

Graalin maljaa etsimässä: markkinapuutteet, vaikuttavuus ja Finnvera

Pauli Heikkilä ja Mauri Kotamäki

Finnvera on Suomen valtion omistama erityisrahoitusyhtiö ja Suomen virallinen vientitakuulaitos, joka toimii EU:n ja OECD:n sääntöjen puitteissa. Lähes jokaisella maalla on Finnveraa vastaava organisaationsa. Lisäksi Finnveran palveluita käyttää merkittävä osa suomalaisesta yrityskentästä. Näin ollen Finnveran toimintaan liittyvä problematiikka on niin kansallisesti kuin kansainvälisestikin yhteiskunnallisesti tärkeä aihe. Finnveran tarkoitus on täydentää markkinoiden epätäydellisyyksiä, mutta myös pitää huolen siitä, ettei samalla vääristetä markkinoiden toimintaa toisaalla. Artikkelissa käsittelemme Finnveran olemassaolon perusteita luottorajoitteen, markkinavääristymien, subdannepolitiikan, reilun kilpailun ja vaikuttavuuden näkökulmista.

Finnvera on kansallinen erityisrahoitusyhtiö (*National Promotional Bank*) ja Suomen virallinen vientitakuulaitos (*Export Credit Agency, ECA*). Merkittävä osa suomalaisista pk-yrityksistä on Finnveran asiakkaita. Kaikilla länsimailla on Finnveraa vastaava organisaatio tai itse asiassa useampia, koska ulkomailla EU:n kilpailusäännösten piirissä tehtävä erityisrahoitus-toiminta on yleensä eriytetty OECD:n vientiluottosopimuksen puitteissa toimivasta vientitakuulaitoksesta. OECD:n sopimuksen alla ta-pautuvasta mittaluokasta on tilastotietoa, jonka mukaan vuonna 2021 pidemmän juoksuajan (MLT eli yli kaksi vuotta) uusi rahoitus oli noin 40 miljardia dollaria (OECD 2022). Esimerkiksi

Kiina ja Intia eivät ole sitoutuneet OECD:n sopimukseen ja siksi globaalisti vain noin kolmannes vienninrahoituksesta oli OECD:n sopimuksen piirissä (US ExIm 2022).

Finnveran toiminnan oikeutus markkinataloudessa löytyy markkinoiden epätäydellisyyksistä, ja sen tehtävä on ensisijaisesti markkinapuutteiden täydentäminen ja tasapuolisten kilpailuedellytysten turvaaminen yrityksille vientimarkkinoilla. Erityisen tärkeää on kiinnittää huomiota siihen, ettei julkinen agentti syrjäytä yksityistä, markkinaehtoista toimintaa. Siksi rahoitusta myönnetään yhteistyössä rahoituslaitosten kanssa. On järkevää, että rahoitushankkeissa myös yksityisellä toimijalla on rahallinen panos

TkT Pauli Heikkilä (pauli.heikkila@finnvera.fi) on toimitusjohtaja ja VTT Mauri Kotamäki (mauri.kotamaki@finnvera.fi) on pääekonomisti Finnvera Oyj:ssä.

(*“skin in the game”*) ja siten kannustin toimia vastuullisesti. Käytössä olevista rahoitusinstrumenteista poikkeuksen muodostaa vain tämän vuoden alussa säädetty suora vientiluotto.

Tässä artikkelissa kuvataan Finnveran toimintaa edellä mainittujen tekijöiden kontekstissa. Erityisesti kiinnitetään huomiota Finnveran toiminnan perusteisiin. Keskustelemme mikro-rahoituksesta, yritysten tasapuolisista toiminta-edellytyksistä vientimarkkinoilla, pankkisääntelystä ja Finnveran kilpailusta pankkien kanssa, suorasta vientiluotosta, suhdannevaihteluista, viennin ulkoisvaikutuksista, Finnveran vaikuttavuudesta. Lisäksi problematisoidaan julkista yritysrahoitusta Finnveran kontekstissa.

1. Finnvera pähkinäkuoressa

Finnveran toiminnassa on monta ulottuvuutta. Asiakasmäärältään suurin ryhmä ovat pk-yritykset, joita on lähes 25 000. Noin joka viides suomalainen lainarahoitettu yritys on Finnveran asiakas. Pk-yritysten pääasiassa kotimaan rahoitukseen kohdistuvat kokonaisvastuut olivat vuoden 2022 lopussa 2,7 miljardia euroa. Suuryritysasiakkaita Finnveralla on lukumääräisesti vähemmän, mutta vastuita oli 23,9 miljardin euron verran, joista suurin osa liittyy vientiluottoihin. Finnveran taseen loppusumma oli vuoden 2022 lopussa 12,6 miljardia euroa.

Finnveran keskeinen tavoite on täydentää rahoitusmarkkinoita niiltä osin, kuin se on perustellusti tarpeen. Suoria yritystukia Finnvera ei myönnä, joskin kahteen rahoitusinstrumenttiin, alku- ja pk-takaukseen, saattaa sisältyä *de minimis* -tyyppinen laskennallinen valtiontukielementti. Julkisen yritystuen euromääräinen suuruus on vähäinen. Vuonna 2022 *de minimis* -tukea myönnettiin noin 20 miljoonaa euroa.

Kotimaan rahoituksessa ensisijainen rahoitusinstrumentti on takaus, joiden kappalemääräinen osuus vuonna 2022 oli noin 80 prosenttia rahoituksesta. Myös lainoja on mahdollista myöntää osana kokonaisrahoitusta.

Kotimaisen rahoituksen lisäksi Finnvera on Suomen virallinen vientitakuulaitos, joiden toimintaperiaatteita säätelee OECD. Vientiluottojen kantava periaate on lieventää rahoituskitkoja ja siten auttaa suomalaista vientitoimintaa tasoittamalla kansainvälistä pelikenttää kilpailukykyisen rahoituksen keinoin. Rahallisesti merkittävin instrumentti on *ostajaluottotakuu*, joka on vakuus luotonantajalle ulkomaisesta ostajasta, ostajan pankista tai ostajan maasta aiheutuvien luottoriskien varalta. Lyhyen maksuajan tuotteissa luottoriski-, remburssi-, vasta- ja rahoitustakuut nousevat rahallisesti satoihin miljooniin euroihin vuodessa.

