

# 193

## ARVOPAPERI- MARKKINAT SUOMALAISEN PALKANSAAJAN NÄKÖKULMASTA\*

Petri Bockerman\*\*

\*Tutkimushankkeen on rahoittanut Suomen Pörssisäätiö. Tekijä kiittää Eero Lehtoa, Reija Liljaa, Jukka Pekkarista, Sirkka-Liisa Roinetta, Nina Tallbergia ja Roope Uusitaloa hyödyllisistä kommentteista. Vastuu raportin virheistä ja tulkinnoista on luonnollisesti tekijän.

\*\*Palkansaajien tutkimuslaitos, Pitkäsillanranta 3A, 00530 Helsinki.

E-mail: [petri.bockerman@labour.fi](mailto:petri.bockerman@labour.fi)

ISBN 952-5071-86-3  
ISSN 1457-2923

## PÖRSSISÄÄTIÖN ESIPUHE

Arvopaperimarkkinoiden merkitys kotitalouksille ja kotitalouksien merkitys arvopaperimarkkinoille ovat kiinnostavia selvityksen kohteita, sillä kotitaloudet ovat Suomen kansantaloudessa erittäin tärkeä säästöjen lähde. Siksi Pörssisäätiö, jonka tehtävä on edistää arvopaperimarkkinoita ja arvopaperisäästämistä, tilasi aiheesta selvityksen Palkansaajien tutkimuslaitokselta.

Arvopaperimarkkinat tarjoavat kotitalouksille hyviä vaihtoehtoja pitkäaikaissäästämiseen ja riskien hajauttamiseen. Yhä useammat yksityishenkilöt, niin palkansaajat, yrittäjät kuin eläkeläisetkin sijoittavat arvopapereihin suoraan sekä sijoitusrahastojen ja vapaaehtoisten eläkevakuutusten kautta. Kotitalouksien säästämisen ja arvopaperisäästämisen osuuden nousulle on hyvät edellytykset, koska väestön ikärakenteen vuoksi meillä on paljon nettosäästäjiä. Myös paraneva koulutustaso lisää yleensä arvopaperisäästämistä.

Suomalaisilla aikuisilla on suhde osakemarkkinoihin, vaikka heillä ei olisikaan omia arvopaperisijoituksia. Esimerkiksi työeläkeyhtiöt, eläkesäätiöt ja -kassat ovat sijoittaneet suuren osan tulevia ja nykyisiä eläkkeitä varten säästetyistä varoista pörssiosakkeisiin ja joukkolainoihin. Näistä pörssiyrityksiin tehdyistä sijoituksista riippuu osaltaan, miten paljon eläkemaksuja työntekijöiltä ja työnantajilta on kerättävä.

Hyvin toimivat arvopaperimarkkinat ohjaavat kotitalouksien säästöjä investointien rahoitukseen ja vaikuttavat kansalaisten hyvinvointiin, kasvuun ja työllisyyteen kaikilla toimialoilla. Osakerahoituksen saamisen tärkeä edellytys on, että osakkeiden jälkimarkkinat eli pörssi-kauppa toimii hyvin. Osakkeilla on myös oltava riittävä likviditeetti, jotta hinnanmuodostus on luotettavaa, kun sijoittajilla on tarve vaihtaa sijoituskohteesta toiseen.

Arvopaperimarkkinoiden välityksellä pääoman ohjautuvat tuottavimpiin kohteisiin. Suomen taloudellinen hyvinvointi ja talouskasvu perustuvat vastaisuudessa yhä enemmän uuteen ja innovatiiviseen yritystoimintaan, kun perinteisiä työpaikkoja menetetään halvempien kustannusten maihin. Kotimaisilta sijoittajilta saatavalla osakerahoituksella on tärkeä rooli juuri tällaisten nuorten ja kasvavien yritysten rahoitukselle.<sup>1</sup>

Suomessa on omasta takaa vain vähän eläkeyhtiöiden kaltaisia suuria instituutiosijoittajia, joten yksityishenkilöt ovat merkittävä sijoittajaryhmä myös osakemarkkinoiden likviditeetin

kannalta. Ulkomaisten sijoittajien kiinnostus kohdistuu pääasiassa muutamien suuryhtiöiden osakkeisiin. Valtaosan muiden pörssiyhtiöiden osakkeista omistavat kotimaiset omistajat.

Pörssisäätiö kiittää FT Petri Böckermania ja Palkansaajien tutkimuslaitosta hyvästä paneutumisesta aiheeseen.

Helsingissä tammikuussa 2004  
Sirkka-Liisa Roine  
Toimitusjohtaja  
Suomen Pörssisäätiö

## **TIIVISTELMÄ**

Raportissa tarkastellaan suomalaisten palkansaajien roolia arvopaperimarkkinoilla. Raportin ensimmäisessä osassa kuvataan palkansaajakotitalouksien roolia arvopaperimarkkinoilla Suomessa 1990-luvulla. Palkansaajien rooli arvopaperimarkkinoilla on kasvanut 1990-luvun kuluessa. Raportin toisessa osassa kartoitetaan rahoitussektorin merkitystä työllisyydelle Suomessa. Rahoitussektorin osuus kaikista työllisistä on Suomessa noin kahden prosentin luokkaa, mikä on OECD-maiden vertailussa erittäin alhainen lukema. Raportin kolmannessa osassa eritellään kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitystä kansantaloudelle talusmaantieteen näkökulmasta.

## **ABSTRACT**

This report considers securities markets in Finland from the perspective of salaried employees and wage earners. The first part of the report provides descriptive evidence about the role of salaried employees and wage earners in securities markets during the 1990s. There has been an increase in the participation of salaried employees and wage earners in the Finnish securities markets during the 1990s. The second part of the report considers the role of financial sector for employment in Finland. The share of financial sector of the total employment in the Finnish economy is around 2%. This figure is extremely low in comparison with other OECD countries. The third part of the report is about the importance of national securities markets from the perspective of economic geography for the development of the economy as a whole.

# 1. JOHDANTO

## *Arvopaperimarkkinat aiemmin tuntemattomia palkansaajille*

Arvopaperimarkkinat koskettavat yhä voimakkaammin tavalla tai toisella sekä suoraan että epäsuorasti tavallisia suomalaisia palkansaajia sekä heidän perheitään. Tilanne on tässä suhteessa muuttunut nopealla tahdilla 1990-luvun kuluessa. Arvopaperimarkkinat ja erityisesti osakesäästäminen olivat aiemmin tavallisille palkansaajille varsin tuntemattomia. Palkansaajien kosketuspinta rahoitusmarkkinoihin rajoittui tyypillisesti asioimiseen pankki-konttorissa.

## *Palkansaajat osallistuvat välillisesti arvopaperimarkkinoille TEL-järjestelmän välityksellä*

Nykyisin huomattava osa eläkevaroista on sijoitettu osakkeisiin. 1990-luvulla osakesijoitus-ten osuus on ollut tuntuvassa kasvussa. Osakesijoitukset ovat nousseet vuosina 1997–2002 12 prosentista suurin piirtein 20 prosenttiin yksityisen sektorin eläkelaitosten käypäarvoisesta sijoituskannasta (Hietaniemi ja Vidlund 2003). Tavalliset suomalaiset palkansaajat osallistuvat tämän tähden välillisesti arvopaperipohjaiseen säästämiseen TEL-järjestelmän kautta.

## *Palkansaajat koostuvat työntekijöistä ja toimihenkilöistä*

Tämä raportti käsittelee arvopaperimarkkinoita erityisesti suomalaisen palkansaajan näkökulmasta. Palkansaajiin luetaan tässä raportissa sekä työntekijät että toimihenkilöt. Raportti perustuu olemassaolevaan kirjallisuuteen sekä lähinnä Tilastokeskuksen tuottamaan tilastoaineistoon.

## *Arvopaperiomistukset yleistyneet 1990-luvulla*

Raportin ensimmäisessä osassa kuvataan kiteyttäen palkansaajakotitalouksien roolia arvopaperimarkkinoilla Suomessa 1990-luvulla. Palkansaajien rooli arvopaperimarkkinoilla on kasvanut tuntuvasti 1990-luvun kuluessa. Suuret omistukset tosin keskittyvät harvoille, eikä arvopaperien osuus palkansaajakotitalouksien kaikesta varallisuudesta ole kovinkaan korkealla tasolla.

### *Rahoitussektorin osuus kaikista työpaikoista kahden prosentin luokkaa Suomessa*

Raportin toisessa osassa kartoitetaan rahoitussektorin merkitystä työllisyydelle Suomessa. Rahoitussektorin osuus kaikista työllisistä on Suomessa noin kahden prosentin luokkaa, mikä on OECD-maiden vertailussa erittäin alhainen lukema. Varsinkin 1990-luvun jälkipuoliskolla arvopaperimarkkinoihin läheisemmin kytköksissä oleville alatoimialoille on kuitenkin syntynyt runsaasti korkean koulutuksen vaativia työpaikkoja. Lisäksi tarkastellaan rahoitussektorin välillisiä vaikutuksia talouskasvuun ja työllisyyteen.

### *Kansallisella rahoitusyhteisöllä merkitystä*

Raportin kolmannessa osassa eritellään kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitystä kansantaloudelle talousmaantieteen näkökulmasta. Kansallisilla arvopaperimarkkinoilla on merkitystä erilaisten positiivisten heijastusvaikutusten luomisessa ja paikallisen informaation kokoamisessa, joilla on puolestaan huomattava vaikutus kansantalouden ripeään ja vakaiseen kasvuun.

## 2. PALKANSAAJAT JA ARVOPAPERIMARKKINAT

### 2.1. Kotitaloudet säästäjinä ja sijoittajina

Arvopaperimarkkinoilla on erittäin tärkeä rooli elinkeinoelämän pääomahuollossa. Arvopaperimarkkinoiden välityksellä rahoitusylijämmäiset sektorit voivat rahoittaa kannattavia investointikohteita kansantalouden laajenevilla lohkoilla. Kotitaloudet ovat nykyisin keskeisin säästöjen lähde kansantaloudessa. Kotitalouksista suurin osa on puolestaan palkansaajakotitalouksia. Tämän tähden on tärkeää tarkastella palkansaajien roolia arvopaperimarkkinoilla.

#### *Parempaa tuottoa ja riskien hajauttamista osakkeiden avulla*

Tavallisilla palkansaajilla on periaatteessa kaksi keskeistä motivaatiota arvopaperimarkkinoille osallistumiseen: korkeampi tuottovirta ja riskien hajauttaminen. Tunnettu tosiasia on se, että osakeomistusten kautta on mahdollista saada esim. valtion obligaatioita parempi tuotto varallisuudelle pitkällä aikavälillä. Paremman odotetun tuoton vastapainona on sijoitusten suurempi alttius markkinoiden heilahteluille.

#### *Riskit palkansaajien arkea*

Tavallisen palkansaajan saama tulovirta koostuu tyypillisesti ainoastaan yhden työnantajan maksamasta palkasta. Tämän tähden lähes kaikkien palkansaajien hyvinvointi on riippuvaista riskien hallinnan näkökulmasta erittäin kapeasta tulovirrasta. Sijoittaminen arvopaperimarkkinoiden kautta sen yrityksen osakkeisiin, jossa palkansaaja itse työskentelee ei tästä näkökulmasta ole järkevää, koska tavallisella palkansaajalla ei voi olla mitään erityistä informaatiota esim. yrityksen kannattavuuteen vaikuttavista tekijöistä suhteessa osakemarkkinoilla vallitsevaan näkemykseen kyseisestä yrityksestä.

