

# ONKO OMISTAMISELLA VÄLIÄ?

Vesa Puttonen



**www.eva.fi**

EVA:n kotisivuilla raportteja, puheita ja  
artikkeleita suomeksi ja englanniksi

Kustantaja: Taloustieto Oy

Kansi: Antti Eklund

Painopaikka: Yliopistopaino 2004

ISBN 951-628-409-4

## ESIPUHE

Yritystemme kansainvälinen omistus vapautettiin vasta vuonna 1993. Tämän jälkeen suomalaisen talouden kansainvälistymisen vauhti on ollut dramaattinen. Ulkomaalaisomistuksen vapauttaminen herätti aikanaan paljon kysymyksiä siitä, miten yritysten omistusrakenne ja itse toiminta tulee mahdollisesti muuttumaan. Monet ulkomaalaisomistukseen tuolloin kohdistetut epäluulot ovat sittemmin hälvenneet. Niin yritysten arki kuin tutkimuskin ovat osoittaneet, että ulkomaiset omistajat ovat pääsääntöisesti olleet hyviä omistajia Suomessa toimiville yrityksille.

Globalitalous on täällä tänään joka päivä. Maailmantalouden vauhdissa mukana pysyminen edellyttää kuitenkin taloutemme jatkuvaa kasvua ja kehittymistä. Käsillä oleva raportti kääntää katseen Suomen menestyksen yhteen mahdolliseen akilleen kantapäähän: suomalaisten laimentuvaan haluun sijoittaa suomalaisiin yrityksiin ja omistaa niitä. Suomen syrjäinen sijainti, suomalaisen pääomamarkkinan pienuus sekä suomalaisten yhtiöiden kansainvälisesti katsoen pieni koko rajaavat kansainvälisten sijoittajien mahdollisuuksia ja kiinnostusta sijoittaa pääomamarkkinoillemme. Kehittyvästä pääomasijoitusalaista huolimatta ilman vireää kotimaista sijoittamista suomalaisten yritysten kasvumahdollisuudet rajoittuvat. Pörssiin jo listattujen yritysten arvostus jää vaatimattomaksi ja kehittyvien yhtiöiden listautumismahdollisuus heikkenee. Globalisaatio ei merkitse ainoastaan kilpailua yrityksistä vaan myös kilpailua omistajista. Omistamisen edellytyksistä etenkin verotuksen kokonaisuuteen voidaan myös vaikuttaa. Tämä raportti on EVAn avaus myönteisemmälle keskustelulle omistajuudesta.

Haluamme kiittää raportin kirjoittajaa professori Vesa Puttosta analyytisestä ja tarmolla tehdystä työstä. Hanketta on tukenut ohjausryhmä, johon ovat kuuluneet vuorineuvos Georg Ehrnrooth, hallituksen puheenjohtaja Erkki Helaniemi, toimitusjohtaja Mika Ihamuotila, johtaja Risto E.J. Penttilä sekä varatoimitusjohtaja Jukka Ruuska. Ohjausryhmän puheenjohtajana on toiminut ministeri Vesa Vainio. EVAn toimistossa raportista on vastannut Ilkka Haavisto. Lämpimät kiitokset heille kaikille.

Tämän kirjan synnyttäminen on ollut yhteishanke Suomen Pörssisäätiön ja OMXn kanssa, joille myös esitämme parhaat kiitokset hyvästä yhteistyöstä ja taloudellisesta tuesta.

Helsingissä 23.8.2004

Pentti Vartia



## LUKIJALLE

Projektin ohjausryhmässä ovat toimineet Vesa Vainio (pj), Georg Ehrnrooth, Erkki Helaniemi, Mika Ihamuotila, Risto E.J. Penttilä ja Jukka Ruuska. EVAsta projektin yhteyshenkilönä on toiminut Ilkka Haavisto. Haluan kiittää kaikkia heitä arvokkaista kommentteista ja näkemyksistä.

Haluan kiittää myös Jouko Bradea (Medical Investment Trust, MIT), Matti Keloharjua ja Sami Torstila (HKKK), Timo Löyttyniemeä (Valtion Eläkerahasto), Jukka Paasikiveä (Oras), Antti Piipponen (Elcoteq), Risto Perttusta (McKinsey), Casper von Koskullia (Goldman Sachs) ja Jyrki Ali-Yrkköä sekä Pekka Ylä-Anttilaa (ETLA) keskusteluista aiheen puitteissa.

Tässä raportissa esitetyistä näkemyksistä ja johtopäätöksistä vastaa luonnollisesti kirjoittaja.

Helsingissä 16. päivänä elokuuta 2004.

Vesa Puttonen



# **SISÄLLYS**

## **ESIPUHE**

## **LUKIJALLE**

|                                                                              |           |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. OY SUOMI AB MYYNNISSÄ</b>                                              | <b>9</b>  |
| <b>2. SUOMI KANSAINVÄLISTYY</b>                                              | <b>12</b> |
| <b>3. RAHOITUSMARKKINOIDEN ROOLI<br/>KANSANTALOUDESSA</b>                    | <b>20</b> |
| 3.1 Allokatiivisesta tehokkuudesta                                           | 22        |
| 3.2 Informaatiotehokkuudesta                                                 | 27        |
| 3.3 Likviditeetistä                                                          | 30        |
| 3.4 Sijoitusten hajauttamisesta                                              | 35        |
| <b>4. OMISTAMISEN RAKENTEET JA TRENDIT<br/>MAAILMALLA</b>                    | <b>39</b> |
| 4.1 Englantilainen ja ruotsalainen tapa suhtautua<br>ulkomaiseen omistukseen | 39        |
| 4.2 Omistusrakenteiden kehittyminen maailmalla                               | 44        |
| 4.3 Pörssiyritysten omistuksen kehittyminen Suomessa                         | 50        |
| <b>5. SUOMEN RAHOITUSMARKKINOIDEN<br/>TULEVAISUUS</b>                        | <b>58</b> |
| <b>6. YHTEENVETO</b>                                                         | <b>62</b> |
| <b>KIRJALLISUUTTA</b>                                                        | <b>65</b> |
| <b>ALAVIITTEET</b>                                                           | <b>67</b> |





# 1. OY SUOMI AB MYNNISSÄ

Suomessa oltiin huolestuneita kesällä 2003, kun Kone kertoi suunnittelevansa Valtran myyntiä. Valmet-traktorien valmistus oli alkanut Suomessa 1950-luvulla ns. pikku-Valmetilla. Valtra oli kasvanut 50 vuodessa kansainvälisesti tunnetuksi ja menestyksekkääksi yritykseksi, jossa työskenteli jo 2 500 ihmistä, joista Suomessa noin 1 500. Tuntui pahalta kun syntyi uhka siitä, että perinteikäs traktorimerkki menee ulkomalaisomistukseen. Markkinoilla tiedettiin, että Koneen pääomistaja Antti Herlin oli itse ostanut John Deere-traktorin ennen sitä, kun Kone osti Partekin ja sen mukana Valtran. Suomessa kerättiin kotimaista ostajapoolia Valtran ostamiseksi ja sen varmistamiseksi, että tuotanto ja tuotekehitys pysyisivät kotimaassa. Julkisuudessa vaadittiin valtiota mukaan talkoisiin, jotta yrityksemme ei valuisi ulkomaiseen omistukseen.

Kone myi yrityksen amerikkalaiselle Agcolle, joka tarjosi yrityksestä enemmän kuin kukaan muu, 600 miljoonaa euroa. Kauppa tuntui jatkumolta sille kehitykselle, jonka osana Porin Karhu-olut oli siirtynyt tanskalaisen Carlsbergin omistukseen, Turun Sinapin tuotanto oli siirtynyt Ruotsiin, Arabian Teema-astiasto oli siirtymässä italialaisomistukseen ja Tunturi-polkupyöriä valmistavan yrityksen omistus oli siirtynyt Hollantiin. Ja Sisü-pastillien omistuskin on siirtynyt ulkomaille Huhtamäen myytyä Leafin Hollantiin. Pro Koskenkorva -liike pystyi estämään kansanjuoman myynnin ulkomaalaisille, mutta suomalaista sisua hallitaan jo rajojemme ulkopuolelta.

Mitä tänne Suomeen enää jää? Millaisia yrityksiä on jäljellä tytäryhtiö-taloudessa? Tuntuu pahalta, kun globalisaatio tarkoittaa muutakin kuin sitä, että voimme matkustaa Euroopassa vapaasti ja saamme alkoholin halvemmalla verokilpailun ansiosta. Mutta onko sillä toisaalta väliä, kenen omistuksessa yrityksemme ovat? Porin Karhua ja Turun Sinappia saa edelleen kaupasta, samoin Arabian astioita ja Tunturi-pyöriä. Kansallisen kansainvälisen ylpeytemme Nokian omistus on kymmenessä vuodessa valunut 90-prosenttisesti ulkomaalaisille, Stora Enson ja Amerinkin omistuksesta yli puolet on ulkomaalaisten käsissä. On pidetty hyvänä sitä, että jotkut suomalaislähtöiset yritykset kelpaavat

myös ulkomaalaisille. Koko Helsingin Pörssin markkina-arvosta kolme neljäsosaa on ulkomaalaisten hallussa. Eurooppalaisessa vertailussa Suomi on todellakin ääritapaus, sillä muissa maissa ulkomaalaiset omistavat selvästi paljon pienemmän osuuden julkisen kaupankäynnin kohteena olevista osakkeista.

Joidenkin yritysten kohdalla ei kiinnitetä mitään julkista huomiota siihen, että niiden omistus siirtyy Suomesta ulkomaille. Syksyllä 2003 saksalainen IVG-konserni kertoi ostaneensa 71 prosentin osuuden Polar-Kiinteistöt Oyj:n osakkeita. Ongelmaa ei nähty siinä, että mm. Vantaalla sijaitsevan kauppakeskus Jumbon ja Tamperelaisen Koskikeskusten keskeinen omistaja oli siirtymässä saksalaiseen omistukseen 25 prosenttia alle substanssiarvon ja lähes kymmenen prosenttia alle pörssi-arvon.

Huoli suomalaisyritysten omistuksesta on siis vähintäänkin valikoivaa. Suomalaiset yritykset kasvavat ja kansainvälistyvät. Merkittävimmät asiakkaat ovat jo ulkomailla. Erityisesti tuotantoa siirretään alhaisemman kustannustason maihin. Osakeomistus kansainvälistyy. Yritysten hallitukseen ja toimivaan johtoon valitaan ulkomaalaisia. Enää ei ole itsestään selvää sekään, että yrityksen pääkonttori pysyy Suomessa. Mutta niin kauan kuin pääkonttori pysyy Suomessa, on todennäköistä, että täällä on myös jotain toimintaa.

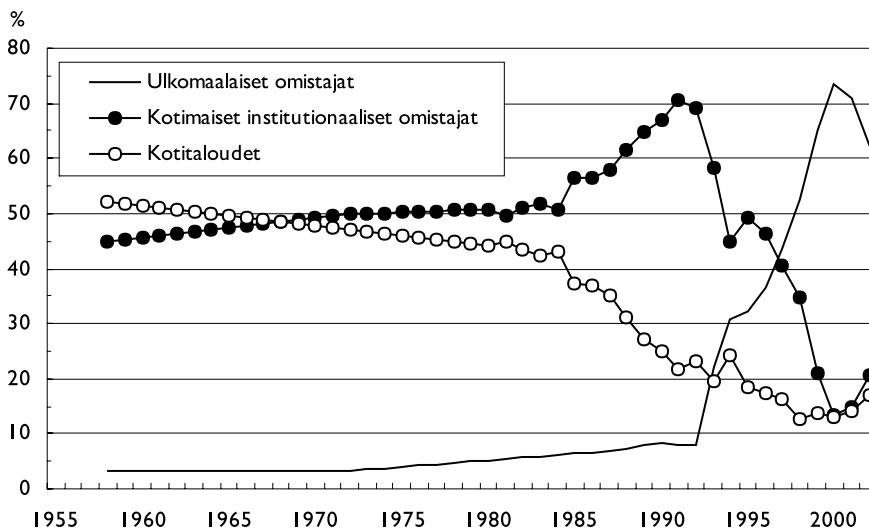
Metsäliitto-yhtymään kuuluva Finnforest ilmoitti toukokuussa 2004 aloittavansa neuvottelut 400 työntekijän vähentämisestä Suomessa. Irtisanomisten sanottiin olevan osa säästökuuria, jolla yhtiö aikoo päästä irti tappiokurimuksesta. Kahden vuoden jänteellä yritys pyrkii 30 miljoonan euron säästöihin. Kaiken kaikkiaan Finnforest työllistää 8 000 henkilöä, joista Suomessa toistaiseksi vielä 2 600. Irtisanomisilmoitus oli kylmä suihku suomalaisille työntekijöille, mutta huojentava uutinen oli se, että yritys oli jo aikaisemmin vähentänyt henkilökuntaa voimakkaasti ulkomailla: Englannissa 350, Ruotsissa ja Norjassa 350 sekä Saksassa 140 ihmistä on saanut lähteä. Vasta näiden toimenpiteiden jälkeen yritys katsoi tarpeelliseksi väen vähentämisen myös kotimaassaan Suomessa. Meidän mielestämme tämä oli hieno uutinen, juuri näin tulee vastuullisen suomalaisen yrityksen tehdä. Mutta toimivatko ulkomaalaiset yritykset samoin kotimaassaan? Miksi ne eivät toimisi?

Pitäisikö omistuksesta sitten olla huolissaan? Ja mitä mieltä omistuksesta ylipäättään pitäisi olla? Kuka olisi vielä muutama vuosi sitten uskonut, että meillä haikaillaan niiden 20 perheen perään, jotka takaavat, että suomalaiset yritykset pysyvät Suomessa? Onko sillä merkitystä, kuka omistaa Suomessa toimivat yritykset, kun yritykset joka tapauksessa kansainvälistyvät?

