarkkinoiden aktiiviteettia ja (velka) rahoituksen välittäjien merkitystä toisiinsa. Se lasketaan osake vaihdon (stock market turnover) ja rahoituksen välittäjien yritys-laina-annon välisen suhteen logaritmisena muunnoksena. Indeksissä rahoituksen välittäjien saamisesta suhteutettu BKT:hen. Nokian vaikutus kontrolloidaan laakemalla mittarit myös ilman Nokian (rakenne-aktiivisuus pl.

Kuvio 2. Rahoitusmarkkinoiden kehitys (Lähde: Hyttinen ym. 2003b ja kirjoittajien laskelmat).



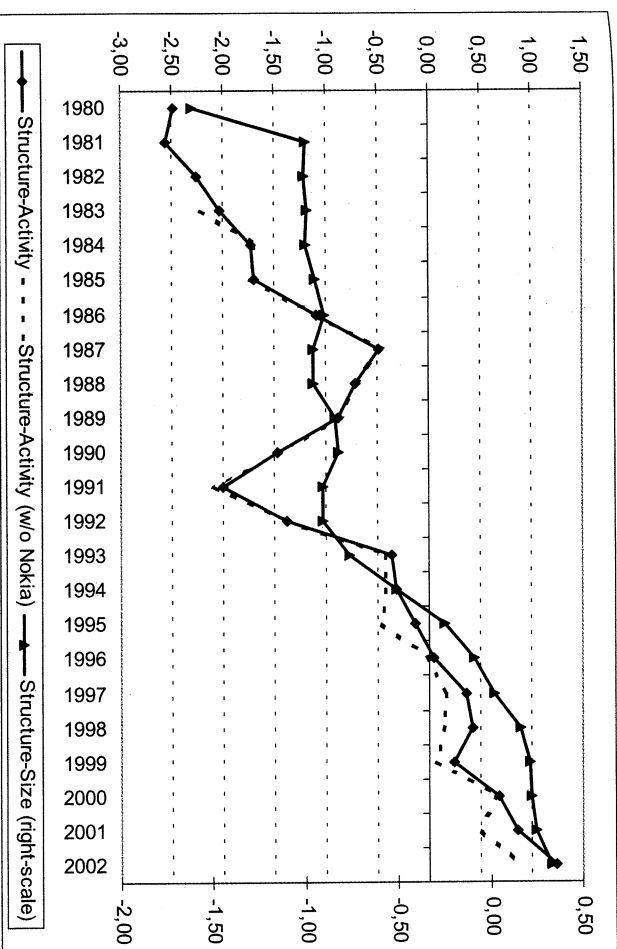
Nokia). Toinen indeksimme eli rakenne-koko -indeksi mitraa osakemarkkinoiden suhteellista kokoa verrattuna rahoituspalvelusektorilla välitetyyn velkarahoitukseen. Se laskeaan reaalisien osakemarkkina-arvon ja rahoituksen välittäjien yrityslaina-annon välisen suhteen logaritmisena muunnoksena.

Kuvio 3 näyttää rakenne-aktiivisuus ja rakenne-koko -mittareiden kehitykset. Mitarit osoittavat, kuinka painopiste Suomen rahoitusjärjestelmässä on viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana siirtynyt velkarahoituksesta kohti osakemarkkinoita. Suuntaus on selvä, vaikka 1990-luvun alun kriisi tilapäisesti keskeytti suuntauksen. Vaikka jo 1980-luvulla tapahtui muutos kohti osakemarkkinakeskeisem-

pää rahoitusjärjestelmää, muutosvaihti kiihtyi 1990-luvun aikana. On mielenkiintoista, että 1990-luvun lopun muutos näkyy voimakkaana, vaikka indekseistä on poistettu osakehintojen nousun vaikutus. Muutos kohti osakemarkkinakeskeisempää rahoitusjärjestelmää on jatkunut myös 2000-luvulla.

