

Juho Marttinen

**RAHOITUKSEN VÄLITTÄJÄSEKTORI,
VARJOPANKKITOIMINTA JA LIMITED
PURPOSE BANKING**

Johtamisen ja talouden tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Huhtikuu 2021

Ohjaaja: Harri Nikula

TIIVISTELMÄ

Juho Marttinen: Rahoituksen välittäjäsektori, varjopankkitoiminta ja Limited Purpose Banking

Kandidaatintutkielma

Tampereen yliopisto

Kauppateiden tutkinto-ohjelma, Taloustiede

Huhtikuu 2021

Rahoituksen välittäjäsektori on 1980-luvulta alkaen sääntelyn asteittaisen vapauttamisen myötä kokenut merkittäviä muutoksia. Aiemmin rahoituksen välittäjäsektorin toimintaa hoiti lähes yksinomaan perinteiset pankit, mutta nykyään sektorilla toimii laaja joukko erilaisia taloudellisia instituutioita. Näistä käytetään yhteistä nimitystä varjopankit ja niihin kuuluu esimerkiksi vakuutusyhtiöitä sekä korko- ja pääomarahastoja. Tutkielman tarkoituksena on selvittää, millaisia hyötyjä ja haittoja varjopankkitoiminnasta on rahoituksen välittäjäsektorilla.

Tutkielman toisessa kappaleessa tutustutaan teoriaan rahoituksen välittäjäsektorista ja varjopankkitoiminnan kasvuun. Tämän jälkeen tutkimuskysymykseen perehdytään kolmen eri teeman kautta; kirjallisuuden perusteella varjopankkitoimintaa tarkastellaan suhteessa riskiin, kilpailuun ja sääntelyyn rahoituksen välittäjäsektorilla. Näiden pohjalta tutkimuksen analyysiosiossa vertaillaan varjopankkitoiminnan erilaisten skenaarioiden hyötyjä ja haittoja. Erityisen tarkasti analyysiosiossa perehdytään Limited Purpose Banking-malliin, joka toimii ikään kuin varjopankkitoiminnan vastakohtana.

Analyysi- ja teoriaosion pohjalta voidaan todeta, että varjopankkitoiminnan vaikutukset rahoituksen välittäjäsektoriin ja kansantalouteen ovat hyvin moninaisia. Varjopankkitoiminta näyttäisi muodostavan suhteen talouskasvun ja vakauden välille. Myös sääntelyn merkitys ja sen oikeaoppinen kohdistaminen korostuvat. Lisäksi näyttäisi siltä, että digitalisoituneessa maailmassa rahoituksen välittäjäsektorilla on tarvetta monimuotoisille toimijoille, ja varjopankit vastaavat hyvin erilaisten organisaatioiden rahoituksen tarpeisiin.

Tutkielman johtopäätöksenä voidaan todeta, että varjopankkitoiminnan hyödyt vaihtelevat kansantaloudesta riippuen. Erityisesti merkitystä voidaan nähdä olevan sillä, kuinka kehittynyt ja vakaa talous on. Näin varjopankkitoiminnalle ei ole olemassa mitään objektiivisesti oikeaa muotoa. Varjopankkitoiminnan tutkimus on merkittävää ja ajankohtaista sen laajamittaisista kansantaloudellisista vaikutuksista johtuen ja aihe jättää paljon mahdollisuuksia jatkotutkimukselle. Kirjallisuuskatsauksen tekeminen oli mielekäästä, sillä aiheesta löytyi jo entuudestaan paljon tutkimuksia. Tässä tutkimuksessa onnistuttiin hyvin luomaan kokonaiskuvaa aiheesta yhdistäen useita pienempiin kokonaisuuksiin keskittyneitä tutkimuksia.

Avainsanat: Varjopankki, rahoituksen välittäjäsektori, rahoitusjärjestelmä, luotonanto

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -ohjelmalla.

Sisällysluettelo

1 JOHDANTO.....	4
1.1 Tärkeiden käsitteiden määrittelyä	4
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma	7
1.3 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen eteneminen.....	8
2 Varjopankkitoiminnan vaikutukset.....	9
2.1 Rahoituksen välittäjäsektorin teoria ja muutokset	9
2.2 Varjopankkitoiminnan kasvun syitä.....	11
2.3 Varjopankkitoiminta ja riski rahoituksen välittäjäsektorilla	12
2.4 Varjopankkitoiminta ja kilpailu rahoituksen välittäjäsektorilla.....	17
2.5 Varjopankkitoiminta ja sääntely rahoituksen välittäjäsektorilla	20
3 Varjopankkitoiminta – kohti Limited Purpose Banking -mallia?	23
3.1.1 Limited Purpose Banking.....	23
3.1.2 Varjopankit Limited Purpose Banking järjestelmässä	25
3.2 Limited Purpose Banking – mallin vaikutukset.....	25
3.3.1 Erilaisten organisaatioiden tarve rahoituksen välittäjäsektorilla.....	26
3.3.2 Sääntelyn merkitys varjopankkitoiminnassa.....	28
4 Yhteenveto.....	31
4.1 Johtopäätökset.....	31
4.3 Tutkimuksen arvio ja jatkotutkimusmahdollisuudet.....	33
5. Lähdeluettelo	35

1 JOHDANTO

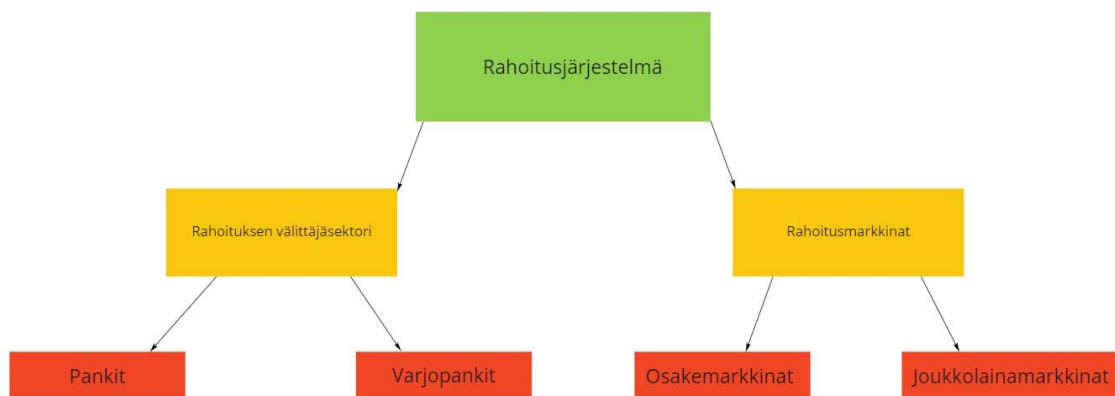
Viimeisten vuosikymmenien aikana rahoituksen välittäjäsektori on kokenut merkittäviä muutoksia. Sektorin toiminta on muuttunut niin kokonaisvaltaisesti, että siitä voitaisiin puhua jopa murroksena. Suurin syy tälle ovat vuosien saatossa sektorille tulleet uudet toimijat, jotka ovat muuttaneet koko alan toimintaa. Aiemmin rahoituksen välittäjäsektori koostui lähes yksinomaan perinteisistä pankeista, mutta nykyään niiden rinnalle on tullut laaja joukko erinäisiä taloudellisia instituutioita, jotka hoitavat rahoituksen välittäjäsektorin tehtäviä. Näitä ovat esimerkiksi vakuutusyhtiöt, eläkerahastot, korko- ja pääomarahastot sekä factoringyhtiöt. Tässä kandidaatintutkielmassa näitä perinteisen pankkisektorin ulkopuolisia toimijoita nimitetään yhteisellä käsitteellä varjopankit.

Muutokset rahoituksen välittäjäsektorilla eivät kuitenkaan ole mikään uusi ilmiö. Ensimmäisen kerran perinteiset pankit alkoivat menettää asemaansa markkinoilla Yhdysvalloissa jo 1920-luvulla. Tuolloin niiden rinnalle lainoitusta nousivat tarjoamaan erityisesti eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt. Tämä kehitys kuitenkin pysähtyi 1930-luvun laman jälkeen useaksi vuosikymmeneksi. Perinteisten pankkien osuus luotonannosta ja muusta rahoituksen välittäjäsektorin toiminnasta pysyi vakaana yli neljän vuosikymmenen ajan. Entistä suurempi ja aina tähän päivään asti jatkunut muutos alkoi vasta 1980-luvulla. Tällä ajanjaksolla erityisesti erilaisten säästö- ja rahoituslaitosten osuus on kasvanut. (Allen & Santomero, 2001, 274)

1.1 Tärkeiden käsitteiden määrittelyä

Rahoitusjärjestelmä mahdollistaa rahoituksen virtaamisen eri organisaatioiden välillä. Rahoitusjärjestelmä koostuu rahoituksen välittäjäsektorista ja rahoitusmarkkinoista (Mankiw, 2017, 582). Suomen Pankin raportissa rahoitusjärjestelmälle listataan kaksi eri tehtävää. Nämä ovat rahan luonti ja rahan välittäminen rahoitusylijäämäisiltä sektoreilta rahoitusaliylijäämäisille sektoreille (Suomen Pankki, 2016a, 3). Rahoitusjärjestelmä siis käsittää ne taloudelliset instituutiot, jotka auttavat ohjaamaan säästäjien ylimääräisiä varoja lainaajille, jotka tarvitsevat varoja rahoittamaan erilaisia investointejaan (Mankiw, 2017, 582).

Rahoituksen välittäjäsektori ja rahoitusmarkkinat eroavat toisistaan siinä, miten ne toteuttavat rahoituksen välittämisen eri instituutioiden välillä. Rahoitusmarkkinat tarjoavat eri toimijoille mahdollisuuden varojen suoraan kanavointiin. Rahoitusmarkkinoihin katsotaan kuuluvan esimerkiksi osake- ja joukkolainamarkkinat. Rahoituksen suorassa välittämisessä säästäjät tietävät, mikä heidän säästämiensä varojen käyttökohde on, kuten esimerkiksi pörssiyhtiön osaketta ostaessa. Rahoituksen välittäjäsektori puolestaan vastaa markkinoilla varojen epäsuorasta välittämisestä. Siinä säästäjät eivät rahoja tallettaessaan tiedä, mihin heidän varansa tullaan lopulta käyttämään. Varojen epäsuorassa kanavoinnissa on mukana jokin taloudellinen instituutio, kuten pankki tai muu rahoituslaitos, joka välittää varat sen lopulliselle kohteelle. (Mankiw, 2017, 583) Rahoitusjärjestelmän jakautumista eri taloudellisiin instituutioihin on selkeytetty alla olevalla kuviolla.



miro

Kuvio 1: Rahoitusjärjestelmän jako rahoituksen välittäjäsektoriin ja rahoitusmarkkinoihin.

Tässä kandidaatintutkielmassa perehdytään varjopankkien toimintaan rahoituksen välittäjäsektorilla. Varjopankeille ei kirjallisuudessa ole olemassa mitään yksiselitteistä määritelmää, mutta yleisesti hyväksyttynä on pidetty rahoitusmarkkinoiden vakausneuvoston (Financial Stability Board, FSB) tekemää selvitystä. Sen määritelmässä

varjopankkeihin luetaan mukaan laaja joukko toimijoita, jotka ovat perinteisen pankkisektorin ulkopuolella. Yleensä varjopankkeja kuvaa se, että ne harjoittavat rahan välitystä perinteisten pankkien sääntelyn ulkopuolella. Ne eivät myöskään saa keskuspankilta rahoitusta tai suojausta. FSB:n mukaan varjopankit käsittivät vuonna 2011 noin 25 % koko rahoitusjärjestelmän varoista globaalilla tasolla. (Financial Stability Board, 2011, 2).