## 2. SUOMI KANSAINVÄLISTYÄ

Suomalaisen omistuksen kansainvälistymisen vauhti on ollut dramaattinen. Yritystemme kansainvälinen omistus vapautettiin vasta vuonna 1993, minkä jälkeen erityisesti Nokian omistuksen kansainvälistyminen on johtanut tilanteeseen, jossa Helsingin pörssin ulkomaalaisomistus on maailmanennätystasoa. Samaan aikaan suomalaisten yritysten suorat sijoitukset ulkomaille ovat selvästi lisääntyneet. Viimeisen kymmenen vuoden aikana suomalaisten suorat sijoitukset ulkomaille ovat joka vuosi ylittäneet ulkomaalaisten suorien sijoitusten määrän Suomeen. Esimerkiksi vuonna 2000 suomalaisten suorat sijoitukset ulkomaille olivat 20 miljardia euroa, kun vastaavat ulkomaalaisten sijoitukset Suomeen olivat noin 7 miljardia euroa. Keskeinen osa kansainvälisiä sijoituksia ovat olleet suomalaisyritysten yrityskaupat, jotka ovat olleet tärkeä osa yritysten kansainvälistymisstrategiaa.<sup>1</sup> Näiden kauppojen lopputuloksena suomalainen omistus on tyypillisesti sekoittunut ulkomaalaisen pääoman kanssa.

**Kuvio 1. Omistuksen rakenteen kehittyminen Suomessa**



Lähde: ETLA.

Kansainvälinen omistajapohja onkin luonnollinen tilanne yrityksissä, joiden liiketoiminta on muuttunut kansainväliseksi. Seuraavassa taulukossa on esitetty noin 20 vuoden aikana tapahtunut muutos suomalaislähtöisten yritysten henkilökunnan määrässä ja sen kansainvälisen osuuden suhteessa. Vaikka kyseessä on vain otos suomalaisia teollisuusyrityksiä, on helppo huomata, että perinteisesti suomalaisiksi luokiteltujen yritysten toiminta on nykyään selvästi kansainvälisempää kuin aikaisemmin.

Kone oli suunnannäyttäjällä tiellä, jolla kansainväliseksi globaaliksi menestyjäksi voi tulla vain laajentamalla tuotantoa ja palveluita maailmanlaajuisesti sinne, missä asiakkaat ovat. Tuoreempaan kansainvälistymisaaltona voidaan todeta erityisesti informaatioteknologiayritysten kasvaminen Aasiassa, erityisesti Kiinassa. Jos haluaa toimia suurten globaalien teknologiayritysten kanssa yhteistyössä, tulee itsekkin toimia maissa, joissa ne toimivat. Markkinoiden kasvun ja tuotannon suhteellisen kustannustehokkuuden ollessa Kiinassa yritysten kannattaa toimia siellä. Niin myös niiden alihankkijoiden. Aikaisemmista kansainvälistymisaal-

**Taulukko 1. Suomalaisen yritysten henkilökunnan määrän ja sen kansainvälisen osuuden kehitys vuosina 1983 ja 2001**

|                 | 1983                     |                                | 2001                     |                                |
|-----------------|--------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
|                 | Työntekijöiden lukumäärä | Näistä ulkomaisissa yksiköissä | Työntekijöiden lukumäärä | Näistä ulkomaisissa yksiköissä |
| Nokia           | 23 651                   | 17.5 %                         | 53 849                   | 58.7 %                         |
| Stora-Enso      | 15 315                   | 9.8 %                          | 44 275                   | 66.0 %                         |
| UPM-Kymmene     | 34 599                   | 11.7 %                         | 36 298                   | 43.1 %                         |
| Metsäliitto     | 7 891                    | 7.5 %                          | 31 491                   | 68.0 %                         |
| Metso           | 15 371                   | 12.8 %                         | 30 242                   | 63.0 %                         |
| Kone            | 13 137                   | 66.2 %                         | 22 949                   | 93.4 %                         |
| Outokumpu       | 10 089                   | 1.4 %                          | 19 428                   | 65.5 %                         |
| Rautaruukki     | 7 712                    | 1.6 %                          | 12 975                   | 41.4 %                         |
| Fortum          | 7 076                    | 21.0 %                         | 12 856                   | 38.4 %                         |
| Partek          | 6 338                    | 10.0 %                         | 12 447                   | 63.3 %                         |
| <b>Yhteensä</b> | <b>162 583</b>           | <b>14.4 %</b>                  | <b>276 810</b>           | <b>61.2 %</b>                  |

Lähde: Ylä-Anttila, Ali-Yrkkö & Nyberg, 2004.

loista poiketen ICT-yritysten kansainvälistyminen ei kuitenkaan tapahdu niinkään yritysostoin vaan orgaanisena kasvuna uusilla markkinoilla.

Nokian työntekijöistä jonkin verran yli puolet on ulkomailla, vaikka yrityksen omistuksesta 90 prosenttia on kansainvälisillä sijoittajilla ja liikevaihto tulee lähes kokonaan Suomen rajojen ulkopuolelta. Suomen kannalta tärkeää on, että yrityksen pääkonttori on edelleen Keilaniemessä ja merkittävä osa tuotekehityksestä tapahtuu Suomessa. Maamme koulutusjärjestelmä on pystynyt vastaamaan Nokian osaamishaasteisiin ja vaikka edullisimpien puhelimien suunnittelu on siirtymässä Kiinaan, kalleimmat kännykät suunnitellaan edelleen Suomessa. Jorma Ollila on todennut, että Nokian siirtyminen voi olla väistämätön ja pikku hiljaa tapahtuva prosessi, ellei Suomi ponnistele kunnolla. Miten muuten voisikaan olla, vaikka me Suomessa olemme hetkittäin tuudittautuneet siihen, että Nokia suomalaissyntyisenä yrityksenä pysyy Suomessa ikuisesti.

Suomalaiset yritykset ovat kasvaneet ja kansainvälistyneet. Kasvu on edellyttänyt sekä tuotannon että omistuksen kansainvälistymistä. Luontevaa on, että ulkomaisetkin yritykset ovat vastaavalla tavalla kasvaneet Suomessa. Pörssiyritysten ulkomaalaistumisallaan lisäksi suoratkin sijoitukset Suomeen ovat lisääntyneet. Taulukossa 2 on muutamia suurimpia ulkomaalaisomistuksessa olevia Suomessa toimivia yrityksiä.

## **Taulukko 2. Muutamia suurimpia Suomessa toimivia kansainvälisen konsernin tytäryhtiöitä vuonna 2001**

| Ulkomaalainen emoyhtiö | Maa     | Suomalainen tytäryhtiö        | Työntekijöiden lukumäärä |
|------------------------|---------|-------------------------------|--------------------------|
| ABB                    | Sveitsi | ABB Finland                   | 10 500                   |
| Kvaerner               | Norja   | Kvaerner Masa-Yards           | 4 570                    |
| Tellabs                | USA     | Tellabs                       | 2 350                    |
| OM Group               | USA     | OMG Finland                   | 1 670                    |
| Flextronics            | USA     | Flextronics Holding Finland   | 1 520                    |
| Pilkington             | UK      | Pilkington Automotive Finland | 1 350                    |
| Sandvik                | Ruotsi  | Sandvik Tamrock               | 1 180                    |
| Carlsberg              | Tanska  | Sinebrychoff                  | 1 175                    |
| Filtronic              | UK      | Filtronic LK                  | 1 160                    |
| Siemens                | Saksa   | Siemens Oy                    | 1 115                    |

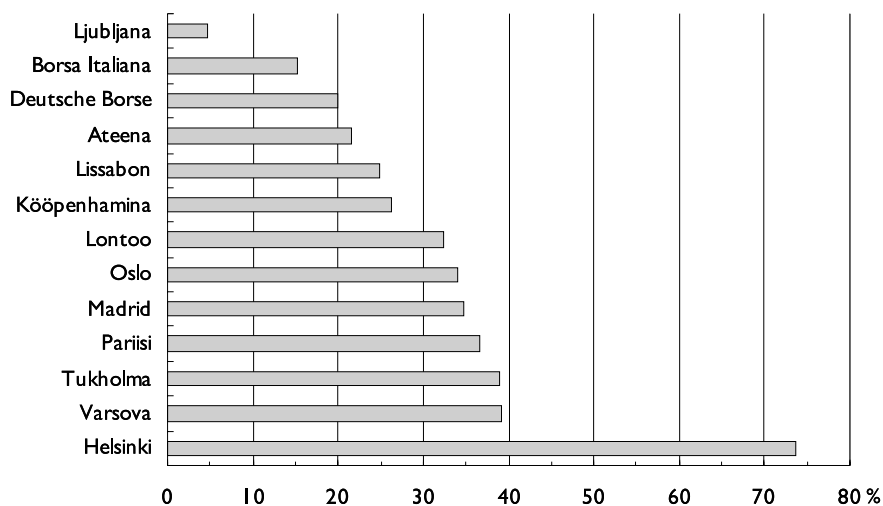
Lähde: ETLA.

Suomalaiset yritykset ovat kansainvälistyneet voimakkaasti, mutta niin ovat kansainvälisetkin yritykset rantautuneet Suomeen. Erityisen merkittävää on kansainvälistyminen ollut Helsingin pörssissä. Ulkomaalaisomistuksen vapauttaminen 1990-luvun alussa herätti paljon kysymyksiä siitä, miten yritysten omistusrakenne ja itse toiminta tulee mahdollisesti muuttumaan. Nyt voidaan nähdä, että ulkomaalaisomistus on kasvanut dramaattisesti, itse asiassa Helsingin Pörssin ulkomaalaisomistus on ennätystasoa.

Vaikka koko Helsingin Pörssin ulkomaalaisomistus selittyy pitkälti Nokian suurella ulkomaalaisten omistajien osuudella ja sen suurella painolla pörssin markkina-arvosta, meillä on suuri määrä muitakin yrityksiä, joiden omistuksesta merkittävä osa on ulkomaalaisten hallussa.

On tärkeää huomata, että ulkomaalaisomistus ei ole kasvanut pelkästään sen vuoksi, että se on kymmenen vuotta ollut lainsäädännöllisesti mahdollista. Yritysten corporate governance -järjestelmiä on muutettu vastaamaan markkinatalouden vaatimuksia ja suojatuilla aloilla toimivien yritysten kilpailukykyyn on kiinnitetty huomiota. Suomessa perinteisen ristiinomistuskulttuurin muuttuminen markkinalähtöiseksi tapah-

## Kuvio 2. Eurooppalaisten pörssien ulkomaalaisomistuksia vuonna 2000



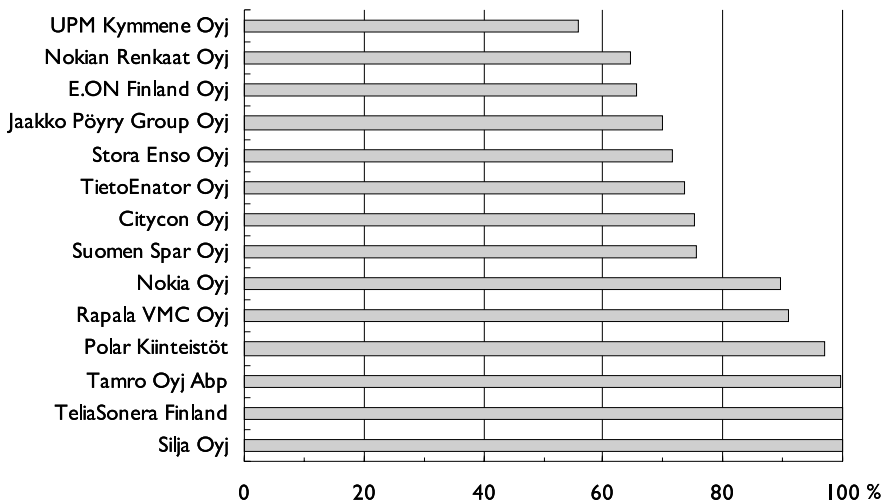
Lähde: FESE, 2002.

tui 1990-luvun alun pankkikriisin sivutuotteena. Pankkien, vakuutusyhtiöiden ja teollisuusyhtiöiden ristiinomistukset ovat paljolti purkaantuneet, mikä on osaltaan vaikuttanut siihen, että yritykset ovat joutuneet opettelemaan pääoman hankkimisen markkinoilta. Tämä on edellyttänyt yritysten hallintajärjestelmien (corporate governance) selkiyttämistä ja osakkeenomistajien arvon (shareholder value) asettamista yrityksen ykköstavoitteeksi. Pelkkä rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ei olisi tuonut ulkomaalaisia maahamme omistajiksi, on tarvittu myös toimintatapojen merkittävää muutosta yrityssectorilla.

Vaikka Suomessa on oltu huolissaan yksittäisten yritysten omistuksen siirtymisestä ulkomaisiin käsiin, meillä on yleisesti hyväksytty tosiasiana se, että Suomen kansantalouden menestymisen kannalta kriittistä on se, miten houkutteleva paikka maamme on yrityksille toimia, ei niinkään se kuka Suomessa toimivat yritykset omistaa.<sup>2</sup> Mutta onko sillä lainkaan merkitystä, ovatko suomalaiset yritykset kotimaisessa vai ulkomaalaisessa omistuksessa?

Pekka Ylä-Anttila, Jyrki Ali-Yrkkö ja Martti Nyberg (2004) tutkivat 100 suurimman suomalaisen yrityksen kehitystä vuosina 1986–1998.

### Kuvio 3. Helsingin Pörssin suurimmat ulkomaalaisomistukset 31.5.2004



Lähde: HEX, Helsinki.



Tutkimuksen keskeinen tavoite oli arvioida, eroavatko ulkomaalaisomistuksessa toimivat yritykset jotenkin suomalaisomisteisista. Tulokset olivat hyvin selviä:

- Ulkomaalaisomisteisten yritysten *kannattavuus* (sijoitetun pääoman tuotto, ROI) on selvästi *parempi* kuin suomalaisomisteisten, keskimäärin 18 % vs. 6 %.
- Ulkomaalaisomisteisten yritysten tuottama *lisäarvo* (EVA, Economic Value Added) on ollut selvästi *parempi* kuin suomalaisomisteisten, keskimäärin 6 % vs. 1 %.
- Ulkomaalaisomisteiset yritykset *investoivat* (investoinnit / liikevaihto) selvästi *vähemmän* kuin suomalaisomisteiset, keskimäärin 5 % vs. 10 %.