Taulukko 1 vahvistaa käsitystä pankkien vähentyneestä merkityksestä rahoitusjärjestelmässä. Ensimmäisen sarakeen yksityinen luotonanto on kattavampi velkarahoituksen mittari kuin aikaisemmin käytetty, sisältäen yritysluotonannon lisäksi kotitalouksille ja voittoa tavoittelemattomille organisaatioille annettut lainat. Karttavamman mittarin mukaan on velkarahoituksen määrä vähentynyt roimasti

Kuvio 3. Rahoitusmarkkinoiden rakenne (Lähde: Hyttinen ym. 2003b ja kirjoittajien laskelmat).



1990-luvulla. Taulukko 1 näyttää myös, että pankkisektorin keskittymisen ja talletusoinnivaikutuksen muutos on harjoittamattomien instituutioiden lisäksi tyminen ovat olleet tunnusomaisia rahoituspalvelusektorin muutosille.

Taulukko 1. Rahoitusjärjestelmän rakenteen indikaattorit (Lähde: Hyttinen ym. 2003b).

Vuosi	Yksityinen luotonanto*	Talletuspankkien lkm.	Talletuspankin ka. koko**	Muiden (non-bank) rahoituslaitosten lkm.***
1980	79 %	653	38,4	13
1985	92 %	644	81,5	19
1990	115 %	519	236,4	75
1995	88 %	347	291,5	180
2000	70 %	335	353,5	153

\* = % BKT:stä (rahoituksen välittäjien, eläkeyhtiöiden ja julkisen sektorin luotonanto)

\*\* = miljoonaa euroa

\*\*\* = Ratan valvomien rahoituslaitosten (pankit pois luki) määrä

## 3.2 Yritysten omistusrakenne

Kuten olemme kuvanneet aikaisemmin (Hyttinen ym. 2003a), ns. oikeusrahoituskriallisuuden (law and finance literature) yksi keskeinen hypoteesi on, että lainsäädäntö ja kontrolli ovat substituutteja (katso esim. *La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ja Vishny* 1998, 2000). Tässä osiossa kuitenkin osoitetaan, että suomalainen aineisto ei tue hypoteesia. Kuten todettu, 1980-luvun alussa Suomessa oli pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä, jossa velkarahoitus perustui pitkäaikaisiin suhteisiin. Merkittävimmät suomalaisyritykset olivat jakautuneet karkeasti kolmeen ryhmään, jotka olivat suomalaisen liikepankkien kontrolloimia (*Lantto* 1990). Silmään pistävä piirre valtarahentymisissä oli teollisuusyritysten ja rahoituslaituutoiden ristikkäisomistukset. Tämän tuloksesta rahoituslaituutilla oli merkittävä vaikutus teollisuusyritysten päätöksentekoon (Pohjola 1988, Kasanen ym. 1996). Koska pankkeilla oli suuri vaikutus sekä omistajina rahoittajina ryhmitymän yrityksiin, tarjosivat ne rahoitusta ja liikeoiminnallista tukea, jos ryhmitymän yritys ajautui taloudellisiin vaikeuksiin.

Taulukossa 2 kuvataan suomalaisen listattujen yritysten omistusosuudet omistajatyypite-

tään. Näyttää siltä, että pankkikiirisi ja rahoituspalvelusektorin myllerrys hajottivat suorin (ristin)omistuksiin perustuvat valtarahentymät lähes kokonaan 1990-luvun loppuun mennessä. Ainakin valtaryhmittymien rajat ovat hämättyneet, sillä rahoituslaituutoiden omistusosuudet yrityksissä nousivat 1980-luvun aikana, mutta ne ovat sen jälkeen laskeneet. Rahoituslaituutoiden rooli on siis heikentynyt sekä (velka)rahoituksen tarjoajina (luku 2.2) että omistajina. Taulukko 2 paljastaa myös, että ulkomaalaisten omistajajoukkojen poistamisen jälkeen ulkomaalaisten omistus on merkittävästi lisääntynyt.