Merkittävin ero perinteisten pankkien ja varjopankkien välillä liittyy niiden sääntelyyn. Rahoituksen välittäjäsektorilla sääntely voi kohdistua esimerkiksi korkomarginaaleihin, luotonannon määrään tai palvelumaksuihin. Suomessa Finanssivalvonta valvoo nykyään varjopankkien, kuten esimerkiksi sijoitusrahastojen toimintaa (Suomen Pankki, 2015, 3). Erityisesti finanssikriisin jälkeen varjopankkeihin kohdistuva seuranta on lisääntynyt huomattavasti (Suomen Pankki, 2016b, 6). Samanlaista sääntelyä näihin kahteen toimijaan ei kuitenkaan harjoiteta, koska varjopankit ovat kategorisesti luokiteltavissa perinteisen pankkisektorin ulkopuolelle. Sääntelyn eroavaisuudet johtuvat myös kulttuurillisista eroista eri valtioiden lainsäädännössä. Yksi merkittävä ero perinteisten pankkien ja varjopankkien välillä on, etteivät jälkimmäiset saa perinteisten pankkien tapaan juurikaan julkista tukea toimintaansa. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, ettei keskuspankki tarjoa varjopankeille talletussuojaa tai pääsyä niiden likviditeettiin. (Suomen Pankki, 2016b, 7-17). Sääntelyyn kohdistuvia eroja on myös toimijoiden tiedonantovelvollisuuksissa. Ne ovat perinteisillä pankeilla huomattavasti varjopankkeja laajemmat. On selvää, että näin esimerkiksi talouspoliittiset vaikutusmahdollisuudet varjopankkeihin ovat nykyisellä sääntelyllä huomattavasti pienemmät.

Varjopankkitoiminnan koossa on vielä tänä päivänä merkittäviä eroja eri maiden välillä. Erityisen suurta varjopankkitoimintaa on Yhdysvalloissa. Esimerkiksi Suomessa varjopankkisektorin koko on kansainvälisessä vertailussa melko pientä, noin 75 % BKT:n suhteutettuna. Tämä on huomattavasti pienempi luku kuin esimerkiksi Ruotsissa. (Suomen Pankki, 2016c, 6). Globaalilla tasolla yhteistä eri maiden rahoituksen välittäjäsektorilla on kuitenkin se, että perinteisten pankkien ulkopuolinen luotonanto on kasvanut. Ilmiö ei myöskään rajaudu vain länsimaihin, vaan sitä on huomattavissa myös esimerkiksi Kiinassa.

Tässä kandidaatintutkielmassa varjopankkisektoria tutkitaan yhtenä isona kokonaisuutena. Tämä on laajasta näkökulmasta huolimatta mielekästä, sillä globaalissa rahoitusjärjestelmässä eri maiden rahoituksen välittäjäsektorit ovat hyvin kiinteästi yhteydessä toisiinsa ja eri maiden taloudellisten instituutioiden välille on muodostunut valtavasti kytköksiä. Näin varjopankkitoiminnan tarkkailu yleisellä tasolla voidaan nähdä kohdistuvan koko globaaliin rahoitusjärjestelmään.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Oleellinen osa hyvää tutkimusta on tarkasti määritelty tutkimusongelma ja siihen vastausta etsivä tutkimuskysymys. Tässä kandidaatintutkielmassa päätutkimuskysymys on:

Mitä hyötyjä ja haittoja varjopankkitoiminnasta on rahoituksen välittäjäsektorilla?

Tätä tutkimuskysymystä pohditaan suhteessa tutkimuskirjallisuudesta tehtyihin löytöihin. Erityisesti tutkimuskirjallisuudesta on pyritty etsimään esimerkkejä siitä, millaisia vaikutuksia varjopankkitoiminnalla on rahoituksen välittäjäsektorille. Tutkimuskysymystä pohjustetaan kolmen eri näkökulman avulla. Ne ovat seuraavat:

1. Varjopankit ja riski rahoituksen välittäjäsektorilla
2. Varjopankit ja kilpailu rahoituksen välittäjäsektorilla
3. Varjopankit ja sääntely rahoituksen välittäjäsektorilla?

Näiden teemojen avulla pyritään luomaan laajaa katselukulmaa varjopankkitoimintaan ja perehtymään sen moniulotteisiin vaikutuksiin rahoituksen välittäjäsektorilla. Lisäksi tutkimuksessa varjopankkien hyötyjä ja haittoja verrataan Laurence Kotlikoffin luomaan Limited Purpose Banking -malliin, joka on ikään kuin vastakohta varjopankkitoiminnalle. Siinä pankit eivät saa käyttää velkavipua ollenkaan, vaan vastaanottamien talletusten pitää vastata sataprosenttisesti heidän reservivarantojaan.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja tutkimuksen eteneminen

Tämä kandidaatintutkielman tutkimusmenetelmäksi valikoitui kirjallisuuskatsaus. Aiheeseen liittyen on julkaistu todella paljon merkittäviä tutkimuksia, jotka käsittelevät varjopankkitoimintaa eri näkökulmista. Varjopankkitoiminnan ollessa melko uusi ilmiö suurin osa tutkimuksista on melko hiljattain julkaistuja ja myös siten relevantteja.

Tutkimuksen ensimmäisen luvun johdannossa esitellään varjopankkien ja rahoituksen välittäjäsektorin määritelmää. Toisessa luvussa perehdytään tarkemmin varjopankkien toimintaan – se jakautuu kolmeen osaan, jotka käsittelevät varjopankkitoimintaa riskin, kilpailun ja sääntelyn näkökulmista. Tämän jälkeen kolmannessa luvussa muodostetaan edelliseen kappaleen pohjalta analyysi, jossa pohditaan mahdollisia varjopankkitoiminnan hyötyjä ja haittoja suhteessa teorialuvussa esiteltyihin näkökulmiin. Analyysiosiossa varjopankkitoiminnan hyötyjä verrataan myös suhteessa Limited Purpose Banking -malliin. Siitä käytetään tässä tutkimuksessa lyhennettä LPB-malli. Tutkimuksen päättävä neljäs kappale kokoaa yhteen kirjallisuuskatsauksesta löydetyt johtopäätökset ja huomioi mahdolliset jatkotutkimusmahdollisuudet.

2 VARJOPANKKITOIMINNAN VAIKUTUKSET

Luvun alussa käydään läpi teoriaa rahoituksen välittäjäsektorista, jonka jälkeen perehdytään siihen, millaisia muutoksia varjopankkitoiminta on siihen tuonut. Sen jälkeen luvun seuraavassa kolmessa osassa tutkitaan varjopankkitoiminnan vaikutuksia kolmen eri näkökulman kautta. Ensimmäisessä osiossa tutkitaan varjopankkitoiminnan vaikutuksia riskiin, toisessa sääntelyyn ja kolmannessa kilpailuun rahoituksen välittäjäsektorilla.

2.1 Rahoituksen välittäjäsektorin teoria ja muutokset

Leland & Pyle (1977, 371) kehittivät teoriaa rahoituksen välittäjäsektorista 1970-luvulla. Heidän mukaansa välittäjäsektorin tärkein tehtävä on epäsymmetrisen informaation ilmiön välttämiseksi kerätä markkinoilta tietoa lainaajista ja tallettajista, välittää tätä informaatiota ja näin pyrkiä ehkäisemään sopimusongelmia taloudellisten toimijoiden välillä. Epäsymmetrisestä informaatiosta puhutaan, kun informaatio on jakautunut epätasaisesti ja toinen osapuoli pystyy käyttämään hyväkseen laajempaa informaatiotaan. Näin rahoituksen välittäjäsektorin tehtävänä voidaan nähdä olevan vakauden tuominen rahoitusjärjestelmään, markkinoiden rakenteen muokkaaminen ja sitä kautta rahoitusjärjestelmän suorituskyvyn parantaminen. Thakorin (2008, 450) mukaan rahoituksen välittäjäsektorilla pyritään korjaamaan rahoitusmarkkinoilla ilmeneviä ongelmia ja tehokkuustappioita.

Uudemmissa rahoituksen välittäjäsektorin teorian tutkimuksissa on huomioitu myös rahoituksen välittämisen behavioraaliset ja psykologiset tekijät. Rahoituksen välittäjäsektorin keskeiseksi tehtäväksi on esimerkiksi nostettu vakuuden tuominen tallettajille, jotka eivät ole varmoja kulutuksensa ajallistamisesta (Thakor, Boot, 2008, 450). Näin pankkien tehtävänä on korjata myös yksilöiden käyttäytymisen aikaepä johdonmukaisuuksia ja muita optimointiongelmia. Kantaa on otettu myös rahoituksen välittäjäsektorin tarpeeseen osana rahoitusjärjestelmää. Allenin ja Galen (2004, 1028) mukaan pelkät rahoitusmarkkinat yksistään eivät pysty takaamaan markkinoiden tehokkuutta, koska yksittäisillä taloudellisilla toimijoilla on

henkilökohtaisia tietoja, jotka aiheuttavat epäsymmetristä informaatiota. Näin markkinoista tulisi epätäydelliset ilman rahoituksen välittäjäsektorin toimintaa, ja riskit markkinoilla eivät jakautuisi kustannustehokkaasti.

Diamond (1984, 393–414) kehitti teoriaa rahoituksen välittäjäsektorista 1980-luvulla. Hänen mallinsa mukaan välittäjäsektorin tulisi koostua vain muutamista suurista pankeista. Tällöin niiden omistus ja sijoitukset olisivat todennäköisemmin hyvin hajautettuja ja näin niiden portfolioista tulisi monipuolisempia, riskittömämpiä ja niiden takaisinmaksu olisi varmempaa. Teorian mukaan suuremmat pankit ovat parempia ja varmempia rahoituksen lainaajia. Diamond huomauttaa, ettei rahoituksen välittäjäsektorilla kukaan monitoroi pankkeja, mutta tähän ei ole tarvetta, kun pankit ovat tarpeeksi suuria. Tällöin säästyä kustannuksia ja rahoitusmarkkinoista tulee tehokkaammat. Kun pankkien hoitaman monitoroinnin kustannukset pysyvät tarpeeksi alhaisina, syntyy tästä Diamondin mukaan markkinoille pareto-parannus.

Osittain varjopankkitoiminnan nousu rakentuu pankkien monitoroinnin hyötyjen ja toisaalta siitä syntyvien kustannuksien ympärille. Yhdeksi merkittäväksi syyksi perinteisten pankkien menettämään markkinaosuuteen rahoituksen välittäjäsektorilla nähdään transaktiokustannusten pieneneminen (Allen & Santomero, 2001, 272). Tämä ilmenee, kun tutkitaan varjopankkien toimintamalleja. Useat esimerkiksi yrityksille tai kotitalouksille rahoitusta tarjoavat varjopankit toimivat täysin online-muotoisina ilman juuri minkäänlaisia kiinteitä kustannuksia. Tämä vaikuttaa myös siihen, että uusien toimijoiden alalle tulo on helppoa. Epäsymmetrisen informaation ongelma on samalla vähentynyt, kun digitalisaation myötä eri toimijoista on saatavilla helpommin ja enemmän tietoa.

Ilmiöllä on ollut muitakin vaikutuksia. Perinteisten pankkien ja varjopankkien hoitamat tehtävät ovat laajentuneet sisältäen paljon muutakin kuin pelkän rahoituksen välityksen. Tällaisia ovat esimerkiksi asiakkaiden rahoituksen ja likviditeetin hoito, valuutta- ja arvopaperikauppa, maksuliikkeen hoitaminen, erilaiset rahoitustoiminnot, sijoitusneuvonta ja konsultointi. (Suomen Pankki, 2016a, 28) Osittain tämän vuoksi myös rahoituksen välittäjäsektorilla on nähtävissä suuria finanssitaloja, jotka muodostavat laajoja konserniyhtiöitä ja hoitavat edellä listattuja tehtäviä.