Kysymys ei ole pelkästään tilastollisesta sattumasta, vaan erityisen mielenkiintoista on havaita, että

- ulkomaalaisten yritysten kannattavuus on ollut 1986–1998 *jokaisena vuotena* parempi kuin suomalaisomisteisten
- ulkomaalaisten yritysten tuottama lisäarvo on ollut *jokaisena vuotena* vähintään sama kuin suomalaisomisteisten
- ulkomaalaisten yritysten investoinnit ovat *jokaisena vuotena* olleet pienempiä kuin suomalaisomisteisten.

Erot ovat olleet tilastollisesti merkitseviä, eli kysymys ei ole sattumasta vaan systemaattisesta erosta. ETLAn tutkijat pitävät tulosta selvänä osoituksena siitä, että ulkomaalaisomistus on lähinnä positiivinen asia suomalaisyrityksille. Ensinnäkin ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen on kiihdyttänyt talouselämän rakennemuutoksia, jotka joka tapauksessa olisi pitänyt tehdä. Toiseksi ulkomaalaisomistuksessa toiminnan kannattavuus paranee, ja yritykset hyötyvät kansainvälisen emoyhtiön globaaleista jakelukanavista ja kyvykkästä johdosta. Sen sijaan epäselväksi jää, miten kehitys vaikuttaa suomalaisyritysten tuotekehitykseen. Jos ulkomaalaisomisteiset yritykset eivät investoi tuotekehitykseen Suomessa vaan siirtävät loputkin pois, Suomeen jäävien tytäryhtiöiden tunnusluvut paranevat entisestään, mutta jääkö Suomeen vain tehokas myyntikonttori?

On helppo nähdä, että lyhyellä aikavälillä pelko kansainvälisestä omistajasta on turha. Miksi ulkomainen yritys investoisi suomalaiseen yritykseen, jos se heti aikoisi lopettaa sen? Ei minkään vuoksi. Hyvästä yrityksestä ulkomaalainenkin ostaja joutuu maksamaan hyvän hinnan ja suurelle investoinnille pitää saada myös hyvää tuottoa. Hyvän yrityksen kannattaa siis antaa jatkaa toimintaansa, ja sen lisäksi uuden emoyhtiön kannattaa pyrkiä hyödyttämään uutta tytäryhtiötään kansainvälisellä markkinoiden tuntemuksella ja muilla synergiahyödyillä. Lypsävää lehmää ei kannata lopettaa.

Jos ulkomaalaisomistaja sen sijaan tulee Suomeen ostamaan huonossa kunnossa olevaa yritystä, se todennäköisesti kaikesta huolimatta näkee yrityksellä olevan sellaista osaamista ja/tai omaisuutta, joka voidaan saada parempaan eli tehokkaampaan käyttöön. Tehottoman yrityksen johdolle ja osalle henkilöstöä tämä on lyhyellä aikavälillä huono uutinen, sillä he todennäköisesti menettävät työpaikkansa. Jäljelle jääville työntekijöille ja muille yrityksen sidosryhmille uutinen on kuitenkin hyvä, sillä se mahdollistaa yrityksen kannattavuuden ja sitä kautta kasvun sen sijaan, että yritys pikku hiljaa tehottomuuttaan häviäisi markkinoilta kokonaan.

Amerikkalaisten yritysten on havaittu pitävän ostamansa ulkomaalaiset yritykset toiminnassa jopa *todennäköisemmin* kuin mitä paikallisessa omistuksessa olevat yritykset tekevät.<sup>3</sup> Tarkempi analyysi kuitenkin osoittaa, että kysymys on ostettavien yritysten, ei ostajan luonteenpiirteistä. Kun huomioidaan mm. ostettujen yritysten koko, ikä ja pääoman käytön tehokkuus, amerikkalaisomisteiset yritykset ovat *valmiimpia sulkemaan* ulkomaisen tytäryhtiön. Kysymys on siitä, että asioiden sujuessa hyvin omistajalla ei ole syytä sulkea tytäryhtiötä. Näin on erityisesti yrityksissä, joissa tehokkuus on hyvä ja työntekijät ovat keskimääräistä koulutetumpia (skilled, high wage). Asioiden kääntyessä huonompaan suuntaan kansainvälisen yrityksen on helppo siirtää tuotanto yhdestä maasta toiseen ja näin hyödyntää konsernitason joustavuutta.

Uusille markkinoille on alun perin luonnollisesti menty siinä uskossa, että ostettava yritys tarjoaa sellaisia hyötyjä, joista ostajan kannattaa maksaa. On hyvinkin mahdollista, että rajatuilla pienillä markkinoilla toimivan yrityksen arvo on suurempi osana suurta kansainvälistä konsernia kuin yksin jatkettaessa. Toimialojen välillä on tässä tietenkin suuria eroja.

On helppo nähdä, että tuotekehitysintensiivisillä aloilla kuten teknologia ja lääketiede pienillä paikallisilla markkinoilla toimivan yrityksen arvo voi nousta merkittävästi osana suurta globaalia yritystä, jos yrityksen tuotekehityspanokset pystytään hyödyntämään kansainvälisen brändin ja jakelukanavan kautta. Sen sijaan paikallisilla markkinoilla toimiva matalan lisäarvon toimialalla toimiva yritys ei hyödy kansainvälisestä omistajasta, vaikka sellainen voikin saada huonon aikaisemman kannattavuuden paranemaan tekemällä sellaisia tehostamistoimenpiteitä, joita paikallinen omistaja ei pystyisi tekemään.

Suomalaisten yritysten omistus on kansainvälistynyt, mutta niin ovat yritykset muutenkin kansainvälistyneet. Muutamat suomalaislähtöiset yritykset ovat pysyneet itsenäisinä ja menestyneet kansainvälisessä kilpailussa mukana kasvamalla Suomen rajojen ulkopuolelle sekä orgaanisesti että yritysostoin. Useita yrityksiä on siirtynyt kokonaan ulkomaiseen omistukseen, mutta niin ovat suomalaisetkin ostaneet kokonaisia yrityksiä ulkomailta.

Kun muistaa Suomen olevan pieni pohjoinen viiden miljoonan ihmisen maa, on monessa mielessä hämmästyttävää, miten hyvin olemme pystyneet sopeutumaan globaalien rahoitusmarkkinoiden toimintaan, kun omat markkinamme avattiin vasta reilut kymmenen vuotta sitten. Rahoitusmarkkinat tuntuvat toimivan juuri niin kuin niiden pitääkin. Pitääkö niiden toimivuudesta ja suomalaisesta omistajuudesta lainkaan huolestua?

# 3. RAHOITUS- MARKKINOIDEN ROOLI KANSANTALOUDESSA

Rahoitusjärjestelmä takaa sen, että pääomaresursseja voidaan siirtää sinne, missä ne ovat tehokkaimmassa käytössä. Taloudelliset innovaatiot auttavat niukkojen resurssien siirtämistä alhaisesta hyötykäytöstä suhteellisesti hyödyllisempään käyttöön, mikä puolestaan parantaa taloudellista tehokkuutta. Rahoitusmarkkinoiden tärkeyttä ei huomaa, kun markkinat toimivat hyvin. Mutta markkinoiden tärkeys on helppo huomata, kun pysähtyy miettimään, millainen olisi Suomi ilman rahoitusmarkkinoita.

Sijoittajat vaatisivat osakesijoitukselle likviditeettipreemion, mikä nostaisi yritysten oman pääoman kustannusta. Likviditeettipreemion lisäksi sijoittajat vaatisivat riskipreemiota siitä, että yrityksen toiminnan tuloksellisuutta ei pystyisi vuosien varrella arvioimaan pörssikurssin kehityksestä, joka tarjoaa reaaliaikaisen valvontamekanismin johdon toimille. Sijoittajien mahdollisuudet hajauttaa omistustaan olisivat rajalliset. Markkinoilla ei olisi sijoitus- ja pääomarahastoja, jotka tarjoavat hajautuksen ja salkunhoidon. Hajautetulle salkulle sijoittajien olisi rationaalista vaatia pienempää tuottoa kuin alihajautetulle salkulle. Sijoittajien pitäisi itse hankkia tiedot tarjolla olevista sijoituskohteista ja niiden arvoista. Yrityksiä todennäköisesti syntyisi, mutta niiden kasvua rajoittaisi tieto siitä, että kasvun rahoitukseen ei löydy markkinoita, ei pääomasijoittajan eikä pörssilistautumisen muodossa.

Vieraan pääoman markkinoilla ainoa mahdollisuus hankkia lainaa olisi yhteydenotto ulkomaiseen pankkiin – suomalaisia pankkejahan ei olisi. Ulkomainen pankki vaatisi todennäköisesti riskipreemiota siitä, että se suostuisi lainoittamaan kaukaista yritystä maassa, jossa rahoitusmarkkinoiden valvontamekanismi ei toimi. Toinen vaihtoehto yritykselle olisi myydä joukkovelkakirjoja pääkonttorista käsin ja laittaa ilmoitus lehteen. Tässä ongelmat olivat samoja kuin osakkeiden myymisessä; sijoittajat vaatisivat riskipreemiota ja pääoman kustannus olisi korkea.

Rahoitusjärjestelmän toimivuus on koko yhteiskunnan etu. Vaikka rahoitusinstituutiot ovat erilaisia eri maissa – teknologian saatavuus ja kompleksisuus, erot poliittisessa kulttuurissa ja historialliset taustatekijät vaihtelevat – rahoituksen perusfunktiot muuttuvat vain vähän ajassa ja maittäin. Innovaatiot ja kilpailu rahoitusinstituutioiden kesken edesauttavat rahoitusjärjestelmän tehokkuutta rahoitusmarkkinoiden tehtävien hoitamisessa.

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on

1. Varojen allokointi mahdollisimmin tehokkaasti yli- ja alijäämäisen sektorin välillä. Rahoitusmarkkinoiden allokatiivisella tehokkuudella tarkoitetaan sitä, että ylijäämäsektorin sijoitukset löytävät tiensä alijäämäsektorille mahdollisimman pienin kustannuksin ja vähäisellä viiveellä. Allokatiivisesti tehokkailla markkinoilla ei ole tarpeettomia kaupankäyntikustannuksia tai veroja.
2. Informaation välittäminen. Informatiivisesti tehokkailla markkinoilla sijoittajat ovat ajantasaisesti perillä eri sijoituskohteiden ominaisuuksista, tuotoista ja riskeistä. Yrityksen toimintaedellytysten heikentymistä ei esimerkiksi pystytä peittelemään, koska yritys joutuu säännöllisin väliajoin toimittamaan markkinoille tilinpäätöstietonsa. Yrityksen osakkeiden tai velkakirjojen kurssien lasku markkinoilla on sijoittajille signaali siitä, että markkinat katsovat sen muuttuneen aikaisempaa riskisemmäksi tai kassavirroiltaan aikaisempaa vähemmän houkuttelevaksi sijoituskohteeksi.
3. Rahoitussopimusten likvidisyyden parantaminen. Yritysten investoinnit ovat tyypillisesti useiden vuosien projekteja, mutta sijoittajat eivät välttämättä jaksaa odottaa tuottoaan näin pitkään. Likvideillä rahoitusmarkkinoilta sijoittajat voivat realisoida osakkeensa tai velkakirjansa, minkä vuoksi rahoituksen saaminen pitkäaikaisiin projekteihin on mahdollista.
4. Riskin hajauttaminen. Kaikkien munien laittaminen samaan koriin aiheuttaa sijoittajalla suuren riskin. Rahoitusmarkkinat mahdollistavat riskin ajallisen ja määrällisen hajauttamisen.

## **Miten suomalaiset rahoitusmarkkinat toimivat näiden tavoitteiden valossa?**

On selvää, että suomalaisten rahoitusmarkkinoiden rakenne on muuttunut totaalisesti 1980-luvun vapauttamisen, 90-luvun alun pankkikriisin ja 90-luvun lopun eurooppalaisen integraation kehityksen seurauksena. Ja kun sanotaan, että muutos on ollut totaalinen, se todellakin on ollut totaalinen.

Maamme rahoitusmarkkinat olivat 1980-luvun alkupuolelle asti vahvasti säännelty ja heikosti kehittyneet. Markkinat vapautettiin ripeässä aikataulussa vuosikymmenen toisella puoliskolla. Neuvostoliiton kaupan romahtamisen ja muiden syiden vuoksi Suomen talous ajautui syvään lamaan ja pankkisektori joutui kriisiin 1990-luvun alussa. Vaikka jälkikäteen katsottuna rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen olisi voitu tehdä hallitumminkin, on selvää, että markkinoiden perusrakenteita oli pakko muuttaa ja yritystoiminnan kansainvälistyessä kansallisten rahoitusmarkkinoiden hitaampi rakennemuutos olisi tuottanut omat ongelmansa. Suomalaisen talouselämän rakenne saatiin perustaltaan kestäväksi noiden välttämättömien päätösten ansiosta.

Poliittisessa päätöksenteossa vaikeita päätöksiä on helpointa tehdä, kun kaikki tunnistavat ja tunnustavat päätöksenteon välttämättömyyden. On helppo nähdä, että 1990-luvun alun talouskriisi maassamme mahdollisti monet kauaskantoiset talouspoliittiset päätökset, joiden hedelmiä nautimme yhä tänä päivänä. Muutoksia tehtiin muun muassa kirjanpito- ja arvopaperimarkkinalainsäädännössä sekä verotusjärjestelmässä.