Taulukossa 3 kuvataan listattujen yritysten sekä kassavirraoikeuksien että äänivallan keskittynisyyttä: C/V-suhdeluku vertailee suurimman omistajan kassavirraoikeuksia sen äänivaltaoikeuksiin. Taulukko sisältää vain suorat omistusosuudet, mutta todellinen määräs- ja päätösvalta on tavallisesti suurempi kuin suorien omistusosuuksien suoma valta. Taulukko näyttää, että suurimman omistajan äänivallan mediaani on noin 30 prosenttia. Pohjolan (1988) mukaan juuri noin 30 prosentin suuruisen äänivallan onkin ollut riittävä määräs- ja päätösvaltaa hankkimiseksi suomalaisissa yrityksissä. Taulukossa myös selvittää, että omistus oli keskittyneempää 1990-luvulla kuin 1980-

Taulukko 3. Omistuksen keskittynisyys (Lähde: Hyttinen ym. 2003b).

Vuosi	Kassavirraoikeudet*		Äänivaltaoikeudet**		C/V***	
	Keskiarvo	Mediaani	Keskiarvo	Mediaani	Keskiarvo	Mediaani
1980	22 %	14 %	—	—	—	—
1985	25 %	15 %	23 %	14 %	0,87	1,00
1990	28 %	22 %	29 %	18 %	0,80	0,91
1995	28 %	22 %	36 %	30 %	0,95	1,00
2000	28 %	23 %	34 %	31 %	0,93	1,00

Paneeli B. Kolmen suurimman omistajan yhdistetty omistusosuus.

Vuosi	Kassavirraoikeudet*		Äänivaltaoikeudet**		C/V***	
	Keskiarvo	Mediaani	Keskiarvo	Mediaani	Keskiarvo	Mediaani
1980	36 %	29 %	—	—	—	—
1985	39 %	35 %	44 %	37 %	0,95	1,00
1990	44 %	39 %	55 %	56 %	0,82	0,90
1995	43 %	40 %	53 %	56 %	0,97	0,98
2000	43 %	41 %	50 %	48 %	0,93	1,00

\* Kolmen suurimman omistajan yhdistetty osuus kassavirraoikeuksista.

\*\* Kolmen suurimman omistajan yhdistetty osuus äänivaltaoikeuksista.

\*\*\* Kolmen suurimman omistajan yhdistetty osuus kassavirraoikeuksista jaettuna äänivaltaoikeuksilla.

Taulukko 2. Omistusosuudet omistajatyypiteittäin (Lähde: Hyttinen ym. 2003b).

Vuosi	Rahoituslaituut	Kotitaloudet	Ulkomaiset	Yritykset	Muut*
1980	—	44 %	—	—	56 %
1985	20 %	37 %	—	26 %	18 %
1990	25 %	25 %	—	27 %	24 %
1995	19 %	19 %	24 %	18 %	20 %
2000	4 %	13 %	53 %	14 %	17 %

\* = "Muut" on jäännös omistajasektori, jonka rakenne tässä taulukossa muuttuu vuosittain.

luvulla ja että siinä ei ole juuri tapahtunut muutoksia 1990-luvulla.<sup>4</sup>

## 4 Johtopäätelmät

Tässä artikkelissa tarkastellaan Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitystä vuosina 1980–2002. Olemme tehneet kaksi keskeistä havaintoa. Ensimmäkin, suomalaisen rahoitusmarkkinoi-

<sup>4</sup> Paneelissa A, C/V-suhdeluvun suuret arvot 0,95 ja 0,93 vuosina 1995 ja 2000 aiheutuivat osittain yksittäisistä yrityksistä (Raisio Oy). Jos se poistetaan, keskiarvot laskevat arvoihin 0,82 ja 0,87. Paneelissa B, Raisonin poistaminen laskee C/V-suhdeluvun arvon 0,97 arvoon 0,83 vuonna 1995 ja arvon 0,93 arvoon 0,89 vuonna 2000.