Varjopankkien toiminta on muokannut myös rahoituksen välittäjäsektorin luontaisinta tehtävää, luotonantoa. Perinteisessä pankkien luotonannossa on vahva yhteys pankkien taseisiin. Prosessi etenee niin, että pankki tekee laina-analyysin, neuvottelee koron, myöntää lainan asiakkaalleen ja pitää sen taseessaan aina lainan erääntymiseen asti. (Suomen Pankki, 2016a, 28) Viime vuosikymmeninä varjopankit ovat kuitenkin soveltaneet luotonantoa ja tuoneet markkinoille hyvin erilaisia ja monimutkaisia tuotteita. Näin rahoituksen lähteiden määrä on kasvanut ja niiden toiminta monipuolistunut. Varjopankkien myötä luottorahoitus on kuitenkin hajonnut. Nykyään yhä useammin luotonanto koostuu joukosta erilaisia luotonehtoja, kuten koroista, likviditeetistä ja luottoriskistä. Hyvä esimerkki tästä on, kun finanssikriisistäkin tutuksi tulleita yksittäisiä lainoja alettiin yhdistellä suuriksi paketeiksi, joita myydään sitten eteenpäin eri tavoin luokiteltuina obligaatioina ja velkasitoumuksina. (Suomen Pankki, 2016a, 28) Allenin & Santomeron (2001, 287) mukaan rahoituksen välittäjäsektorin toiminta on siirtynyt pankkikeskeisiltä finanssisektoreilta markkinakeskeisiin.

2.2 Varjopankkitoiminnan kasvun syitä

Merkittävä syy varjopankkitoiminnan kasvuun on ilmiö, jossa isot konserniyhtiöt perustavat tytäryhtiöitä ja luotonantoa muokataan niin, etteivät tietyt sääntelyn rajoitukset kosketa niitä. Usein kyseessä on jokin suuri finanssitalo ja näin varjopankit saavat ikään kuin vakuudeksi konsernissa toimivan ison pankin. (Huang, 2018, 125) Perinteiset pankit ovat siis olleet vahvasti mukana vaikuttamassa varjopankkitoiminnan nousuun, kun ne niiden avulla pyrkivät hyödyntämään rahoitusjärjestelmän tarjoamia mahdollisuuksia.

Suomen Pankin (2015,3) raportin mukaan syinä varjopankkitoiminnan kasvuun ja pankkisektorin rakennemuutoksiin ovat heikko talouskasvu, sääntelyn puute, tuottohakuisuus ja tekniset innovaatiot. Myös tutkimuskirjallisuudesta on löydettävissä samoja väitteitä. Voidaan huomata, että globaali rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen 1980-luvulla sysäsi varjopankkien nousun liikkeelle. Erityisesti varjopankkitoimintaan kannusti sääntelyn vapauttamisen myötä syntyneet rahamarkkinarahastot, jotka syrjäyttivät perinteisten pankkien talletuksia, arvopaperistaminen, joka oli hyvin näkyvässä roolissa edellisessä finanssikriisissä, sekä repo- eli takaisinostosopimukset, jotka mahdollistivat arvopaperistettujen velkakirjojen käytön rahan kaltaisena tuotteena.

Varjopankkien ero perinteisiin pankkeihin on se, etteivät ne vastaanota talletuksia. Niiden substituutteina varjopankit tarjoavat asiakkailleen esimerkiksi reposopimuksia ja rahamarkkinarahastoja, jotka muistuttavat hyvin paljon perinteisten pankkien talletustoimintaa. (Gorton, 2010, 261–284)

Rahamarkkinarahastojen suosiota kasvatti talletustileille tullut korkokatto. Rahamarkkinarahastot nähtiin näille substituuttina ja ne pystyivät tarjoamaan talletuksia parempaa korkoa, joten ne nähtiin houkuttelevimpina sijoituskohteina. Ero koroissa syntyy siinä, että pankit maksavat talletussuojasta. Tämän maksun ne siirtävät lainaajille, jolloin tuotto on matalampi kuin rahamarkkinarahastoissa. Arvopaperillistamisessa puolestaan epälikvidit lainat pakataan yhteen ja myydään pääomamarkkinoille. Näiden suosio lisääntyi 2000-luvulle tultaessa eksponentiaalisesti. Usein arvopaperillistamista varten perustetaan erillisyhtiö. (Gorton, 2010, 270)

Tiivistettynä varjopankkitoiminnan kasvu perustuu taloudellisiin, oikeudellisiin ja kirjanpitoon liittyviin innovaatioihin, jolla on pyritty kiertämään sääntelyä. Rahoituksen välittäjäsektorilla varjopankkitoiminnan optimaalinen velkavivun määrä on huomattavasti yhteiskunnallista optimia suurempi. (Plantin, 2015, 147) Velkavivua hyödyntämällä pankit pystyvät tavoittelemaan suurempia tuotto-odotuksia. Velkavivun käyttö yli yhteiskunnallisen optimin kuitenkin lisää riskejä finanssimarkkinoilla ja altistaa sitä todennäköisemmin pahemmille kriiseille. Seuraavassa osiossa varjopankkitoiminnan luomiin riskeihin tutustutaan paremmin.

2.3 Varjopankkitoiminta ja riski rahoituksen välittäjäsektorilla

Varjopankkitoiminnan voidaan lähes kiistatta johtaa riskien lisääntymiseen rahoitusjärjestelmässä. Kirjallisuudessa on kuitenkin poikkeamia siinä, kuinka paljon varjopankkitoiminta lisää kokonaisriskiä markkinoilla. Kokonaisriskin lisääntymisellä ei myöskään ole pelkästään huonoja vaikutuksia.

Merkittävä varjopankkitoimintaa kiihdyttänyt tekijä on, että 1980-luvulta lähtien kotitalouksien säästäminen on yleistynyt (Allen & Santomero, 2001, 278). Tämä on luonnollisesti tuonut enemmän mahdollisuuksia uusille toimijoille rahoituksen välittäjäsektorilla.

Tällä on myös suorat yhteydet kokonaisriskiin. Mitä enemmän varoja on kiinni rahoituslaitoksissa, sitä enemmän markkinoilla on riskiä, koska myös riskisten sijoitusten osuus nousee säästämisen lisääntyessä. Kun rahoitussektori siirtyy pankkikeskeisyydestä yhä enemmän markkinakeskeiseksi, tulee riskien allokoimisesta hankalampaa. (Allen & Santomero, 2001, 286–287) Voidaan myös olettaa, että varjopankkitoiminnan yleistyessä nimenomaan riskialttiimmat sijoituskohteet ovat sitä mukaan lisääntyneet. Juuri ennen finanssikriisiä varjopankkien omistuksien määrä oli huipussaan moninkertainen verrattuna siihen, kuin mitä se oli kriisin jälkeen (Serletis & Xu, 2019, 132). Rahoituksen välittäjäsektorilla on entistä tärkeämpi rooli yksilöiden ja monimutkaisten rahoitusmarkkinoiden välikätenä. Sijoitusinstrumenttien monimutkaistuessa välittäjäsektori ikään kuin pukee nämä ymmärrettävään muotoon ja tarjoaa niitä kotitalouksille ja yrityksille. (Allen & Santomero, 2001, 289)

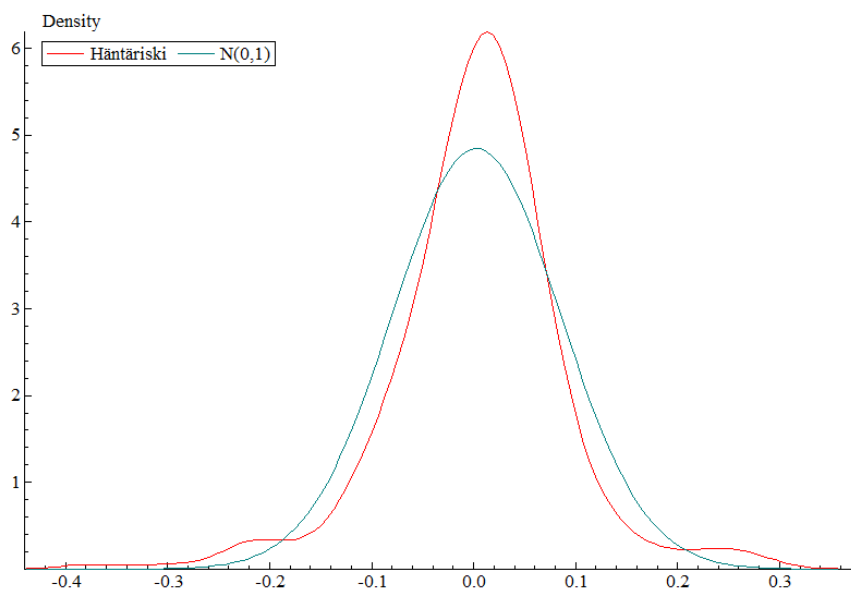
Erityisesti ennen finanssikriisiä varjopankkien nähtiin arvopaperistamisen avulla vähentävän kokonaisriskiä rahoitusjärjestelmässä. Siinä rahoituksen välittäjäsektorilta hankittuja lainoja yhdisteltiin edelleen omiksi, uusiksi ja hajautetummiksi sijoitusinstrumenteiksi. Merkittävä syy näiden monimutkaisten lainakomponenttien syntymiseen on, että niillä pystytään hajauttamisella poistamaan epäsymmetrinen riski (Gennaioli, Shleifer & Vishny, 2013, 1338). Tästä voidaan päätellä, että kokonaisriski pieneni, mutta arvopaperistamisen vaikutukset ovat monimuotoiset.

Koska hajauttamalla pystytään poistamaan epäsymmetrinen riski, ovat arvopaperistetut sijoituskohteet houkuttelevia laajalle joukolla ihmisiä. Arvopaperistamisen ja varjopankkien tuomien monimutkaisten sijoitusinstrumenttien sanotaan parantavan riskien allokoointia ja lisäävän varallisuutta. Näin esimerkiksi riskin kaihtajat ovat valmiita hankkimaan niitä rahoituksen välittäjäsektorilta ja arvopaperistettujen sijoituskohteiden kysyntä kasvaa. Tämä kasvattaa varjopankkien varojen osuutta välittäjäsektorilla. Arvopaperistamisella on kuitenkin ongelmansa. Hieman paradoksaalisesti, mitä enemmän varjopankit suojautuvat epäsymmetriseltä riskiltä, sitä enemmän ne altistavat itseään odottamattomille ja haitallisille kysyntäshokeille. Ongelma on siinä, että arvopaperistaminen mahdollistaa varjopankkien vipuvaikutuksen ja velkaantumisen lisääntymisen, joka tekee niistä hyvin haavoittuvia. (Gennaioli, Shleifer, Vishny, 2013, 1343–1347)

Arvopaperistamisella ja varjopankkien toiminnalla on myös muita kokonaisriskiin merkittävästi vaikuttavia piirteitä. Niillä on löydetty olevan selvä yhteys tartuntariskisiin (credit contagion) rahoituksen välittäjäsektorilla, sillä varjopankkitoiminta lisää kytköksiä eri instituutioiden välillä. Tartuntariskillä tarkoitetaan sitä, että eri toimijoiden välisten kytköksiä vuoksi yhteen toimijaan kohdistuva negatiivinen shokki voi levitä laajemmin rahoitusjärjestelmään. Yksi merkittävä syy tähän on, että perinteiset pankit ovat yhä ainoita rahoituksen välittäjäsektorin toimijoita, jotka harjoittavat perinteistä talletustoimintaa. Varjopankit puolestaan ovat perinteisille pankeille merkittäviä tallettajia. Näin toimijoiden välille syntyy tartuntakanava. (Hirvonen & Walta, 2019, 4). Arvopaperistamisen voidaan nähdä lisäävän tätä riskiä, kun monimutkaisia sijoitusinstrumentteja myydään usean tahon toimesta eteenpäin. Näin ne kaikki ovat myös osallisina samoissa lainoissa kantamassa niiden riskiä. Lisäksi perinteisten pankkien ja varjopankkien välillä voi olla myös omistussuhteisia kytköksiä. Isoilla finanssitaloilla voi olla konsernin sisällä tytäryhtiöitä, jotka harjoittavat varjopankkitoimintaa hyödyntäen väljempää sääntelyä. Tämä saattaa tuottohakuisuutta korostaen houkuttaa konserniyhtiöitä merkittäväänkin riskinottoon tytäryhtiöissään. On huomattavaa, etteivät nämä riskit jää pelkästään rahoituksen välittäjäsektorin sisäisiksi, vaan mahdollinen finanssikriisi vaikuttaa koko talousjärjestelmään. Kriisit eivät tunne myöskään maantieteellisiä rajoja, koska esimerkiksi kytkökset Yhdysvaltojen ja Euroopan rahoitusjärjestelmien välillä ovat voimakkaita, joten shokit heijastuvat nopeasti mantereiden ylitse (Suomen Pankki, 2016b, 6)

On myös tutkittu, että arvopaperistaminen ja varjopankkitoiminta aiheuttaa rahoitusjärjestelmään niin kutsuttua häntäriskiä (engl. tail-risk). Häntäriski tarkoittaa, että hyvin suurten ja hyvin alhaisten tuottojen todennäköisyys on suurempi kuin normaalijakaumassa. Häntäriskiä esiintyy, kun markkinoilla matalakorkoisten ja matalan riskin lainojen kysyntä on korkea. Tällöin rahoituksen välittäjäsektorin oma varallisuus ja omat tuotot eivät riitä kattamaan tätä lainojen kysyntää. Välittäjäsektorin instituutioiden tulee riskittömien lainojen kysyntään vastatakseen muuttaa portfolioitaan ja lainata eteenpäin riskialttiimpia lainoja. Näitä ovat esimerkiksi arvopaperistetut varjopankkien monimutkaiset sijoitusinstrumentit. Tämä tekee välittäjäsektorin toimijoista enemmän riippuvaisia toisistaan, joka tekee sektorista haavoittuvamman ja riskialttiimman.