### **3.1 ALLOKATIIVISESTA TEHOKKUUDESTA**

#### **Pääomasijoitusmarkkinat**

Valtiovarainministeriön tutkimuksen mukaan (Niemi, 2003) pääomarahoituksen saannin merkitys on korostunut viime vuosina erityisesti uusien teknologiaan pohjautuvien sekä alkuvaiheen yritysten mahdollisuudessa saada riittävästi rahoitusta toiminnalleen. Pääomasijoitusala

on ollut tulossa yhä tärkeämpi osa suomalaista rahoitusjärjestelmää. Julkinen sektori on perinteisesti keskittynyt korjaamaan pääomamarkkinoiden aukkoja ja tehnyt sijoituksia rahoituksen katvealueella toimiviin yrityksiin. Koska yksityisen pääomarahoituksen saatavuus on viime vuosina merkittävästi parantunut, on julkisten rahoittajien puuttumista rahoitusjärjestelmän toimintaan yhä vaikeampi perustella pelkästään erilaisten markkinapuutteiden olemassaololla. Tästä asiasta ovat samaa mieltä myös Niemi (2003) sekä Hyytinen & Pajarinen (2003). Rahoitusjärjestelmän kehittyessä kasvaa riski siitä, että julkinen rahoitus syrjäyttää kannattavaa yksityistä yritysrahoitusta ja vääristää yksityisten rahoittajien kannustimia.

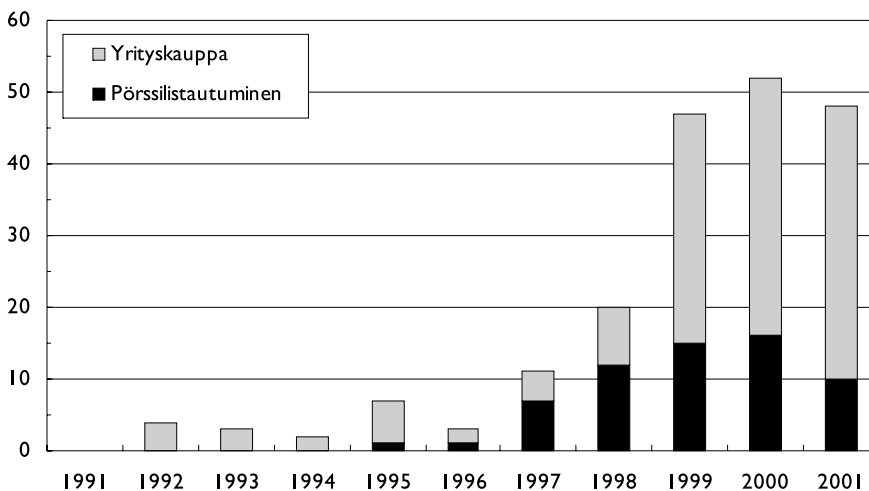
Kansainvälisen pääoman saanti Suomeen sekä pienempien instituutioiden ja yksityissijoittajien osallistuminen pääomasijoitusmarkkinoille muodostuvat Niemen (2003) tutkimuksen mukaan pitkällä aikavälillä tärkeiksi asioiksi. Hän kiinnittää erityistä huomiota samaan asiaan kuin pääomasijoitusala eli ulkomaisten sijoittajien verokohteluun niiden sijoittaessa kommandiittiyhtiömuotoisiin pääomarahastoihin Suomessa. Epäkohtaan kiinnitetään huomiota myös Suomi maailmantaloudessa -selvityksen väliraportissa (Valtioneuvoston kanslia, 2004), missä aivan oikein suositellaan verokohtelua muutettavaksi jo vuoden 2004 aikana. Samoin väliraportissa suositellaan eläkelaitosten ja vakuutusyhtiöiden vakavaraisuussäännöksiä muutettavaksi siten, että nykyistä laajemmat sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin olisivat mahdollisia.

Pörssissä listattuna on vain hyvin pieni osa kaikista yrityksistä. Se ei tarkoita, etteikö pörssi toimisi talouselämän sydämenä, jolla on heijastusvaikutuksia koko yrityssektoriin. Hyytinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila (2003) käyvät läpi kansainvälisiä havaintoja siitä, mikä merkitys pörssillä on talouden katalysaattorina. Pörssitoiminnan vapauttaminen on lisännyt investointeja ja taloudellista kasvua. Pörssilistautuminen tarjoaa tärkeän mahdollisuuden oman pääoman hankkimiselle vaiheessa, jossa yrityksen koko on kriittisessä kasvumurroksessa. Toimiva pörssi on puolestaan edellytys toimiville venture capital -markkinoille, joiden merkitys on kriittinen pienemmille yrityksille. Yleisesti on todettu, että pankkikeskeinen järjestelmä ylipainottaa perinteisempiä sektoreita, jotka eivät ole erityisen tuotekehitysintensiivisiä. Markkinalähtöisissä järjestelmissä löytyy halukkuutta rahoittaa myös epävarmempia kohteita, kunhan sijoituksen arvonnousu on hyvä suhteessa otettuun riskiin.

Ali-Yrkkö, Hyytinen ja Liukkonen (2003) katsovat, että Helsingin pörssin listautumisannit ovat keskittyneet vain tietyille vuosille, minkä vuoksi pörssin ei voida katsoa tarjoavan pääomasijoittajille riittävän luotettavaa exit-vaihtoehtoa. Samaan tulokseen on tullut valtiovarainministeriön finanssisihteeri Jussi Niemi tutkimuksessaan (Niemi, 2003). Listautumisantimarkkinan voidaan todellakin sanoa olleen keskittynyt muutamaan periodiin, sillä vuonna 1988 meillä nähtiin yli 40 uutta listautumista, mutta vuosina 1990–1993 ei yhtään. Vuoteen 1999 asti nähtiin vuosittain alle kymmenen listautumista, mutta tuolloin pörssiin saatiin taas yli 20 uutta yritystä. Vuoden 2000 jälkeen pörssiin on tullut vain yksi uusi yritys. Vuoden 1994 lähtien pörssilistautumisissa on ollut uusi piirre, nimittäin pääomasijoittajien osuus on ollut merkittävä noin puolessa listautumisanneista.

Tutkijat viittaavat myös Helsingin Pörssin korkeaan volatilitettiin, mikä osaltaan vaikeuttaa yritysten listautumissuunnitelmia. Suomalaisen osakemarkkinan volatilitetti on osaltaan tulosta vähäisestä toimialojen lukumäärästä ja osaltaan siitä, että merkittävä osa pörssistä on viimeisten kymmenen vuoden aikana heijastanut informaatioteknologia-alan yritysten, etupäässä tietenkin Nokian kehittymistä.

**Kuvio 4. Pääomasijoittajien exitit vuosina 1991–2001**



Lähde: ETLA.



Pääomasijoittajille pörssilistautuminen on yksi luonteva tapa irtautua, mutta osaltaan listautumismarkkinoiden vaikeuksista johtuen selvästi yleisempi tapa irtautua yrityksistä on ollut myynti teolliselle ostajalle (trade sale). Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry ei tilastoi erikseen yrityskauppoja Suomeen/ulkomaille, mutta on selvää, että monet pääomasijoittajien omistuksista myydään kansainväliselle ostajalle.

Listautumisen ei tietenkään kuulu olla ainoa vaihtoehto yritykselle kasvun rahoittamisessa, mutta se tarjoaisi luontevan vaiheen yrityksen alkuperäisille omistajille kasvattaa yrityksen pääomaa ilman, että koko äänivalta siirtyy ulkopuoliselle ostajalle. Ali-Yrkkö, Hyytinen ja Liukkonen (2003) tekivät myös kysely- ja haastattelututkimuksen pääomasijoittajille. Keskeisenä tuloksena he raportoivat pääomasijoittajien ongelmat irtautumisvaiheessa. Suomen osakemarkkinat eivät heidän mukaansa tarjoa riittävän hyvää vaihtoehtoa siinä vaiheessa, kun yritykselle on löydettävä seuraava kasvuvaiheen edellyttämä rahoitus. Erityisesti pörssin likviditeetti ja vähäinen vertailuyritysten määrä koetaan ongelmaksi. Pääomasijoittajat kokevat, että yrityskaupat (M&A) ovat helppompi tapa irtautua omistuksista.

## **Verotuksesta ja alloktiivisesta tehokkuudesta**

Kirjanpitolainsäädännön muuttuminen merkittävästi 1990-luvulla on mahdollistanut suomalaisten yritysten houkuttelevuuden myös kansainvälisen pääoman edustajien näkökulmasta. Verojärjestelmän muutos 1990-luvun alkupuolella osaltaan mahdollisti yritysten taserakenteiden ja pääomamarkkinoiden kehittymisen nykyiselle tasolle. Kirjanpidon joustokohtien rajoittaminen ja yritysverokannan asettaminen kohtuulliselle tasolle on johtanut siihen, että yritysten maksamat verot muodostavat merkittävän osan valtion verotuloista.

Veropäätöksillä voidaan vaikuttaa yritysten sijoittumispäätöksiin ja sijoittajien sijoituspäätöksiin. Ennen 90-luvun vaihteen verouudistusta yritykset tekivät mieluummin tehoittomia investointeja kuin pyrkivät tuloksentekoon ja kohtuuttomaan veronmaksuun. Yhteiskunnassa pääoma ei allokoitunut niin tehokkaasti kuin mitä se tekee nykyään. Verot luonnollisesti aina aiheuttavat kitkaa talouselämän kehitykselle, mutta

järjestelmä on mahdollista rakentaa sellaiseksi, että se ei ohjaa pääomia ratkaisevasti väärin.

Kansainvälisessä verokilpailussa yksittäisten maiden ei kannata ottaa kontolleen verohaittoja, sillä yritysten tehtävänä on valita toiminnalleen ja pääkonttorilleen se paikka, jossa kustannukset mukaan lukien verot minimoituvat. Verojärjestelmän tulee olla selkeä ja kohtuullinen. Se mahdollistaa kannattavan yritystoiminnan, jossa voittoja ja varallisuutta ei tarvitse piilottaa keinotekoisin järjestelyin. Voittoa tekevät yritykset ovat koko talouselämän selkäranka.

Suomen Pörssisäätiön ja Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton TT:n (1999) teettämässä selvityksessä tutkittiin osakesäästämisen kokonaisverotusta 15 EU-maassa. Vaikka Suomessa oli käytössä avoimien osakesäästämisen järjestelmä osinkojen verotuksessa, voitiin meikäläistä osakesäästämisen verotusta pitää kokonaisuutena ankarana. Osakesäästämisen kokonaisveroindeksillä mitattuna Suomi sijoittui toiseksi ankarimmaksi verottajaksi Euroopassa. Tämä johtui siitä, että myynti- eli luovutusvoittoverotuksessa Suomi sijoittuu EU-maiden kärkijoukkoon. Monissa Euroopan maissa osinkotuloverotusta lieventää luovutusvoittojen verovapaus tietyn omistajan jälkeen ja varallisuusverotuksen puuttuminen kokonaan.

Hallitus on nyt päättänyt osinkojen verottamisesta Suomessakin, mikä (ilman moninkertaista ketjuverotusta) on kansainvälinen käytäntö. Sijoittajat ehtivät tottua verottomiin osinkoihin, minkä vuoksi muutos tuntuu erityisen pahalta. Sijoittajien kannalta kysymys ei ole kuitenkaan pelkästään siitä, että osinkoja aletaan verottaa, vaan siitä, että muita veroja ei vastaavasti lasketa. Sijoittajien kannalta huolestuttavaa on se, että verotusta harmonisoitaessa Suomeen kuitenkin jätetään maakoh- taisia poikkeuksia. Yksi esimerkki tällaisesta poikkeuksesta on varallisuusvero. Ns. Arvelan työryhmä ehdotti, että varallisuusverosta luovutaan osana pääomaverotuksen rakenneuudistusta. Kun osingot tulevat kahdenkertaisen verotuksen piiriin, olisi varallisuusverosta luontevaa luopua. Varallisuusverotus kohdistuu käytännössä lähinnä osakevarallisuuteen ja kiinteistöihin. Näistä ensiksi mainittuun kohdistetaan jatkossa osinkovero ja kiinteistöjäkin rasittaa oma kiinteistöveronsa. On hämmäntävää, että tässä verotuksen kokonaisuus unohdetaan ja varallisuusvero ehdotetaan säilytettäväksi.

Hämmennys jatkuu, kun hallitus huomaa varallisuusveron ja osinkojen verottamisen iskevän menestyviin perheyrittäjiin. Asiaa yritetään korjata esittämällä, että osingoista maksetut verot saisi vähentää varallisuusverotuksessa. Lopputulos on sekoitus hämmennystä ja pettymystä. Valtion verotulojen osalta lopputulos on, että juuri kukaan ei jatkossa enää maksa varallisuusveroa, sillä sen kiertäminen on helppoa. Omistajat kysyvät aiheellisesti, miksei verosta voitu yksinkertaisesti vain luopua. Suomalaisen omistamisen kannalta tällaiset episodit ovat turhia ja haitallisia.

Valtion taloudellisen tutkimuskeskuksen VATTin tutkimuksen mukaan (Hietala et al., 2004) verouudistuksen erityinen väliinputoajaryhmä ovat varakkaat keskikokoiset listatut yhtiöt, joissa suomalaisilla yksityishenkilöillä on merkittävä omistus tai äänivalta. Varallisuusverotuksen kertaantumisen vähentää omistajien kannustimia jatkaa omistustaan näissä yhtiöissä. Uudistus saattaa siten lisätä tällaisten yhtiöiden siirtymistä ulkomaiseen omistukseen. Jos siis puhutaan verouudistuksesta ja sen mahdollisesta vaikutuksesta suomalaiseen omistajuuteen, niin voidaan nähdä vaikutuksen olevan selvästi kielteinen. Vaikutus voimistuu, kun huomioi sen, että käyttöomaisuusosakkeiden luovutushinnat tulevat verovapaiksi, kun verovelvollinen on omistanut vuoden ajan vähintään kymmenen prosentin osuuden luovutettavan yrityksen osakepääomasta. Suomalaisen yrityksen myynti ulkomaille tehdään nyt erityisen houkuttelevaksi.