den koko ei ole, toisin kuin yleisesti oletetaan, kasvanut suhteessa talouden kokoon ajanjaksolla 1980–2002. Toiseksi, senkin jälkeen kun osakehintojen vaihteluiden aikaansaatat osakemarkkinoiden kokomuutokset on otettu huomioon, voimme tehdä havainnon, että pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä on muuttunut aiempaa osakemarkkinapainotteisemmaksi. Kuten aikaisempi tutkimuksemme (Hyttinen ym. 2003a) osoittaa, nämä muutokset vastaavat suomalaisessa sijoittajansuojaa koskevassa lainsäädännössä tapahtunutta muutosta, jonka seurauksena osakkeenomistajien oikeudet ovat parantuneet, kun taas velkojien oikeudet ovat heikentyneet. Ne ovat myös so-

puseinnussa Kaupin ja Hyytisen (2002) Suomen talouden toimialarakenteen muutoksista tekemien havaintojen kanssa.

On mielekkainta, että Suomessa ei yritysten omistus ole hajautunut eikä rahoituspalvelusektorin instituutioiden omistussuudet liksäntyneet sirtä huolimatta, että osakefioitajien suojat on vahventunut ja velkojien suojat heikentyneet. Tämä havainto ei ole linjassa sen oikeusrahjoituskirjallisuuden hypoteesin kanssa, jonka mukaan omistus ja lainsäädännön tarjoama suoja (kontrolli) ovat substituutteja (katso esim. La Porta ym. 1998, 2000). Nämä tulokset täydentävät Kaupin ja Hyytisen (2002) tekemää havaintoja Suomen rahoitusjärjestelmän markkinaehtoisuudesta samalla ajanjaksoilta.

Tämä tutkimus korostaa mielestämme tarvetta Suomen rahoitusmarkkinoiden kehityksen syiden syvällisempään analysointiin. Aikaisemman tutkimuksemme perusteella (Hytinen ym. 2003a) voidaan vain arvailla ilman kunnollista ekonometrista näyttöä, että tutkimusajanjaksolla tapahtuneella lainsäädännön muutoksilla on ollut merkittävä rooli kehityksen taustalla. Lisäksi aikaisempi tutkimuksemme keskittyi lähinnä osakeenomistajien ja velkojien oikeuksien mittaamiseen ja analysointiin. Siinä ei esimerkiksi mitattu kirjainto- ja linjarkastus- ja tiedonantovelvollisuusäännösten muutoksia, jotka ovat olleet viimeisen viidentoista vuoden aikana suuria. Nämä muutokset tulisi mitata ja pohjata huolellisesti sekä niiden yhteiskunnallisia vaikutuksia että merkitystä erityisesti pienten ja keski suurten yritysten kannalta. Lainsäädännön muutosten lisäksi kehityksen taustalla on koko joukko muita tekijöitä, joiden tarkempi selvittäminen olisi hedelmällistä. Tämän artikkelin ja Kaupin ja Hyytisen (2002) analyysin valossa näyttää siltä,

että Suomen talouden rakennemuutos ja rahoitusmarkkinoiden kehitys ovat olleet mielekkäimmissä molemmipuolisissa syy-seurauksuuksissa viimeisten kahden vuosikymmenen aikana. Käsituksemme mukaan myös poliittisen talousriteen lähestymistapa rahoitusjärjestelmän pitkän aikavälin kehitykseen Suomessa olisi hyödyllinen. □