Jos markkinoille syntyvää häntäriskiä ei huomioida, niin tuottojen jakauma poikkeaa normaalijakaumasta. Kuviossa 2 on mallinnettu häntäriskiä. Siinä molemmissa ääripäissä tuotto-odotuksien todennäköisyydet ovat normaalijakaumaa suuremmat ja esim. huonoimman skenaarion tilannetta ei osata nähdä niin huonona kuin mitä se todellisuudessa on. Tämän skenaarion todennäköisyyttä myös vähätellään. Kun häntäriskiä ei huomioida on riskien ottajia markkinoilla todella paljon ja todennäköisyys riskin toteutumiselle kasvaa. Rationaalisten odotusten alla vakaalta näyttävästä järjestelmästä tulee todella haavoittuvainen, kun arvopaperistaminen lisää toimijoiden välistä riippuvuutta.



Kuvio 2: Esimerkki häntäriskin erosta verrattuna normaalijakaumaan

Häntäriskin lisäksi varjopankkien toiminnan valtava koko, riskien kasaantuminen rahoituksen välittäjäsektorille ja arvopaperistamisen vaikutus vipuvaikutuksen lisäämisessä tekevät siitä hyvin alttiita taloudellisille shokeille. (Gennaioli, 2013, 1332–1360) Tässä valossa varjopankkitoiminta vaikuttaa hyvin riskialttiilta ja vain negatiivisia seurauksia tuovalta toiminnalta. Häntäriskiin liittyy kuitenkin samalla myös varjopankkitoiminnan selvä etu. Varjopankkitoiminta luo nimittäin mahdollisuuden talouskasvulle.

Moreiran ja Savovin (2017, 2384) tutkimusten mukaan ne maat, joissa on ollut pitkällä aikavälillä paljon talouskasvua, ovat kärsineet myös keskivertoa enemmän taloudellisista shokeista kuin vakaammat taloudet. Vaikka kuviossa 2 taloudellisten shokkien

todennäköisyys on normaalijakaumaa suurempi, ovat myös jakauman toisella puolella tuotto-odotukset suurempia ja todennäköisempiä kuin normaalijakaumassa. Ilman varjopankkitoimintaa taloudessa on vähän vipuvaikutusta, ja vastuu rahoituksen välittäjäsektorilla on jakautunut turvallisesti. Lisäksi talous on koroiltaan ja sijoitusten arvoltaan todella vakaa. Korkotasot ovat myös yleisimmin korkeammalla tasolla. Tämä johtaa talousteorian mukaan vähäisempiin investointeihin ja hitaampaan talouskasvuun. Riskittömien korkojen tuotto on matala, koska ne ovat kalliita. (Moreira & Savov, 2017, 2406)

Varjopankkitoiminnan vaikutukset seuraavat voimakkaasti talouden suhdannevaihtelua. Kun taloudessa ja finanssimarkkinoilla on vähän epävarmuutta, niin sijoitusten hinnat nousevat ja varjopankkien tarjoamat sijoitusinstrumentit ovat hyvin suosittuja. Riskialttiimpien sijoitusten hinnat nousevat kaikista eniten, koska ne ovat kaikista riippuvaisimpia varjopankkien sijoitusinstrumenteista. Jos varjopankkitoiminta on laajaa, syntyy erityisesti riskialttiilla sektoreilla paljon investointeja, joka johtaa talouskasvun kiihtymiseen. Epävarmuuden noustessa markkinoilla varjopankkien nousujohteisuus alkaa kuitenkin heikentyä, kun sijoitusten likviditeetti on kyseenalainen. Sijoituksia pyritään muuttamaan nopeasti likvidiksi rahaksi, jolloin likvidin rahan tarjonta heikkenee, koska sitä ei riitä korvaamaan kaikkia varjopankkien liikkeelle laittamia epälikvidejä sijoituksia. Tämä johtaa korkojen nousuun, investointien laskuun ja talouskasvun hiipumiseen. (Moreira & Savov, 2017, 2383)

Voidaan todeta, että riskialttiita sijoituksia tulisi tehdä vain mahdollisimman likvidein keinoin. Näin taloudessa säilyy vakaus. Tämä on kuitenkin varjopankkitoiminnan vastaista, sillä monimutkaiset sijoitusinstrumentit ovat poikkeuksetta epälikvidejä. Epävarmuuden noustessa taloudessa pankit sijoittavat jatkossa paljon vain likvideihin ja riskittömiin kohteisiin, joiden tuotto ei ole suurta. Shokin yhteydessä epävarmuus lisääntyy entisestään, kun tulevia shokkeja pidetään todennäköisempänä ja sijoitusten arvot laskevat. Kun korkotaso kasvaa samanaikaisesti on lopulta tuleva elpyminen ja talouskasvu todella hidasta. (Moreira & Savov, 2017, 2384–2412) Näin voidaan olettaa, että kuilu varjopankkien ja perinteisten pankkien välillä ei saisi kasvaa liikaa. Teorian mukaan markkinoilla pitäisi olla kysyntää ja tarjontaa myös muille kuin likvideille ja varmoille sijoituskohteille. Näin varjopankeilla voisi olla merkittäväkin asema rahoituksen välittäjäsektorilla, kun se kiihdyttää talouden elpymistä shokin jälkeen.

Varjopankkisektori myös tarjoaa keskuspankille tuotto-odotukseltaan parempia kohteita, joita ostaa shokin jälkeen.

Tutkimuskirjallisuudesta on huomattavissa, että varjopankkisektorin toiminta lisää kokonaisriskiä rahoituksen välittäjäsektorilla. Erityisesti ne näyttäisivät lisäävän sektoririskiä, sillä ne lisäävät rahoituksen välittäjäsektorin kytköksiä ja riippuvaisuutta toisistaan. Tällä voi olla kauaskantoisia vaikutuksia koko talouden toimintaan niin valtakunnallisella kuin globaalillakin tasolla, kuten finanssikriisin yhteydessä nähtiin. Kuitenkin jo pelkästään varjopankkitoiminnan riskejä tutkiessa on huomattavaa, että siinä piilee paljon myös potentiaalia. Parhailtaan varjopankit voivat lisätä riskiä markkinoilla sopivassa suhteessa niin, että se edesauttaa talouskasvua.

2.4 Varjopankkitoiminta ja kilpailu rahoituksen välittäjäsektorilla

Tutkimuskirjallisuudessa ei ole selvää määritelmää sille, millaisia vaikutuksia varjopankkitoiminnan lisäämällä kilpailulla on rahoituksen välittäjäsektorilla. Voidaan kuitenkin olettaa, että niin kilpailulla kuin seuraavassa osiossa tutkittavalla sääntelyllä on merkittävä yhteys edellisessä osiossa tutkittuun rahoituksen välittäjäsektorin kokonaisriskiin.

Varjopankkitoiminta täydentää rahoitusjärjestelmää ja antaa erilaisen vaihtoehdon perinteisten pankkien luotonannolle. Näin ne ovat tältä osin tärkeä osa rahoituksen välitystä (Hirvonen & Valta, 2019, 3). Lisääntynyt kilpailu ei pelkästään lisää rahoituksen lähteitä, vaan varjopankit ovat erityisen merkittäviä toimijoita esimerkiksi pienillä ja erikoistuneilla markkinoilla, joihin perinteisten pankkien toiminta ei ulotu. Tästä on huomattavasti etua monille nykyaikaisille ja digitalisoitumista hyödyntäville rahoitusinnovaatioille. (Suomen Pankki, 2015, 3) Näin varjopankit luovat kilpailua ja parempia markkinaehtoja myös sektoreilla, joilla perinteiset pankit eivät merkittävästi vaikuta. Optimaalisessa tilanteessa kilpailu luo esimerkiksi rahoitusta hakeville yrityksille enemmän vaihtoehtoja, jolloin ne saavat todennäköisemmin paremmat lainanehdot ja tekevät enemmän voittoa.

Aiemmin esitelty Diamondin (1984, 393–414) muutaman suuren pankin malli rajoittaisi merkittävästi kilpailua. Thakorin ja Bootin (2008, 108) mukaan suuret pankit ovat kokonaisuudessaan parempia ja varmempia lainaajia, mutta pienet pankit ovat tärkeitä rahoittamaan pienempien yritysten toimintaa. Tämä on tärkeää esimerkiksi kasvaville yrityksille, joita varjopankit rahoittavat. Ympäri maailman on havaittu, että pienet pankit lainaavat varojaan keskivertoa enemmän pienille yrityksille. Verrattuna isoihin kansainvälisiin yrityksiin nämä pienet yritykset ovat usein hyvin merkittäviä toimijoita paikallisesti (Berger, Klapper & Udell, 2001, 2128). Suurista perinteisistä pankeista poiketen varjopankit luovat paikallisella tasolla kilpailua, jolla voi mikrotaloudellisesta näkökulmasta olla suuriakin positiivisia johdannaisvaikutuksia alueen talouteen.

Kilpailulla on nähty myös paljon negatiivisia vaikutuksia. Broeckerin (1990, 430) luomassa mallissa vaikutukset liittyvät pankkien luotonantoprosessiin. Rahoituksen välittäjäsektorilla eri toimijat monitoroivat lainanottajia ja arvioivat, ketkä niistä ovat päteviä. Mallissa nämä arvioinnit oletetaan epätäydellisiksi ja niissä tulee virheitä. Kun luotonantajat kilpailevat lainaehdoilla ja lainankoroilla, yritykset valitsevat alustavasti sen pankin, jolla lainan hinta on alhaisin. Jos luotonantaja kuitenkin hylkää tämän, niin kyseinen yritys menee seuraavaan pankkiin. Näin sille luotonantajalle, jolla on korkeimmat korkoehdot, jää jäljelle kaikki korkean riskin ja epävakaa takaisinmaksukyvyyn yritykset pysyäkseen toiminnassa. Markkinoiden tartuntariski tekee tästä tilanteesta entistä ongelmallisemman ja yhden pankin ongelmat voivat aiheuttaa epävarmuutta rahoitusjärjestelmää kohtaan.