## **3.2 INFORMAATIOTEHOKKUUDESTA**

Ns. täydellisillä markkinoilla informaation oletetaan olevan kaikkien käytössä kustannuksetta heti. Käytännössä tiedämme, että suomalainen sijoittaja tuntee Rautaruukin P/E-luvun ja tulosenusteet paremmin kuin vastaavan portugalilaisen yrityksen. Todennäköisesti moni sijoittaja ei edes tiedä, toimiiko Portugalissa vastaavaa yritystä. Markkina ei siis ole informatiivisesti täydellinen, mikä on keskeinen selitys ns. home country biasille eli sille, miksi suomalaiset sijoittajat ylipainottavat oman maansa osakkeita salkussaan. Vastaavasti portugalilaiset sijoittajat eivät koe Suomen osakemarkkinoita houkuttelevaksi kohteeksi.

Markkinoiden informaatiotehokkuus on kuitenkin kasvanut dramaattisesti viime vuosien aikana. Jos Portugalin osakemarkkinat kiinnostavat suomalaista sijoittajaa, hän pystyy hankkimaan tarvitsemansa tiedot helposti internetistä. Syvällisempää analyysia saa ottamalla yhteyttä kansainvälisiin pankkeihin ja pankkiiriliikkeisiin, jotka tekevät analyysia kaikista mielenkiintoisista markkinoista ympäri maailman. Yksi tärkeä informaatiotehokkuutta lisäävä seikka on julkisesti noteerattujen yritysten sitoutuminen neljännesvuosiraportointiin. Miksi rahoitusmarkkinoilla vaaditaan, että yritykset raportoivat tuloskehityksestään neljännesvuosittain? Eikö harvempi tahti riittäisi?

Harvempikin tahti voisi varmasti olla mahdollinen, mutta tällöin yritysten osakkeet ja joukkovelkakirjat eivät olisi sijoittajien näkökulmasta yhtä houkuttelevia. Osake- ja korkosijoittajat vaatisivat nykyistä korkeampaa riskipremiota, sillä he kokisivat positionsa aikaisempaa riskipitoisemmaksi – joutuisivathan he odottelemaan yritysten uutisia useiden kuukausien ajan.

Osakekurssi ei heijastele pelkästään yrityksen nykyhetken tulosta vaan kaikkien tulevien tulosten nykyarvoa. Osakkeenomistaja ottaa riskin yrityksen tuloskehityksestä useiksi vuosiksi tulevaisuuteen, vaikka hän suunnittelisikin pitävänsä osakkeen vain lyhyen aikaa. Juuri riskinoton vuoksi hänen tuotto-odotuksensa on suurempi.<sup>4</sup> Mitä tiheämmin ja luotettavammin yritys sitoutuu kertomaan tuloskehityksestään, sitä turvallisemmin mielin sijoittaja voi yrityksen osakkeita ja velkakirjoja omistaa.

Perinteisesti eurooppalaisten yritysten omistajien rooli on ollut tulipalon sammuttajan rooli. Omistajat ovat olleet passiivisia silloin, kun yrityksellä on mennyt hyvin ja puuttuneet yrityksen asioihin – yleensä liian myöhään – vasta, kun yrityksellä on alkanut mennä todella huonosti. Perinteinen työnjako eurooppalaisissa yrityksissä on ollut toimitusjohtajakeskeinen: ylin johto on muotoillut yrityksen toimintalinjat ja strategiat sekä vastannut niiden toimeenpanosta. Omistajien rooli on rajoittunut yrityksen taloudellisen kehityksen tarkkailuun.

Kehitys on viime vuosina mennyt kohti terveempää ja talousteoreettisesti perusteltua tilannetta, jossa yrityksen olemassaolon perustaksi tunnustetaan lisäarvon tuottaminen omistajille. Puhutaan omistajälähtöistä johtamisesta. Omistajälähtöisen kehityksen taustalla ovat eri intressi-

ryhmien voimat ja niiden kehittyminen. Johtamis- ja omistusstrategioiden sisältöön vaikuttavat ennen muuta johdon, omistajien ja muiden sidosryhmien keskinäiset voimasuhteet, yrityksen taloudellinen tilanne ja kehitysvaihe sekä yhteiskunnallis-taloudelliset instituutiot ja niiden kehitys.

Omistajalähtöisen johtamisjärjestelmän tehtävä on kannustaa yritysjohtoa ajattelemaan ja toimimaan kuten osakkeenomistajat. Omistajalisäarvon arviointi vastaa kysymykseen, kuinka paljon, missä ja miten lisäarvoa tuotetaan liiketoiminnassa. Ilman totuudenmukaista tietoa siitä, kuinka paljon yritys tuottaa lisäarvoa omistajilleen – toisin sanoen, millaista tuottoa omistajat yritykseltä haluavat ja saavat – on vaikea asettaa strategisen tai operatiivisen tason tavoitteita oikein. Samoin ellei yritysjohdolla ole tietoa siitä, missä organisaation osassa lisäarvoa tuotetaan, ei johto voi tietää, mihin kohteisiin pääomaa tulee investoida lisää ja mistä sitä tulee poistaa.

Omistajalähtöinen johtaminen on keskeinen lähtökohta anglosaksisessa corporate governance -maailmassa, jossa omistajien, velkojien ja johdon roolit on selkeästi erotettu toisistaan. Muun muassa Hyytinen, Rouvinen, Toivanen ja Ylä-Anttila (2003) pitävät yritysten omistajakontrollin (corporate control) paranemista yhtenä tärkeimpänä muutoksena suomalaisilla rahoitusmarkkinoilla. Heidän kanssaan on helppo olla samaa mieltä. Yksi rahoitusmarkkinoiden informatiivisen tehokkuuden edellytyksistä on, että yrityksen tilinpäätös laaditaan sellaisten pelisääntöjen mukaisesti, että lopputuloksen eli tuloslaskelman ja taseen perusteella yrityksen sidosryhmät tietävät, miten yrityksellä menee. Tämä tänään yksinkertaiselta kuulostava ajatus ei ollut mitenkään itsestään selvä mennessä maailmassa, kun velkojien asema oli tilinpidon ensisijaisena lähtökohtana.

Lainsäädäntöön on tehty useita kirjanpitoon ja tilintarkastukseen liittyviä muutoksia, jotka ovat lisänneet sellaisen informaation saamista, mikä kiinnostaa omistajaa yrityksen arvonmäärityksen kannalta. Kirjanpitosäännöstö on vain yksi osa-alue, jota on muutettu, muita ovat mm. arvopaperimarkkina- ja osakeyhtiölakiin tehdyt muutokset. Tämän lisäksi arvopaperimarkkinoiden itsesääntely on merkittävästi kehittynyt. Kaikki nämä muutokset 1990-luvulla ovat osaltaan mahdollistaneet suomalaisten yritysten houkuttelevuuden myös kansainvälisen pääoman edustajien näkökulmasta.

Suomalaisten yritysten ja koko pääomamarkkinoiden rakenne on muuttunut hyvään suuntaan sijoittajien näkökulmasta. Informaatiolla on keskeinen rooli markkinaehtoisessa rahoitusjärjestelmässä, jossa sijoittajien riskipreemion suuruus määräytyy riskin ja tuotto-odotusten perusteella. Suuret suomalaiset yritykset ovatkin saaneet merkittävän määrän uusia kansainvälisiä omistajia. Pienet ja keskisuuret yritykset kohtaavat sen sijaan ongelmia. Kansainväliset instituutiot ovat liian massiivisia käymään kauppaa pienten suomalaisten yhtiöiden osakkeilla ja ulkomaiset yksityissijoittajat preferoivat sikäläisiä yrityksiään, koska heillä ei ole yhtä hyvää tuntumaa suomalaisiin yrityksiin. Lopputulos on se, että pienet ja keskisuuret suomalaisyritykset jäävät meikäläisten sijoittajien varaan. Tästä syntyy yritysten kannalta ongelmia, koska suomalaiset kotitaloudet eivät aktiivisesti sijoita osakemarkkinoille ja näin hyödynnä informaatioetuaan kotimaisista yrityksistä. Tätä asiaa käsitellään lisää luvussa 4.3.

### **3.3 LIKVIDITEETISTÄ**

Euroopan unionissa rahoitusmarkkinat ovat integroituneet, mitä kehitystä on tukenut rahoituslainsäädännön yhdenmukaistaminen, sääntelyn purkaminen, uudet rahoitustuotteet ja tekninen kehitys. Kilpailu rahoitusmarkkinoilla on kiristynyt ja erot eri toimialojen kuten pankkitoiminnan ja vakuutusalan välillä ovat kaventuneet. Erityisesti osakemarkkinoidemme likviditeetti on parantunut ja ulkomaalaisomistus Helsingin pörssissä on noussut yli puoleen.

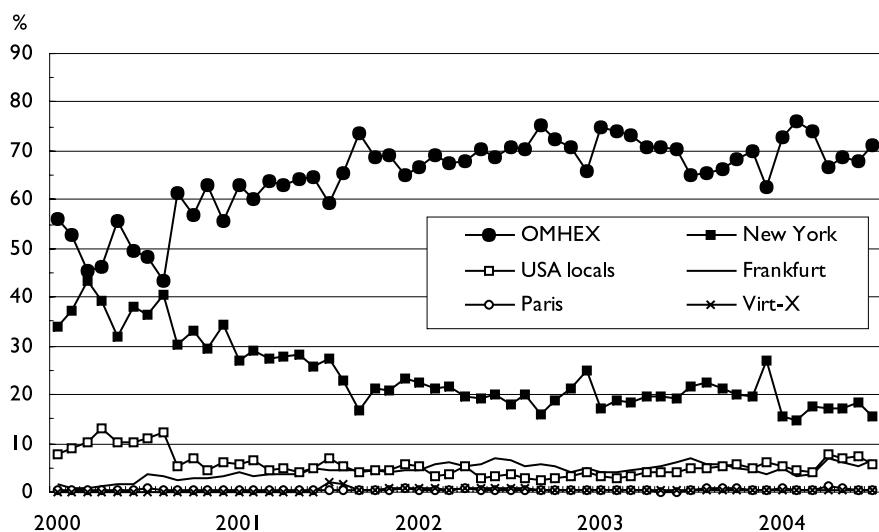
On huomionarvoista, että esimerkiksi 90-prosenttisesti ulkomaalaisomistuksessa olevan Nokian osakekaupankäynnistä yli 60 prosenttia tapahtuu Helsingin Pörssissä, vaikka yritys on listattuna myös Tukholmassa, Lontoossa, Frankfurtissa, Pariisissa ja New Yorkissa. Vahingossa tämän globaalin yrityksen likviditeetti ei ole keskittynyt Helsinkiin. Kaupankäyntikustannusten, selvitysjärjestelmien toimivuuden ja markkinoiden yleisen luotettavuuden täytyy olla maailmanluokkaa, jotta pääoma hakeutuu kaukaiseen pohjoiseen pörssiimme.

Samalla kun Helsingin Pörssin likviditeettiä kiitellään, on hyvä huomata se tosiseikka, että pörssin volyymin leijonan osa muodostuu Nokista.

Jos Nokian osuus pörssin markkinaosuudesta on laskenut 70 prosentin huipusta nyt jo noin kolmannekseen, sen osuus pörssin päivittäisestä vaihdosta on edelleen 70 prosenttia. Yhä suurempi osa pörssin kaupankäynnistä on sellaista kaupankäyntiä Nokialla, joka ei perustu Nokian markkina-arvoon. Ns. trading-kaupan osuus on kasvanut. Eikö Helsingin Pörssi sitten olekaan likvidi markkinapaikka muille kansainvälistyneille suomalaisyrityksille? Vastaus on kyllä ja ei.

Nokian korkea Helsinki-volyymi osoittaa kaksi asiaa. Ensinnäkin Helsingin Pörssin kaupankäyntijärjestelmän on pakko olla toimiva, koska se pystyy käsittelemään noin suuren volyymin. Sen kaupankäyntikustannukset eivät voi olla ainakaan ratkaisevasti suuremmat kuin kansainvälisten markkinapaikkojen.<sup>5</sup> Toinen huomionarvoinen asia on, että likviditeetti on vaikea ilmiö tartuttavaksi ja tutkittavaksi. Monissa tutkimuksissa on osoitettu, että pörssitoiminta perustuu skaalaetuihin ja luonteva lopputulos pörssien keskittymisessä olisi sellainen, että maailmassa olisi vain muutama pörssi. Yhden skenaarion mukaan maailmassa riittäisi kolme pörssiä, jotka toimisivat eri aikavyöhykkeillä Aasiasta Yhdysvaltoihin.

**Kuvio 5. Nokian kaupankäynnin osuudet eri pörseissä tammikuusta 2000 heinäkuuhun 2004**



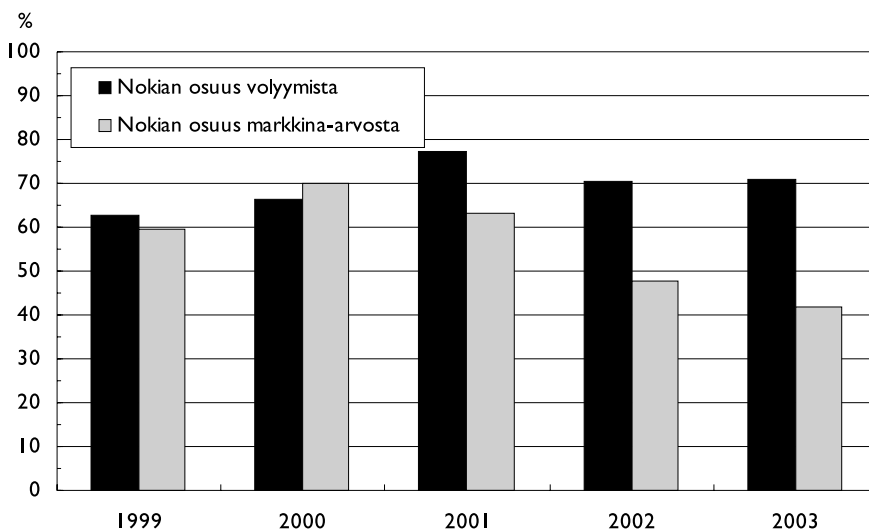
Lähteet: Helsingin Pörssi, Reuters.