### Kirjallisuus

- Beck, T. ja Levine, R. (2002a): "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", Tulossa *Journal of Banking and Finance*.
- Beck, T. ja Levine, R. (2002b): "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?", *Journal of Financial Economics*, 64, 147–180.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. ja Levine, R. (2000): "A New Data Base on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review*, 14, 597–605.
- Berger, A. N. ja Udell, G. F. (1998): "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22, 613–673.
- Berger, A. N., Miller, N. H., Petersen, M. A., Rajan, R. G. ja Stein, J. C. (2002): "Does Function Follow Organizational Form? Evidence from the Lending Practices of Large and Small Banks", NBER Working Paper Series, No. 8752.
- Booth, A. W. A. ja Thakor, A. V. (2000): "Can Relationship Banking Survive Competition?", *Journal of Finance*, 55, 679–713.
- Demirgüç-Kunt, A. ja Maksimovic, V. (1998): "Law, Finance, and Firm Growth", *Journal of Finance*, 53, 2107–2137.
- Drees, B. ja Pazartasioglu, C. (1995): "The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization", *International Monetary Fund Occasional Papers*, No. 161.

Hietala, P. (1989): "Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Market", *Journal of Finance*, 44, 697–718.

Holmström, B. ja Kaplan, S. (2001): "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, 15, 121–144.

Hytinen, A., Kuosa I. ja Takalo T. (2003a) "Sijoitussuojien kehitys Suomessa 1980–2000", *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 1/2003, 148–164.

Hytinen, A., Kuosa I. ja Takalo T. (2003b) "Law or Finance: Evidence from Finland", *European Journal of Law and Economics*, 16:1, 59–89.

Hytinen, A. ja Pajainen, M. (2003): "Financial Systems and Venture Capital in Nordic Countries: A Comparative Study", luku I teoksessa *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, toim. A. Hytinen ja M. Pajainen, ETLA B-200, Taloustieto Oy.

Hytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. ja Ylä-Ahrlita, P. (2003) "Does Financial Development Matter for Innovation and Economic Growth? Implications for Public Policy", luku 11 teoksessa *Financial Systems and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives*, toim. A. Hytinen ja M. Pajainen, ETLA B-200, Taloustieto Oy.

Kasanen, E., Kinnunen, J. ja Niskanen, J. (1996): "Dividend Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland", *Journal of Accounting and Economics*, 22, 282–312.

Kauppi, H. ja Hytinen, A. 2002, "Rahoituksen markkinaehtoisuuden ja talouden toimialarakenteen" *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 2/2002, 177–198.

Kinnunen, H. ja Vihriälä, V. (1999): "Bank Relationships and Small-Business Closures During the Finnish Recession of the 1990s", Bank of Finland Discussion Papers 13/99.

Kuusterä, A. (1995): *Aate ja raha*. Otava.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ja Vishny, R. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113–55.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ja Vishny, R. (2000): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 2–27.

Lantto, R. (1990): *Owners and Power in Finland's Listed Companies*. Kajaani. Startel Oy.

Levine, R. (2002): "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, 11, 1–30.

Levine, R., Loyoza, N. ja Beck, T. (2000): "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46, 31–77.

Petersen, M. A. ja Rajan R. G. (1994): "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, 49, 3–37.

Petersen, M. A. ja Rajan R. G. (1995): "The effects of credit market competition on lending relationships", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 407–443.

Pohjola, M. (1988): "Concentration of Shareholder Voting Power in Finnish Industrial Companies", *Scandinavian Journal of Economics*, 90, 245–253.

Roussau, P. L. ja Wachtel, P. (2000): "Equity Markets and Growth: Cross-country Evidence on Timing and Outcomes 1980–1995", *Journal of Banking and Finance*, 24, 1933–1957.

Saarenheimo, T. (1995): "Credit Crunch Caused Investment Slump? An Empirical Analysis Using Finnish Data", Bank of Finland Discussion Papers 6/95.

Swohoda, A. K. (1986): "Ongoing Changes in Finnish Financial Markets and Their Implications for Central Bank Policy", *Bank of Finland Studies*, A62.

Vihriälä, V. (1997): "Banks and the Finnish Credit Cycle 1986–1995", *Bank of Finland Studies*, E7.