Kun rahoituksen välittäjäsektorilla on enemmän toimijoita, informaatiosta tulee hajautuneempaa ja jokaisella toimijalla on informaatiota pienemmästä osuudesta yrityksistä. Tämä johtaa siihen, että myös huonomman luottoluokituksen yrityksiä tulee markkinoille ja niiden kanssa tehdään lainasopimuksia. Tällöin vastoin perinteistä talousteoriaa kilpailun lisääntyminen voi johtaa siihen, että luotonantajat joutuvat nostamaan korkotasojaan. Tästä näkökulmasta katsottuna muutaman ison pankin skenaariota voidaan pitää parempana, koska silloin on enemmän mahdollisuuksia monitoroida yrityksiä ja informaation pirstaloitumisen aiheuttamilta ongelmalta vältytään. (Marquez, 2002, 903)

Kilpailun vaikutukset rahoituksen välittäjäsektorilla eivät kuitenkaan aina ole ennalta määrättyjä. Paljon riippuu siitä, miten markkinat toimivat ja millaisia ratkaisuja pankit tekevät reservivarantoihinsa. Tutkimuksista on löydetty kaksijakoisia tuloksia esimerkiksi pankkien fuusioitumisesta ja sektorin keskittymisestä muutamalle isolle pankille. Suurten pankkien fuusioitumisella on taipumusta lisätä rahoituksen välittäjäsektorin yhteenlaskettua likviditeettitarvetta ja siten myös julkisen sektorin rahapoliittisin toimin tukemaa likviditeetin tarjoamista. Tämä myös nostaa näiden pankkien luotonannon korkotasoja. Näin tämä viittaisi siihen, että epätäydellinen ja vähäinen kilpailu lainamarkkinoilla lisäisi kokonaiskysynnän volatiliteettia pankkienvälisillä markkinoilla ja vaikuttaisi kielteisesti sen toimintaan. Toisaalta fuusioitumisessa pankit saavat enemmän pelivaraa, kun ne yhdistävät reservivarantonsa ja voivat tehdä muutoksia niiden välillä. Tämä pienentää niiden likviditeettiriskiä. Erityisen hauraana rahoituksen välittäjäsektorina pidetään polarisoitunutta mallia, joka on jakautunut fuusioituneihin isoihin perinteisiin pankkeihin ja pieniin varjopankkeihin. (Carletti, Hartmann & Spagnolo, 2007, 1067–1091) Mielenkiintoista on, että tutkimuksissa löydettiin epäkohtia nimenomaan muutaman suuren pankin mallista, joka useassa muussa tutkimuksessa on todettu optimaaliseksi rahoituksen välittäjäsektorin rakenteeksi.

Stenbacka ja Shy (2004, 249) nostavat esille tärkeän kohdan kilpailun lisääntymiseen liittyen. Heidän mukaansa kilpailu ja toimijoiden lisääntyminen rahoituksen välittäjäsektorilla ei itsessään lisää markkinoiden riskiä tai aiheuta negatiivisia vaikutuksia, vaan merkitystä on sillä, millaisia toimijoita markkinoille tulevat uudet kilpailijat ovat ja millaisia vapauksia heille myönnetään. Pankit kilpailevat markkinoilla siitä, kuinka paljon riskiä he sisällyttävät portfolioihinsa ja siitä, kuinka paljon talletuskorkoa he myöntävät. Pankkien portfolioiden riskipitoisuus ei kasva kilpailun lisääntyessä, koska ne eivät yleensä kykene muuttamaan portfolioitaan helposti lyhyellä aikavälillä. Useat lainoitussopimukset on solmittu pitkiksi ajoiksi ja ne ovat vaikeasti muutettavissa. Tutkimuksensa lopuksi he tulevat johtopäätökseen, että kilpailun lisäämisellä on vain positiivisia hyvinvointivaikutuksia. Tämä olisi siis rahoituksen välittäjäsektorilla puhdas pareto-parannus.

Näin kilpailun vaikutuksiin liittyy läheisesti luottoluokituslaitokset ja niiden toiminta. Erityisesti finanssikriisin jälkeen ne ovat olleet merkittävän sääntelyn kohteena. Pankkien

portfolioilla ja kilpailun vaikutuksilla näyttäisi olevan merkittävä yhteys. Tähän tutustutaan lisää seuraavassa, sääntelyä tutkivassa kappaleessa.

2.5 Varjopankkitoiminta ja sääntely rahoituksen välittäjäsektorilla

Sääntelyllä on merkittävä osa varjopankkitoiminnan tehokkuudessa. Sen tulee olla oikein kohdistettua, mutta samalla jättää varjopankeille tarpeeksi liikkumavaraa. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja siitä seurannut kansainvälinen pääomaliikkeiden lisääntyminen alkoi 1970–1980-luvulla ja sysäsi myös varjopankkitoiminnan kasvuun. Nykyään länsimaisilla rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla sääntely on melko lievää ja kehittyvissä talouksissa trendi on ollut samansuuntainen. Kuitenkin 1980-luvun jälkeen sääntelyä on joltain osin myös kiristetty. Nämä kiristykset ovat yleensä liittyneet talouden vakauden turvaamiseen, parempaan likviditeetin kehitykseen ja rahapolitiikan mahdollisuuksien suojaamiseen. Markkinoiden vapauttamisen jälkeen talouskriisit ovat lisääntyneet, kuten Pohjoismaissa 1990-luvulla. Sääntelyn väljetessä pankit ja niiden asiakkaat eivät malta pysyä varovaisina uusissa oloissa, jotka tarjoavat heille enemmän mahdollisuuksia. (Suomen Pankki, 2016, 114-115a). Tämä on olennainen osa varjopankkien suosion nousua. Jo aiemmin mainittu tuottohakuisuus ajaa toimijoita hyödyntämään sääntelyn vapauttamisesta syntyviä mahdollisuuksia. Finanssikriisin ja eurokriisin jälkeen alan sääntelyn trendi on ollut taas kiristymään päin.

Toisaalta kiristytvä sääntely voi yhtä hyvin lisätä varjopankkien toimintaa. Kun sääntelyä kiristetään rahoituksen välittäjäsektorilla ja perinteisten pankkien toimintamahdollisuuksia rajataan lisää tämä kannustimia pyrkii kiertämään sääntelyä. Yleensä tämä on mahdollista varjopankkien avulla. (Plantin, 2015, 146) Usein nämä saattavat olla jonkin ison finanssitalon konsernin tytäryhtiöitä. Näin jossain määrin perinteisten pankkien sääntelyä lisäämällä itse asiassa vaan kannustetaan yhä enemmän varjopankkien toimintaa, kun kuilu toimijoiden sääntelyiden välillä kasvaa entisestään.

Sääntelyn vaikutukset ovat monimuotoisia, ja pelkkä sääntelyn lisääminen ei paranna rahoitusjärjestelmän vakautta. Esimerkiksi markkinoille vakautta tuova talletussuoja luo myös negatiivisia vaikutuksia markkinoille, kun se vähentää pankkien kannustimia lisätä

portfolioihinsa matalan riskin sijoituksia (Shy & Stenbacka, 2004, 249). Tässä päämies-agentti-ongelma syntyy talletussuojaa saavan perinteisen pankin ja keskuspankin välille. Perinteisellä pankilla on suurempi kannustin sisällyttää portfolioonsa riskisempiä kohteita tuottohakuisuuden vuoksi, kun se tietää keskuspankin turvaavan talletuksia. Talletussuoja on kuitenkin yleisesti käytössä oleva sääntelyn keino. Diamond ja Dybvig (1983, 402) pitävät tärkeänä, että talletustilit ja talletuspankkien palvelut on vakuutettuja nimenomaan julkisen hallinnon takaamana. Tällä pystytään välttämään pankkien haavoittuvuutta.

Kuten finanssikriisi osoitti, on varjopankkitoiminnan sääntely tärkeää. Yksi tärkeä regulaation kohde on esimerkiksi pankkien vähimmäisvarataseen määrä. Näin pankit voisivat varautua mahdollisiin talletuspakoihin, eivätkä ne joutuisi sen tapahtuessa luopumaan niin suuresta osuudesta sijoituksistaan. Perinteisillä pankeilla ja varjopankeilla tulisi olla siis tietyt likviditeettivaatimukset. Lisäksi on tärkeää, että luottoluokituslaitokset varoittavat toimijoita hyvissä ajoin etukäteen, jos varjopankkien arvopaperistaminen alkaa keskittyä liikaa yhdelle sektorille. Näin kävi finanssikriisin yhteydessä asuntolainojen kanssa. Lisäksi sääntelyn pitäisi kohdistua myös pankkien kokonaisvipuvaikutuksen määrään, jota pitäisi rajoittaa ja pyrkiä kontrolloimaan julkisen vallan toimesta. (Gennaioli, Schleifer & Vishny, 2013, 1361)

Yksi syy rahoituksen välittäjäsektorin sääntelyyn on, että ne ovat poikkeuksellisen haavoittuvaisia epävakaudelle. Pankkien taseessa omistajien joukossa on myös hyvin vähävaraisia henkilöitä, jotka pitävät hallussaan pieniä osuuksia pankkien varallisuudesta lainojen ja talletusten muodossa. Potentiaalisia epäsymmetrisen informaation tilanteita syntyy paljon, kun lainat ovat hajautuneet todella laajasti pienille ja hyvin tietämättömille sijoittajille. Näin pankeille syntyy kannustin käyttäytyä vähemmän varovaisesti ja ottaa suurempia riskejä, kun osuudet ovat jakautuneet suurelle joukolle. Tämä synnyttää rahoituksen välittäjäsektorin toimijoille poikkeuksellisen riskin kriiseille, jotka etenevät helposti kuluttajiin ja muihin pankkien sidosryhmiin. Näitä ongelmakohtia pyritään ehkäisemään ja rajoittamaan sääntelyllä. (Thakor & Boot, 2008, 450–451) Talletussuojan lisäksi vastaava sääntelyn keino on keskuspankkien tarjoama ”lender of last resort” –järjestelmä. Siinä keskuspankit lupautuvat tarjoamaan likviditeettiä rahoituksen välittäjäsektorin toimijoille, jotka eivät selviä päivittäisistä toiminnoistaan esimerkiksi pankkienvälisillä markkinoilla. Kuten talletussuojan yhteydessä myös tällä sääntelyn

keinolla on taipumusta kannustaa taloudellisia toimijoita yhä riskialttiimpiin toimenpiteisiin, koska he tietävät keskuspankin lopulta auttavan heitä kriisitilanteessa.

Finanssikriisin jälkeen sääntely on suuntautunut yhä enemmän julkisten toimijoiden alaisuuteen. Nykyään esimerkiksi Yhdysvalloissa keskuspankki on ottanut hoitaakseen suuren määrän rahoituksen välittäjäsektorin sääntelyä. (Gorton, Metrick, Schleifer & Tarullo, 2010, 262) Yhtenä syynä tähän voidaan nähdä se, että ennen finanssikriisiä luottoluokituslaitokset luokittelivat liian anteliaasti arvopaperistettuja sijoituskohteita riskittömiksi. Luottoluokituslaitoksilla on kuitenkin yhä tärkeä tehtävä rahoituksen välittäjäsektorilla. Tähän tutustutaan enemmän tutkimuksen seuraavassa osiossa, joka muodostaa tämän teorialuvun pohjalta analyysin rahoituksen välittäjäsektorin tulevaisuuden skenaarioista.

3 VARJOPANKKITOIMINTA – KOHTI LIMITED PURPOSE BANKING -MALLIA?

Kuten edellisessä luvussa kävi ilmi, sisältyy rahoituksen välittäjäsektorin ja varjopankkien toimintaan paljon tekijöitä, joilla on merkittäviä vaikutuksia sektorin toimintaan. Todella mielenkiintoisen ratkaisuehdotuksen rahoituksen välittäjäsektorin kysymyksiin tarjoaa Laurence Kotlikoff Limited Purpose Banking –mallillaan. Kotlikoff esitteli tämän politiikkasuosituksensa finanssikriisin jälkeen ilmestyneessä kirjassaan *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking (2011)*. Siinä hän näkee finanssikriisin uusiutumisen väistämättömänä, jos nykyistä rahoituksen välittäjäsektoria ei merkittävästi muuteta. Teos sai paljon huomiota myös tiedeyhteisössä ja useat tutkijat ovat esimerkiksi kirjoittaneet siitä oman kirja-arvostelunsa. On tärkeää huomata, että tässä tutkielmassa LPB-mallia käytetään ikään kuin esimerkkinä vaihtoehtoiselle järjestelmälle, joka eroaa huomattavasti siitä, mitä rahoituksen välittäjäsektorilla nykyään nähdään. Näin saadaan aikaan vertailua järjestelmien välillä ja analyysiä varjopankkien merkityksestä.