Finnveran keskeinen ohjenuora on täydentää markkinoita, ei vääristää markkinoita. Siksi Finnvera toimii pääasiassa yksityisen sektorin kumppaneidensa kautta. Kotimaan rahoituksessa tyypillisesti rahoituslaitos hakee Finnveran rahoitusta asiakkaansa puolesta. Merkittävä poikkeus sääntöön on vuoden 2023 helmikuussa voimaan tullut suora vientiluotto (HE 119/2022), jota käydään läpi myöhemmin tässä artikkelissa. Normaalioloissa Finnvera takaa kotimaan rahoituksessa korkeintaan 50–80 prosenttia luoton määrästä loppuriskin jäädessä pankille. Vientitakuiden kate on useimmiten 95 %, poliittisen riskin osalta jopa 100 %.¹

Finnvera ei myönnä rahoitusta maksutta, vaan rahoituksesta peritään käypä korvaus. Hinnoittelu perustuu moneen tekijään, mutta ennen kaikkea luotonsaajan riskillisyyteen,

¹ Koronan takia vuosina 2020–2021 Finnveran potentiaalista takausosuutta nostettiin 90 prosenttiin.

Finnveraan kohdistuvaan sääntelyyn ja kilpailutilanteeseen suhteessa muihin maihin. Finnvera toimii pitkällä aikavälillä itsekannattavuusperiaatteen mukaisesti, eli yhtiön tuotot kattavat toiminnasta aiheutuvat kustannukset.

Finnvera saa valtiolta tukea kolmella eri tavalla. Valtio korvaa 50 % Finnveran kotimaan rahoituksen luottotappioista, mikä vaikuttaa Finnveran hinnoitteluun. Vuosina 2020–2022 luotto- ja takaustappiokorvaus oli poikkeuksellisesti 80 % koronakriisin vuoksi. Vuonna 2022 luottotappiokorvaus valtiolta oli 29 miljoonaa euroa. Toiseksi Finnvera laskee liikkeelle valtion maksutta takaamia *Euro medium term Note*-velkakirjoja. Kolmanneksi Finnvera ei maksa osinkoa omistajalleen, joten pääoman tuotto-vaade on lyhyen markkinakoron verran. Voittovarajat jäävät yhtiöön tulevien mahdollisten tappioiden puskurointia varten.

Finnveran riskeistä puhutaan paljon, mutta noin 26 miljardin euron kokonaisvastuu on sen mittaamiseksi vaillinaisen mittari. Vuonna 2022 nostetut vastuut olivat yhteensä 14,1 miljardia euroa, mikä on jo parempi, joskin edelleen puutteellinen riskillisyyden mittari. Rahoitusinstituutioiden kantamaa häntäriskiä mitataan yleensä *Expected Shortfall* -mittarin (ES) avulla. Finnveran osalta 99,5 % ES eli häntäriskin odotettu tappio on vientiluottojen osalta 3,5 miljardin euron luokkaa ja kotimaan rahoituksella noin 300 miljoonaa euroa. Tämä on laskennallinen arvio tappiosta, jollainen syntyy todennäköisesti kerran 200 vuodessa.

Finnveran kantamien riskien suojausta on kehitetty aktiivisesti pitkään. Vuoden 2022 lopussa Finnveran jälleenvakuutusten enimmäiskorvausmäärä oli 1,4 miljardia euroa eli noin 10 % nostetuista vastuista.

2. Todellisuus on epätäydellinen

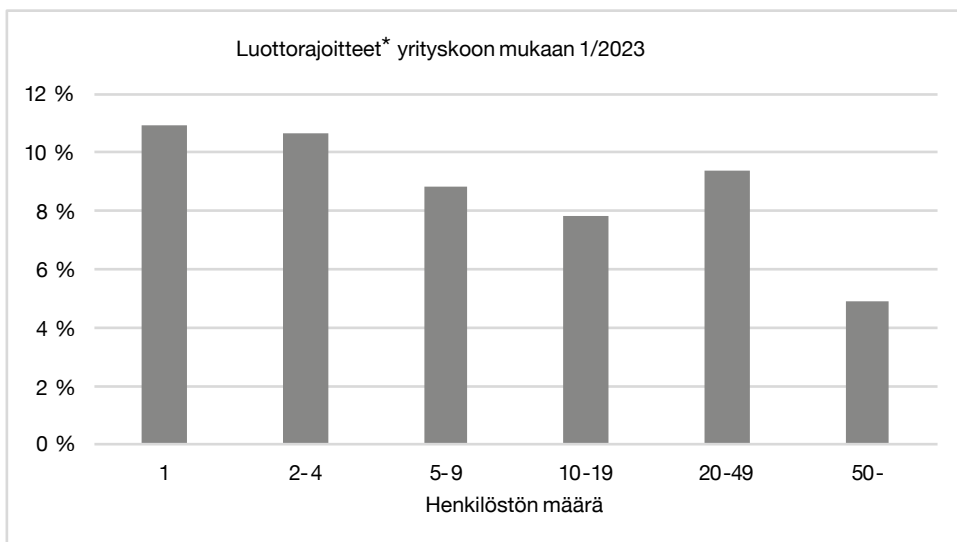
Finnveran toiminnan punainen lanka on markkinoiden täydentäminen. Käydään seuraavassa läpi Finnveran kannalta olennaisimpia markkinapuutteita, jotka selittävät Finnveran kaltaisten organisaatioiden olemassaoloa ympäri maailmaa.

Mikrorahoitus

Taloustieteellinen tutkimuskirjallisuus pienten yritysten luottorajoitteista on mittava. Varsin laaja yhteisymmärrys on, että mikrorahoituksessa (jossa tyypillisesti kyse pienten yritysten alle 100 000 euron rahoitustarpeista) vallitsee pysyvä markkinapuute, ja erityisesti nuoremmat yritykset ovat luottorajoitteisia. Ilmiö piirtyy myös esimerkiksi Euroopan keskuspankin SAFE-kyselyn tai suomalaisen pk-yritysbarometrin kautta.

Kirjallisuudessa jokseenkin yleisesti todettu tutkimustulos on, että luottorajoitteiden lieventäminen johtaa pk-yritysten taloudellisten lopputulemien parantumiseen (Martin-Garcia ja Santor 2021; Clementi ja Hopenhayn 2006; Musso ja Schiavo 2008; Bottazzi ym. 2014 ja Carbo-Valverde ym. 2016). Tämä johtuu muun muassa siitä, että pankit tarkastelevat pienten tai *aloittavien* yritysten rahoitusta henkilörahoituksena, koska yrityksen analysointi ei ole kannattavaa tai koska analyysiin liittyy liian suuria epävarmuuksia. Kyse on *epätäydellisestä informaatiosta*, minkä vuoksi hyvätkin hankkeet saattavat jäädä vaille rahoitusta. Toisaalta pankkien vaatiessa vakuuksia yrittäjäksi voisivat ryhtyä vain henkilöt, joilla on aiempaa omaisuutta. Finnvera paikkaa tätä markkinapuutetta myöntämällä lainoja ja takauksia siten pienentämällä hankkeiden riskillisyyttä.