### *Työnantajan osakkeiden omistaminen suhteellisen yleistä*

Rahoitusteorian antamien selkeiden tulemien vastaisesti 20 prosenttia sellaisista suomalaisista, jotka omistavat ylipäättänsä pörssiosakkeita, omistavat sen yrityksen osakkeita, joka on henkilön nykyinen työnantaja tai jonka palveluksessa on saman kotitalouden jäsen (Suomen Pörssisäätiö 2003). Työnantajan osakkeiden omistamista selittävät osaltaan henkilökuntaannit ja optiojärjestelyt. Suomessa yritys rakenne on myös painottunut vahvasti suuryrityksiin. Jos Suomessa haluaa sijoittaa sellaiseen kotimaiseen osakkeeseen, joka toimii samalla toimialalla, jossa itse työskentelee tavallisena palkansaaajana, joutuu suurella todennäköisyydellä harkitsemaan työnantajansa osakkeiden ostamista. Monissa muissa maissa kotitalouksilla on enemmän vaihtoehtoja, koska yritys kenttä on laajempi kuin Suomessa. Kolmantena keskeisenä tekijänä sille, että suomalaiset omistavat työnantajansa osakkeita on se, että 1990-luvulla talouskasvu ja pörssikurssien nousu keskittyivät voimakkaasti muutamille toimialoille ennen kaikkea elektroniikkateollisuuteen, jossa työskentelee myös paljon korkeasti koulutettuja ja aktiivisia osakesäästäjiä. Työnantajan osakkeiden hankkiminen saattaa olla joissakin erityistapauksissa perustelua, jos sillä pystytään auttamaan työnantajaa vaikeiden kriisi-aikojen ylitse. Tällöin tosin palkansaaajasta tulee ainakin puolittainen yrittäjä, koska hän joutuu osakeomistuksen kautta kantamaan yrityksen liiketoimintaan liittyvää riskiä.

Palkansaaajan kohtaaman tulovirran epätasaisuutta voidaan periaatteessa pyrkiä tasoittamaan arvopaperimarkkinoiden avulla. Davis ja Willen (1999) ovat tutkineet palkansaaajien ansiotulovirtaan kohdistuvien sokkien ja arvopaperituottojen välistä korrelaatiota Yhdysvaltojen aineistolla, jossa osakesäästäminen on perinteisesti ollut yleisempää kuin Euroopassa. Ansiotulovirtaan kohdistuvien sokkien ja arvopaperituottojen välinen korrelaatio on tulosten valossa noin 0,4 varttuneille, keskiasteen koulutuksen hankkineille naisille. Miehillä korrelaatio vaihtelee 0,1–0,3 välillä elinkaaren myötä. Korrelaatio on sitä vastoin -0,25 sellaisille miehille, jotka ovat hankkineet ainoastaan peruskoulutuksen.

### *Arvopaperimarkkinat eivät poista tarvetta kollektiivisille vakuutusjärjestelmille*

Näitä empiirisiä havaintoja voidaan tulkita siten, että arvopaperimarkkinoiden avulla on mahdollista hajauttaa ainoastaan varsin vähäisessä määrin palkansaaajan ansiotulovirtaan liittyvää tuntuva riskiä. Tämän tähden tarvitaan kollektiivisiä vakuutusjärjestelmiä kuten sosiaali- ja työttömyysturvaa, joilla onkin keskeinen rooli palkansaaajien elinkaarensa aikana kohtaamien riskien jakamisessa kaikissa Euroopan maissa. Tällaisessa tilanteessa arvopape-

rimarkkinoilla ei ole käytännössä suurta roolia palkansaajien kohtaamien riskien tasoittamisessa.

Tästä huolimatta arvopaperimarkkinoilla voi kuitenkin olla täydentävä, vapaaehtoiseen osallistumiseen perustuva rooli palkansaajien riskien hajauttamisessa. Erityisesti tilanteessa, jossa palkansaajalla on säästöjä ja sitä kautta muitakin tuloja, hänelle syntyy mahdollisuus jonkin verran pienentää tulonmuodostukseen liittyvää riskiä. Parhaiten riskien hajauttaminen arvopaperimarkkinoiden avulla onnistuu Davisin ja Willenin (1999) tutkimuksen valossa sellaisille palkansaajille, jotka ovat hankkineet ainoastaan vähän koulutusta, koska heidän tulomuodostuksensa on vähemmän riipuvaista pörssissä noteerattujen yritysten kannattavuuden heilahteluista. Tämä piirre on kuitenkin erittäin vahvassa ristiriidassa sen empiirisen tosiasian kanssa, että korkeasti koulutettujen arvopaperiomistukset ovat huomattavasti yleisempiä ja myös määrältään suurempia kuin heikosti koulutettujen palkansaajien. Toisin sanoen ne palkansaajat, joilla olisi periaatteessa suurin hyöty osallistumisesta markkinoiden kautta tapahtuvaan riskien hajauttamiseen, eivät osallistu arvopaperimarkkinoille kovinkaan laajassa mittakaavassa.

#### *Varallisuudella vaikutusta sijoittamiseen*

Carrollin (2000) tutkimuksen mukaan aiemmin kertynyt varallisuus on keskeisin yksittäinen tekijä, joka selittää amerikkalaisten kotitalouksien osallistumista arvopaperimarkkinoille. Varakkaiden kotitalouksien kaikesta varallisuudesta suuri osuus koostuu riskipitoisista varallisuusesineistä, joissa myös oman yrityksen osakkeilla on keskeinen merkitys. Carrollin (2000) mukaan erityisesti oman yrityksen osakkeiden hankkimista voidaan ymmärtää pääomamarkkinoiden epätäydellisyydellä, jonka tähden riskipitoiseen yritystoimintaan ei ole välttämättä saatavissa täysimääräisesti markkinaehtoista rahoitusta. Velkaehtoisen rahoituksen saantivaikeudet ovat tuntuvia erityisesti elinkaarensa alussa oleville yritykselle. Tärkeänä syynä varakkaiden kotitalouksien laajemmalle osallistumiselle arvopaperimarkkinoille on se, että arvopapereihin sijoittaminen on kotitalouksille eräänlainen “ylellisyshyödyke”, johon satsataan täysipainoisesti vasta muiden tarpeiden tultua tyydytetyksi.

## 2.2. Kotitalouksien rahoitusvarallisuus kansainvälisessä vertailussa

### *Eurooppalaisilla kotitalouksilla vähän rahoitusvarallisuutta*

Babeau ja Sbano (2003) tarkastelevat rahoitusvarallisuuden kokoa ja koostumusta Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa perustuen kansantalouden tilinpitoon. Yhdysvalloissa kotitalouksien rahoitusvarallisuus asukasta kohden on (käyttäen ostovoimakorjattuja valuuttakursseja) suurin piirtein kaksinkertainen verrattuna Euroopan maihin (Taulukko 1a). Myös Japanissa kotitalouksilla on enemmän rahoitusvarallisuutta kuin Euroopassa huolimatta 1980-luvun osakekuplan puhkeamisesta. Yhdysvalloissa ja Japanissa myös rahoitusvarallisuuden osuus kotitalouksien vuosittaisista bruttotuloista on huomattavasti korkeammalla tasolla kuin Euroopassa (Taulukko 1b). Näiden lukujen valossa eurooppalaisilla kotitalouksilla on vähän rahoitusvarallisuutta verrattuna muiden kahden suuren talousalueen kotitalouksiin.

**Taulukko 1a. Rahoitusvarallisuus asukasta kohden vuonna 2000 (euroina).**

	PPP	Suhde	CER	Suhde
Yhdysvallat	103238	2.09	124104	2.41
Japani	65534	1.33	107621	2.09
Eurooppa	49303	1	51346	1

Rahoitusvarallisuus koostuu kotitalouksien talletuksista, arvopaperiomistuksista sekä erilaisista vakuutus- ja eläkesijoituksista. PPP viittaa ostovoimakorjatuilla valuuttakursseilla laskettuihin eroihin. Suhde ilmaisee kotitalouksien rahoitusvarallisuuden Yhdysvalloissa ja Japanissa suhteessa eurooppalaisiin kotitalouksiin. CER viittaa vallitsevilla valuuttakursseilla laskettuihin eroihin. Euroopan maista mukana ovat Hollanti, Iso-Britannia, Ranska, Italia, Saksa ja Espanja.

Lähde: Babeau ja Sbano 2003.

**Taulukko 1b. Rahoitusvarallisuus prosentiosuuteena kotitalouksien käytettävissä olevista tuloista.**

	1995	2000
Yhdysvallat	403	439
Japani	334	405
Eurooppa	268	338

Euroopan maista mukana ovat Hollanti, Iso-Britannia, Ranska, Italia, Saksa ja Espanja.

Lähde: Babeau ja Sbano 2003.

### *Erityisesti Yhdysvalloissa uskotaan vahvasti osakkeisiin*

Babeaun ja Sbanon (2003) tutkimuksen valossa rahoitusvarallisuuden koostumuksessa on suuria eroja maiden välillä. Japanilaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on suurin osa pankkitileillä. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa henkivakuutuksilla ja eläkesäästämisellä on sitä vastoin keskeinen asema kotitalouksien rahoitusvarallisuudessa. Suurelta osiltaan tämä heijastelee sosiaaliturvan heikkoutta näissä maissa. Yhdysvalloissa osakesäästäminen onkin kaikissa kansankerroksissa huomattavan yleistä Eurooppaan verrattuna ennen kaikkea sen tähden, että vanhempien on itse kustannettava kertyneillä säästövaroillaan esim. lastensa koulutusta. Osakkeet soveltuvatkin hyvin ennen kaikkea pitkän aikavälin säästämiseen. Ranskassa, Saksassa ja Espanjassa huomattava osa kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on puolestaan pankkitileillä. Kotitalouksien suorat osakesijoitukset ovat kuitenkin yleistyneet kaikissa Euroopan maissa 1990-luvulla. Samalla myös sijoitusrahastot ovat kasvattaneet suosiotaan. Osakerahastot ovat Euroopan maista selvästi suosituimpia Isossa-Britanniassa.

### *Arvopaperiomistukset yleisimpiä Euroopan maista Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa*

Guiso et al. (2003) tarkastelevat kotitalouksien osallistumista arvopaperimarkkinoille keskeisissä Euroopan kansantalouksissa.<sup>2</sup> Kotitalouksien arvopaperiomistukset ovat huomattavasti yleisempiä Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa verrattuna Manner-Euroopan maihin. Ruotsissa noin puolella kaikista kotitalouksista on suoria tai epäsuoria (ts. erilaisten sijoitusrahastojen kautta toteutettuja) arvopaperiomistuksia. Ruotsissa kotitalouksien omistukset ovat siten yhtä yleisiä kuin Yhdysvalloissa. Isossa-Britanniassa runsas kolmannes kaikista kotitalouksista osallistuu arvopaperimarkkinoille. Sitä vastoin Hollannissa, Italiassa, Ranskassa ja Saksassa ainoastaan 15-25 prosentilla kotitalouksista on minkäänlaisia arvopaperiomistuksia.

### *Korkeasti koulutetut ja varakkaammat sijoittavat enemmän osakkeisiin*

Guison et al. (2003) tutkimuksen valossa arvopaperimarkkinoille osallistumista selittävät sekä kotitalouden jäsenten koulutustaso eli korkeammin koulutetut harrastavat tuntuvasti enemmän sijoittamista että kotitalouden varallisuusasema eli varakkaammat kotitaloudet ovat huomattavasti aktiivisempia markkinoilla. Selityksenä korkeammin koulutettujen laa-

jemmalle osallistumiselle arvopaperimarkkinoille on se, että osakemarkkinoiden asianmukainen seuraaminen vaatii huomattavia tiedollisia valmiuksia.

