

## GUEST EDITORS

PAAVO OKKO ja MATTI HUOMO

## Rahoitustoiminta uudelle vuosisadalle

**O**P-ryhmä vietti toimintansa 100-vuotisjuhlaa vuonna 2002. OP-ryhmän Tutkimussäätiö päätti vuonna 2000 käynnistää juhluvuoden kunniaksi erillisen tutkimusohjelman, jonka tulokset valmistuisivat pääosiltaan juhluvuonna. Säätiölle jätettyjen hakemusten joukosta valikoitui neljä tutkimusryhmää, joita tuettiin yhteensä miljoonalla eurolla.

Tutkimusryhmät ovat työssään käsitelleet muun muassa korkean teknologian yritystoiminnan rahoitusvaikutuksia ja tutkimus- ja kehityspanoksen vaikutusta yrityksen arvoon, arvopapereiden hinnoittelua ja sijoituskäyttäytymistä, pankkikilpailun uusia alueellisia ja globaaleja piirteitä sekä pankkitoiminnan organisaatiomuutosten toimeenpanoa. Tutkimusryhmät raportoivat tutkimustuloksistaan Rahoitustoiminta uudelle vuosisadalle -seminaarissa 5.9.2002.

Tutkimusryhmien työ on tuottanut yli 40 julkaistua artikkelia, kaksi kirjaa ja kymmeniä konferenssiesitelmiä. Työryhmien toimesta on järjestetty puolenkymmentä tieteellistä seminaa-

ria ja jopa satoja työryhmätapaamisia ja workshoppeja. Tutkimusryhmien työ on suoranaisesti tuottanut 23 opinnäytetyötä. Tämän lisäksi tutkimushankkeen työryhmien työ on liittynyt osana usean tutkijan väitöskirjatutkimukseen.

OP-ryhmän juhluvuoden tutkimushankkeen puitteissa tutkijoille on tarjoutunut mahdollisuuksia solmia lukuisia määriä kotimaisia ja kansainvälisiä kontakteja. Tutkimustyö jatkuu osin edelleen ja tutkimustuloksia on odotettavissa vielä jatkossakin. Olihan ohjelman tarkoituksenakin edistää alan suomalaista tutkimusta pitkäkestoisella tavalla.

Tutkimusohjelman hankkeet käsitelivät monipuolisesti rahoitus- ja pankkitoimintaan liittyvä kysymyksenasetteluja. Tämä Liiketaloudellisen aikakauskirjan erikoisnumero sisältää edustavan näytteen ohjelman tutkimustuloksista. Esittelemme seuraavassa lyhyesti artikkelien sisältöä.

Korkean teknologian yrityksiin liittyviä rahoitusmarkkinailmiöitä tutkivan ryhmän johdossa toimivat aluksi *Teppo Martikainen* ja

## FOREWORD

*Juha-Pekka Kallunki.* Teppo Martikaisen yllättävän ja ennenaikaisen menehtymisen jälkeen tutkimusryhmän toimintaa organisoitiin uudeen korkean teknologian sektoria koskevissa tavoitteissa pysyen

Suomalaisen yritystoiminnan T&K-intensiivisyys kasvoi viime vuosikymmenellä vahvasti. Nopean talouskasvun myötä kasvoi vahvasti myös monen korkean teknologian yrityksen markkina-arvo. Juha-Pekka Kallunki ja *Petri Sahlström* tutkivat, kuinka yrityksen T&K-panostus vaikuttaa yrityksen osakkeen arvoon. Tarkastelu koski suomalaisia teollisia pörssiyrityksiä vuosina 1993–2000. Tulos osoittaa teorian mukaisesti, että markkinat pitävät T&K-panostusta investointina, joka lisää yrityksen tulonhankintakykyä tulevaisuudessa ja samalla nostaa yrityksen markkina-arvoa. Ilmiö on voimistunut T&K-intensiivisyyden kasvun myötä.

*Heli Kinnunen* tutki osakemarkkinoiden kykyä ennakoita kokonaistaloudellisten muutusten kehitystä. Koska yrityksen markkina-arvo perustuu odotuksiin yrityksen kyvystä hankkia tuottoja tulevaisuudessa, on luontevaa odottaa, että osakekursseihin sisältyy informaatiota myös tulevasta talouskehityksestä. Työssä osoitetaan, että sijoitussalkuilla on ennakointikykyä ja eri tavoin määritellyillä salkuilla eri muuttujien suhteen. Korkojen aikarakenne eli tuottokäyrän muoto ennakoi suhdannevaihtelua ja erityisesti teollisuustuotannon vaihtelua. Siksi sijoitussalkkuihin perustuvaa ennakointia verrataan tuottokäyrällä ennakointiin. Kokonaistuotannon, yksityisen kulutuksen ja inflaation ennustamisessa arvopaperisalkkuun perustuva lähestymistapa parantaa ennusteita. Pörssi näyttää ennakoivan makrokehitystä noin vuoden viiveellä.