Kuvio 1. Pienten ja keskisuurten yritysten kohtaamat luottorajoitteet



*Pk-yritysten osuus, jotka ovat hakeneet rahoitusta, mutta eivät saaneet sekä yritykset, jotka olisivat tarvinneet rahoitusta, mutta eivät ole hakeneet.

Käytännössä joka maassa, niin teollisuuskuin kehitysmaassa, on mikrorahoitusta edistäviä ja vakuuspuutetta paikkaavia organisaatioita: Ranskassa on BPIFrance, Ruotsissa Almi, Tanskassa EIFO ja Yhdysvalloissa SBA muutama esimerkki mainitaksemme. Organisaatioiden toiminnoissa on suuriakin maakohtaisia eroja esimerkiksi pääomasijoitustoiminnan tai suorien tukien osalta. Suomessa Finnvera on aikojen saatossa keskittynyt myöntämään lähinnä lainoja, takauksia ja vientiluottoja. Suorien yritystuki myöntäminen on allukoitu Ely-keskuksille ja Business Finlandille sekä pääomasijoitustoiminta Ilmastorahastolle ja Tesille.

Tasapuoliset toimintaedellytykset

Tasapuolisten toimintaedellytysten (*level playing field*) ajatus lähtee siitä, että kansallisilla markki-

noilla voi olla puutetta sellaisesta rahoituksesta, jota kilpailijamaissa on tarjolla. Tasapuoliset toimintaedellytykset voivat koskea monia eri julkisen palvelutarjonnan muotoja, mutta Finnveralle se tulee vastaan selkeimmin viennin rahoituksessa. Ideaalimaailmassa myytävän tuotteen ominaisuuksien pitäisi ratkaista, kuka kaupan saa, mutta rahoituksen saatavuudella ja hinnalla voi olla joskus paljonkin merkitystä.

Riskinä on valtioiden välinen epäterve kilpailu, ns. ”*race to the bottom*”. Tähän puututaan kansainvälisellä sääntelyllä. Erityisesti pienet maat hyötyvät siitä, että julkinen rahoitustarjonta on säänneltyä. Viennin rahoituksen pelisäännöt sovitaan OECD-maiden kesken. Suomenkin kannalta harmillinen kehityskulku on ollut OECD:n vientiluottosopimuksen piirissä olevan viennin osuuden alentuminen. Vuonna 2011 OECD:n sopimuksen piirissä oli 50 % re-

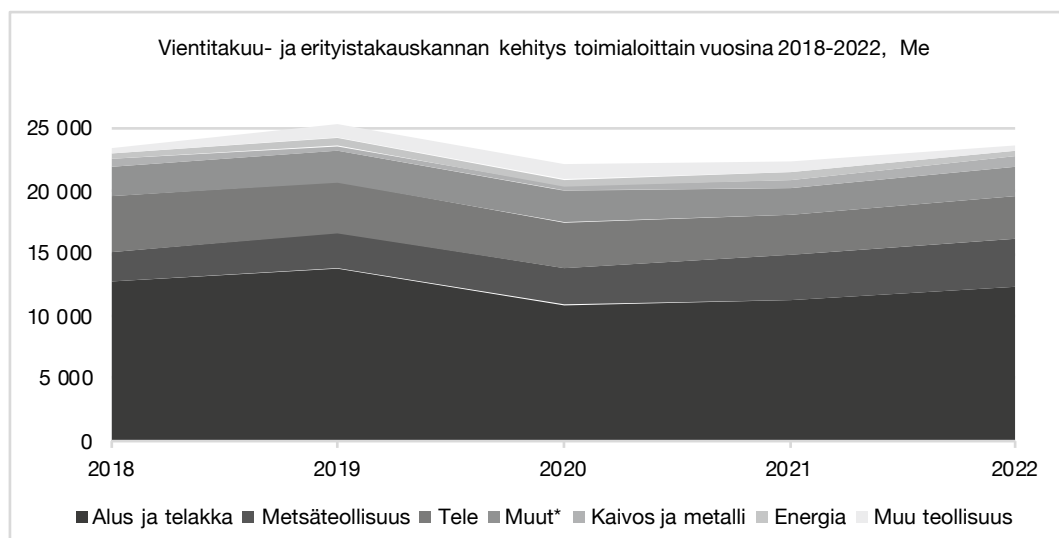
levantista viennistä, kun vuonna 2021 vastaava luku oli enää 33 % (US ExIm 2022). Tärkein yksittäinen selittävä tekijä on Kiinan tuettu vienti, joka ei OECD:n konsensusta noudata. Finnveran kotimaan rahoituksen sääntely tulee EU:lta.

Eräs vasta-argumentti tasapuolisille toimintaedellytyksille on lakkauttaa vientiluottojen myöntäminen ja nauttia muiden maiden rahoittamista tuotteista. Tällöin resursseja vapautuisi muuhun toimintaan. Suorien yritystukien koh-

dalla argumentti on voimakas, mutta vientiluottojen ja erityisesti ostajaluottojen tapauksessa se ei ole validi. Finnvera ei tue suomalaisia vientiyrityksiä, vaan sen voi pikemminkin katsoa tarjoavan markkinaehtoista rahoitusta vientiyrityksen tarjoaman tuotteen ostajalle. OECD:n vientiluottosopimuksen piirissä ei katsota yrityksille syntyvän julkista yritystukea.

Finnveran portfolion keskittyneisyyttä on myös kritisoitu, ja tässä kritiikissä on totuuden

Kuvio 2. Vientitakuu- ja erityistakauskannan kehitys toimialoittain vuosina 2018–22, miljoonaa euroa



	2018	2019	2020	2021	2022
Alus ja telakka	12 835	13 786	10 938	11 308	12 262
Metsäteollisuus	2 243	2 901	2 886	3 526	4 008
Tele	4 487	4 055	3 688	3 303	3 345
Muut*	2 440	2 478	2 539	2 129	2 409
Kaivos ja metalli	478	332	290	693	707
Energia	492	684	616	606	559
Muu teollisuus	497	1 108	1 215	840	407
Yhteensä	23 472	25 344	22 172	22 405	23 697

* Sisältää muita riskeljä kuten valtio- ja pankkikriisejä sekä jälleenvakuutusten riskinsiirron määrän.

siemen. Noin 80 % Finnveran vastuista on keskittynyt kolmelle toimialalle: alus ja telakka-, metsä- ja telesektoreille. Selitys vastuiden keskittymiselle löytyy suomalaisen elinkeinoelämän suhteellisen kapeasta rakenteesta - moninaisemmalla toimialarakenteella myös rahoituksen riskit olisivat jakautuneet laajemmalle. Monipuolisempi elinkeinorakenne olisi kannattava tavoite, mutta sen saavuttaminen tehokkaasti eli markkinaehtoisesti on vaikeaa ja hidasta eikä tietenkään Finnveran toimivallan piirissä. Finnveran asiakkaiden toimialajakauma heijastaa suomalaisen, erityisesti arvokkaita pääomatavaroita valmistavan teknologiateollisuuden toimialajakaumaa, ja näin on myös tulevaisuudessa ilman uusia poliittisia päätöksiä.