### *Ikäryhmittäiset erot vähäisiä Euroopassa*

Kotitalouksien osallistumista arvopaperimarkkinoille selittävätkin pitkälti samat tekijät sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa, vaikka kotitalouksien keskimääräisessä osallistumisessa arvopaperimarkkinoille onkin huomattava tasoero. Korkeasti koulutetut kotitaloudet eivät siten saa ainoastaan parempaa nykyistä ansiotulovirtaa, vaan he pystyvät hankkimaan korkeamman tuoton myös aiemmin kertyneelle varallisuudelleen, josta osa saattaa olla perittyä. Tämän tähden ei ole lainkaan yllättävää, että korkeammin koulutetut ovat pääsääntöisesti myös varakkaampia. Guison et al. (2003) tutkimuksen mukaan arvopaperiomistuksissa ei ole keskeisissä Euroopan maissa kovinkaan suuria eroja ikäryhmittäin tarkasteltuna, vaikka näissä samoissa maissa kotitalouksien osallistuminen arvopaperimarkkinoille on hyvinkin erilaisella tasolla.

### *Arvopaperiomistukset yleistyneet kaikkialla Euroopassa 1990-luvulla*

Arvopaperiomistusten yleistymiseen on Euroopassa 1990-luvulla Guison et al. (2003) tutkimuksen mukaan vaikuttanut ennen kaikkea transaktiokustannusten pysyvä aleneminen. Suorien transaktiokustannusten (esim. sijoitusrahastojen palkkiot) lisäksi arvopaperimarkkinoihin liittyvät informaatiokustannukset ovat alentuneet huomattavasti esim. Internetin yleistymisen myötä.

## **2.3. Suomalaiset palkansaajat säästäjinä ja sijoittajina**

Kotitalouksien varallisuuden ja erityisesti arvopaperiomistusten rakennetta voidaan Suomes-  
sa tarkastella käyttäen Tilastokeskuksen varallisuustutkimusta, jonka tuoreimmat tiedot ovat  
vuodelta 1998 (Säylä 2000). Tarkastelussa käytetään rajaavana muuttujana kotitalouden  
päämiehen sosioekonomista asemaa. Palkansaajat koostuvat tässä tarkastelussa ylemmistä ja  
alemmista toimihenkilöistä sekä työntekijöistä. Palkansaajakotitalouksia verrataan kaikkiin  
kotitalouksiin ja erityisesti yrittäjäkotitalouksiin.

### *Ruotsalaisilla kotitalouksilla suomalaisia enemmän rahoitusvarallisuutta*

Arvopaperiomistusten yksioikoinen vertailu on erittäin hankalaa maiden välillä mm. määritelmiin liittyvien seikkojen tähden.<sup>3</sup> Suomessa kotitalouksien rahoitusvarallisuuden koko on kuitenkin vaatimaton esim. Ruotsiin verrattuna, verrattiinpa rahoitusvarallisuutta sitten asukasta kohti tai suhteessa bruttokansantuotteeseen (Suomen Pankkiyhdistys 2003). Osakevarallisuuden suhteellinen osuus kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on kuitenkin lähes yhtä suuri sekä Suomessa että Ruotsissa. Osakevarallisuuden suhteellinen osuus oli itse asiassa Suomessa vielä kolmisen vuotta sitten huomattavasti suurempi kuin Ruotsissa, mutta teknologiaosakkeisiin kytkeytyneen kuplan puhkeaminen vuoden 2000 alkupuoliskolla on tasoittanut tilannetta Ruotsin eduksi.

### *Ruotsissa osakesäästämistä tuettiin kauan erityisillä verohelpotuksilla*

Rahoitusvarallisuuden eroilla ruotsalaisten ja suomalaisten kotitalouksien välillä on historialliset juurensa. Ruotsissa tavallisten kotitalouksien osakesäästämistä tuettiin monen vuosikymmenen ajan erityisillä verohelpotuksilla ("Allemanssparande"). Myöhemmin näistä verouduista luovuttiin asteittain, mutta kotitalouksien kokemukset arvopaperisäästämisestä juurruttivat erityisen säästämiskulttuurin, mikä on säilynyt vahvana talouden suurista muutoksista huolimatta. Tämän tähden myös tavallisilla kotitalouksilla on huomattavasti enemmän taloudellista liikkumatilaa arvopapereihin pohjaavalle säästämiselle.

### *Leijonanosa suomalaisten palkansaajien varallisuudesta omistusasunnoissa*

Perinteisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta suurin osa on koostunut omistusasunnosta, jonka osuus palkansaajakotitalouksien kaikesta kertyneestä varallisuudesta oli vuonna 1998 Tilastokeskuksen julkaiseman varallisuustutkimuksen mukaan noin 68 prosenttia. Asuntovarallisuuden osuus on Suomessa poikkeuksellisen suuri verrattuna Euroopan maihin ja toisaalta Yhdysvaltoihin. Babeaun ja Sbanon (2003) arvion mukaan Euroopassa asuntovarallisuus kattoi keskimäärin 47 prosenttia kotitalouksien kaikesta varallisuudesta vuonna 2000. Japanilaisten kotitalouksien kohdalla asuntovarallisuuden osuus on 40 prosenttia ja Yhdysvalloissa ainoastaan 28 prosenttia. Asuntovarallisuuden osuus kaikesta varallisuudesta on lisäksi alentunut kaikilla kolmella suurella talousalueella 1990-luvulla. Keskeisenä syynä tälle on ollut osakesäästämisen tuntuva yleistymisen.

### *Palkansaajien varallisuus heikosti hajautettua*

Suomalaisten palkansaajien varallisuus ovat siten kansainvälisen vertailun valossa erityisen heikosti hajautettua. Ongelmaa korostaa se, että asuntomarkkinoilla on tapahtunut 1990-luvulla voimakasta alueellista hintojen eriytymistä sekä suuralueiden välillä että keskeisimpien kaupunkien kuten Helsingin sisällä. Lisäksi omistusasuntojen hinnoissa on tunnetusti erittäin merkittäviä ajallisia vaihteluja, joita vastaan tavallisten palkansaajien on jokseenkin mahdotonta suojautua nykyisillä markkinoilla. Ainakaan asuntohintojen ajallista vaihtelua vastaan ei ole mahdollista suojautua myöskään osakemarkkinoiden avulla, koska omistusasuntojen hinnat ja osakemarkkinat kehittyvät pitkällä aikavälillä samansuuntaisesti Suomessa (Takala ja Pere 1991). Omistusasuntoon painottuva varallisuuden rakenne on perua pankkikeskeisistä rahoitusmarkkinoista. Lisäksi omistusasumista on Suomessa tuettu runsaasti verotuksen keinovalikoimalla. Hyytinen et al. (2003) päätyvät siihen, että Suomen rahoitusmarkkinat eivät ole kasvaneet merkittävästi suhteessa kansantalouden kokoon vuosina 1980-2002. Tästä huolimatta rahoitusmarkkinoilla on tapahtunut merkittäviä muutoksia. Osakemarkkinat ovat kasvattaneet merkitystään perinteisen velkarahoituksen ja pitkäaikaisen pankkisuhteiden kustannuksella, vaikka osakehintojen voimakkaan nousun aiheuttama näennäiskasvu poistetaankin tarkastelussa.

### *Kotimaisella omistuksella merkitystä erityisesti pienille yrityksille*

Kotimaisten kotitalouksien arvopaperiomistukset ovat merkittäviä erityisesti pienten ja keskisuurten suomalaisten yritysten pääomahuollon näkökulmasta. Tällaiset yritykset eivät ole useinkaan riittävän suuria ja/tai kannattavia, jotta ne kiinnostaisivat laajassa mitassa ulkomaisia sijoittajia tai edes kotimaisia institutionaalisia sijoittajia, joilla on tarve hajauttaa riskejään ulkomaille (Murto 2003). Yksittäisillä kotitalouksilla onkin suurempi rooli ennen kaikkea pienten ja keskisuurten pörssiyritysten omistajina.

### *Yrittäjät omistavat palkansaajia enemmän*

Arvopaperien omistaminen on Suomessakin luonnollisista syistä johtuen huomattavasti yleisempää yrittäjien keskuudessa verrattuna palkansaajiin (työntekijät ja toimihenkilöt) (Taulukko 2). Arvopaperien osuus yrittäjien kaikesta varallisuudesta oli Tilastokeskuksen varallisuustutkimuksen mukaan vuonna 1998 hieman runsaat kymmenen prosenttia. Suurin piir-

tein 202 000 yrittäjäkotitaloudesta 71 000 eli runsas kolmasosa oli tavalla tai toisella osakesäästäjiä.

**Taulukko 2. Kotitalouksien tulot, menot, varat ja velat sosioekonomisen aseman mukaan vuonna 1998, euroa kotitaloutta kohti.**

	Kaikki	Yrittäjät Yhteensä	Maatalous- yrittäjät	Muut yrittäjät	Ylemmät toimi- henkilöt	Alemmat toimi- henkilöt	Työn- tekijät	Eläke- läiset	Työttö- mät
Kotitalouksia otoksessa	3893	763	342	421	713	576	713	795	197
Kotitalouksia perusjoukossa	2355000	202248	54076	148171	329466	358507	475646	708038	156098
Henkilöitä otoksessa	10496	2502	1225	1277	2145	1680	2116	1409	383
Henkilöitä perusjoukossa	5086139	581362	185428	395934	882773	898945	1207343	1062700	246510
Kuluttajajaksiköitä	1.71	2.13	2.48	2.00	2.01	1.91	1.94	1.34	1.36
Kotitalouden keskikoko	2.16	2.87	3.43	2.67	2.68	2.51	2.54	1.50	1.58
Käytettävissä olevat tulot	24980	38390	38250	38440	39670	26570	25620	18280	12330
Kulutusmenot	16260	22570	20820	23210	25500	19020	17600	10220	10030
1–6 Varallisuus yhteensä	89270	179610	172820	182090	142160	85810	63990	84160	30470
1 Asuntojen arvo	59250	108840	106820	109570	92330	60880	44710	56480	20000
1.1 Asunnon arvo (vaki- tuinen)	52860	93860	94000	93810	82480	54790	41700	49940	17500
1.2 Asunnon arvo (muut)	6390	14970	12820	15760	9860	6090	3010	6540	2500
2 Vapaa-ajanasuntojen arvo	8080	17160	7740	20600	12330	6310	3960	9530	3140
2.1 Vapaa-ajanasunnon arvo (vars.)	7430	14410	7050	17090	11210	6130	3790	8930	3050
2.2 Vapaa-ajanasunnon arvo (muut)	650	2750	690	3510	1110	180	180	600	100
3 Kulkuvälineiden arvo	6470	13280	14560	12810	10900	7870	6770	3480	2040
4–6 Rahoitusvarallisuus	15470	40330	43690	39100	26600	10740	8540	14670	5290
4 Talletukset yhteensä	7840	14130	18770	12440	10340	6660	5820	9050	2390
4.1 Käyttelytilit	5060	10780	14490	9430	7070	4450	4050	4940	1130
4.2 Määräaika- ja sijotustilit	2350	2690	2840	2630	2740	1950	1430	3550	920
4.3 Tilit erittelemättä	430	660	1430	380	530	250	340	550	340
5 Arvopaperit yhteensä	5510	20620	19790	20920	11860	2660	1500	4090	1520
5.1 Pörssi- ja sijoitus- rahastot	3990	13190	14680	12640	8640	1950	1010	3390	1390
5.2 Muut osakkeet	920	5900	1130	7640	2480	280	20	50	60
5.3 Osuustodistukset	190	950	3350	80	120	30	260	120	40
5.4 Joukkovelkakirjat	400	570	640	550	620	410	210	530	30
6 Muut rahoitusvarat	2120	5590	5130	5750	4400	1430	1220	1530	1370
6.1 Säästö- ja sijoitus- vakuutukset	900	1780	1850	1760	1610	630	580	890	550
6.2 Eläkevakuutukset	570	2460	2720	2370	1630	400	160	110	60
6.3 Lainasaatavat	550	1120	350	1410	1010	290	400	450	680
6.4 Käteisvarat	100	210	220	210	150	110	90	80	70