Suomalaisten kotitalouksien osakesijoittaminen oli useiden juhluvuoden tutkimushank-

keiden kohteena. *Markku Tyynelä* ja *Jukka Pertunen* tutkivat sijoitusaktiiviteetin ajallista tiheyttä ja ns. overconfidence-hypoteesia. Sen mukaan sijoittajat voivat erehtyä käymään liikaa kauppaa salkun arvokehityksen turvaamiseksi ja päätyä sen vuoksi alhaiseen tuottoon. Näin toiminta osoittautuikin mieluummin liialliseksi voitontavoitteluksi. Tällainen yliaktiivisuus näyttää tuloksien mukaan vaivaavan suomalaisista sijoittajista miehiä enemmän kuin naisia ja nuoria enemmän kuin varttuneempia sijoittajia. Tutkimus perustui suomalaiset kotitaloudet kattavaan aineistoon viime vuosikymmenen lopulta.

Myös *Joakim Westerholmin* johtama tutkimusryhmä esittelee kahdessa artikkelissaan kiinnostavia tuloksia suomalaisten kotitalouksien sijoituskäyttäytymisestä. Westerholmin ja *Martin Ollilan* tekemässä työssä tutkittiin sukupuolen ja iän sekä kieliryhmän vaikutusta sijoitustoiminnan. Kuten edellä todettiin miehet käyvät useammin kauppaa, mutta he pitävät myös hajautetumpaa portfoliota kuin naiset. Nuorimmat sijoittajat ovat aktiivisimpia, ja varttuneilla suurimpien salkkujen haltijoilla on vahvimmin hajautettu strategia. Runsaasta kaupankäynnistä näyttää tässäkin syntyvän heikko sijoitustulos. Tätä paradoksaaliselta vaikuttavaa tulosta tutkijat selittävät myös sillä, että paljon osakekauppaa käyvillä sijoittajilla on hajautetumpi salkku ja sen takia heidän sijoitustuloksensa jäi nousevien hintojen kaudella (tarkastelujakso 1995–2000) jälkeen. Tämä on sopuisuudessa sen kanssa, että hajautetummalla salkulla on myös alempi riski. Laskevien hintojen kaudella on siis odotettavissa päinvastainen tulos.

Suomen viime aikojen sijoitustoimintakin ajatellen kiinnostava kysymys on suoran osakesijoittamisen ja sijoitusrahastojen tuotto-

## FOREWORD

jen vertailu. Joakim Westerholmin ja *Mikael Kuuskosken* tutkimus tarjoaa tähän nyt vastauksia suomalaisten sijoittajien osalta. Sijoitusrahastosijoittamisen tuottoa ei tässä verrata rahan vertailuindeksiin vaan suorien osakesijoitusten tuottoon. Vertailun kannalta kriittinen tekijä on suoran sijoitussalkun hajautuksen aste ja samalla salkun suuruus. Tulos voidaan tiivistää niin, että pienet osakesijoitukset alittavat sijoitusrahaston tuoton ja keskiuuret menestyvät samantasoisesti mutta suurimmat salkut ylittävät sijoitusrahastotuoton. Liiketoimikustannusten ja verojen huomioon ottamisen jälkeen keskiuuret salkut jäävät sijoitusrahastoa heikoktuottoisemmiksi mutta suurimmat salkut ylittävät myös näiden tekijöiden huomioon ottamisen jälkeen sijoitusrahastoon sijoittamisen tuoton.

Joakim Westerholm käsittelee omassa artikkelissaan arvopaperikaupan verotuksen muutoksen vaikutusta arvopaperikaupan määrään, hinnanmuodostukseen ja volatilitettiin. Sopivan havaintoaineiston näihin tarkasteluihin tarjoavat Suomessa ja Ruotsissa tapahtuneet pörssi-kaupan verotuksen muutokset. Molemmassa maassa transaktioiden verottaminen lopetettiin 1990-luvun alussa. Pörssivaihdon transaktiokustannusjousto oli  $-1:n$  suuruusluokkaa, eli kaupan kustannusten alentaminen lisää suunnilleen samassa suhteessa vaihdon määrää. Osakkeiden hintojen liiketoimikustannusjousto on Suomessa sekä Ruotsissa noin  $-0,2$ . Arvopaperikaupan verotuksen ja muiden liiketoimikustannusten alentaminen nostaa siis välitetyin varallisuuden arvoa. Erittäin kiinnostava tulos on sekin, että liiketoimikustannusten alentaminen alentaa markkinoiden volatilitettä. Tämä tulos herättää kysymyksen, voidaanko transaktioiden verotusta kiristämällä (esim. Tobinin vero) vaimentaa myöskään valuuttamarkkinoiden epä-

tabiilisuutta.