Pankkisääntely ja kilpailu pankkien kanssa

Tällä vuosituhanella pankkisääntelyn kiristyminen on saanut pankkeja vetäytymään niin viennin rahoituksesta kuin pk-rahoituksesta, jolloin rahoituksen saatavuuden varmistaminen on kasvattanut Finnveran ja sen ulkomaisten verrokkiorganisaatioiden roolia tai vaatinut esimerkiksi EU-tasoisia toimia.

Onko julkisen vallan ”kompensoitava” pankkisääntelyn kautta tuottamiaan markkinapuutteita? On tragikoomista, että julkinen valta aiheuttaa sääntelyn kautta sinänsä perustellun markkinahäiriön, mitä sitten tilkitään julkisten tai puolijulkisten organisaatioiden avulla. Asioiden tola heijastaa pirullista politiikkahaastetta, jossa päättäjät haluaa samanaikaisesti rajoittaa systeemisen kriisin mahdollisuutta ja minimoida sääntelyn tehokkuushaittoja.

Oiva esimerkki on vientiluottojen rahoitus, josta Suomessa luovuttiin vuonna 1997. Asiaan jouduttiin palaamaan 2009, koska finanssikrii-

sin vuoksi pankeista ei rahaa saanut ja koska ”valtion pankin” säilyttäneiden maiden (esim. Ruotsissa SEK ja Saksassa KfW) vientiyritykset olivat etulyöntiasemassa. Tilanteen ajateltiin tuolloin olevan väliaikainen. Kuitenkin finanssikriisin jälkeen pankkisääntelyä ryhdyttiin kiristämään ilman, että vaikutuksia pankkikriisiin syyttömään viennin rahoitukseen otettiin huomioon. Pankit viestivät, että vaikka riski katettaisiin pääosin vientitakuulla, suuren ja pitkäaikaisen transaktion rahoittaminen ei ollut useissa tapauksissa heille riittävän kannattavaa. Erityisesti regulaation mittarit Gross Leverage Ratio ja Net Stable Funding Ratio mainitaan usein. Monet maat joutuivat rakentamaan tai laajentamaan pysyviä vientiluottojen julkisia rahoitusjärjestelmiä pankkiregulaation vuoksi.

Osa Finnveran verrokkiorganisaatioista maailmalla katsoo kilpailevansa pankkien kanssa. Konsulttitalo Roland Bergerin mukaan 42 % maailman erityisrahoitusyhtiöistä kilpailee kaupallisten pankkien kanssa ainakin jollakin asiakassegmentillä. Finnvera ei kuulu tähän joukkoon. Julkisen erityisrahoittajan ja kaupallisten pankkien välinen kilpailu ei ole tervettä. Joissain maissa kuitenkin toivotaan ”paikallisen finnveran” tuottavan valtiolle tällä tavoin tuloja. Esimerkiksi Tanskassa EIFO maksaa valtiolle osinkoja puolet vuosittaisesta tuloksesta, kuitenkin enintään 175 miljoonaa tanskan kruunua. Pankkikilpailun tilanteeseen on myös voitu ajautua esimerkiksi siksi, että yksityiseltä sektorilta palkattu hallitus ja johto eivät ole saaneet omistajalta selkeää viestiä, mitä niiden pitäisi tehdä ja mitä ei.

Suomessa nykylainsäädäntö linjaa selkeästi, että Finnveran tehtävä on olla markkinoita täydentävä toimija (laki valtion erityisrahoitusyhtiöstä 18.6.1998/443). Se tosiasia, että Finnvera

toimii pääosin pankkien kanssa yhteistyössä, on omiaan vähentämään Finnveran aiheuttamaa markkinavääristymää.

Suora vientiluotto

Suora vientiluotto on helmikuussa 2023 lakimuutoksen myötä käyttöön otettu rahoituksellinen väline, jonka tarkoitus on helpottaa 1–20 miljoonan euron suuruisien vientikauppojen rahoitusta (HE 119/2022). Se poikkeaa Finnveran normaaleista käytännöistä siinä, että Finnvera voi rahoittaa asiakasta suoraan ilman pankkikumppanin läsnäoloa. Mihin tällaista tuotetta tarvitaan, eikä se vääristä markkinoita ja syrjäytä yksityistä luotonantoa? Lyhyt vastaus on ei.

Lakimuutosta valmisteltiin perusteellisella selvityksellä ostajaluottojen tarpeesta ja saataavuudesta (Andersson ja Pakkanen 2020). Selvityksen mukaan kyseessä on nimenomaan markkinapuute: rahoituslaitokset eivät ole olleet kiinnostuneita rahoittamaan pieniä vientihankkeita. Syiksi on arvioitu regulaation lisääntymisestä lisääntynyt kustannusten nousu ja kannattavuuspaineet sekä pankkien strategiamuutokset. Useimmat pohjoismaiset pankit ovat lopettaneet ulkomaisten ostajaluottojen myöntämisen kokonaan. Samaan aikaan monet Finnveran ulkomaiset verrokkit, Tanskan EIFO mukaan lukien, myöntävät vastaavia suoria vientiluottoja asettaen suomalaiset yritykset muita heikompaan kilpailuasemaan.

Suhdannevaihtelut

Käytännössä kaikki Finnveran ulkomaiset verrokkiorganisaatiot saavat lamakausien aikana lisätehtäviä. Näin Suomessakin, viimeksi korona-kriisin alkaessa. Tätä perustellaan luonnollisesti keynesiläisesti: valtion tehtävä on tasata suh-

dannevaihteluiden vaikutusta ja estää tarpeettomien konkurssien vyöryä. Muun rahoitussektorin, erityisesti pankkien toiminta on nähty myötäsykliseksi: rahoituksen saatavuus kiristyy, kun talous sakkaa (Huizinga ja Laven 2019).

Ilman kritiikkiä ei tällaista asia jää. Suhdannevaihteluilla on tarpeensa. Ylikuumentuneessa taloudessa hinnat nousevat liian nopeasti, ja taantuma korjaa niitä alaspäin. Erityisesti tämä koskee rakentamista ja asuntomarkkinoita. Lisäksi lamojen hopeareunus on, että ne puhdistavat markkinoilta kannattamattomia yrityksiä, jotta resurssit vapautuvat tehokkaampaan käyttöön toisaalle.