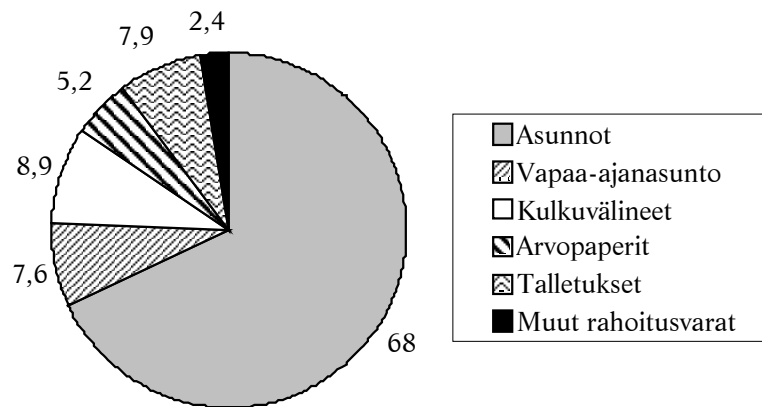
1–3 Yksityisvelat yhteensä	11070	17100	8290	20320	23210	17310	13490	1780	3160
1. Asuntolainat yhteensä	8890	13360	6800	15750	19140	14560	10990	1390	1650
2. Kulutuslainat yhteensä	1540	3260	1090	4060	2330	2090	2020	360	920
3. Opintolainat	630	490	400	520	1740	650	470	20	590

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

### *Arvopaperit kattavat runsaat viisi prosenttia palkansaajien kaikesta varallisuudesta*

Palkansaajakotitalouksia erottaa kaikista suomalaista kotitalouksista lähinnä se, että palkansaajakotitalouksien arvopaperiomistukset ovat jonkin verran alhaisemmalla tasolla verrattuna kaikkien kotitalouksien keskiarvoon. Arvopaperien osuus palkansaajakotitalouksien kaikesta varallisuudesta on varallisuustutkimuksen mukaan ainoastaan hieman runsaat viisi prosenttia (Kuvio 1 ja Taulukko 3). Arvopaperit kattavat kaikkien suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta noin kuusi prosenttia.

**Kuvio 1. Palkansaajakotitalouksien varallisuuden rakenne vuonna 1998.**



Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

**Taulukko 3. Palkansaajatalouksien varallisuuden rakenne ikäryhmittäin 1998 ja 1994.**

PALKANSAAJATALOUKSIEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1998						
	Kaikki	-24 v	25-34 v	35-44 v	45-54 v	55-64 v
Kotitalouksia otoksessa	2002	88	409	655	649	201
Kotitalouksia perusjoukossa	1163619	77455	286167	355345	340022	104631
Henkilöitä otoksessa	5941	169	1139	2347	1860	426
Henkilöitä perusjoukossa	2989061	132457	676046	1141114	839790	199654
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.95	1.47	1.82	2.28	1.93	1.62
Kotitalouden keskikoko	2.57	1.71	2.36	3.21	2.47	1.91
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	68.0	54.5	70.8	72.1	67.4	59.6
Vapaa-ajanasunto	7.6	5.5	2.6	5.8	8.1	15.8
Kulkuvälineet	8.9	17.4	11.1	9.2	8.5	6.0
Arvopaperit	5.2	4.8	5.6	3.9	4.9	8.0
Talletukset	7.9	16.4	8.1	7.3	8.4	7.0
Muut rahoitusvarat	2.4	1.4	1.7	1.7	2.7	3.8
PALKANSAAJATALOUKSIEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1994						
Kotitalouksia otoksessa	2786	104	667	901	849	264
Kotitalouksia perusjoukossa	1079944	52595	306381	321116	302430	97013
Henkilöitä otoksessa	8434	207	1854	3216	2556	599
Henkilöitä perusjoukossa	2818039	96492	736616	1000883	785845	197383
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.98	1.55	1.84	2.23	2.01	1.71
Kotitalouden keskikoko	2.61	1.83	2.40	3.12	2.60	2.03
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	69.5	60.3	72.2	71.8	69.1	63.1
Vapaa-ajanasunto	10.1	7.0	3.6	8.6	11.8	17.1
Kulkuvälineet	8.5	18.2	11.5	8.7	7.5	6.2
Arvopaperit	2.7	0.5	2.0	2.8	2.9	2.8
Talletukset	7.6	11.5	8.6	6.8	7.2	8.8
Muut rahoitusvarat	1.6	2.6	2.2	1.4	1.5	1.9

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

*Osingot yleisiä*

Verohallituksen keräämien tietojen mukaan lähes neljännesmiljoona palkansaajaa ansaitsi vuonna 1998 osinkotuloja (Taulukko 4). Osinkojen jakauma on kuitenkin erittäin vino osinkoja saavien palkansaajien ryhmässä. Palkansaajien saama keskimääräinen osinko oli suuruudeltaan lähes 3000 euroa, mutta suurin osa osingoista on suuruudeltaan erittäin pieniä. Ne muodostuvat esim. puhelinyhtiöiden osakkeiden vaatimattomista omistuksista, joista

syntyvillä tuloilla ei ole juuri lainkaan vaikutusta kotitalouden päätöksiin lukuunottamatta ehkä jonkin yksittäisen kestopulutusavaran hankkimista.

**Taulukko 4. Osinkotulojen rakenne vuonna 1998. Osinkotuloissa ovat mukana kaikkien yhtiöiden maksamat osingot.**

	Osingot (mrd.mk)	Saajia lkm.	Markkaa per saaja
Palkansaajat	4.0	245524	16291.69
Maatalouden harjoittajat	0.3	58704	5110.38
Liikkeen- ja ammatinharjoittajat	0.2	30133	6637.24
Eläkeläiset	1.0	124639	8023.17
Muut	1.6	93524	17107.91
Kuolinpesät	0.1	116633	857.39
<b>Luuonnolliset henkilöt yhteensä</b>	<b>7.4</b>	<b>669157</b>	<b>11058.69</b>

Lähde: Verohallitus.

*Kuluvälineet arvopapereita tärkeämpiä*

Arvopaperiomistusten vähäisyyttä kuvastaa se, että kuluvälineiden osuus palkansaajakotitalouksien kaikesta varallisuudesta on edelleen huomattavasti korkeammalla tasolla verrattuna arvopaperiomistuksiin. Tämän tähden voidaan sanoa, että keskimääräisen suomalaisen palkansaajakotitalouden ”tämän hetken kuluttaminen” on korostunut ”eteenpäinkatsovan sijoittamisen” kustannuksella varainkäyttöä koskevissa päätöksissä.

*Omistukset keskittyneet toimihenkilöille*

Palkansaajakotitalouksien joukossa arvopaperiomistukset ovat selvästi keskittyneet toimihenkilöille. Arvopaperit kattavat työntekijäkotitalouksien varallisuudesta ainoastaan 2,3 prosenttia (Taulukko 5). Vastaava luku toimihenkilökotitalouksille on 6,3 prosenttia, joten erot palkansaajakotitalouksien välillä ovat todella merkittäviä (Taulukko 6).

**Taulukko 5. Työntekijätalouksien varallisuuden rakenne ikäryhmittäin 1998 ja 1994.**

TYÖNTEKIJÄTALOUSTEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1998						
	Kaikki	-24 v	25-34 v	35-44 v	45-54 v	55-64 v
Kotitalouksia otoksessa	713	57	147	223	238	48
Kotitalouksia perusjoukossa	475646	49239	107481	137027	150658	31241
Henkilöitä otoksessa	2116	114	412	804	677	109
Henkilöitä perusjoukossa	1207343	88005	257806	428437	372670	60425
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.94	1.52	1.85	2.24	1.94	1.64
Kotitalouden keskikoko	2.54	1.79	2.40	3.13	2.47	1.93
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	69.9	44.5	75.6	74.4	67.9	59.8
Vapaa-ajanasunto	6.2	9.0	1.2	3.7	8.5	13.4
Kulkuvälineet	10.6	22.6	14.3	10.5	9.2	5.5
Arvopaperit	2.3	3.5	0.8	1.2	3.2	5.2
Talletukset	9.1	19.6	6.3	8.8	9.4	10.1
Muut rahoitusvarat	1.9	0.9	1.8	1.4	1.7	6.0
TYÖNTEKIJÄTALOUSTEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1994						
Kotitalouksia otoksessa	1088	67	300	353	276	91
Kotitalouksia perusjoukossa	448926	31936	134365	132741	112189	37285
Henkilöitä otoksessa	3237	145	866	1248	771	205
Henkilöitä perusjoukossa	1151872	63868	344981	400387	266158	75660
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.96	1.65	1.94	2.19	1.88	1.71
Kotitalouden keskikoko	2.57	2.00	2.57	3.02	2.37	2.03
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	71.4	63.5	73.9	72.1	70.7	68.3
Vapaa-ajanasunto	8.1	8.2	2.7	8.4	10.3	11.7
Kulkuvälineet	10.1	16.5	12.7	10.9	8.2	6.8
Arvopaperit	1.5	0.1	1.1	1.3	2.2	1.1
Talletukset	7.3	8.8	7.2	5.9	7.1	11.5
Muut rahoitusvarat	1.6	2.8	2.4	1.3	1.5	0.7

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

**Taulukko 6. Toimihenkilötalouksien varallisuuden rakenne ikäryhmittäin 1998 ja 1994.**

TOIMIHENKILÖTALOUKSIEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1998						
	Kaikki	-24 v	25-34 v	35-44 v	45-54 v	55-64 v
Kotitalouksia otoksessa	1289	31	262	432	411	153
Kotitalouksia perusjoukossa	687973	28216	178685	218318	189364	73390
Henkilöitä otoksessa	3825	55	727	1543	1183	317
Henkilöitä perusjoukossa	1781718	44452	418240	712677	467120	139229
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.96	1.39	1.80	2.30	1.93	1.62
Kotitalouden keskikoko	2.59	1.58	2.34	3.26	2.47	1.90
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	67.3	65.3	68.8	71.2	67.2	59.5
Vapaa-ajanasunto	8.2	1.7	3.2	6.7	7.9	16.2
Kulkuvälineet	8.3	11.8	9.9	8.7	8.2	6.0
Arvopaperit	6.3	6.3	7.6	5.0	5.7	8.4
Talletukset	7.5	12.9	8.8	6.7	7.9	6.5
Muut rahoitusvarat	2.5	2.0	1.7	1.8	3.1	3.4
TOIMIHENKILÖTALOUKSIEN VARALLISUUDEN RAKENNE IKÄRYHMITÄIN 1994						
Kotitalouksia otoksessa	1698	37	367	548	573	173
Kotitalouksia perusjoukossa	631018	20659	172016	188374	190241	59728
Henkilöitä otoksessa	5197	62	988	1968	1785	394
Henkilöitä perusjoukossa	1666166	32625	391634	600496	519687	121724
Kuluttajajyksiköitä / kotitalous	1.99	1.40	1.76	2.26	2.08	1.71
Kotitalouden keskikoko	2.64	1.58	2.28	3.19	2.73	2.04
	%	%	%	%	%	%
Asunnot	68.7	50.0	71.0	71.7	68.5	61.6
Vapaa-ajanasunto	11.0	3.2	4.2	8.6	12.4	18.7
Kulkuvälineet	7.7	23.5	10.6	7.7	7.2	6.0
Arvopaperit	3.2	1.5	2.5	3.5	3.2	3.4
Talletukset	7.7	19.9	9.6	7.2	7.3	8.0
Muut rahoitusvarat	1.6	1.9	2.0	1.4	1.4	2.3

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

*Arvopaperien omistus yleistynyt Suomessakin*

Arvopaperien omistus on yleistynyt varsin ripeällä tahdilla kaikkien palkansaajien keskuudessa 1990-luvulla (Taulukko 7). Babeaun ja Sbanon (2003) arvion mukaan vastaava kehitys on toteutunut myös muualla Euroopassa. Esimerkiksi Saksassa suorien arvopaperiomistusten osuus kotitalouksien kaikesta rahoitusvarallisuudesta on kohonnut viisi prosenttiyksikköä vuosina 1995–2000 yhteensä noin 16 prosenttiin. Vastaavasti ranskalaisista kotitalouksista noin seitsemällä prosentilla oli suorita osakesijoituksia 1980-luvun puolivälissä. Vuonna 2000 osuus oli kivunnut suurin piirtein 17 prosenttiin (Arrondel ja Masson

2002). Suorien osakesijoitusten lisäksi saksalaisilla ja ranskalaisilla kotitalouksilla on luonnollisesti myös epäsuoria osakesijoituksia ennen kaikkea osakerahastojen kautta.