Tässä kappaleessa esitellään ensin lyhyesti mallin perusidea. Sen jälkeen mallin vaikutuksia tarkastellaan peilaamalla sitä teorialukuun. Lopuksi tutkitaan eri skenaarioiden hyötyjä ja haittoja ja vertaillaan niitä keskenään.

3.1.1 Limited Purpose Banking

LPB-mallissa rahoituksen välittäjäsektori eroaa hyvin paljon siitä, mitä se nykyään on. Mallin kehittäjien mukaan sen avulla finanssikriisiltä ja eurokriisiltä olisi välttytty kokonaan. Pankkien epäonnistumisen syyksi nostetaan se, etteivät ne välitä tai huomioi tarpeeksi lukuisia sidosryhmiään, vaan ajavat vain pankkiirien ja omistajiensa etua (Goodman, 2011, 2). Tämä on huomattavissa arvopaperistamisessa, kun tuottohakisesti unohdetaan mahdolliset vaikutukset sidosryhmiin ja velkavipua hyödyntämällä pyritään maksimoimaan omistajien tuotot. Voidaan todeta, että malli perustuu tähän muutokseen, jossa rahoituksen välittäjäsektorilla kielletään velkavivun käyttö ja rahan luominen luotonannon myötä.

Mallissa pankkien toimintatavat muuttuisivat hyvin radikaalisti. Erityisesti muutos koskisi niiden luotonantoa. Ehkä tärkein tekijä on, että pankkien reservien ja talletusten tulisi vastata toisiaan sataprosenttisesti. Näin jokainen talletettu raha löytyisi pankkien reservivarannosta. Tämä poistaisi ainoan syyn siihen, miksi pankit ovat historian saatossa kokeneet luottotappioita – velkavivun käytön. Mallin mukaan pankkien velkavivun käyttö ja rahan luominen ovat aiheuttaneet pankkikriisejä ja muita negatiivisia tartuntaketjuja rahoituksen välittäjäsektorilla. Jos mahdollisuuden rahan luomiseen poistaa kokonaan, jää rahoituksen välittäjäsektorin tehtäväksi ainoastaan rahoituksen välittäminen. (Chamley, Kotlikoff & Polemarchakis, 2012, 115)

Tässä skenaariossa rahoituksen välittäjäsektorilla perinteisten pankkien tarkoituksena olisi toimia pelkkänä sijoitusrahastoa muistuttavana instituutiona. Tällöin välttyttäisiin too big to fail -ongelmalta, eikä markkinoilla syntyisi luottotappioita. Kun tämä mahdollisuus velkavivun estämisen myötä otetaan pankeilta pois, eivät myöskään pankit tarvitse juurikaan sääntelyä. Kaikki tekevät luotto- ja sijoituspäätöksensä itse. (Chamley ym., 2012, 115) Malli ei ole täysin ennenäkemätön, vaan samanlaisesta pankkien reservien ja talletuksien täydestä vastaavuudesta on puhuttu jo 1930-luvulta asti. Sillä oli jo tuolloin merkittäviä puolestapuhujia, kuten Irving Fisher.

Pankkien tehtäväksi jää siis vain hallinnoida ja välittää lainaamista. Näin ne eivät voi myöskään koskaan kaatua, koska kaikki talletukset löytyvät pankkien reserveistä. Erilaisten arvopapereiden myyminen suoritetaan huutokaupalla. Näin kilpailun hyödyt maksimoidaan ja markkinoilla päädytään oikeaan hinnoitteluun. Huutokauppajärjestelmä ja valtiojohtoinen tukijärjestelmä kannustavat erityisesti pieniä ja keskikokoisia yrityksiä sekä kotitalouksia investointeihin. Myös tämä vähentää regulaation tarvetta, ja kustannuksia säästetään merkittävä määrä. Täysin ilman sääntelyä ei tässäkään skenaariossa olla, mutta luottolaitoksien sijaan siitä vastaa kokonaan uusi valtiojohtoinen järjestelmä. Luottoluokituslaitokset toimivat julkisen vallan alla, tarkkailevat pankkeja ja hyväksyttävät näiden toimeksiantoja. (Chamley ym., 2012, 116)

Merkittävä tekijä mallissa on, että se sisältää kuitenkin myös varjopankkeja. Kuten tänä päivänä, niitä ei koske samat sääntelyn rajoitukset kuin perinteisiä pankkeja.

3.1.2 Varjopankit Limited Purpose Banking järjestelmässä

LPB-mallissa on siis olemassa varjopankkeja ja niiden toiminta on hyvin samanlaista kuin tänäkin päivänä. Merkittävä poikkeus on se, että niiden toiminta eroaa entistä enemmän perinteisistä pankeista näiden toiminnan rajoitusten vuoksi. Toisin kuin perinteiset pankit, varjopankit saavat käyttää vipuvaikutusta ja luoda rahaa. Varjopankkien toimintaan ei siis juurikaan kosketa, vaan ne voivat harjoittaa samanlaisia taloudellisia toimenpiteitä kuin tähänkin asti. (Chamley ym. 2012, 117)

On huomattava, että järjestelmässä varjopankkien ja perinteisten pankkien välille syntyy selkeä kaksinaisuus rahoituksen välittäjäsektorilla. Tämä ainakin selventäisi muille sidosryhmille perinteisten pankkien ja varjopankkien eroja entisestään. Kokonaisuutena esimerkiksi yritysten ja kotitalouksien lainaamisen mahdollisuudet ja vaihtoehdot saattaisivat vähentyä, mutta ainakin niiden erottaminen toisistaan olisi helpompaa. Toimijoita olisi helpompi jakaa myös sen suhteen, haluaako korostaa vakautta ja mahdollisesti pienempään tuottoa, vai olisiko valmis kantamaan suurempaa riskiä mahdollisten parempien tuottojen saavuttamiseksi. Toisaalta tämä saattaisi ajaa varjopankkien asiakkaiksi nimenomaan riskin rakastajia, joka saattaisi johtaa ongelmiin. LPB-mallissa varjopankeille ei kuitenkaan anneta suurta merkitystä. Ne eivät olisi merkittäviä toimijoita, koska tappioiden riskit eivät houkuttelisi sidosryhmiä. Varjopankit itse eivät luottotappioita pelätessään käyttäisi vipuvaikutusta läheskään samassa mittakaavassa kuin tänä päivänä. Tästä esimerkkinä annetaan Sveitsin rajoittamattoman vastuun pankkitoiminta (Unlimited liability banking), johon ennen finanssikriisiä kuului merkittävä osa sveitsiläisiä varjopankkeja. (Chamley ym., 2012, 115). Viime vuosina näiden pankkien määrä on kuitenkin pienentynyt huomattavasti ja useat sektorilla toimineet pankit ovat siirtyneet laajemman sääntelyn alaiseksi osaksi perinteisiä pankkeja.

3.2 Limited Purpose Banking – mallin vaikutukset

LPB-mallissa koko rahoitusjärjestelmän toiminta kokisi suuria muutoksia. Kuten tutkielman alussa todettiin, on rahoitusjärjestelmällä kaksi tehtävää. Nämä ovat

rahoituksen välittäminen ja rahan luonti. Jos vipuvaikutuksen poistamisen myötä pankeilta vaaditaan, että talletukset vastaavat täydellisesti heidän reservivarantojaan, poistuu jälkimmäinen tehtävä rahoitusjärjestelmästä kokonaan. Ilman velkavivun käyttöä perinteiset pankit eivät kykene luomaan rahaa. Tällöin tämä tehtävä jäisi täysin varjopankkien nojalle. Tilanteesta tekisi kuitenkin haastavan se, etteivät varjopankit hoida talletustoimintaa. Tällöin rahan luonti jäisi varjopankkien varaan esimerkiksi reposopimusten tai rahamarkkinarahastojen kautta, jotka voidaan osittain nähdä talletustoiminnan substituutteina. Näin tämän ja varjopankkien pienemmän varallisuuden vuoksi rahan luonnin mahdollisuudet heikkenisivät merkittävästi. Kansantaloudellisesta näkökulmasta katsottuna ainoa merkittävä rahan luoja olisi enää keskuspankki, joka voisi painaa rahaa.

Toinen merkittävä muutos koskisi rahoituksen välittäjäsektorille määriteltyä tehtävää rahan epäsuorasta välittämisestä. Kuten alussa todettiin, epäsuoran rahoituksen välittämisen erikoispiirre on se, ettei säästäjä tiedä hänen varojensa lopullista kohdetta, vaan tästä vastuussa on rahoituksen välittäjäsektori. Jos perinteiset pankit muuttuisivat vain sijoitusrahastoiksi, jotka hallinnoisivat ja välittäisivät yksilöiden tekemiä talletuksia, poistuisi epäsuora rahoituksen välitys rahoitusjärjestelmästä kokonaan. Näin rahoituksen välittäjäsektorikin siirtyisi rahoituksen suoraan välitykseen. Tällöin herää puolestaan kysymys siitä, onko rahoituksen välittäjäsektoria oikeastaan enää edes olemassa, jos se alkaa toimintatavoiltaan muistuttaa täysin rahoitusjärjestelmän toisen puolen muodostavaa rahoitusmarkkinoita.

3.3.1 Erilaisten organisaatioiden tarve rahoituksen välittäjäsektorilla

Tärkeä huomio arvioitaessa LPB-mallia on, että nykyiseen järjestelmään verrattaessa muutokset olisivat hyvin suuria. Tämä vaatisi todella suuria toimenpiteitä, jotka eivät ainakaan lähitulevaisuudessa vaikuta todennäköisiltä. Mallin saama merkittävä huomio ja kannustus tiedeyhteisössä sekä vakuuttava argumentointi esimerkiksi varjopankkien osuudesta tekevät teoriasta kuitenkin mielenkiintoisen ja huomioonotettavan. Toisaalta myös väitteet varjopankkien merkittömyydestä voidaan ainakin osittain kyseenalaistaa luvussa kaksi esitetyn kirjallisuuden pohjalta.

Panu Kalmin (2012, 17) mukaan idea on liioiteltu. Hän näkee, että pankkisektorilla vakauden takaavat useat erilaiset toimijat. Rahoituksen välittäjäsektorilla tarvitaan sekä niitä luotonantajia, jotka ajavat osakkeenomistajiensa etua, että niitä, jotka ajavat asiakkaidensa etua. Näin hänen mukaansa optimaalisessa rahoituksen välittäjäsektorin mallissa tulee olla tavoitteiltaan erilaisia organisaatioita. Kalmin mukaan osakkeenomistajia palvelevat pankit ovat asiakaslähtöisiä tuottoisampia, vaikkakin hieman epävakaampia. Hän myös muistuttaa, ettei osakkeenomistajien edun maksimointi tarkoita välttämättä asiakasvastaista toimintaa. Markkinoilla tarvitaan myös muita kuin pelkästään maksimaalista voittoa tavoittelevia rahoituksen välittäjäsektorin toimijoita, koska nämä aiheuttavat eniten epäsymmetrisen informaation ongelmia.