Finnveran roolin taantumissa ei tule olla ”elvyttävä”, vaan tilanteen synnyttämistä käyttö-pääomatarpeista huolehtiva. Toisin sanoen Finnvera pitää osaltaan huolta likviditeetin säilymisestä. Toisaalta Finnveran olemassaolo tasaa itsessään suhdannevaihteluita: laskusuhdanteessa, riskitasojen kasvaessa kysyntä Finnveran takauksille kasvaa, mikä tasaa suhdannevaihtelua.

Parissa edellisessä taantumassa Finnveran käyttöön tulivat erityisesti suhdannelainat, joilla kyettiin rahoittamaan yrityksiä tilanteessa, joissa pankit olivat lamaantuneita. Koronakriisi johtui talouden ulkoisista syistä, ei tavanomaisesti suhdannevaihtelusta, ja tällöin tehtiin kaksi oletusta:

- rahoituksen kysyntä tulee olemaan lukumääräisesti niin laajaa, ettei Finnvera kykene vastaamaan siihen omalla rahoituksellaan
- ei ollut syytä olettaa, että pankkijärjestelmä menisi toimintakyvyttömäksi.

Näistä syistä toimintamalliksi valittiin pankkilainojen takaaminen ja suuren kysynnän vuoksi luotiin uusi, niin sanottu *fast track* -toimintamalli pienten rahoitustarpeiden varalle. Jälkeenpäin arvioiden näyttää siltä, että

valinnat osuivat oikeaan. On kuitenkin selvää, että jokainen kriisi on jossain määrin omanlaisensa ja vaatii sekä vanhojen kokemusten hyödyntämistä että uutta tilannearviota ja uusia johtopäätöksiä.

Finnveran kaltaisten toimijoiden roolista suhdannevaihteluiden tasaajana on jonkin verran taloustieteellistä tutkimusta. Martin-Garcia ja Santor (2019) toteavat espanjalaisella aineistolla, että takaukset tasoittavat suhdanteita liikevaihdon ja investointien osalta. Muutenkin he identifioivat positiivisen syyseuraus-yhteyden julkisten takausten sekä yritysten taloudellisen kehityksen välillä. Myös Barrot ym. (2019) havaitsevat finanssikriisin aikana Ranskassa positiivisia työllisyysvaikutuksia sekä julkisen talouden kannalta nettopositiivisia kustannusvaikutuksia luottorajoitteiden lieventämiseen tähtäävän takausinstrumentin ansiosta. Toisin sanoen julkinen takaus lievensi pk-yritysten luottorajoitteita, minkä seurauksena yritykset eivät olleet pakotettuja lomauttamaan työntekijöitään.

Taloustieteellinen tutkimuskirjallisuus ei tyrmää julkisten erityisrahoitusyhtiöiden roolia suhdannevaihteluiden tasaamisessa. Toimien suhteen on kuitenkin oltava varovaisia: tässäkin asiassa piru piilee yksityiskohdissa. Riskinä on, että erityisrahoitusyhtiöille kasautuu uusia, taloudellisesti tehottomia, mutta poliittisesti houkuttelevia tehtäviä, jotka jäävät taantumän jälkeen pysyväksi osaksi toimintakenttää.

Ulkoisvaikutukset

Fitzgerald ja Monson (1989) perustelevat vientiluottojen olemassaoloa viennin positiivisilla ulkoisvaikutuksilla. Yrityksen astuessa uudelle markkinalle avataan tietä myös muille yrityksille. Yritykset jakavat tietoa ja näin levittävät op-

pimaansa, Suomessa esimerkiksi FinnCham-verkoston kautta. Näin kynnys vientitoiminnan aloittamiseen tai laajentamiseen pienenee.

Tuotekehityshankkeet synnyttävät myös osaamista, joka on yhtä projektia pysyvämpää ja joiden rahoittaminen voi olla kansantalouden kannalta kannattavaa, vaikka yksittäinen projekti ei sitä markkinaehtoisesti olisi. Hankkeen ympäristövaikutukset ovat esimerkki - joko positiivisesta tai negatiivisesta - ulkoisvaikutuksesta. Hankkeesta voi syntyä hyötyä tai haittaa aivan muille osapuolille kuin hankkeen tekijälle ja rahoittajalle.

Tuoretta evidenssiä vientitoiminnan inhimillistä pääomaa kausaalisesti kasvattavasta vaikutuksesta tarjoaa Atkin ym. (2017), jotka raportoivat merkittävän *learning-by-exporting*-vaikutuksen. Tutkimus on tehty kehittyvän markkinan kontekstissa, mutta sama mekanismi saattaa päteä myös kehittyneissä maissa.

Mitä ei pidä tukea?

Joidenkin näkemysten mukaan valtion toimin on lisättävä yleisesti rahoitustarjontaa, koska tällöin taloudellista aktiviteettia syntyy enemmän. Finnverankin toisen edeltäjäorganisaation tehtäväksi oli aikanaan kirjattu ”kylvää rahaa”. Riskinä oli ja on, että rahoitus ei kanavoitu kannattavimpiin hankkeisiin vaan sitoo resursseja kannattamattomiin.

Viennin rahoituksessa kysymys on siitä, kuinka paljon painotetaan Finnveran riskienhallintaa ja kuinka paljon viennin edistämistä esimerkiksi tilanteessa, jossa kilpailijamaan rahoituksen ehdot ovat kovin edulliset. Kuulemme usein, että Ruotsi ja Saksa painottaisivat Suomea enemmän viennin edistämistä. Toki niillä on erilaisen historian ja suurempien kansantalouksiensa ansiosta myös vahvemmat riskinkantokyvyt.

Kotimaassa Finnveralle syntyy ajoittain hankalia tilanteita, kun jollain paikkakunnalla iso työnantaja on ajautunut kannattavuuskriisiin. Paine alueelta ja politiikoilta voi olla kova. Mutta pitääkö ylläpitää toimintaa, jos emme oikeasti usko sen kannattavuuden paranemiseen? Jos rahoitimme, ja yritys selvisi, saatoimme korjata markkinapuutteen. Jos rahoitimme, ja yritys ajautui silti lopulta konkurssiin, syylistyimme sääntelyhäiriöön (*government failure*).

Julkiselle rahoitukselle ongelmallinen kysymys on myös vuosittainen myöntämismääräta-voite. Sen maksimointi voi johtaa yksityisen rahoituksen tarpeettomaan syrjäyttämiseen.