**Taulukko 7. Palkansaajakotitalouksien arvopaperien omistus 1988–1998.**

	Omistavat palkansaajat		Omistavat toimihenkilöt		Omistavat työntekijät		Kaikki kotitaloudet yhteensä	
		%		%		%		%
<b>1998</b>								
Arvopaperit	382390	32.9	290910	42.3	91490	19.2	696620	29.6
Pörssiosakkeet ja rahastosijoitukset	339030	29.1	256960	37.4	82070	17.3	604110	25.7
Muut osakkeet	67010	5.8	58570	8.5	8440	1.8	138880	5.9
Joukkovelkakirjat	31390	2.7	24930	3.6	6460	1.4	60130	2.6
<b>1994</b>								
Arvopaperit	278090	25.8	210870	33.4	67220	15.0	518670	22.8
Pörssiosakkeet ja rahastosijoitukset	238470	22.1	183790	29.1	54680	12.2	441770	19.5
Muut osakkeet	44930	4.2	32780	5.2	12150	2.7	95260	4.2
Joukkovelkakirjat	36450	3.4	30050	4.8	6410	1.4	72880	3.2
<b>1988</b>								
Arvopaperit	397110	32.4	289000	42.6	108110	19.8	627770	29.9
Pörssiosakkeet ja rahastosijoitukset	353730	28.9	258510	38.1	95220	17.4	547980	26.1
Muut osakkeet	56620	4.6	46690	6.9	9930	1.8	99030	4.7
Joukkovelkakirjat	65650	5.4	54610	8.1	11040	2.0	109670	5.2

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

Arvopapereita omistavien suomalaisten palkansaajakotitalouksien osuus on kasvanut 1994–1998 noin 25 prosentista hieman yli 30 prosenttiin. Vuonna 1998 suuremmalla osalla palkansaajakotitalouksista oli arvopapereita kuin keskimääräisellä suomalaisella kotitaloudella. Suurin osa omistuksista on kuitenkin pieniä. Arvopaperiomistusten osuus palkansaajakotitalouksien kaikesta varallisuudesta on samana ajanjaksona kohonnut 2,7 prosentista 5,2 prosenttiin. Työntekijä- ja toimihenkilökotitalouksien välillä on huomattava tasoero arvopaperiomistuksissa.

### *Pörssiosakkeet ja rahastosijoitukset kasvattaneet suosiotaan*

Tilastokeskuksen varallisuustutkimuksen tietojen valossa erityisesti pörssiosakkeiden ja rahastosijoitusten omistus on yleistynyt nopealla vauhdilla. Arvopaperiomistuksista selvästi

suurin osa onkin pörssiosakkeita. Joukkovelkakirjojen suoralla omistuksella ei ole juuri lainkaan merkitystä tavallisille palkansaajakotitalouksille.<sup>4</sup> Tämä piirre pätee erikseen myös toimihenkilökotitalouksille.

### *Arvopaperiomistukset yleistyivät vasta 1990-luvun jälkipuoliskolla*

Erityisesti 1990-luvun kehityksessä on mielenkiintoista se, että arvopaperiomistukset ovat kasvattaneet suosiotaan vasta talouden elpymisen vakiinnuttua. Tämä voidaan tulkita siten, että keskimäärin palkansaajakotitaloudet ovat tulleet markkinoille ”väärään aikaan”. Arvopaperiomistukset olivatkin 1990-luvulla kaikkein harvinaisimpia laman aallonpohjassa vuonna 1992. Tuolloin alle 20 prosenttia kaikista kotitalouksista omisti arvopapereita (Taulukko 8).

**Taulukko 8. Arvopaperien omistus Suomessa 1989–2003.**

Arvopaperien omistus (%)	1989	1990	1991	1992	1993	1997	2001	2003
Pörssiosakkeet	30	22	16	14	19	17	26	20
On yleensä arvopapereita	37	30	22	18	20	28	40	37

Lähde: Suomen Pörssisäätiö 2003. Vuoden 1989 korkeata lukemaa arvopaperien omistuksessa selittää lähinnä Sammon muuttuminen osakeyhtiöksi.

### *Mielenkiinto arvopapereihin myötäsyklisiä*

Arvopaperiomistusten myötäsyklisyyttä selittää ennen kaikkea se, että sijoittamiseen laitetaan kotitalouden resursseja vasta keskeisten kulutustarpeiden tultua tyydytetyksi. Noususuhdanteessa kotitalouksilla on käytössään enemmän ylimääräisiä tulovirtoja, joita voidaan ohjata myös arvopaperimarkkinoille. Lisäksi laajojen palkansaajajoukkojen osallistumisessa arvopaperimarkkinoille on aina mukana myös muoti-ilmiön piirteitä. Suurin osa arvopaperisijoituksista (88%) tehdään kuitenkin pitkäaikaisiksi sijoituksiksi.<sup>5</sup>

### *Arvopaperiomistukset suurempia varttuneilla kotitalouksilla*

Arvopaperiomistusten yleisyyden lisäksi omistusten jakautumisella on merkitystä. Arvopaperiomistusten osuus kaikesta varallisuudesta on varallisuustutkimuksen valossa selvästi suurin varttuneilla palkansaajatalouksilla. Siten Suomen tilanne poikkeaa merkittävästi aiemmin mainitusta Guison et al. (2003) raportoimasta yleisestä piirteestä Euroopan maissa, jonka mukaan kotitalouksien arvopaperiomistuksissa ei ole kovinkaan suurta vaihtelua ikäryhmit-

täin tarkastellen. Vastaavasti Arrondelin ja Massonin (2002) tutkimuksen mukaan esimerkiksi Ranskassa suorat osakeomistukset ovat kaikkein yleisempiä noin 40 vuoden iässä. Tämän jälkeen suorat osakesijoitukset vähenevät ikääntymisen myötä.

55–64-vuotiaiden palkansaajatalouksien varallisuudesta tasan kahdeksan prosenttia koostuu arvopapereista. Tässä ikäryhmässä arvopaperit kattavat kaikkien suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta saman suuruisen osuuden.<sup>6</sup> Keskimääräiset suomalaiset palkansaajakotitaloudet panostavat arvopaperisijoittamiseen näiden lukujen valossa pääsääntöisesti vasta elinikärimielessä riittävän suuren omistusasunnon hankkimisen ja maksamisen jälkeen.

Varttuneiden kotitalouksien sijoitussalkkuun liittyy suurempi mahdollisuus tappioihin, koska arvopaperien tuottamaan korkeampaan keskimääräiseen tuottovirtaan liittyvän riskin ta-soittuminen on epätodennäköisempää lyhyellä sijoitushorisontilla. Tätä taustaa vasten on outoa, että arvopaperiomistukset ovat kasaantuneet ennen kaikkea varttuneille palkansaajatalouksille.

#### *Nuoret toimihenkilökotitaloudet aktiivisia*

Tarkasteltaessa työntekijä- ja toimihenkilökotitalouksia erikseen arvopaperiomistukset ovat myös keskittyneet varttuneille kotitalouksille. Mielenkiintoista on kuitenkin se, että toimihenkilökotitalouksien kohdalla on 25–34-vuotiaiden ryhmässä havaittavissa selkeä piikki arvopaperiomistusten osuudessa kaikesta varallisuudesta. Tässä ikäryhmässä ovat luultavasti vahvasti edustettuina hiljattain korkean koulutuksen hankkineet toimihenkilökotitaloudet, jotka ovat aloittaneet nousujohtaisen työuransa aikana, jolloin arvopaperisäästäminen on kasvattanut voimakkaasti suosiotaan 1990-luvun alun laman päättymisen jälkeen. Tällaiset kotitaloudet edustavat suomalaisittain eräänlaista uusvalveutunutta sijoittajapolvea. Vastavaa piirrettä ei ole havaittavissa työntekijäkotitalouksien luvuissa.

#### *Suurimmat omistukset keskittyvät harvoille*

Karhusen ja Keloharjun (2001) Suomen arvopaperikeskuksen osakerekisteriin perustuva tutkimus osoittaa sen, että osakevarallisuus keskittyy harvoille Suomessa. Esimerkiksi rikkain 0,5 prosenttia suomalaisista yksityishenkilöistä omistaa 71,6 prosenttia suomalaisten yksityishenkilöiden yhteenlasketusta, suoraan omistetusta osakevarallisuudesta. Miehillä on naisia enemmän osakevarallisuutta. Myös ruotsinkielisillä on enemmän osakevarallisuutta

kuin suomenkielisillä. Alueellisesti tarkasteltuna omistukset ovat keskittyneet vahvasti pääkaupunkiseudulle. Osakevarallisuudessa on tapahtunut lisäksi tuntuvaa keskittymistä vuosi-na 1995–2000.

*Suurin osa palkansaajakotitalouksien omistuksista pieniä*

Arvopaperiomistusten jakautuminen on erittäin vino myös palkansaajakotitalouksien keskuudessa. Suurin osa palkansaajista omistaa ainoastaan pieniä määriä arvopapereita. Varallisuustutkimuksen tietojen valossa 75 prosenttia palkansaajakotitalouksista omistaa arvopapereita alle 8400 euron edestä (Taulukko 9). Suurimmat arvopaperiomistukset ovat palkansaajien sisällä keskittyneet odotetusti toimihenkilökotitalouksille. Tämä tukee näkemystä siitä, että kotitalouden varallisuusasema on keskeinen tekijä, joka selittää osallistumista arvopaperimarkkinoille myös Suomessa. Vastaava keskittyneisyys on nähtävissä tarkasteltaessa pörssiosakkeiden omistusta tulodesiileittäin. Alimmissa tulodesiileissä pörssiomistusten määrä on odotusten mukaisesti huomattavasti vähäisempää kuin ylemmissä tulodesiileissä. Myös pörssiosakkeiden omistus on keskittynyt vahvasti kaikkein varttuneimpiin ikäluokkiin suomalaisten palkansaajien ryhmässä.