*Mika Widgrénin* johtamassa moniosaisessa hankkeessa käsiteltiin uuden teknologian vaikutusta pankkitoimintaan sekä pankkikilpailun uusia globaaleja ja alueellisia piirteitä. *Aki Koposen* ja *Mika Widgrénin* työssä esitellään pankkipalvelusten alueellista keskittymistä Suomessa. Pankkien toimipisteiden lukumäärä puolittui 1990-luvun loppupuoliskolla. Uudella maalla oli 5140 asukasta yhtä pankkikonttoria kohti vuonna 2001 ja Keski-Suomessa 1960. Keskittymisen luonteeseen kuuluu, että pinta-alaltaan suurempi seutukunta on vähemmän spesialisoitunut rahoitustoimintaan sekä suhteellisessa että absoluuttisessa mielessä. Rahoituspalvelusten alueellisessa keskittymisessä toimii kysyntävetoinen kotimarkkinaefekti, vaikka rahoituspalvelusten keskittyminen onkin ollut hitaampaa kuin kokonaistuotannon.

*Teemu Haukioja* ja *Jarmo Hahl* arvioivat ns. uuden talouden vaikutusta rahoituksenvälitykseen ja pankkitoimintaan. Vaikka käsite uusi talous on joutunut uuteen valoon teknologia-innostuksen laantumisen myötä, on tieto- ja viestintäteknologian muutoksella selvästikin perustavaa laatua oleva vaikutuksensa myös pankkitoimintaan. Markkinoiden globalisaatio ja uudet tekniset mahdollisuudet alentavat transaktiokustannuksia ja synnyttävät uudenlaisia verkostotaloudellisia etuja. Pankkitoiminnan deregulaatio on vahvistanut tätä kehitystä. Pankkimarkkinoilla on tapahtunut rakenteellisia järjestelyjä ja yksittäisten pankkien on pitänyt löytää strategisia vastauksia uuteen kilpailuun. Niiden on pitänyt mm. valita internet-strategiansa. Pankeilla on kuitenkin perinteinen suhteellinen etunsa epäsuorassa rahoituksenvälityksessä, mikä merkitsee niiden aseman pysymistä vahvana, vaikka toimintamuodot muuttuvatkin.

## FOREWORD

Tutkimusohjelmaan sisältyi myös pankkisektorin yritysjärjestelyjä ja organisaatiouudistusten tarkastelua organisaatioteorian näkökulmasta. Hanketta johti *Eero Vaara*, joka yhdessä *Janne Tienarin* ja *Niina Erkaman* kanssa tarkastelee pohjoismaista pankkifuusiota tiedotusvälineiden valossa. Lähestymistapana on analysoida yritysjärjestelyjä niistä kertovien uutisten valossa tulkitsemalla niissä esitettyjä metaforisia aineksia. Tällaisissa dramaattisissa muutostilanteissa käytetään usein sotaan ja taisteluun tai urheiluun mutta myös avioliittoon ja perhe-elämään perustuvia vertauskuvia. Kirjoittajat pyrkivät osoittamaan metaforien keskeisen roolin. Ne eivät ole vain journalistien tapa elävöittää tekstejään, vaan niiden kautta tietynlaiset tulkinat sekä ajattelu- ja toimintatavat luonnollistuvat. Kielikuvavalinnat liittyvät siis myös valtaan.

Janne Tienarin ja Eero Vaaran sekä *Antti Ainamon* artikkelissa tarkastellaan, kuinka liikkeenjohdollisia oppeja on maastoutettu pankkiorganisaatioon käyttämällä muutosta taikasanana. Pankin henkilöstölehdessä seurattiin, kuinka uusia liikkeenjohdollisia menettelyjä kuvattiin ja esiteltiin työntekijöille. Esimerkiksi tavoitejohtaminen ja tulosvastuu sekä asiakaslähtöisyys ovat olleet tällaisia uuden omaksuamista vaativia toimintafilosofioita. Näistä käyty keskustelu saattoi muodostua osin päällekkäiseksi ja limittäiseksi, minkä vuoksi niistä voitiin esittää ristiriitaisia tulkintoja. Muutos on päätöksentekijöiden käyttämä diskursiivinen ase. Taikasanana maaginen voima voidaan kuitenkin menettää, jos sitä käytetään liian usein ja harmitsemattomasti. ■