Osa Finnveran eurooppalaisista verrokkiorganisaatioista pitää valtio-omistajan suoraa poliittista hanketasoista ohjausta isona ongelmana. Finnvera on viime vuodet pääosin säästynyt tältä ilmiöltä. Kyseessä on jälleen kerran kaltevan pinnan ongelma. Poliittisten päättäjien osallistuminen hanketason päätöksentekoon on ongelmallista, koska näin toiminnan johdonmukaisuus ja yhdenvertaisuus kärsivät. Tilanne voi ajautua tasapainoon, jossa poliittisten tuulten mukaan rahoitetaan hankkeita taloudellisista aspekteista piittaamatta.

Lisäksi organisaation ja sen asiantuntijoiden legitimitetti ja omistajuus heikkenevät, jos syntyy epäily, että poliittisella päätöksellä voidaan vaikuttaa rahoituspäätöksiin. Mitä hyötyä on panostaa laadukkaaseen riskien arviointiin, jos poliittinen halu saattaa koska tahansa ajaa arvi-
on yli? Finnveran näkökulmasta toivottavaa olisi, että politiikka, varsinkin aluepolitiikka, ja rahoitusten arviointi pystyttäisiin pitämään riittä-
vän erillisinä. Kuten sanottu, viimeisen vuosikymmenen aikana ongelma on Suomessa ollut aiempaa vähäisempi ja pienempi kuin jossain muissa maissa.

Jos valtio-omistajan suora hanketasoinen ohjaus on ongelmallista, niin omistajaohjauksen puuttuminenkin on sitä. Yksi virhepolku voi olla ”asiakastyytyväisyyden ostaminen” unohtaen, että lainarahoituksenkin tapauksessa laskun maksaa osittain valtio, ei ainoastaan tappiokorvausmekanismien kautta vaan myös maksuttoman varainhankinnan valtioneuvoston ja oman pääoman nollahinnan kautta. Toinen aspekti, jota jo käytiin läpi, on kilpailu yksityisten toimijoiden kanssa. Lernerin (2009) mukaan suurin virhe on kuvitella, että kannattavaa markkinatoimintaa voisi yhdistää edistämistoimintaan: kun tätä yritetään, epäonnistuu ainakin toisessa, jollei molemmissa. Julkisen sektorin toiminnan aiheuttama syrjäytysvaikutus on syytä ottaa tosissaan ja useimmiten pyrkiä minimoimaan.

Etlan 2000-luvulla tekemät tutkimukset samoin kuin Finnveran kansainvälinen arviointi vuodelta 2012 moittivat Finnveraa ”epäterveestä symbioosista” silloisten vakioasiakkaiden kanssa (Heinonen ym. 2012). Samojen yritysten rahoittaminen vuodesta toiseen muodostaa mukavuusalueen, mutta ei tuota vaikuttavuutta. Finnveran tulisi aktiivisesti pyrkiä juuri päinvastaiseen: olla aktiivisesti yhteydessä uusiin, potentiaaliin asiakkaisiin, ja pyrkiä saattamaan aiemmin rahoittamia yrityksiä pelkäämään markkinarahoituksen piiriin siinä vaiheessa, kun niiden toiminta on vakiintunutta. Toki suhdannevaihteluiden vuoksi voi olla mahdollista, ettei markkinarahoitusta ole aina saatavilla järjellisin ehdoin, kuten analyysimme mukaan suoran vientiluoton tapaus osoittaa.

3. Markkinapuute ja Finnveran vaikuttavuus

Optimaalinen vaikuttavuuden mittari olisi sekä kontrolloitavissa (*controllable*) että havaittavissa (*observable*). Pääsääntöisesti mittarit, joita käytetään, ovat vain jompaa kumpaa. Panosmittarit – kuten paljonko rahaa on käytetty – ovat kontrolloitavissa, mutta juuri niistä syntyneitä tuloksia ei voida varmuudella havaita. Toisaalta tulostittarit – kuten esimerkiksi asiakkaan liikevaihdon tai viennin kasvu – ovat havaittavissa, mutta niiden syntymistä tietyistä panoksista ei voida kontrolloida. Panos-tuotos-arvioita voidaan tehdä, mutta verrokkiryhmän rakentaminen on hankalaa ja perustuisi kenties liian vahvoille oletuksille.

Useat tutkijat ja eräät Finnveran vastinorganisaatiot ovat pyrkineet ratkaisemaan asiaa kausaalimenetelmillä, joissa Finnveran (tai vastaavan organisaation) asiakkaaksi valikoitumista ei ole huomioitu. Näissä tutkimuksissa tarkastellaan rahoitettuja yrityksiä suhteessa kontrolliryhmään, jota ei ole rahoitettu, mutta jonka tietyt muut ominaisuudet, kuten esimerkiksi taseen keskeiset tunnusluvut, ovat samanlaisia. Tällöin on ratkaistavissa, mikä on yhden erottavan tekijän – eli sen, onko yritystä julkisesti rahoitettu vai ei – vaikutus tiettyihin tuloksiin kuten esimerkiksi liikevaihdon tai tuottavuuden kehitykseen.

Edellä kuvattu malli on valitettavasti epätaydellinen. Finnveran tapauksessa se tarkoittaisi sen rahoittamien yritysten vertaamista taseeltaan samanlaisiin, joita pankit ovat rahoittaneet. Olettamusta, että Finnveran rahoitus olisi ”Midaksen kosketus”, ei varmasti ole syytä tehdä, vaan selittävä tekijä on muu. Toisin sanoin on vakava virhe jättää huomiotta se valikoitumisprosessi, jonka kautta pankit päättävät suo-

sittaa toisille hankkeille Finnveran takausta ja toisille eivät. Paras mahdollinen tutkimusasetelma olisi tässäkin tapauksessa satunnaistettu kenttäkoe, mutta valitettavasti se ei olisi laillista eikä edes Finnveran toiminnan näkökulmasta toivottavaa.

Nykyään hyödynnetään taloustieteen valtavirtaa mukailien paljon luonnollisia tutkimusasetelmia, ja sellaisia myös Finnveran sisarorganisaatiot, eritoten BPIFrance, ovat hyödyntäneet. Esimerkkinä toimikoon Gazaniol ym. (2022), joiden laajassa raportissa tarkastellaan BPIFrancen vaikuttavuutta. Ensimmäisessä osassa tutkijat vertaavat yrityksiä, joiden rahoituksella on BPIFrancen takaus niihin yrityksiin, joilla takausta ei ole. Tutkijat aivan oikein huomauttavat, että kyseessä on korrelatiivinen analyysi, eikä vaikuttavuudesta kausaalimielessä voida valikoitumisen takia puhua. Kyseessä siis on sama varoitus, johon edellisessä kappaleessa viittasimme.