Jos pörssitoiminnassa olisi kysymys vain skaalaeduista, Nokian eurooppalaisen kaupankäynnin pitäisi olla jo siirtynyt Lontooseen. Mutta se ei ole siirtynyt sinne. Yksi tärkeä syy kaupankäynnin jäämiselle Helsinkiin on se, että likviditeetti on aikaisemminkin ollut täällä. Ulkomailla asuva Nokiaan sijoittava ns. loppuasiakas ei välttämättä edes tiedä, ostaako hän Nokian osakkeensa Helsingistä vai Lontoosta, sillä päätöksen tekee hänen puolestaan välittäjä, joka etsii osakkeen sieltä, missä se on edullisinta. Tätä asiaa moni tutkija ei ole ymmärtänyt ihmetellessään sitä, että pörssijä edelleen on niin monta jäljellä.

Mutta vaikuttaako välittäjien markkinapaikan valintaan se, missä yrityksen pääkonttori sijaitsee? Ostetaanko Nokian osakkeet Helsingistä sen vuoksi että Nokia on suomalainen yritys ja Ericssonin osakkeet Tukholmasta sen vuoksi, että sen pääkonttori sattuu sijaitsemaan Ruotsissa? Vastausta ei kukaan tiedä, sillä ainakin toistaiseksi likviditeetti on historian perusteella sattunut syntymään Nokiolla Helsingissä ja Ericssonilla Tukholmassa.

Rahoitustutkijan näkökulmasta houkutteleva tutkimuskohde olisi päästä arvioimaan Nokian volyymin mahdollista siirtymistä Helsingistä

**Kuvio 6. Nokian osuus Helsingin Pörssin markkina-arvosta ja volyyymista vuosina 1999–2003**



Lähde: Helsingin Pörssi.

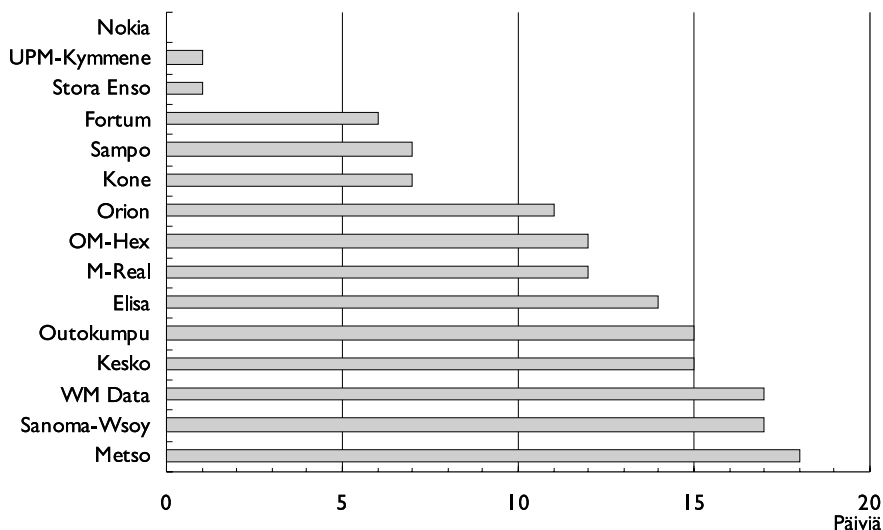


Tukholmaan, jos yritys päättäisi siirtää pääkonttorinsa sinne. Mutta on vaikea keksiä mitään muuta ammattiryhmää, joka näkisi siirtymisessä mitään mielenkiintoista. On oletettavaa, että Nokian kaupankäyntivoilyymi ei pitkään voisi keskittyä Helsinkiin, jos yrityksen omistajat, tuotanto, markkinat ja pääkonttori sijaitisivat ulkomailla. Missä ajassa kaupankäynti siirtyisi ja mihin, siihen ei rahoitusteoria eikä rahoituksen empiirinen tutkimus anna mitään vastausta.

Nokian korkea likviditeetti Helsingin pörssissä peittää alleen sen tosi-seikan, että kyseessä on kovinkin epälikvidi markkinapaikka. Nokialle Helsinki on likviditeettiä tarjoava pörssi, mutta lähes kaikki muut yritykset kärsivät likviditeetin puutteesta. Kuvio 7 osoittaa, miten pitkään ison institutionaalisen sijoittajan kannalta kestää ostaa kohtuullisen kokoinen potti yrityksen osakkeita ilman merkittävää vaikutusta osakurssiin.

Goldman Sachs'n laskelmien mukaan kymmenenneksi likvideimmän yrityksen osakkeiden ostaminen kestää Helsingin Pörssissä 12 päivää. Vastaavasti Tukholman Pörssissä kaikkien kymmenen likvideimmän

**Kuvio 7. Miten monta päivää kestää 10 miljoonan euron osakepotin ostaminen Helsingin Pörssistä ilman, että ostaja muodostaa yli 20 prosenttia päivävaihdosta?**



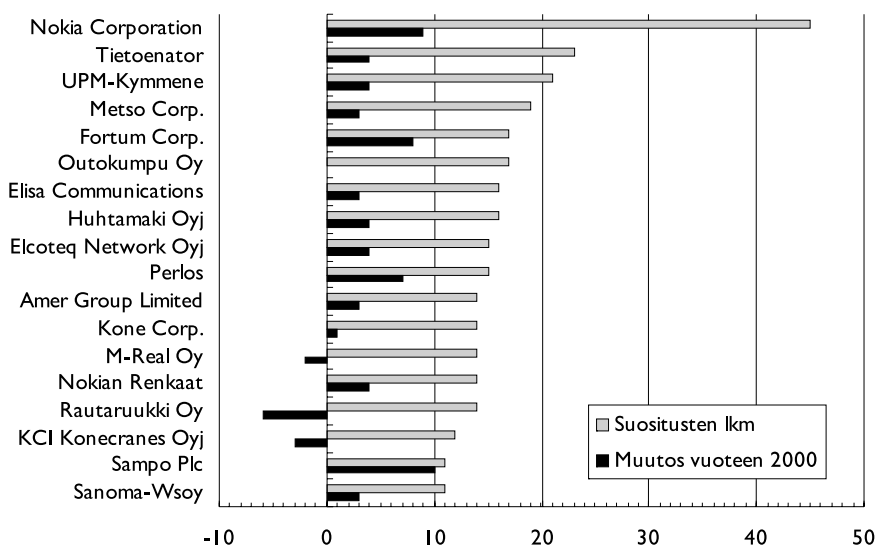
Lähde: Goldman Sachs.

yrityksen osakkeiden ostaminen onnistuu yhdessä päivässä. Suomessa sama on mahdollista vain kolmen yrityksen kohdalla. Tukholman Pörssi on siis selvästi likvidimpi markkinapaikka kuin Helsinki.

Likviditeetti on tehokkaan hinnanmuodostuksen kannalta tärkeä muuttuja. Likviditeetti on tyypillisesti korkea sellaisilla suurilla yrityksillä, joilla on hajautunut omistus. Likviditeetti korreloi myös sen kanssa, miten aktiivisesti analyytikot seuraavat yritystä – ja päinvastoin. Kuviossa 8 on esitetty Helsingin Pörssin yritykset siinä järjestyksessä, miten monta analyyttikkoo kutakin yritystä seuraa ja antaa ns. IBES-suosituksen (Institutional Brokers' Estimate System). Analyytikot seuraavat erityisesti yrityksiä, joiden markkina-arvo ja ulkomaalaisomistuksen osuus on suuri.<sup>6</sup> Analyytikoiden seuraamien yritysten likviditeetti on keskimääräistä parempi, mutta tältä osin on vaikea sanoa, onko kysymys munasta vai kanasta. Analyytikot seuraavat sellaisia yrityksiä, jotka alun perinkin ovat likvidejä, sillä likviditeettiä vaaditaan, jotta sijoittajat kiinnostuvat yrityksestä. Analyytikoiden herättämä sijoittajien kiinnostus puolestaan lisää likviditeettiä.

Analyytikoiden seuraamien suomalaisyritysten lukumäärä lisääntyi 1990-luvun aikana 32:sta 103:een. Kesällä 2004 analyytikot antoivat

**Kuvio 8. IBES-suositusten lukumäärä suomalaisille yrityksille ja muutos 2004–2000 (kesäkuu 2004)**



suosituksen 97 yritykselle. Seurattavien yritysten kokonaismäärä ei kuitenkaan anna koko kuvaa markkinoiden seurannasta, sillä samaan aikaan Helsingin Pörssissä oli 37 yritystä, joille ei annettu yhtään suositusta, ei osto-, pidä- eikä myyntisuositusta. Samalla kun Nokiaa analysoivat 45 pankkiiriliikkeen analyytikot, 26 julkisesti noteerattua yritystä seuraa kutakin vain yksi analyytikko. Yli puolet Helsingin Pörssin yrityksistä on siis sellaisia, että niitä seuraa korkeintaan yksi analyytikko!

Monien suurimpien yritysten kehitystä seuraa yhä useampi analyytikko, mutta vastaavasti useita yrityksiä seurataan yhä passiivisemmin. Kun vuonna 2000 Helsingin Pörssin yritykset saivat yhteensä 678 suositusta, vuonna 2004 suositusten kokonaismäärä laski 656:een. Tästä osa selittyy pörssilistalta poistumisilla fuusion kautta (mm. Instrumentarium, Tamro, Eimo, Janton). Toinen osa suositusten vähennystä selittyy sillä, että yritykset eivät enää kiinnosta niin monia sijoittajia ja sen vuoksi eivät analyytikoitaan [mm. Wärtsilä (vähennystä 9), PMJ Automec (9), Kemira (9), TJ Group (5), Raisio (5)].

### **3.4 SJOITUSTEN HAJAUTTAMISESTA**

Sijoittajien mahdollisuus varojen hajauttamiseen on dramaattisesti parantunut viimeisen 15 vuoden aikana. Nykyään sijoittajalle on tarjolla suomalaisia ja kansainvälisiä sijoitusrahastoja, ja sijoituksen tekeminen Intian osakerahastoon on yhtä helppoa kuin sijoituksen tekeminen suomalaiseseen osakerahastoon. Sijoitusrahastot tulivat markkinoille vasta vuonna 1988, ja niiden ensimmäiset kymmenen vuotta olivat kovin vaatimattomat, mutta nyt rahastojen koko on ylittänyt jo 25 miljardin euron rajan. Pankkien lisäksi rahastoja ja muita sijoitusvaihtoehtoja tarjoavat suomalaiset ja ulkomaiset rahoituspalvelujen tarjoajat nettivälittäjistä henkivakuutusyhtiöihin.

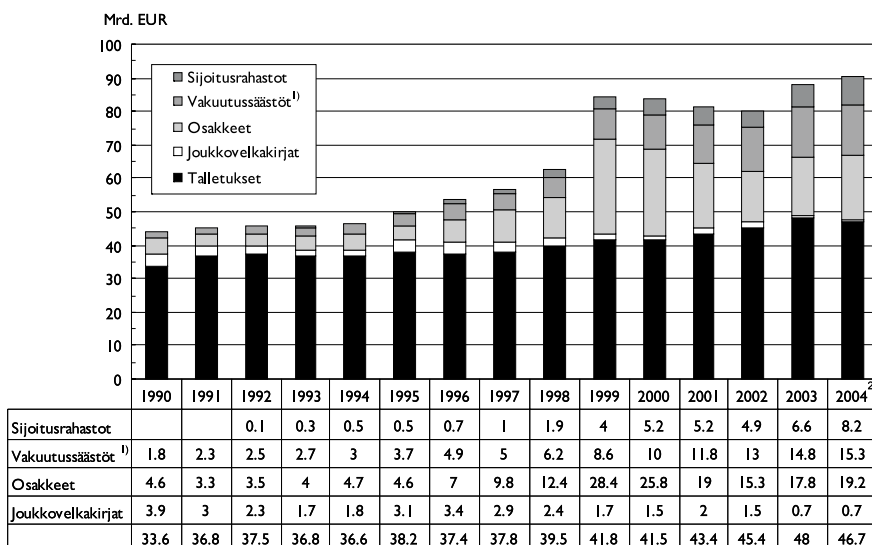
Mielenkiintoista on kuitenkin todeta, että samalla kun rahoitusmarkkinat ovat avautuneet ja laajentuneet, sijoitusinstrumenttien valikoima on räjähtänyt ja talletustilien tuotto on laitettu verolle, kotitalouksien pankkitalletusten määrä on edelleen kasvanut. Talletuspankkien keräämillä yleisön talletuksilla on rahoituksen välityksessä keskeinen rooli. Yleisön talletukset talletuspankeissa ovat noin 60 miljardia euroa, mikä

vastaa lähes puolta bruttokansantuotteestamme. Kotitalouksien talletukset muodostavat kolme neljäsosaa pankkien talletuksista. Huolimatta pankkitilien alhaisista tai jopa olemattomista tuotoista erilaiset sekki-, käyttö- ja määräaikaistilit ovat säilyttäneet yleisön keskuudessa suosionsa suhteessa muihin säästämismuotoihin. Tämä on mahdollistanut pankeille rahan edelleen lainaamisen muita markkinoita alhaisemmilla riskipreemioilla.

Suomalaiset hajauttavat rahoitusvarallisuuttaan hyvin vähän eri sijoituskohteiden kesken valtaosan säästöistä pysyessä pankkitileillä. Voi kuvitella, että viiden miljoonan ihmisen kansa ei tarvitse 47 miljardia euroa laskujen maksamiseen varautumiseen.<sup>7</sup> Keväällä 2003 vain noin viidennes rahoitusvarallisuudesta oli suorissa osakesijoituksissa.