**Taulukko 9. Palkansaajakotitaloudet pörssijoitusten (sisältäen rahastosijoitukset) suuruuden mukaan 1998.**

	Omistavat palkansaajat	Omistavat toimihenkilöt	Omistavat työntekijät	Kaikki taloudet
Kotitalouksia perusjoukossa	339033	256960	82073	604107
Alle 1 700 euroa	71700	44780	26920	126310
1 700–8 399 euroa	185090	141850	43240	332430
8 400–16 999 euroa	36510	29790	6720	63010
17 000– euroa	45740	40550	5190	82360
Alle 1 700 euroa, %	21.1	17.4	32.8	20.9
1 700–8 399 euroa, %	54.6	55.2	52.7	55.0
8 400–16 999 euroa, %	10.8	11.6	8.2	10.4
17 000– euroa, %	13.5	15.8	6.3	13.6

Lähde: Tilastokeskuksen varallisuustutkimus.

### 3. RAHOITUSSEKTORI JA TYÖLLISYYS

#### 3.1. Rahoitussektorin merkitys suomalaisten työllistäjänä

*Rahoitussektori kattaa noin kaksi prosenttia kaikista työpaikoista Suomessa*

Työllisyyden rakennetta voidaan tarkastella Suomessa käyttäen Tilastokeskuksen työssäkäyntitilastoa. Rahoitussektorin osuus kansantaloutemme kaikista työpaikoista oli suurin piirtein kaksi prosenttia vuonna 2000, joten rahoitussektori ei ole suoraan kovinkaan merkittävä työllistäjä Suomessa. Rahoitussektorin osuus kaikista työllisistä on pysynyt suhteellisen vakaana 1900-luvun jälkipuoliskolla. Vuosina 1996–2000 rahoitussektorin työllisten määrä on pysytellyt myös absoluuttisina lukuina tarkasteltuna likimain samalla tasolla.

*Rahoitussektori vahvassa rakennemuutoksessa 1990-luvulla*

Rahoitussektori on kuitenkin läpikäynyt 1990-luvulla erittäin suuren rakennemuutoksen, jossa työpaikkojen määrä on supistunut tuntuvasti aiemmasta. Suurin alenema alan työllisyydessä koettiin laman aikana. Tuolloin perinteisesti tiheätä pankkien konttoriverkostoa karsittiin rajulla kädellä. Rakennemuutoksen voimaa kuvastaa hyvin se, että pankeilla oli vuonna 1990 yhteensä 502 konttoria, mutta vuonna 1994 enää 352 konttoria. Rakennemuutoksen tähden tuottavuuden kasvu on ollut ripeätä rahoitussektorilla. Vuosina 1980–2001 työn tuottavuus on kasvanut rahoitus- ja vakuutus toiminnassa keskimäärin 4,9 prosenttia vuodessa (Mankinen et al. 2002). Suurin osa tästä kasvusta ajoittuu 1990-luvulle.

Rakennemuutoksella on myös alueellinen näkökulmansa. Koponen (2003) on tutkinut pankkitoiminnan kutistumisen vaikutuksia palvelujen saatavuuteen Suomen alueiden välillä 1990-luvulla. Pankkipalvelujen saatavuudessa on tulosten valossa tuntuja alue-eroja, mutta nämä erot eivät ole kuitenkaan kasvaneet 1990-luvulla toteutuneen rakennemuutoksen myötä. Pankkipalvelujen saatavuus on odotusten mukaisesti parhaita taajaan asutuilla seuduilla. Koponen ja Widgrén (2003) ovat puolestaan raportoineet havainnon, jonka mukaan pankkipalvelujen tuotannossa on tapahtunut merkittävää alueellista keskittymistä samoihin kasvukeskuksiin 1990-luvun aikana.

## *Arvopaperimarkkinoihin liittyvä rahoitussektori laajentunut 1990-luvun jälkipuoliskolla*

Työssäkäyntitilaston tietojen valossa arvopaperimarkkinoihin liittyvä rahoitussektori on laajentunut tuntuvasti 1990-luvun jälkipuoliskolla (Taulukko 10).<sup>7</sup> Kehityksen keskeisenä kantimena on ollut se, että arvopaperimarkkinoihin perustuvien palvelujen kysyntä on kasvanut voimakkaasti 1990-luvun kuluessa, mikä suurelta osiltaan heijastelee kotitalouksien arvopaperiomistusten ripeätä yleistymistä. Esimerkiksi arvopaperien kaupassa ja hallinnassa työpaikkojen määrä on kasvanut suurin piirtein 160 prosenttia vuosina 1996–2000. Nopeata kasvua selittää tosin pitkälti se, että työpaikkojen määrällä mitattuna näiden rahoitussektorin alatoimialojen lähtötaso on ollut erittäin alhainen Suomessa. Rahoitussektorin sisällä on tapahtunut 1990-luvun aikana myös perinteisten ammattitehtävien muuttumista siten, että pankkivirkailijat osallistuvat aiempaa enemmän arvopaperimarkkinoihin liittyvään toimintaan perinteisten vähittäispankkitoimintojen rinnalla.

**Taulukko 10. Rahoitussektorin työllisyys Suomessa vuosina 1996–2000. Muutos viittaa vuosien 1996 ja 2000 väliseen muutokseen prosentteissa.**

<b>Työllisyys (yhteensä)</b>	1996	1997	1998	1999	2000	Muutos (%)
Rahoitustoiminta (J)	44830	43605	43398	43423	44 644	-0.41
Rahoitusta palveleva toiminta (67)	1943	2424	3022	3502	4 556	134.48
Rahoituksen välitystä palveleva toiminta (671)	1572	1976	2438	2877	3 715	136.32
Rahoituksen välittäminen, hallinnointi ja tukipalvelut (6711)	97	108	103	127	203	109.28
Pörssitoiminta (67111)	95	106	90	125	201	111.58
Arvopapereiden kauppa ja hallinta (6712)	418	481	586	840	1 283	206.94
Muu rahoitusta ja sijoitusta palveleva toiminta (6713)	1057	1387	1749	1910	2 229	110.88
<b>Työllisyys (korkea-asteen koulutus)</b>	1997	1998	1999	2000	Muutos (%)	
Rahoitustoiminta (J)	23720	23802	24172	25 146	6.01	
Rahoitusta palveleva toiminta (67)	1489	1824	2054	2 635	76.96	
Rahoituksen välitystä palveleva toiminta (671)	1185	1427	1667	2 143	80.84	
Rahoituksen välittäminen, hallinnointi ja tukipalvelut (6711)	70	69	80	118	68.57	
Pörssitoiminta (67111)	68	57	78	116	70.59	
Arvopapereiden kauppa ja hallinta (6712)	304	377	508	799	162.83	
Muu rahoitusta ja sijoitusta palveleva toiminta (6713)	811	981	1079	1 226	51.17	

Lähde: Tilastokeskuksen työssäkäyntitilasto.

### *Korkeata koulutusta vaativia työpaikkoja syntynyt*

Rahoitussektorin työpaikkarakenteessa on tapahtunut mielenkiintoisia muutoksia 1990-luvun jälkipuoliskolla. Arvopaperimarkkinoille kytkeytyville alatoimialoille on syntynyt erityisen paljon korkea-asteen koulutusta vaativia työpaikkoja. Tämä tarkoittaa sitä, että nämä alatoimialat ovat kasvattaneet merkitystään korkeasti koulutettujen palkansaajien työllistäjänä 1990-luvun kuluessa.<sup>8</sup>

### *Suomen rahoitussektori vaatimaton kansainvälisessä vertailussa*

Suomessa on tunnetusti suhteellisesti mitattuna pieni yksityinen palvelusektori verrattuna useimpiin OECD-maihin (Böckerman 2001). Yhtenä syynä tähän on korkea verotus, joka haittaa palvelualan työpaikkojen kestävää luomista. Toisena tekijänä on julkisten palvelujen runsas tarjonta, joka saattaa syrjäyttää yksityisiä palveluja. Kansainvälinen vertailu osoittaa sen, että Suomessa rahoitussektorin rooli työllistäjänä on toiseksi alhaisin kaikista OECD-maista (Taulukko 11). Rahoitussektorin merkitys työllisyydelle on Suomessa samalla tasolla kuin Tsekissä, jossa elintaso on kuitenkin huomattavasti matalampi kuin Suomessa. Osataan nämä luvut voivat tietysti heijastaa rahoitussektorin tehokkuutta ja erityisesti tietotekniikan laajamittaista hyväksikäyttöä Suomessa. Vaatimattomampi rahoitussektorin osuus kaikista työpaikoista on OECD:n keräämien lukujen perusteella ainoastaan Meksikossa. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa rahoitussektorin osuus kaikista työpaikoista on 4,3 prosenttia. Rahoitussektori on siten työpaikkojen määrällä mitattuna yli puolet suurempi Isossa-Britannissa verrattuna Suomeen. Rahoitussektorin rooli työllistäjänä on odotetusti kaikkein suurin Luxemburgissa, jossa peräti 11 prosenttia kansantalouden kaikista työpaikoista on tavalla tai toisella sijoittunut rahoitussektorille.

**Taulukko 11. Rahoitussektorin työpaikkojen osuus kaikista työpaikoista eräissä OECD-maissa vuonna 2000.**

Maa	Rahoitussektorin osuus (%)
Luxemburg	11.0
Sveitsi	5.2
Iso-Britannia	4.3
Islanti	4.2
Kanada	4.1
Irlanti	4.1
Itävalta	3.7
Saksa	3.7
Australia	3.6
Hollanti	3.6
Korea	3.5
Tanska	3.2
Italia	3.2
Espanja	2.7
Kreikka	2.7
Norja	2.3
Unkari	2.2
Tsekki	2.1
Suomi	2.1
Meksiko	0.8

Lähde: OECD.

### 3.2. Rahoitussektorin välilliset vaikutukset työllisyyteen

#### *Rahoitussektorilla tuntuvia välillisiä vaikutuksia talouskasvuun ja työllisyyteen*

Rahoitussektorilla ja erityisesti osakemarkkinoiden kehitymisellä on huomattavia välillisiä vaikutuksia työpaikkojen syntymiseen kansantaloudessa. Rahoitusmarkkinoiden kautta taloudessa säästävät varat suunnataan kannattavaan investointitoimintaan. Rahoitusmarkkinoiden kautta on myös mahdollista hajauttaa yksittäisten investointien tuottamia riskejä. Rahoitussektorilla onkin erittäin merkittävä rooli talouskasvun kannalta keskeisissä investoinneissa. Toimivien osakemarkkinoiden kautta saatava riskirahoitus on erityisen tärkeätä elinkaarensa alkuvaiheessa oleville innovatiivisille yritykselle, koska tällaisten yritysten on vaikeata saada velkaehtoista rahoitusta investoinneilleen (Hyytinen ja Pajarinen 2003).

### *Osakemarkkinoiden likviditeetin paraneminen olennaista*

Taloustieteellisessä kirjallisuudessa on esitetty useampia teoreettisia perusteluja sille, miksi osakemarkkinoiden laajentuminen ja erityisesti markkinoiden likviditeetin paraneminen voivat parantaa edellytyksiä pitkän aikavälin talouskasvulle. Yhtenä tärkeänä vaikutuskanava on se, että osakemarkkinoiden kehittyminen, joka voidaan mitata esimerkiksi markkinoiden likviditeetillä lisää sijoittajien kannusteita informaation hankkimiseen ja käsittelyyn (Levine 1997). Tällä on puolestaan resurssien kohdentumista tehostavia vaikutuksia, jotka näkyvät lopulta myös vahvempana pitkän aikavälin talouskasvuna ja työpaikkojen syntymisenä.