Gazaniolin ym. arvioimassa luonnollisessa koeasetelmassa ennen vuotta 2015 käsitellyt alle 100 000 euron hakemukset päätyivät ”automaattisen prosessin” piiriin, mutta vuonna 2015 tehdyn uudistuksen jälkeen myös 100 000–200 000 euron hankkeet päätyivät tämän hakuprosessin piiriin. Automaattisella prosessilla takausosuus oli 10 %-yksikköä korkeampi, hinta oli 20 % alhaisempi ja koko hakemusprosessi oli huomattavasti nopeampi. Tutkijat päätyvät estimoimaan erotusten erotus -mallin, jossa kiinnostuksen kohteena olivat 100 000–200 000 euron rahoitushankkeet ja verrokkina 50 000–100 000 euron sekä 200 000–300 000 euron hankkeet.

Tulosten mukaan 100 000–200 000 euron hankkeiden euromäärä kasvoi verrokkeihin nähden kokonaisuudessaan kuudella prosentilla uudistuksen jälkeen. Kannattavuus, velkojen laiminlyönnit tai konkurssien määrä ei muuttu-

nut uudistuksen takia, mutta yrityksiä perustettiin aiempaa enemmän ja työllisyys kasvoi yksikkökustannuksen ollessa 6 000 euroa yhtä työllistä kohti.

Suomessa hyvät koeasetelmat ovat olleet vähissä – tai sitten niitä ei vielä ole keksitty. Lisäksi luonnollisten koeasetelmien ongelma on, että ne keskittyvät yleensä pieneen kulmaan tutkittavasta ilmiöstä, ja tulosten yleistettävyys saattaa olla hankalaa. Ottaen huomioon Finnveran moninaisen asiakaskunnan sekä monet rahoituksen välineet, jäisi luonnollista koeasetelmaa hyödyntävä tutkimus väjäämättä korkeintaan osittaiseksi näkökulmaksi Finnveran kokonaisvaikutavuudesta. Toki sekin olisi parempi kuin ei mitään, mikäli kausaalipäätelyn mahdollistava asetelma olisi uskottava.

Yhdysvalloissa muodostui ”sattumalta” erinomainen luonnollinen koeasetelma, kun viennin rahoituksesta vastaava Export-Import Bank of the United States (USExIm) oli poliittisista syistä toimintakyvytön vuosina 2015–2020. Tätä voi uskottavasti pitää eksogeenisenä yllätyksenä, ja siten kausaalipäätely mahdollistuu, mikäli uskottava verrokkiryhmä pystytään muodostamaan. Kurbanin (2022) suorittaman mallinnuksen mukaan USA:n vienti laski 2,2 % kyseisen shokin takia tällä ajanjaksolla. Tulokset eivät suoraan yleisty Finnveraan, mutta antavat osviittaa vaikutusten mittaluokasta.

Kolmas tässä esiin nostettava tutkimus olkoon Agarwal ym. (2018, 2019), jossa tutkijat hyödyntävät ruotsalaista rekisteridataa tutkiesaan Ruotsin vientitakuulaitoksen EKN:n (Exportkreditnämnden) vientiluottotakuista. Kattavan aineiston takia tutkijat voivat hyödyntää ekonometrisiä kaltaistamismenetelmiä, jotka pyrkivät huomioimaan valikoitumisen kohderyhmään (*selection into treatment*).

Tulosten mukaan vientitakuut lisäävän vientitodennäköisyyttä 18 %-yksiköllä tai moninkertaisesti pienillä yrityksillä, minkä lisäksi tutkijat havaitsivat kausaaliryhteyden viennin kasvuun. Tutkijat eivät yleisesti ottaen löydä vaikutusta työllisyyteen tai tuottavuuteen, paitsi niille yrityksille, jotka nostavat ensimmäisen vientitakuunsa, jolloin arvonlisä-, työllisyys ja tuottavuus kasvavat. Tulos on mahdollista selittää esimerkiksi oppimisvaikutuksilla uusilta markkinoilta, joille astumisen kynnystä vientitakuut madaltavat. Laajempi tulkinta tutkijoiden tuloksille on, että vientimarkkinoilla vakiintuneet toimijat tuskin saavat tuottavuushyötyjä vientitakuista (viennin kasvua kyllä), mutta vientimarkkinoille vasta tulevilla ja siten toimintaansa laajentavilla yrityksillä tuottavuuskasvukin nopeutuisi.

Empiirisen ”kovan datan” tutkimuksen toisessa ääripäässä vaikuttavuutta voidaan arvioida pehmeämmin keinoin, haastattelututkimuksin. Julkisen rahoituksen tapauksessa ongelma on, että haastateltavilla voi olla riippuvuussuhde kyseiseen rahoitukseen. Siitä huolimatta haastattelut eivät ole hyödyttömiä, sillä yritysten päätöksentekijät pystyvät kertomaan vaikutuksista esimerkiksi yrityksen sisäisissä valinnoissa.

Myös muut kuin kausaalivaikutuksia estimoivat laskelmat voivat olla hyödyllisiä. Esimerkiksi Kuusi ja Ali-Yrkkö (2018) selvittivät suurten vienninrahoitushankkeiden arvonlisä- ja työllisyysvaikutuksia panos-tuotos-mallilla. Tutkimus ei anna vastauksia siihen, mitä olisi tapahtunut ilman Finnveraa. Sen sijaan tutkimus kertoo Nokian ja Meyerin toiminnan mittaluokasta syntyvästä arvonlisästä ja työllisyydestä. Laskelmien mukaan miljardin euron suuruinen vientitakuuhanke tarkoittaisi, että Suomessa Meyerin ja sen arvoketjun kautta syntyisi 635

miljoonaa euroa arvonlisää, kun taas Nokian kohdalla vastaava arvio oli 320 miljoonaa euroa.

Johtopäätös on, että julkisen rahoittajan kuten Finnveran vaikuttavuuden mittaus on kuin Graalin malja, jota on jatkuvasti etsittävä, mutta jota ei ehkä koskaan löydetä. On kombinoitava erilaisia kontrolloitavia ja havaittavia mittareita sekä kvantitatiivisia että kvalitatiivisia tarkastelukulmia.

4. Yhteenveto

Finnvera on valtio-omisteinen erityisrahoitusyhtiö ja Suomen virallinen vientitakuulaitos. Lähes jokaisella maalla on oma vastaava organisaatio. Finnveran kotimaan rahoitus toimii EU-sääntöjen puitteissa, kun taas vientiluottojen osalta noudatetaan OECD:n sopimuksia. Kansainvälinen sääntöperustainen ympäristö on pienelle avotaloudelle arvokas asia.

Finnveran olemassaolon peruste johtuu markkinoiden epätäydellisyyksistä, joten toiminnan keskeinen tavoite on täydentää markkinoita. Finnveran tavoite on siis kohdentaa rahoitusta markkinapuutealueille vääristämättä kilpailua ja tasoittaa kansainvälistä pelikenttää suomalaisten yritysten näkökulmasta.