Rahoitusteorian mukaan sijoittajat käyttäytyvät tietyllä, rationaalisella, tavalla. Todellisuudessa sijoittajat käyttäytyvät usein aivan toisella, epärationaalisella, tavalla. Suomalaisittain on mielenkiintoista havaita, että

## Kuvio 9. Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarojen kehittyminen



<sup>1)</sup> Vakuutussäästöihin on tässä laskettu yksityishenkilöiden ottamat säästövakuutukset ja yksilölliset eläkevakuutukset

<sup>2)</sup> 2004/3

Lähde: Suomen Pankkiyhdistys.

sijoittajien todellisesta käyttäytymisestä on maailmalla olemassa tutkimustuloksia vasta aivan viime vuosilta ja erityisesti kahdesta maasta, Yhdysvalloista ja Suomesta. Amerikkalaisilla tutkijoilla on käytössään paljon rahaa, jolla he voivat ostaa pankkiiriliikkeiltä suuria tietopankkeja, jotka kattavat useiden tuhansien sijoittajien kaupat. Suomesta puolestaan löytyy ainutlaatuinen tietokanta sikäli, että Arvopaperikeskuksessa ovat rekisteröityinä lähes kaikki pörssinoteeratut yhtiöt ja niiden omistajat. Samoin suomalaiset verotiedot tarjoavat tutkijoille ainutlaatuisen mahdollisuuden arvioida ihmisten käyttäytymistä.

Jan-Erik Fredriksson tutki pro gradu -työssään (2002) suomalaisten sijoitusten hajauttamista (ei-julkisten) verotietojen perusteella. Tutkimuskohteena olivat sijoitukset metsään, kiinteistöihin, asuntoihin, yksityisyrityksiin, ulkomaan kiinteistöihin, sijoitusrahastoihin ja maatalouteen. Fredrikssonin tulosten mukaan suomalaiset hajauttavat hyvin vähän eri omaisuusluokkien välillä, keskimääräinen säästöluokkien määrä per veronmaksaja oli 1.66. Omistus on keskittynyt vanhemmille ja parempituloisille. Finanssivarallisuuden määrä oli suurin pääkaupunkiseudulla, missä varallisuustaso on muutenkin korkein.

Karhunen ja Keloharju (2001) tutkivat suomalaisten osakeomistuksia tammikuusta 1995 kesäkuuhun 2000. Kesäkuussa 2000 kaikista suomalaisista 15 prosenttia omisti osakkeita. Vertailun vuoksi voidaan mainita, että Goldman Sachs on arvioinut, että Yhdysvalloissa lähes 50 prosenttia aikuisväestöstä omisti osakkeita vuonna 2000 (30 prosenttia vuonna 1990). Saksassa ja Ranskassa vastaavan luvun on arvioitu olevan 17 ja 20 prosenttia vuonna 2000 (6 ja 12 vuonna 1990).

54 prosenttia suomalaisista osakkeenomistajista oli miehiä ja 46 prosenttia naisia. Sijoitusomaisuudesta 65 prosenttia oli miehillä ja 35 prosenttia naisilla. Hajauttaminen on edelleen outo ilmiö suomalaisten osakkeenomistajien keskuudessa, joskin hajauttamistietoisuus on jonkin verran levinnyt aikaisempaan tutkimukseen verrattuna. 56 prosenttia suomalaisista omistaa vain yhden yhtiön osakkeita ja 18 prosenttia kahden yhtiön osakkeita.

Grinblatt & Keloharju (2001) tutkivat puolestaan osakesijoittajien käyttäytymistä sen suhteen, miten kaukana yrityksen pääkonttori sijaitsee ja millä kielellä (Suomi/Ruotsi) yritys pääsääntöisesti kommunikoi. Tulokset Suomen markkinoilta osoittivat, että suomalaiset sijoittajat

preferoivat yritystä, joka on tuttu ja läheinen. Puhdas rahoitusteoria ei ota huomioon tällaisia seikkoja, koska se olettaa, ettei tällaisilla tekijöillä ole vaikutusta sijoittajien käyttäytymiseen.

Suomalaiset rahoitusmarkkinat toimivat siis selvästi paremmin ja erityisesti markkinaehtoisemmin kuin mihin 1980-luvun loppuun asti totutussa pankkikeskeisessä järjestelmässä oli tarvetta. Merkittävin muutos oli markkinoidemme avaaminen kansainväliselle kilpailulle, mutta lainsäädännön hienosäätöä on tapahtunut koko 90-luvun ajan ja tapahtuu edelleen. Tällä hetkellä lainsäädäntöhankkeita ajavat erityisesti eurooppalaiset yhtenäistämiskaavat. Formaalin lainsäädännön lisäksi markkinoiden muutos on edellyttänyt ajatustapojen muutosta sekä yrityksiltä että sijoittajilta.

Markkinoiden perusrakenteen muuttumisen jälkeenkin meillä Suomessa on tunnustettava, että suomalaisilla markkinoilla on paljon kehittämisen varaa. Keskeinen ongelma on pörssin toimimattomuus, mikä peittyi Nokian suuren volyymin alle. Pienten ja keskisuurten yritysten likviditeetti on olematonta, mikä heijastuu pääomasijoittajiin asti, sillä he eivät voi suunnitella omistamiensa yritysten tulevaisuutta pörssilistautumisen varaan. Pörssistä puuttuu aktiivisia sijoittajia. Suomen talouden sydämessä on siis rytmihäiriöitä, mutta miten pörssikuntomme pärjää kansainvälisessä kilpailussa?

# 4. OMISTAMISEN RAKENTEET JA TRENDIT MAAILMALLA

## 4.1 ENGLANTILAINEN JA RUOTSALAINEN TAPA SUHTAUTUA ULKOMAISEEN OMISTUKSEEN

Eri maissa omistamiseen ja erityisesti sen kansallisuuteen suhtaudutaan kovasti eri tavoin. Englannissa ulkomaista omistusta ei pidetä erityisenä kysymyksenä, jota kannattaisi liikaa pohtia. Vaikka muutamissa tapauksissa on esitetty huolta tunnetun englantilaisen yrityksen siirtymisestä ulkomaalaiseen omistukseen, ulkomaista pääomaa toivotaan pääsääntöisesti lisää.<sup>8</sup> Britannian historia 1800-luvulta ensimmäiseen maailmansotaan oli aikaa, jolloin se oli valtava nettosijoittaja ulkomaille, mm. Intiaan, Pohjois-Amerikkaan ja Latalaiseen Amerikkaan. Tuolloin ulkomaille sijoittaminen oli hyvin yleistä, joskin julkisuudessa esiintyi kritiikkiäkin sitä kohtaan, että ulkomaille sijoitettu pääoma ei palvele brittiläisiä yrityksiä.

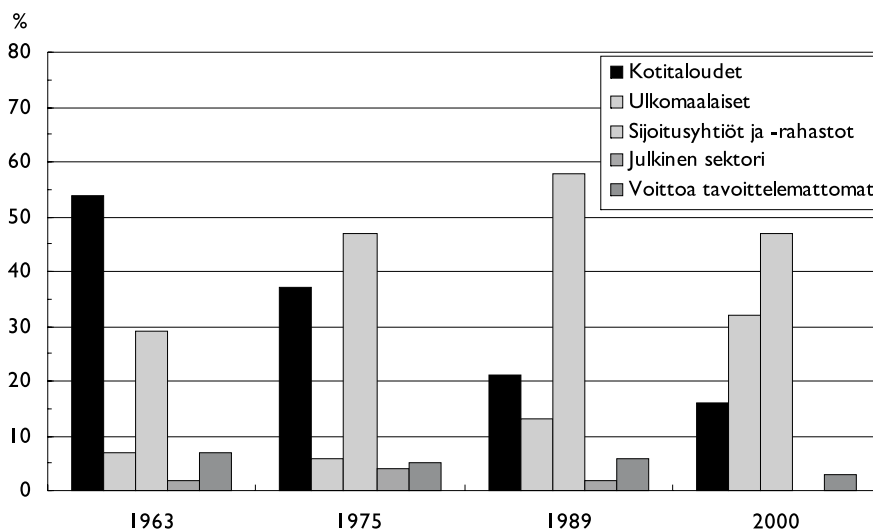
Toisen maailmansodan jälkeen otettiin käyttöön valuuttarajoitukset, jotka purettiin vasta vuonna 1979. Tuolloin erityisesti työväenpuolue edusti kantaa, että sijoitukset tulisi suunnata ensisijaisesti kotimaahan. Tämän lisäksi ulkomaalaiset ovat sijoittaneet huomattavia pääomia Englantiin. Kotimaisten sijoitusten mahdollisista hyödyistä on tehty useita tutkimuksia, jotka eivät ole pystyneet antamaan selvää vastausta siihen, onko ulkomaille sijoittaminen haitallista vai hyödyllistä oman maan taloudelle. Ja vastaavasti epäselväksi jää lopullinen vastaus kysymykseen, ovatko ulkomaiset sijoitukset haitallisia vai hyödyllisiä. Kuten Capie et al. (2004) artikkelissa kirjoitetaan, että 'jos kysymykseen olisi yksinkertainen vastaus olemassa, asia olisi ratkaistu jo kauan sitten'. Yleiskuva ulkomaisista sijoituksista Britanniaan on ollut, että niiden merkitys on vähäinen, mutta positiivinen.

Yksityishenkilöiden osuus Englannin pörssiyhtiöiden omistuksesta on laskenut yli 50 prosentista alle viidennekseen. Institutionaalisten ja ulkomaalaisten sijoittajien rooli on merkittävästi kasvanut. Mielenkiintoista on havaita, että kehitys on ollut hyvin samansuuntainen kuin Yhdysvalloissa, jossa kotitalouksien omistusosuus laski 90 prosentista 40 prosenttiin vuosina 1950–2000.

Ruotsissa pörssiyritysten omistusrakenne ja keskustelu aiheesta on tyystin erilainen kuin Englannissa. Keskeinen leimaava piirre on suurtenkin yritysten omistuksen keskittyminen muutamalle omistajalle. Tärkeimpänä omistajana ovat Wallenbergit, joilla vuonna 1998 oli määräysvalta 42 prosentissa Tukholman Pörssin markkina-arvosta (14 yrityksessä) siitä huolimatta, että he omistivat vain noin prosentin pörssin osakkeista. Toinen valtakeskittymä on Handelsbankenilla (Industrivärden), joka samaan aikaan käytti valtaa 12 prosentissa Tukholman Pörssin markkina-arvosta (11 yrityksessä).

Toisen maailmansodan jälkeen ruotsalaisyritysten omistajat olivat lähinnä ruotsalaisia kotitalouksia, joiden osuus koko pörssin omistuksesta oli lähes 80 prosenttia.<sup>9</sup> Osakkeenomistajien lukumäärä ei kuitenkaan

**Kuvio 10. Lontoon Pörssin omistajarakenteen kehitys vuodesta 1963–2000<sup>10</sup>**



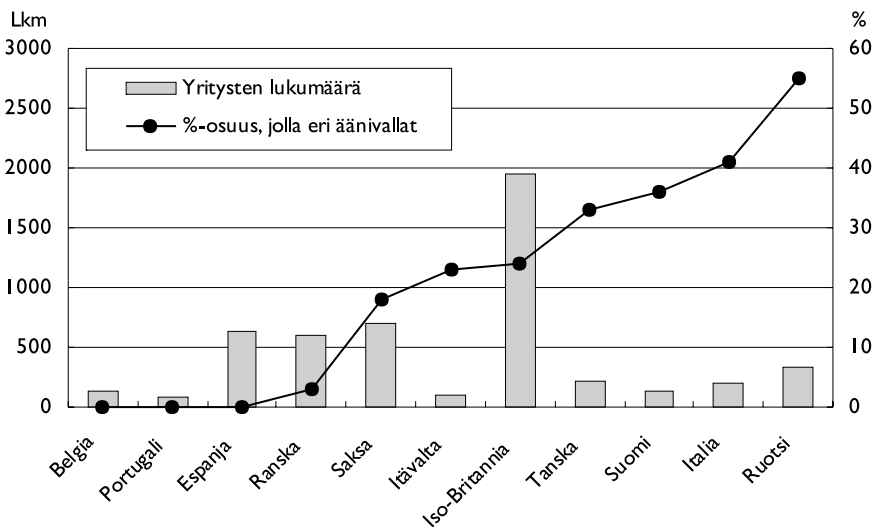
Lähde: FESE, 2002.



ollut suuri, sillä omistus oli keskittynyt muutamalle perheelle ja omistusr ryhmälle, jotka pitivät valtaa yrityksissä, vaikka eivät omistaneetkaan niiden kaikkia osakkeita. Tämä on mahdollista eri äänilajisilla osakkeilla, ristiinomistuksien kautta ja ns. pyramidijärjestelyin. Esimerkiksi vuonna 1945 vain 6–7 prosenttia osakkeenomistajista kontrolloi 65–70 prosenttia yritysten markkina-arvosta. Äänivaltaerot eivät ole pelkästään ruotsalainen ilmiö, mutta ne ovat siellä keskimääräistä yleisempiä. Samoin ilmiö on Pohjoismaissa yleisempi kuin muualla Euroopassa.

1990-luvulle tultaessa kotitalouksien osuus pörssin omistuksesta oli laskenut 20 prosenttiin, kun institutionaalisen omistuksen osuus oli kasvanut yli 70 prosentin. Henrekson & Jakobson (2004) näkevät omistusrakenteen muutoksen taustalla vuoteen 1985 asti vallalla olleen vision sosialistisesta talousjärjestelmästä, jossa yksityishenkilöiden varallisuuden kertymistä ei kannustettu, riippuvuutta ulkomaisesta pääomasta vältettiin ja ruotsalaisen institutionaalisen omistuksen katsottiin olevan hyvä asia. Yksi pitkäaikaisen valtionvarainministeri Ernst Wingforsin (1925–1926 ja 1932–1949) visio oli, että ennen pitkää suuret teolliset yritykset muunnetaan sosiaalisiksi yrityksiksi, jotka eivät tarvitse omis-

**Kuvio 11. Eri äänivaltaisten osakesarjojen osuus kaikista pörssiyrityksistä eri Euroopan pörseissä**



Lähde: Söderström et al., 2003.

tajia. Sosialisointi onnistuu helpommin, kun omistajia on rajallinen määrä.