On kuitenkin syytä väittää, etteivät erilaiset toimijat varsinaisesti luo vakautta rahoituksen välittäjäsektorilla. Jos lähdetään pelkästään minimoimaan rahoitusjärjestelmän riskejä, on LPB-mallia vakaampaa järjestelmää hankala löytää. Tutkimuksissa on havaittu, että julkisomisteisten pankkien luotonanto on vähemmän herkkää suhdannevaihteluille kuin liikepankkien, kuten varjopankkien (Bertay, Demirgüç-Kunt & Huizinga, 2015, 326) Tässä palataan alaluvun 2.1 vakauden ja talouskasvun väliseen suhteeseen, jonka varjopankkitoiminta ja velkavivun käyttö aiheuttaa markkinoilla. Kalmin mukaan rahoituksen välittäjäsektorilla tarvitaan selvästi myös epävakaampia organisaatioita, jotka edistävät talouskasvua. Organisaatioiden monimuotoisuus rahoituksen välittäjäsektorilla ei ehkä liity niinkään vakauteen kuin siihen, että perinteiset pankit ja varjopankit vastaavat eri toimijoiden kysyntään markkinoilla. Näin markkinoista tulee tehokkaammat ja ne allokoivat paremmin varoja. Varjopankit ovat tärkeitä esimerkiksi kasvaville yrityksille ja on nähty, että varjopankit investoivat ja rahoittavat juuri tällaisia yrityksiä.

Varjopankkien suosion kasvun syiksi on esitetty tuottohakuisuutta ja digitalisoitumista. Näillä kahdella tekijällä voidaan nähdä myös olevan vaikutusta yhteen toiseen trendiin liikemaailmassa, nimittäin startup-yritysten kasvavaan määrään ja suosioon. Teorialuvussa pohditun kilpailun näkökulmasta varjopankit näyttäisivät tuovan kilpailua juuri sinne, missä sitä kaivataan eniten. Huutokaupamallissa kysymyksen herättää se, sisältäisikö tällainen toiminta liikaa transaktiokustannuksia esimerkiksi startup-yritysten kannalta. Ne saattavat nopeasti tarvita pikaista lainoitusta tai likviditeettiä, johon varjopankit ovat todella tärkeitä. Näin voidaan myös kyseenalaistaa se, jäisivätkö

varjopankit LPB-mallissa niin pienelle huomiolle kuin väitetään. Samalla voidaan myös todeta, että Diamondin (1984, 393–414) muutaman suuren pankin malli ei vastaa kasvavaan nopean rahoituksen tarpeeseen ja on epäilemättä nykyaikana liian jäykkä. Liikemaailmassa nähdään yhä enemmän erilaisia organisaatorakenteita, joten myös rahoituksen välittäjäsektorilla tarvitaan kilpailua ja erilaisia toimijoita vastaamaan rahoituksen tarpeisiin markkinoilla. Vaikka kilpailun lisääntymisellä nähtiin luvussa 2.4 olevan myös negatiivisia vaikutuksia, vaikuttaa siltä, että varjopankkitoiminnan ja kilpailun lisäämät hyödyt ovat suurempia kuin haitat. Tässä suhteessa LPB-malli voidaan kyseenalaistaa ja se vaikuttaisi olevan liian vanhanaikainen näkökulma rahoituksen välittäjäsektorille.

3.3.2 Sääntelyn merkitys varjopankkitoiminnassa

Sääntelyn määrän aaltoilu viime vuosikymmenien aikana hyvin lievän ja taas tiukemman järjestelmän välillä on osoitus siitä, ettei mitään yhtä oikeaa ratkaisua ole löydetty. Tutkimuskirjallisuudessa sääntelyn laajuutta merkittävämmäksi tekijäksi näyttäisikin tulevaisuudessa osoittautuvan sääntelyn oikea kohdentaminen. Finanssikriisin jälkeen ongelmaksi on muodostunut, että sääntelyn kohdistuessa usein vain perinteisiin pankkeihin, lisää se lopulta kannustimia luoda varjopankkeja ja näin kiertää sääntelyä. Näin intuition vastaisesti perinteisten pankkien sääntelyn keventäminen voisi johtaa varjopankkitoiminnan vähenemiseen. (Plantin, 2015, 146) Rahoituksen välittäjäsektorin tehokkuuden kannalta näyttäisi olevan tärkeää, että eri toimijoihin kohdistuisi mahdollisimman hyvin melko samanlainen sääntely. Näiden lisäksi tärkeää rahoituksen välittäjäsektorin toiminnan kannalta on, että luottoluokituslaitosten toimintaa säännellään, näitä yrityksiä valvotaan ja niille asetetaan tiukkoja ehtoja (Gorton ym., 2010, 284)

LPB-malli luo tähän mielenkiintoisen vaihtoehdon. Siinä varsinainen sääntely on hyvin läpinäkyvää ja selkeää. Pelkkä reservivarantojen ja talletuksien täydellinen vastaavuus rajoittaa rahoituksen välittäjäsektorin organisaatioiden toimintaa niin merkittävästi, ettei muuta sääntelyä juuri tarvita. Kun kukaan ei voi myöskään tehdä riskillisiä sijoituksia vipuvaikutusta hyödyntämällä, eivät välittäjäsektorin toimijat voi myöskään luoda monimutkaisia sijoitusinstrumentteja. Samoin luottoluokituslaitosten toiminta on siirretty

täysin julkisen hallinnon alaiseksi, jolloin epäsymmetrisen informaation ongelmia ei pitäisi ilmetä. Sääntely perustuisi lakiin ja näin sitä olisi helppo soveltaa ja tulkita.

Mallissa syntyy kuitenkin myös ongelmia sääntelyn suhteen. Koska varjopankkien toimintaa ei rajoiteta mitenkään, on mahdotonta sanoa kuinka tämä vaikuttaisi niiden suosioon. Talouskasvu hidastuisi merkittävästi, jos varjopankit asetettaisiin vastaavaan sääntelyyn kuin perinteiset pankit. Pankkikriisit kyllä vältettäisiin kokonaisuudessaan ja rahoitusjärjestelmästä tulisi vakaampi. Toinen houkutteleva seikka LPB-mallissa on, että sääntelyn ja monitoroinnin kustannukset olisivat mahdollisesti todella alhaiset. Luottoluokituslaitosten ei tarvitsisi monitoroida toimijoita läheskään niin paljoa kuin nykyään ja niiden lukumäärä olisi myös huomattavasti pienempi. Monimutkaisten sijoitusinstrumenttien ja velkavivun käytön voidaan nähdä aiheuttavan myös muita transaktiokustannuksia, jotka häviäisivät LPB-mallissa.

Ratkaisuna voisikin olla eräänlainen hybridimalli nykyisen ja LPB-mallin väliltä, jollaista Gorton ym. (2010, 284–288) ovat ehdottaneet. He nostavat varjopankkien toiminnan ongelmaksi ja finanssikriisin syyksi rahamarkkinarahastot, reposopimukset ja arvopaperistamisen. Heidän ehdotuksessaan rahoituksen välittäjäsektorista tulee yhä monimuotoisempi ja jakautuneempi kokonaisuus erilaisia organisaatioita. Rahamarkkinarahastoja tarjoavat yritykset pitäisi muokata kokonaan omiksi instituutioiksi, jotka saisivat pankkien kanssa vastaavia oikeuksia ja velvollisuuksia. Näitä olisivat esimerkiksi talletussuoja ja keskuspankin lender of last resort -järjestelmä. Ne tulisivat myös perinteisten pankkien kanssa saman valvonnan piiriin esimerkiksi tiedonantovelvollisuuksien osalta. Lisäksi rahamarkkinarahastoja tarjoavien luotonantajien tulisi investoida varansa yhä riskittömämmin ja lopettaa palveluiden tarjoaminen pankkitalletuksien täydellisinä substituutteina. Samoin arvopaperistamiseen olisivat oikeutettuja vain tietyt pankit, jotka ovat siihen erikoistuneet. Reposopimuksia taas saisivat myöntää perinteiset pankit ja varjopankit, jotka ovat tähän saaneet lisenssin. Tämä oletettavasti vähentäisi niiden käyttöä.

Kuten Gorton ym. (2010,284) toteavat, olisi koko rahoituksen välittäjäsektorin muokkaaminen näin perustavanlaatuisesti todella vaikeaa sen suuren koon vuoksi. Samaa voidaan sanoa myös LPB-mallista. Gortonin ym. malli antaa kuitenkin hyvän esimerkin

siitä, millaiselta kohdennettu sääntely markkinoilla voisi näyttää. Tämä kuitenkin jälleen synnyttäisi suhteen sääntelyn hyötyjen ja monitoroinnin kustannusten välille.

4 YHTEENVETO

Tässä tutkielmassa oli tarkoituksena kirjallisuuskatsauksen avulla tutkia kokonaisvaltaisesti varjopankkitoimintaa ja luoda sen pohjalta analyysi siitä, mitä hyötyjä ja haittoja varjopankkitoiminnasta on rahoituksen välittäjäsektorilla. Tähän käytettiin apuna kolmea teemaa ja varjopankkitoimintaa tutkittiin suhteessa riskiin, kilpailuun ja sääntelyyn rahoituksen välittäjäsektorilla. Tämän kandidaatintutkielman sisällä tutkimuskysymykseen ei saatu yksiselitteistä vastausta. Tutkimuskirjallisuudesta löydettyjen tietojen avulla voidaan kuitenkin tehdä alustavia johtopäätöksiä siitä, millaista varjopankkitoiminnan tulisi olla.

4.1 Johtopäätökset

Ensimmäinen merkittävä johtopäätös analyysin pohjalta on, ettei varjopankkitoiminnan laajuudelle ja sääntelylle ole yhtä oikeaa universaalia vastausta, joka sopisi jokaiseen tilanteeseen ja talouteen. On tärkeää huomata, että eri taloussyörien vaiheissa ja erilaisissa talouksissa varjopankkien rooli tehokkaalla rahoituksen välittäjäsektorilla voidaan nähdä erilaisena. Yhdeksi merkittävimmiksi tekijäksi nousee varjopankkitoiminnan luoma suhde talouskasvun ja vakauden ympärille. Tämän perusteella voitaisiin sanoa, että esimerkiksi epävakaisissa ja merkittävästä inflaatiosta kärsineillä talouksilla ei ole tarvetta varjopankkitoiminnan mukana tulevalle riskille. Tällaiset taloudet tuskin kaipaavat lisää volatilitteettia rahoitusjärjestelmäänsä, joten taloutta tulisi pyrkiä rakentamaan vakauden pohjalta. Tällöin valtion tukemat perinteiset pankit astuvat esiin ja Diamondin (1984, 393-414) luoma muutaman ison pankin malli voisi olla potentiaalinen vaihtoehto. Esi-merkki tällaisesta kansantaloudesta voisi olla Venezuela, joka on kärsinyt menneinä vuosina hyperinflaatiosta. Toisaalta kehittyvissä talouksissa, jotka etsivät talouskasvua ja pääsyä suurten talousmahtien joukkoon, voisi varjopankeille olla paljonkin kysyntää kiihdyttämään talouskasvua entisestään. Jos talous on kehittynyt tarpeeksi pitkälle luodakseen tarvittavat vakauden ja sääntelyn verkostot, voisivat varjopankit tukea kansantalouden kasvua ja hyvinvointia. Tällaisia voisivat olla esimerkiksi tietyt Afrikan maat.

Toinen merkittävä tekijä varjopankkitoiminnan hyödyissä liittyy talouden sykleihin. Varjopankkitoimintaan tulisi kannustaa erityisesti laskusuhdanteessa ja siinä vaiheessa, kun talous alkaa elpymään. Nykyään elvytysprosesseja on nopeutettu siten, että keskuspankki on ostanut markkinoilta riskipitoisempia arvopapereita ja tässä varjopankeilla voisi olla merkittävä rooli. Kuten riskiä käsitelleessä teorialuvussa nähtiin, kun varjopankkitoiminta on vähäistä, on elpyminen ja talouskasvu taantumana jälkeen hidasta. Toisaalta kovan talouskasvun keskellä varjopankkitoimintaa tulisi rajoittaa tai ainakin monitoroida tarkemmin, ettei kansantalous pääse ylikuumenemaan. Tämä on merkittävä tekijä, jonka edellinen finanssikriisi opetti.