Yritysrahoituksen ympäristö on kaukana täydellisestä. Markkinapuutteet ovat pitkälti johdettavissa epätäydelliseen ja -symmetriseen informaatioon sekä haitalliseen valikoitumiseen.

Olemme tässä artikkelissa nostaneet esiin useita Finnveraan toimintaan läheisesti kytkeytyviä teemoja. Mikrorahoituksen kohdalla luottorajoitteet ovat yleisesti tunnistettu ongelma ja perustelevat julkisen sektorin interventiota. Julkisen intervention kohdalla on aina huolehdittava, ettei markkinoita vääristetä tarpeettomasti. Finnverassa markkinavääristymä mini-

moidaan toimimalla pääasiassa pankkikumppanimme kautta. Julkisen tai julkisomisteisen rahoituslaitoksen ei pidä lähteä kilpailemaan yksityisten rahoituslaitosten kanssa.

Suhdannepolitiikka on aina läsnä julkisomisteisten rahoituslaitosten toiminnassa, ja näin on Finnveran tapauksessakin. Perinteistä, siis suoraan kokonaiskysyntää lisäävää suhdannepolitiikkaa ei Finnveran pidä harjoittaa. Sen sijaan rahoitusmarkkinoiden toimintakyvyn ja likviditeetin varmistaminen liittyvät Finnveran toimintaan. Lisäksi Finnveran tuotteet ovat pankeille riskiä pienentäviä, jolloin laskusuhdanteessa Finnveran toiminta mahdollistaa pankkien laajemman luotonannon lieventäen näin negatiivisten suhdanneshokkien vaikutuksia.

Kansainvälinen koordinaatio on tärkeä asia pienelle avotaloudelle. Finnveran toimintaa säädellessään pitkälti sekä OECD:n että EU:n toimesta, jolloin pyritään suitsimaan tehottomia tai liiallisia valtiontukia. Kansainvälisten sopimusten kautta Finnveralle on muodostunut pelikenttää tasoittava tehtävä erityisesti viennin rahoituksessa. Ulkomaisilla yrityksillä olisi kilpailuetu suomalaisiin yrityksiin nähden, mikäli Finnvera ei tasoittaisi pelikenttää tarjoamalla vastaavia rahoituspalveluita.

Finnveran toiminnasta ei ole kovinkaan paljoa tietyt standardit ylittävää taloustieteellistä tutkimusevidenssiä. Tilanne johtuu osin siitä, ettei uskottavia tutkimusasetelmia ole viljalti. Lisäksi valikoitumisongelma (*selection-into-treatment*) on tässäkin tapauksessa visainen. Askel kerrallaan pyrimme kuitenkin parantamaan Finnveraa koskevaa vaikuttavuusarviointia sekä poliittisen päätöksenteon tueksi että yhtiön toiminnan kehittämiseksi. Tämä kirjoitus on yksi osa tätä prosessia. □

Kirjallisuus

- Agarwal, N., Lodefalk, M., Tang, A., Tano, S. ja Wang, Z. (2018), "Institutions for non-simultaneous exchange: Microeconomic evidence from export insurance", Working Paper no. 12/2018, Örebro University School of Business
- Agarwal, N., Lodefalk, M., Stenberg, M., Tang, A. ja Tano, S. (2019), "The effects of export credit guarantees on firm performance", VoxEu Column 11.12.2019, CEPR, <https://cepr.org/voxeu/columns/effects-export-credit-guarantees-firm-performance>.
- Anderson, N. ja Pakkanen, P. (2020), *Direct cross-border lending scheme for small-size export contracts*, Finnvera, Helsinki, <https://www.finnvera.fi/eng/file-download/download/public/5692>.
- Atkin, D., Khandelwal, A. K. ja Osman, A. (2017), "Exporting and firm performance: evidence from a randomized experiment", *The Quarterly Journal of Economics* 132: 551–615.
- Barrot, J.-N., Martin, T., Sauvagnat, J. ja Vallee, B. (2019), "Employment effects of alleviating financing frictions: worker-level evidence from a loan guarantee program", SSRN Electronic Journal 10.2139/ssrn.3409349.
- Bottazzi, G., Secchi, A. ja Tamagni, F. (2014), "Financial constraints and firm dynamics", *Small Business Economics* 42: 99–116.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernández, F. ja Udell, G. F. (2016), "Trade credit, the financial crisis, and SME access to finance," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 48: 113–143.
- Clementi, G. L. ja Hopenhayn, H. A. (2006), "A theory of financing constraints and firm dynamics", *The Quarterly Journal of Economics* 121: 229–265.
- Fitzgerald, B. ja Monson, T. (1989), "Preferential credit and insurance as means to promote exports", *The World Bank Research Observer* 4: 89–114.
- Gazaniol, A., Hombert, J. ja Vinas, F. (2022), "Evaluation of BPIFrance Loan Guarantee Program: Evidence from a natural experiment", Working Paper, BPIFrance, <https://www.bpifrance.fr/sites/default/files/2022-01/Evaluation%20bpifrance%20-%20natural%20experiment%20-%20english%20version.pdf>.
- Heinonen, J., Smallridge, D., Laaksonen, E. ja Stenholm, P. (2012), *Evaluation of Finnvera Plc, Final Report*, Työ- Ja elinkeinoministeriön julkaisuja, Innovaatio 28/2012.
- Huizinga, H. ja Laeven, L. (2019), "The procyclicality of banking: evidence from the euro area", *IMF Economic Review* 67:496–527.
- Kurban, D. (2022), "Does public financing support increase exports? Evidence from a quasi-experiment at the US Export-Import Bank", Working Paper, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4158297>.
- Kuusi, T. ja Ali-Yrkkö, J. (2018), *Suurten vienninrahoitusbankkeiden arvonlisä- ja työllisyysvaikutukset*, Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 53/2018.
- Lerner, J. (2009), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About It*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Martin-Garcia, R. ja Santor, J. M. (2021), "Public guarantees: a countercyclical instrument for SME growth. Evidence from the Spanish region of Madrid", *Small Business Economics* 56: 427–449.
- Musso, P. ja Schiavo, S. (2008), "The impact of financial constraints on firm survival and growth", *Journal of Evolutionary Economics* 18: 135–149.
- OECD (2022), "2022 Report on trends in official export credit business volumes - Covering the period 2007-2021 as at 1 October 2022", OECD, TAD/ECG(2022)9/PROV.
- Roland Berger (2017), "The changing role of development banks in Europe - Meeting challenges with innovation", *Think Act*, February 2017.
- US ExIm (2022), *Reaching New Heights. Report to the U.S. Congress on Global Export Credit Competition*, Export-Import Bank of the United States, Washington,