### *Empiiriset tutkimukset ongelmallisia*

Rahoitusmarkkinoiden ja osakemarkkinoiden mahdollista vaikutusta teollisuusmaiden pitkän aikavälin talouskasvuun on tutkittu lukemattomissa empiirisissä tutkimuksissa. Tutkimusongelma on erittäin hankala, koska kansantalouden kasvu mitattuna bruttokansantuotteen kasvulla vaikuttaa osaltaan rahoitusmarkkinoiden kehitykseen. Rahoituspalvelut ovat monessa mielessä ”yllellisyshyödykkeitä” eli rahoituspalvelujen kysyntä kasvaa voimakkaasti tulojen kasvaessa. Tämän tähden rahoitusmarkkinoiden itsenäisen roolin erottaminen on erittäin vaikeata kaikissa empiirisissä tutkimuksissa. Levine ja Zervos (1998) päätyvät empiirisessä tutkimuksessaan siihen, että osakemarkkinoiden likviditeetin parantumisella on pankkijärjestelmän kehittymisestä riippumaton myönteinen vaikutus pitkän aikavälin talouskasvuun.

### *Rahoitussektorin koolla ja palvelujen laadulla vaikutusta talouskasvuun*

Dolarin ja Mehin (2002) kattavan katsauksen perusteella rahoitusjärjestelmän koolla suhteessa bruttokansantuotteeseen ja toisaalta sen välittämien palvelujen laadulla on eittämättä myönteinen vaikutus talouskasvuun. Rahoitusjärjestelmän rakenteella ei kuitenkaan olisi empiiristen tutkimusten valossa lainkaan vaikutusta kansantalouksien pitkän aikavälin kasvuun. Pankkikeskeiset kansantaloudet voivat siten kasvaa pitkällä aikavälillä aivan yhtä nopeasti kuin sellaiset kansantaloudet, joiden rahoitusjärjestelmässä osakemarkkinoilla on suurempi painoarvo. Havaintoa voidaan tulkita siten, että pankkijärjestelmä ja osakemarkkinat ovat keskimäärin tarkasteltuna yhtä tehokkaita rahoitusresurssien kohdentamisessa talouskasvun kannalta keskeisiin kohteisiin pitkällä aikavälillä. Pankeilla ja osakemarkkinoilla on tämän valossa toisiaan täydentävä rooli rahoitusresurssien välittämisessä.

## 4. ARVOPAPERIMARKKINAT JA TALOUSMAANTIEDE

### *Toimialat keskittyvät alueiden välillä*

Perinteisen uusklassisen näkemyksen pohjalta on vaikeata ymmärtää tekijöitä, jotka johtavat tuotantotoiminnan alueelliseen keskittymiseen eli siihen, että saman toimialan yrityksillä on vahva taipumus asettua toistensa läheisyyteen. Uusklassisen näkemyksen mukaan erityisesti saman toimialan yritysten sijoittuminen toistensa tuntumaan supistaa niiden voittoja. Tällöin niiden ei ole taloudellisesti järkevää sijoittua toistensa läheisyyteen eli muodostaa tuotantotoiminnan alueellisia kasautumia (Venables 1996). Yhtäältä voittojen supistuminen johtuu siitä, että yritysten sijoituessa toistensa tuntumaan niiden tuottamien lopputuotteiden markkinoilla kilpailu kiristyy ja hinnat alenevat. Toisaalta yritysten panosmarkkinoilla kysyntä kasvaa ja yritysten käyttämän työvoima- ja pääomapanoksen hinta kohoaa. Tällöin yritysten voitot pyrkivät supistumaan.

### *Erilaiset heijastusvaikutukset tärkeitä*

Uudessa talousmaantieteessä tuotantotoiminnan alueellista kasautumista toimialoittain perustellaan ennen kaikkea erityyppisillä ulkoisvaikutuksilla, joiden ansiosta saman toimialan yrityksillä on kannustin sijoittua toistensa tuntumaan (Krugman 1991a; 1991b). Alfred Marshallia pidetään yleisesti ensimmäisenä ulkoisvaikutustulkinnan esittäjänä. Aiemmin alueellisten kasautumien yhteydessä korostettiin usein rahataloudellisten ulkoisvaikutusten roolia. Tämä tarkoittaa sitä, että yritysten sijoituessa toistensa tuntumaan niiden työvoiman lopputuotteisiin kohdistaman kysynnän kautta syntyy alueelle uutta taloudellista toimeliaisuutta. Tällöin saattaa syntyä itse itseään vahvistava alueellinen uusiutuminen (Krugman 1996).

Taloustieteellisessä kirjallisuudessa on nostettu esille ainakin neljänlaisia teknologisia ulkoisvaikutuksia, joita on mahdollista saavuttaa tuotantotoiminnan kasautuessa alueellisesti toimialoittain. Ensinnäkin yritysten väliset tahattomat teknologiavirrat (“technological spillovers”) saattavat synnyttää taloudellisesti merkittäviä ulkoisvaikutuksia. Informaation välittyminen ja matkiminen voivat puolestaan vaatia esimerkiksi henkilökohtaisen kontaktin, mikä on mahdollista ainoastaan tuotantotoiminnan kasautuessa. Toiseksi ulkoisvaikutuksia saattaa syntyä sitä kautta, että tuotantotoiminnan kasautuessa muodostuu yritysten välisiä pai-

kallisia työmarkkinoita (“regional labour market pooling”). Yritysten välisten työmarkkinoiden syntyminen pyrkii tasoittamaan työvoiman kysynnän paikallista kehitystä, koska yritysten kohtaamat eksogeeniset sokit eivät ole koskaan täysin korreloituneita keskenään. Tästä on hyötyä sekä riskejä kaihtaville työntekijöille että työnantajille, koska paikallistalouden kehityksen ennustettavuus paranee verrattuna tilanteeseen, jossa saman toimialan yritykset sijaitsevat kaukana toisistaan. Kolmanneksi pitkälle erikoistuneiden tuotantopanosten saataavuus saattaa olla tuotantotoiminnan alueellisissa kasautumissa helpompaa. Neljänneksi ulkoisvaikutuksia saattaa muodostua sitä kautta, että kasautumissa vaihdannan osapuolten kohtaanto on tehokkaampaa (“thick market externalities”). Avaintoimintojen fyysisellä sijainnilla on tämän teoreettisen kirjallisuuden valossa tuntuvia myönteisiä vaikutuksia kansantalouden toimintaan, koska ne luovat erilaisia positiivisia heijastusvaikutuksia, joilla on puolestaan merkitystä talouden kehitykselle.

#### *Heijastusvaikutukset tukevat suurtuotantoa*

Ulkoisvaikutusten myötä tuotantotoiminnan alueellinen kasautuminen saattaa puolestaan synnyttää merkittäviä suurtuotannon etuja. Toimialojen väliset kytkennät ovat tavallisesti huomattavasti heikompiä kuin toimialojen sisäiset kytkennät (Venables 1995). Tällöin aluetalouden uusiutuminen tapahtuu herkimmin siten, että toimialat sijoittuvat yhä enenevässä määrin samoille maantieteellisille alueille tilanteessa, jossa talous- ja kauppapoliittiset esteet yritysten sijoittumiselle ja suorille sijoituksille poistuvat. Vapauttaminen saattaa siten merkitä toimintojen tuntuvaä alueellista keskittymistä. Uudessa talousmaantieteessä on korostettu myös odotusten vaikutusta tuotantotoiminnan alueelliseen sijoittumiseen. Odotukset ja pitkäjänteinen suunnittelu ovat tärkeitä, koska yrityksen sijaintipäätös on peruttavissa ainoastaan suurilla kustannuksilla. Odotuksilla on usein taipumus toteuttaa itse itsensä (Krugman 1991c).

#### *Heijastusvaikutukset kehkeytyvät erityisesti ns. Piilaaksoissa*

Ulkoisvaikutuksilla on mahdollista selittää lähinnä Piilaaksojen tapaisia suhteellisen pieniä ja tiiviitä toimialoittaisia tuotantotoiminnan alueellisia kasautumia eli klustereita. Suomessa Oulun seutu muodostaa tälläisen alueen. Maantieteellisesti laajojen ja useita toimialoja sisältävien tuotantotoiminnan keskittymien olemassaoloa kuten Pohjois-Italia voidaan sen si-

jaan ymmärtää paremmin yrityskohtaisten suurtuotannon etujen sekä toisaalta kaupan esteiden laajuuden ja kuljetuskustannusten avulla.

Mainittujen ulkoisvaikutusten keskinäinen merkitys vaihtelee luonnollisesti suuresti toimialojen välillä. Esimerkiksi finanssikeskusten yhteydessä on ilmeistä se, että transaktion osapuolten kohtaantoon liittyvät näkökohdat muodostuvat keskeiseksi ulkoisvaikutusten lähteeksi (Grilli 1989). Ison-Britannian jääminen EMUn kolmannen vaiheen ulkopuolelle herätti Lontoossa aikanaan pelkoja siitä, että Lontoo menettäisi hiljalleen Frankfurtille asemansa Euroopan merkittävimpänä finanssikeskuksena.

### *Maantieteellisellä läheisyydellä merkitystä arvopaperien kaupassakin*

Maantieteellisellä läheisyydellä ja sitä kautta toiminnan alueellisella sijoittumisella on merkitystä arvopaperien kaupassa.<sup>9</sup> Portes ja Rey (2000) päätyvät käyttäen 14 maan paneelianeistoa vuosilta 1989-1996 siihen, että suurin osa osakkeiden vaihdosta tapahtuu siten, että ostaja ja myyjä ovat maantieteellisesti lähellä toisiaan. Vastaava havainto on aiemmin saatu hyödykkeiden kaupasta, jossa on vahvistettu se, että kauppavirrat supistuvat voimakkaasti maiden välisen etäisyyden kasvaessa.

Arvopaperit ovat kuitenkin luonteeltaan ”painottomia”, joten kuljetuskustannuksilla ei voida sinällään selittää osakkeiden ostajien ja myyjien sijoittumista lähelle toisiaan. Maantieteellinen läheisyys on myös vastakkainen sijoitussalkkujen hajauttamiseen pohjaavalle motivaatiolle, koska sen mukaan ostajan ja myyjän pitäisi sijaita periaatteessa mahdollisimman kaukana toisistaan. Tällöin hyödyt sijoitussalkkujen hajauttamisesta olisivat suurempia.

### *Markkinoiden epätäydellinen informaatorakenne olennaista*

Maantieteellisen läheisyyden merkitystä voidaan selittää markkinoiden epätäydellisellä informaatorakenteella. Maantieteellinen läheisyys mahdollistaa informaatioteknologian kehittymisestä huolimatta sen, että ostajalla on parempi tietämys kaupan kohteesta, jolla on puolestaan vaihdannan määrää kasvattavia vaikutuksia. Grote et al. (1999) korostavat arviossaan EU-alueen rahoitussektorin kehityksestä sitä, että maantieteellinen läheisyys asiakkaiden ja rahoitustoimintojen välillä on keskeistä huolimatta informaatioteknologian kehityksestä. Kulttuurierot selittävät pyrkimystä paikalliseen kaupankäyntiin. Tällöin kansallisen kauppapaikan poistumisella voi olla merkittävä kaupankäynnin laajuutta näivettävä vaikutus

arvopaperimarkkinoilla. Tämä vaikutus on otaksuttavasti suurin niissä maissa, joissa ”sijoittamiskulttuuri” on vasta hiljalleen juurtumassa kuten Suomessa.