Sääntely näyttäisi asettuvan kaikista tärkeimpään rooliin puhuttaessa rahoituksen välittäjäsektorista ja varjopankkitoiminnasta. Varjopankkitoiminta tukee kansantaloutta parhaalla mahdollisella tavalla silloin, kun sääntely on toisaalta oikein kohdistettua ja selkeää, mutta jättää toimijoille myös liikkumavaraa ja mahdollisuuksia. Sääntelyyn liittyen tärkeää on myös luottamus järjestelmää kohtaan. Voidaan sanoa, että talletuspaolla on merkittävä yhteys finanssikriisien syntymiseen. Tältä vältytään, jos kotitalouksilla ja yrityksillä on luottamusta rahoituksen välittäjäsektoriin ja sen toimintaan. Tärkeää on, että sääntely on läpinäkyvää ja ymmärrettävää. Tähän on pyritty vaikuttamaan ohjaamalla sääntelyä ja luottoluokituslaitosten toimintaa julkisen vallan alaiseksi. Näin myös valtion rooli ja siihen kohdistuva luottamus kansalaisten silmissä korostuu. Tässä suhteessa LPB-malli on paras mahdollinen, koska se ei luo epäluuloa markkinoille. Se vaikuttaisi kuitenkin olevan liian ylimitoitettu ja jäykkä järjestelmä, jotta se voisi yksinomaan olla paras mahdollinen jokaisessa kansantaloudessa.

Pelkkä sääntelyn lisääminen väärin toteutettuna vain kannustaa varjopankkitoimintaan, joten on tärkeää, että mahdolliset riskitekijät tunnistetaan ja näiden sääntelyyn ja monitorointiin käytetään tarvittava määrä resursseja. Hyvä esimerkki tästä on, että luottoluokituslaitosten tulisi tarkkailla sitä, alkaako rahoituksen välittäjäsektorin toimijoiden portfoliot koostua liikaa saman sektorin sijoituksista. Jokivuollen ja Virenin (2017, 573) mukaan pankkien lisätessä luotonantoa erityisesti yritysten velkaantuminen altistaa järjestelmää kriiseille. He kehottavatkin lisätutkimusta edellisen finanssikriisin syihin ja varjopankkien osuuteen siinä. Mielenkiintoinen on myös itsesääntelyn ja rahoituksen välittäjäsektorin toimijoiden oman vastuun rooli erityisesti finanssikriisien välittämisessä. Tä-

hän voidaan nähdä kuuluvan toimijoiden yhteiskuntavastuu talouden vakauden turvaajana ja hyvän hallintotavan elementit toimijoiden neuvottelemisissa luotonannon sopimuksissa ja sijoitusinstrumenteissa. Itsesääntelyn nopeus ja joustavuus tekevät siitä tärkeän osan toimivaa rahoituksen välittäjäsektoria.

Selkeänä johtopäätöksenä varjopankkitoiminnan eduista voidaan huomata sen lisäämän kilpailun hyödyt. Digitalisoitumisen ja muiden teknisten innovaatioiden ympärillä pyörivä rahoitusjärjestelmä tarvitsee erilaisia organisaatioita rahoituksen välittäjäsektorille. Näin eri yritysten ja kotitalouksien hyvin erilaisiin rahoituksen tarpeisiin kyetään vastaamaan parhaalla mahdollisella tavalla. Voidaan todeta, että Diamondin (1984, 393–414) 1980-luvulla luodun alkuperäisen rahoituksen välittäjäsektorin teorian mukainen muutaman ison pankin malli ei enää vastaa erityisesti kehittyneiden länsimaiden rahoitusjärjestelmän tarpeita. Parhaimmillaan erilaiset organisaatiot rahoituksen välittäjäsektorilla tukevat merkittävästi talouskasvua nopeasti muuttuvassa maailmassa. Kun sääntely on oikein kohdistettua ja toiminta valvottua, ei tästä synny myöskään talouden vakaudelle suuria haittoja. Näin voidaan puhua selkeästä pareto-parannuksesta rahoituksen välittäjäsektorilla. Erilaisten ja osittain monimutkaisten organisaatioiden tullessa markkinoille tärkeää on kuluttajille heijastuva toiminnan läpinäkyvyys ja avoimuus.

4.3 Tutkimuksen arvio ja jatkotutkimusmahdollisuudet

Tutkimusaiheesta oli olemassa melko paljon tutkimuksia, joten lähtökohdat kirjallisuuskatsaukseen olivat hyvät. Tutkimuksia löytyi myös paljon eri näkökulmista, joka teki kokonaiskuvan muodostamisesta mahdollista. Tässä kandidaatintutkielmassa tutkimuskirjallisuuden pohjalta teemoiksi nousi varjopankkien suhde riskiin, kilpailuun ja sääntelyyn rahoituksen välittäjäsektorilla. Nämä osoittautuivat merkittävimmiksi tekijöiksi varjopankkitoiminnassa, mutta on huomioitavaa, että teemojen välillä on vuorovaikutusta, eivätkä ne ole toisistaan riippumattomia.

Tämän kandidaatintutkielman piirissä ei voida antaa objektiivista vastausta siihen, millainen on optimaalinen varjopankkien rooli rahoituksen välittäjäsektorilla. Tutkielman

kolmannessa ja neljännessä luvussa tehtiin kuitenkin tutkimuskirjallisuuden pohjalta mielenkiintoisia havaintoja suhteessa tutkimuskysymykseen. Huomattavaa on, että osa näistä havainnoista oli intuition ja yleisten uskomusten vastaisia. Tämä korostaa tutkimuksen tärkeyttä. Tutkielman aihe on myös todella merkittävä kansantaloudellisesta näkökulmasta ja varjopankkitoiminnalla on suora yhteys koko makrotalouteen ja sitä kautta useisiin tärkeisiin yhteiskunnallisiin kysymyksiin. Näin aihe on hyvin prosyklinen, sillä finanssimarkkinoiden ongelmat kytkeytyvät reaalityalouteen ja pankkisektori on vahvasti mukana vahvistamassa suhdannevaihteluita. Myös tässä suhteessa tutkimuksen aihe on merkittävä ja käytännönläheinen.

Tutkimuksen pohjalta jää hyvät mahdollisuudet jatkotutkimukselle. Empiirisen tutkimuksen avulla olisi mahdollista tutkia hypoteesia siitä, että kooltaan ja kehitykseltään eri tilassa olevat taloudet vaativat erilaista varjopankkitoimintaa. Tätä voisi tutkia valitsemalla muutamia erilaisia talouksia ja tutkimalla näiden talouden ja rahoituksen välittäjäsektorin rakenteita ja varjopankkitoimintaa. Jatkotutkimuksen mielekkyyttä herättää myös se, että alalla on vielä hyvin paljon kysymysmerkkejä, joihin ei ole olemassa mitään yksiselitteisiä vastauksia. Kokonaiskuvan jäsentäminen tai erilaisten vaihtoehtojen esittäminen jatkotutkimuksissa voisi edistää rahoituksen välittäjäsektorin toimintaa. Tietämys alasta voisi tulevaisuudessa olla estämässä potentiaalisia finanssikriisejä ja turvaamassa rahoituksen välittäjäsektorin tehokasta toimintaa.

5. LÄHDELUETTELO

Allen, F., & Gale, D. (2004). Financial intermediaries and markets. *Econometrica*, 72(4), 1023-1061. doi:10.1111/j.1468-0262.2004.00525.x

Allen, F., & Santomero, A. M. (2001). What do financial intermediaries do? *Journal of Banking & Finance*, 25(2), 271-294. doi:10.1016/S0378-4266(99)00129-6

Berger, A. N., Klapper, L. F., & Udell, G. F. (2001). The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses. *Journal of Banking & Finance*, 25(12), 2127-2167. doi:https://doi-org.libproxy.tuni.fi/10.1016/S0378-4266(01)00189-3

Bertay, A. C., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2015). Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical? *Journal of Banking & Finance*, 50, 326-339. doi:10.1016/j.jbankfin.2014.03.012

Broecker, T. (1990). Credit-worthiness tests and interbank competition. *Econometrica*, 58(2), 429-452. doi:10.2307/2938210

Carletti, E., Hartmann, P., & Spagnolo, G. (2007). Bank mergers, competition, and liquidity. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(5), 1067-1105. doi:10.1111/j.1538-4616.2007.00058.x

Chamley, C., Kotlikoff, L. J., & Polemarchakis, H. (2012). Limited-purpose Banking—Moving from "trust me" to "show me" banking. *The American Economic Review*, 102(3), 113-119. doi:10.1257/aer.102.3.113

Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414. doi:10.2307/2297430

Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *The Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419. doi:10.1086/261155

Financial Stability Board (2011). Regulation Shadow Banking. Viitattu 26.3.2021. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/c_130129y.pdf

Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2013). A model of shadow banking. *The Journal of Finance (New York)*, 68(4), 1331-1363. doi:10.1111/jofi.12031

Goodman, J. C. (2011). Laurence kotlikoff, jimmy stewart is dead: Ending the world's ongoing financial plague with limited purpose banking. *Business Economics (Cleveland, Ohio)*, 46(1), 56-57. doi:10.1057/be.2010.42

Gorton, G., Metrick, A., Shleifer, A., & Tarullo, D. K. (2010). Regulating the shadow banking system [with comments and discussion]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010(2), 261-312. doi:10.1353/eca.2010.0016

Hirvonen, A., Walta, V., & Suomen Pankki. (2019). Luotonanto pankkisektorin ulkopuolelta kasvussa. Retrieved from https://www.finna.fi/Record/bof.123456789_16354

Honkanen, J., & Suomen Pankki. (2016c). Suomessa varjopankkisektori kansainvälisesti verrattain pieni. Retrieved from https://www.finna.fi/Record/bof.123456789_14402

Huang, J. (2018). Banking and shadow banking. *Journal of Economic Theory*, 178, 124-152. doi:10.1016/j.jet.2018.09.003

Jokivuolle, E., & Virén, M. (2017). Miksi suomi säästy pankkikriisiltä? *Kansantaloudellinen Aikakauskirja*, 113(4), 572–584. Retrieved from <https://www.finna.fi/Record/arto.013399839>

Kalmi, P. (2012). Organisaatioiden monimuotoisuus pankkisektorin vakauden lähteenä. *Kansantaloudellinen Aikakauskirja*, 108(1), 15–19. Retrieved from <https://www.finna.fi/Record/arto.013274063>

Korhonen, T., & Suomen Pankki. (2016a). Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden tulkintaa Retrieved from https://www.finna.fi/Record/bof.123456789_14179

Koskinen, K., Honkanen, J., & Suomen Pankki. (2015). Pankkitoiminnan rakennemuutos avannut tilaa varjopankeille. Retrieved from https://www.finna.fi/Record/bof.123456789_13760

Koskinen, K., & Suomen Pankki. (2016b). Varjopankkitoimintaa vai ei? muuttuvat rahoitusmarkkinat ovat haaste kansainvälisille määritelmille. Retrieved from https://www.finna.fi/Record/bof.123456789_14401

Kotlikoff, L.J. (2011) *Jimmy Stewart is dead: Ending the World's ongoing financial plague with Limited Purpose Banking*, Hoboken, New Jersey, Wiley

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* (New York), 32(2), 371-387. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb03277.x

Marquez, R. (2002). Competition, adverse selection, and information dispersion in the banking industry. *The Review of Financial Studies*, 15(3), 901-926.

Moreira, A., & Savov, A. (2017). The macroeconomics of shadow banking. *The Journal of Finance* (New York), 72(6), 2381-2431. doi:10.1111/jofi.12540

Plantin, G. (2015). Shadow banking and bank capital regulation. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 146-175. doi:10.1093/rfs/hhu055

Serletis, A., & Xu, L. (2019). The demand for banking and shadow banking services. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 132-146. doi:10.1016/j.najef.2018.12.009

Shy, O., & Stenbacka, R. (2004). Market structure and risk taking in the banking industry. *Journal of Economics (Vienna, Austria)*, 82(3), 249-280. doi:10.1007/s00712-003-0053-7

Thakor, A. V., Boot, A. W. A., & Boot, A. (2008). *Handbook of financial intermediation and banking* (1st ed.). Oxford: Elsevier Science & Technology.