### *Keskittävät ja hajauttavat voimat puntarissa*

Rahoitusmarkkinoita käsittelevä perinteinen kirjallisuus perustuu ajatukselle ilman mitään erityisiä kitkoja toimivista markkinoista. Tällöin toimintojen maantieteellisellä sijainnilla ei ole merkitystä. Gehrig (2000) jäsentää keskustelua, jossa on tarkasteltu rahoituskeskusten maantiedettä erittelemällä keskittymistä ja hajautumista tukevia tekijöitä. Keskittymistä voimistavia tekijöitä ovat mittakaavaedut maksujärjestelmissä ja arvopaperikauppojen selvityksessä, positiivisten ulkoisvaikutusten välittyminen toimintojen välillä maantieteellisissä kasvautumissa sekä markkinoiden likviditeetin paraneminen ja hinnanmuodostuksen tehostuminen keskittymisen kautta. Hajautumista vahvistavia voimia ovat puolestaan markkinoille pääsyn kustannukset, jotka aiheuttavat erilaisia koordinaatio-ongelmia sekä jonkin kolmannen osapuolen puuttuminen markkinoiden vapaaseen toimintaan, jossa pyrkimyksenä on usein pitää kansallisesti tärkeitä toimintaa tietyn alueen sisällä.

Gehrigin (2000) tarkastelun mukaan rahoitussektorin kansallisten keskusten olemassaolo on riippuvaista ennen kaikkea siitä, miten hyvin ne onnistuvat luomaan positiivisia ulkoisvaikutuksia paikallistalouksiin. Näkemystä on korostettu ns. uudessa talousmaantieteessä, jota käsiteltiin aiemmin. Gehrig (2000) esittää perustuen viime aikaiseen empiiriseen tutkimukseen, että kansallisten rahoituskeskusten kyky houkutella elinkaarensa alkuvaiheessa olevien yritysten arvopapereilla käytävää kauppaa tulee olemaan keskeisessä roolissa niiden tulevaisuuden säilymisen kannalta.

### *Kansalliset arvopaperimarkkinat kokoavat paikallista informaatiota*

Gehrigin (2000) arvion mukaan kansallisilla arvopaperimarkkinoilla on olennainen merkitys ennen kaikkea paikallisen informaation kokoamisessa ja välittämisessä markkinaosapuolille. Kaupankäyntikustannusten ja toisaalta informaatiokustannusten aleneminen saattavat johtaa siihen, että kokonaiskysyntä paikallisille arvopaperipalveluille kasvaa tulevaisuudessa. Suomen pörssissä ulkomaalaisomistuksen merkitys on huomattava, mutta se on keskittynyt vahvasti muutamiin yrityksiin.

### *Rahoitusyhteisön fyysisellä sijainnilla merkitystä*

Rahoitusyhteisön fyysinen pysyminen kotimaan rajojen sisällä on ensiarvoisen tärkeää, sillä se lisää arvopaperimarkkinoiden tunnettavuutta tavallisten palkansaajien piirissä. Tämä lisää pitkällä aikavälillä sijoituksia pieniin ja keskisuuriin kotimaisiin yrityksiin ja tukee sitä kautta kehittyvää kotimaista yritystoimintaa, talouskasvua ja työllisyyttä. Kansalliset markkinat ovat erityisen tärkeitä pienille yrityksille, jotka eivät välttämättä osana suurta pörssiä saisi riittävästi sijoittajien huomioarvoa.

## 5. JOHTOPÄÄTÖKSIÄ

- Arvopaperiomistukset kattavat ainoastaan pienen osan (noin viisi prosenttia) suomalaisten palkansaajakotitalouksien kaikesta varallisuudesta.
- Palkansaajakotitalouksien arvopaperiomistukset koostuvat lähes täysin pörssiosakkeista ja sijoitusrahastojen osuuksista.
- Palkansaajakotitalouksien rooli arvopaperimarkkinoilla on kasvanut tuntuvasti 1990-luvun myötä.
- Toimihenkilökotitalouksilla on huomattavasti enemmän arvopaperiomistuksia verrattuna työntekijäkotitalouksiin.
- Arvopaperiomistusten osuus kaikesta varallisuudesta on Suomessa selvästi suurin varttuneilla palkansaajakotitalouksilla, mikä poikkeaa useimpien Euroopan maiden tilanteesta.
- Arvopaperiomistukset ovat jakautuneet vinosti palkansaajakotitalouksien ryhmässä. Suurin osa palkansaajakotitalouksista omistaa ainoastaan vähän arvopapereita. Suuret omistukset ovat keskittyneet harvoille.
- Rahoitussektorin osuus kansantalouden kaikista työpaikoista on Suomessa noin kahden prosentin luokkaa, mikä on OECD-maiden vertailussa erittäin alhainen lukema.
- 1990-luvun jälkipuoliskolla arvopaperimarkkinoihin läheisemmin kytköksissä oleville ala-toimialoille on syntynyt runsaasti erityisesti korkean koulutuksen vaativia työpaikkoja.
- Rahoitussektorilla on välillisiä vaikutuksia talouskasvuun ja työllisyyteen.
- Maantieteellisellä läheisyydellä on merkitystä arvopaperimarkkinoiden toiminnalle.
- Kansallisilla arvopaperimarkkinoilla on merkitystä erilaisten positiivisten heijastusvaikutusten luomisessa ja paikallisen informaation kokoamisessa, joilla on puolestaan keskeinen rooli kansantalouden ripeässä ja vakaassa kasvussa.

## 6. KIRJALLISUUS

- Arrondel, L. ja A. Masson (2002), "Stockholding in France." Working Paper No. 09/2002. DELTA.
- Babeau, A. ja T. Sbrana (2003), "Household wealth in the national accounts of Europe, The United States and Japan." OECD.
- Böckerman, P. (2001), "The service sector in Finland: A Nordic lilliputian." Teoksessa Dølvik, Jon Erik (toim.): *At Your Service? Comparative Perspectives on Employment and Labour Relations in the European Private Sector Services*. Bruxelles: Work & Society, Volume 27. P.I.E.-Peter Lang S.A., Presses Interuniversitaires Européennes.
- Böckerman, P. ja E. Lehto (2003), "Does geography play a role in takeovers? Theory and Finnish micro-level evidence." Työpapereita No. 190. Palkansaajien tutkimuslaitos.
- Carroll, C. D. (2000), "Portfolios of the rich." Working Paper No. 7826. National Bureau of Economic Research.
- Davis, S. J. ja P. Willen (1999), "Using financial assets to hedge labor income risks: Estimating the benefits." Department of Economics, University of Chicago.
- Dolar, V. ja C. Meh (2002), "Financial structure and economic growth: A non-technical survey." Working Paper No. 24/2002. Bank of Canada.
- Gehrig, T. (2000), "Cities and the geography of financial centers." Teoksessa Thisse, J. ja J-M Huriot (toim.): *The Economics of Cities*, Cambridge University Press.
- Grilli, V. (1989), "Europe 1992: Issues and prospects for the financial markets." *Economic Policy*, 9, 387–421.
- Grote, M. H., S. Harsch-Ehrnborg ja V. Lo (1999), "Technologies and proximities: Frankfurt's new role in the European financial centre system." Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 46. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt Am Main.
- Guiso, L., M. Haliassos, T. Jappelli (2003), "Equity culture: theory and cross-country evidence." *Economic Policy*, 17, 125–170.
- Hietaniemi, M. ja M. Vidlund (2003), *Suomen eläkejärjestelmä*. Eläketurvakeskus.
- Hyytinen, A., I. Kuosa ja T. Takalo (2003), "Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980–2002." *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 99, 266–277.
- Hyytinen, A. ja M. Pajarinen (2003), "Financial systems and venture capital in Nordic countries: A comparative study." Teoksessa Hyytinen, A. ja M. Pajarinen (toim.): *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*. Taloustieto Oy.
- Karhunen, J. ja M. Keloharju (2001), "Shareownership in Finland 2000." *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, 50, 188–226.
- Koponen, A. (2003), "Regional perspectives on office service accessibility in Finnish banking markets: are there differences in service accessibility between the regions?" Turun yliopisto.
- Koponen, A. ja M. Wigrén (2003), "Regional concentration of financial services in Finland during 1995–2000." *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, 53, (ilmestyy).
- Krugman, P. (1991a), *Geography and Trade*. The MIT Press, Cambridge, MA.
- Krugman (1991b), "Increasing returns and economic geography." *Journal of Political Economy*, 99, 483–499.
- Krugman, P. (1991c), "History versus expectations." *The Quarterly Journal of Economics*, CVI, 651–667.
- Krugman, P. (1996), *The Self-Organizing Economy*. Blackwell Publishers, Cambridge, MA.

- Levine, R. (1999), "Financial development and economic growth." *Journal of Economic Literature*, XXXV, 688–726.
- Levine, R. ja S. Zervos (1998), "Stock markets, banks, and economic growth." *The American Economic Review*, 88, 537–558.
- Mankinen, R., P. Rouvinen ja P. Ylä-Anttila (2002), "Palveluiden tuottavuus – kilpailu ja teknologia muuttavat rakenteita." Keskusteluaiheita 829. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos.
- Murto, R. (2003), "Pörssiyritykset kaipaavat omistajia." *Chydenius*, 2/2003, 31–33.
- Portes, R. ja H. Rey (2000), "The determinants of cross-border equity flows: The geography of information." Working Paper No. 7336. National Bureau of Economic Research.
- Suomen Pankkiyhdistys (2003), "Pankkikatsaus." Syyskuu 2003.
- Suomen Pörssisäätiö (2003), "Kotitalouksien säästämistutkimus." Helsinki.
- Säylä, M. (2000), "Kotitalouksien varallisuus 1998." Tilastokeskus, SVT: Tulot ja kulutus 2000:26.
- Takala, K. and P. Pere (1991), "Testing the cointegration of house and stock prices in Finland." *Fin- nish Economic Papers*, 4, 33–51.
- Venables, A. J. (1995), "Economic integration and the location of firms." *The American Economic Review*, 85, 296–300.
- Venables, A. J. (1996), "Localization of industry and trade performance." *Oxford Review of Economic Policy*, 12, 52–60.

## VIITTEET

<sup>1</sup> Vaihekoski M. et al. (2001), ”Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle” Suomen Pörssisäätiö.

<sup>2</sup> Tutkimukseen ei valitettavasti sisälly Suomea.

<sup>3</sup> Joissakin tilastoissa Suomi on kotitalouksien arvopaperiomistusten kärkimaita EU-maiden joukossa. Syynä tähän on laajamuotoinen osakemuotoinen omistusasuminen, joka vääristää Suomea koskevia tuloksia.

<sup>4</sup> Rahastosijoituksiin sisältyy myös rahastoja, jotka sijoittavat joukkovelkakirjoihin.

<sup>5</sup> Tämä tieto perustuu Suomen Pörssisäätiön (2003) kyselyyn.

<sup>6</sup> Suurin osa eläkeläisistä on entisiä palkansaaajia. Tilastokeskuksen varallisuustutkimuksen tietojen mukaan arvopaperit kattavat 5,6 prosenttia sellaisten kotitalouksien kaikesta varallisuudesta, joiden viitehenkilö on täyttänyt 65 vuotta. Tämä viittaa siihen, että eläkkeelle jäämisen jälkeen arvopaperiomistukset menettävät hieman merkitystään kotitalouksien portfolioissa.

<sup>7</sup> Tilastokeskuksen toimialaluokitus on muuttunut vuonna 1995, jonka tähden rahoitussektorin alatoimialojen työllisyyden kehityksestä ei ole saatavissa luotettavia tietoja 1990-luvun alusta.

<sup>8</sup> Tilastokeskuksen koulutusluokitus on muuttunut vuonna 1997, jonka tähden rahoitussektorin työllisyydestä ei ole saatavissa valmiiksi julkaistuja tietoja 1990-luvun alusta.

<sup>9</sup> Böckerman ja Lehto (2003) raportoivat, että ostaja- ja kohdeyrityksen maantieteellisellä läheisyydellä on merkittävä vaikutus kotimaisiin yrityskauppoihin. Tämä tarkoittaa sitä, että suurin osa fuusioista toteutuu alueiden sisäisinä yrityskauppoina.