Suhtautuminen omistukseen muuttui 1980-luvun puolivälissä, jolloin sosialistisesta näkökulmasta omistukseen luovuttiin ja ulkomaalaisomistus sallittiin.<sup>11</sup> Yhä edelleen äänivallan halutaan kuitenkin pysyvän ruotsalaisissa käsissä ja yksityistä osakkeenomistusta ei kannusteta verotuksellisesti. Henrekson & Jakobson (2004) arvioivat, että korkealla osakeomistuksen varallisuusverolla, osinkojen verottamisella ja perintöverolla aikaan saadaan vaikutus, että osakeomistus ei kiinnosta kotitalouksia. Vuonna 1992 listayrityksistä 87 prosentilla oli kaksi eri äänilajista osakesarjaa, mikä jatkoi omistuksen ja äänivallan välistä eroa. Tärkein yritysten kontrollimekanismi oli kuitenkin verotuetut sijoitusyhtiöt, joiden pyramidimaisella rakenteella muutamat omistajatahot käyttivät valtaa useimmissa pörssiyrityksissä. Yksityisen suoran osakeomistuksen ollessa verotuksellisesti raskasta, moni yrittäjä myi yrityksensä sijoitusyhtiölle tai teolliselle ostajalle ja muutti ulkomaille.<sup>12</sup>

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen 1980-luvulla olisi tarjonnut uuden mahdollisuuden markkinaehtoistumiselle, mutta reaktiona silloiseen yrityskauppabuumiin nähtiin ristiinomistusten lisääntyminen. Pörssin ulkomaalaisomistus kasvoi 1990-luvun lopulla 40 prosenttiin ja monia ruotsalaisia yrityksiä myytiin kokonaisina osaksi ulkomaalaista suurempaa ostajaa. Tukholman Pörssin jäljelle jääneissä yrityksissä omistus oli kuitenkin entistäkin keskittyneempää. 2000-luvun vaihteessa pörssiin tuli useita uusia yrityksiä, joista seitsemän kymmenestä oli jonkin perheen tai yksityishenkilön omistama. Tälle taholle jäi äänivaltaisemman osakesarjan avulla keskimäärin 69 prosenttia yrityksen äänistä senkin jälkeen, kun yritys oli toteuttanut listautumisannin.

Tässä on yksi etu, mikä eri äänivaltaisilla osakesarjoilla on: omistaja voi listauttaa yrityksen ilman, että sen täytyy luopua äänivallasta. Julkinen noteeraus tarkoittaa kuitenkin sitä, että yritys jossain vaiheessa tulee aidosti julkisesti omistetuksi, minkä vuoksi pitkään jatkuva ero äänivallan ja omistuksen välillä aiheuttaa ongelmia. Suomessa voidaan sanoa, että Koneen osakkeenomistajat ovat todennäköisesti tyytyväisiä omistuksensa kehitykseen, vaikka Herlinit edelleen käyttävät äänivaltaa yrityksessä. Kun yrityksellä menee hyvin ja pääomistaja osoittaa systemaattista liikemiesvaistoa, 'tapettipapereiden' omistajatkin vaurastuvat. Omis-

tuksen ja äänivallan erottamiseen liittyy kuitenkin myös potentiaalisia ongelmia:<sup>13</sup>

- Äänivaltaa omistavalla on houkutus käyttää asemaansa väärin muiden osakkeenomistajien kustannuksella.
- Yritysten kasvu voi rajoittua, mikäli pääomistajan mahdollisuudet sijoittaa yritykseen uutta pääomaa ovat rajalliset ja pääomistaja ei halua järjestää osakeantia ja sen jälkeen menettää äänivaltaansa.
- Pääomistajan varallisuuden ollessa keskittynyt tähän yritykseen hän voi todennäköisemmin käyttäytyä riskiä karttavasti ja investoida lähinnä perinteisille, jopa laskeville toimialoille.
- Jos pääomistajana toimii pankki, se voi painottaa toimissaan yrityksen asemaa velallisenä eikä niinkään osakkeenomistajien arvoa maksimoivana.

Eri äänilajiset osakesarjat ovat erityisesti ruotsalainen ilmiö, mutta niitä käytetään muuallakin Euroopassa. Söderström et al. (2003) eivät pidä eri äänilajisia osakesarjoja täysin pois suljettuina vaihtoehtoina, mutta katsovat niiden edustavan tyyppillistä eurooppalaista tapaa erotella omistus ja valta yrityksessä. Markkinaehtoisessa amerikkalaisessa järjestelmässä omistukseen suhtaudutaan kauppakohtena, joka toimii dollari- ja-ääni -periaatteella. Markkinaehtoisessa järjestelmässä pienosakkeenomistajien asema on selvästi suojeltu, minkä vuoksi suurikaan osakkeenomistaja ei pysty käyttämään yritystä erityisesti omaksi hyväkseen. Tämän vuoksi suurtenkaan sijoittajien ei mitenkään erityisesti kannata hankkiutua äänivaltaa käyttäviksi omistajiksi yrityksissä, vaan heidän pikemminkin kannattaa hajauttaa omistuksensa. Kun yrityksessä ei ole selvää äänivaltaa käyttävää yksittäistä omistajaa, yritysjohton asema päätöksenteossa korostuu.

Rahoitusteorian mukaan omistajien kannattaa aina hajauttaa omistuksensa, sillä hajauttaminen tarjoaa ainoan ilmaisen lounaan markkinoilla. Omistuksen hajautuessa ja institutionalisoituessa yritysjohton asema korostuu, sillä yrityksellä ei enää ole omistavaa 'isäntää', joka näyttäisi johdolle kehityksen suunnan. Jotta yritysjohto muistaa kiinnostua samasta asiasta kuin omistajat eli yrityksen markkina-arvon nostamisesta, johtoa kompensoidaan optioilla. Markkinat kontrolloivat yritystä jatkuvasti, ja johdon luottamuksen mentyä johto vaihdetaan. Mahdollista

on, että yrityksen omistuskin vaihtuu. Näin on erityisesti tilanteessa, jossa yritys on menestynyt heikosti. Tällaisessa tapauksessa markkinaehtoisen järjestelmän ratkaisu on yritysvaltaus (hostile takeover), jossa yrityksen omistus (ja hyvin todennäköisesti myös johto) vaihtuu. Yritysvaltausten tulisi olla tehtävissä ilman erityisiä kitkatekijöitä kuten äänivaltaeroja, omistusten pyramidirakenteita tai ristiinomistusta.

Ruotsissa nämä kaikki ovat käytössä, mitä Söderström et al. (2003) ja erityisesti Henrekson & Jakobson (2004) pitävät ongelmallisena asiana. He katsovat, että ruotsalainen omistuksen malli on tullut tiensä päähän. Äänivaltaerot aiheuttavat sen, että yritysten yksiaanisista osakkeista ei aina makseta kunnollista hintaa, minkä tuloksena yritysten ei kannata järjestää osakeanteja.<sup>14</sup> Tämä puolestaan estää yrityksiä kasvamasta. Ennen pitkää ylisuurista äänivaltaeroista on pakko luopua,<sup>15</sup> jolloin on mielenkiintoista nähdä, kuka ottaa yrityksissä vallan. Yksi todennäköinen vaihtoehto on, että suuriksi omistajiksi nousseet ammattiyhdistysliikevetoiset eläkerahastot ottavat vallan yrityksissä. Mikäli näin tapahtuu, voidaan todeta alkuperäisen sosialistisen talousjärjestelmän olevan Ruotsissa totta.

## **4.2 OMISTUSRAKENTEIDEN KEHITTYMINEN MAAILMALLA**

Yrityksen omistusrakenteeseen vaikuttaa ainakin kolme tärkeää seikkaa. Yrityksen koolla on selvä vaikutus, sillä tietyillä toimialoilla ratkaisevassa asemassa ovat skaalaeudut, jotka suosivat suuria yrityksiä. Tällainen ala on esimerkiksi metsäteollisuus. Mitä suurempi yrityksen optimaalinen koko on, sitä paremmat ovat yrityksen saatavilla olevat pääomaresurssit. Mitä suurempi on yrityksen markkina-arvo, sitä hajautuneempi yrityksen omistusrakenne yleensä on. Hajautunut omistusrakenne korreloi hyvän likviditeetin kanssa, mikä osaltaan johtaa tilanteeseen, että suurten yritysten osakkeista maksetaan markkinoilla korkeampi hinta kuin pienten yritysten osakkeista.

Toinen omistusrakenteeseen vaikuttava tekijä on omistukseen liittyvä valta. Merkittävää valtaa yrityksessä käyttävä omistaja pystyy valvomaan toimivaa johtoa tehokkaasti ja ohjaamaan yrityksen toimintaa

niin, että se hyödyttää erityisesti pääomistajaa. Perheyrytyksessä, jossa toimiva johto edustaa perhettä, vallan käyttäminen on luonnollisesti kaikkein helpointa eikä omistajien tarvitse olla huolissaan siitä, että johtajiston intressit olisivat jotenkin erilaiset omistajien intresseihin verrattuna.

Kolmas omistusrakenteisiin vaikuttava seikka on markkinoiden regulaatio. La Porta et al. (1999) on yksi yleisesti referoiduista artikkeleista tällä alueella. Heidän mukaansa markkinalähtöisissä maissa kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa lainsäädännön voimakas pienosakkeenomistajien suojaaminen on johtanut hajautuneeseen omistukseen. Vastaavasti pankkikeskeisissä järjestelmissä kuten esimerkiksi Japanissa ja Saksassa omistus on usein keskittynyttä.

Mitenkään yksiselitteisesti ei voida sanoa, onko laaja omistus pohja parempi yritykselle kuin keskittynyt omistajarakenne.<sup>16</sup> Molempiin ääripäihin liittyy sekä hyviä että huonoja puolia. Mitkä seikat ovat yrityksen kannalta tärkeitä, riippuu puolestaan yrityksen toimialasta ja markkinaympäristöstä. Taulukossa 3 on listattu tärkeimpiä eroja omistusrakenteeltaan ja julkisen noteerauksen osalta eroavien yritysten välillä.

Agenttikustannuksilla tarkoitetaan mahdollisia kustannuksia, jotka aiheutuvat erilaisista tavoitteista yrityksen tärkeimpien sidosryhmien välillä. Tyypillinen ristiriita on yrityksen johdon ja omistajien tavoitteiden

### **Taulukko 3. Erilaiset omistajarakenteet ja niiden vaikutus yrityksen toimintaan**

|                                                        | Yksityinen perheyryitys | Keskittynyt omistus, julkinen kaupankäynti | Hajautettu omistus, julkinen kaupankäynti |
|--------------------------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Informaation epäsymmetria johdon ja omistajien välillä | Pieni                   | Mahdollisesti suuri                        | Suuri                                     |
| Pääsy tehokkaille työmarkkinoille                      | Rajattu                 | Mahdollisesti rajattu                      | Rajaton                                   |
| Pääsy tehokkaille pääomamarkkinoille                   | Rajattu                 | Mahdollisesti rajattu                      | Rajaton                                   |

välillä. Omistajien on helppo rakentaa hajautettu osakesalkku, jossa yksittäisiltä sijoituskohteilta odotetaan riskinottoa. Osakkeenomistajat tyypillisesti hajauttavat omistuksensa useiden yritysten osakkeisiin, jolloin yhden yrityksen kaatuminen ei tarkoita katastrofia sijoittajan kannalta. Johdolla sen sijaan on kaikki munat yhdessä korissa, sillä johto voi olla töissä vain yhdessä yrityksessä kerrallaan. Rationaalisesti toimiva johtaja on siis selvästi riskinottoa karttavampi kuin omistaja, mikäli johdon palkkaus ei perustu yrityksen osakkeen markkina-arvon kehitykseen. Perheyhtiöissä, joissa johtajisto on osa perhettä, ristiriitaa ei luonnollisesti ole.

Yrityksen johto tietää yrityksen tilan parhaiten, koska sillä on vastuu käytännön liiketoiminnasta. Julkisesti noteeratuissa yrityksissä tiedottaminen tapahtuu määräämättömästi ja kaikille omistajille kuin myös muille sidostyhmille tasaveroisesti. Mikäli johdolla ei (tiedostaen tai tiedostamatta) ole intressiä ottaa liiketoiminnassa riskejä, sillä on mahdollisuus tehdä päätöksiä, jotka hyödyttävät sitä itseään enemmän kuin yrityksen omistajia. Ruotsissa Söderström et al. (2003) ovat kiinnittäneet huomiota siihen, että yritysjohton optioita ei verosyistä johtuen juuri käytetä Ruotsissa, vaikka niillä parhaiten saadaan johdon tavoitteet yhteneviksi omistajien kanssa.<sup>17</sup> He ehdottavat optio-ohjelmien selvästi aktiivisempaa käyttämistä agenttikustannusten pienentämiseksi.

Talousteoria ymmärtää informaation epäsymmetrian ulkopuolisen johdon ja omistajien intressien välillä, mutta käytännössä perheyrietykset eroavat institutionaalisten portfoliosijoittajien omistamista yrityksistä myös muilta osin. Perheyrietyksen omistajilla on kasvot, jotka työntekijät ja muut sidosryhmät tuntevat. Vastuullinen omistaja tuntee vastuunsa sidosryhmistä myös huonoina aikoina, mikä todennäköisesti pienentää riskipreemiota, minkä sidosryhmät yritykseltä vaativat. Yksi perheyhtiön kilpailueduista voikin olla omistuksen kasvullisuus, mikä yhdistettynä hyvään liikemiestaitoon on mahdollistanut useiden perheyrietysten menestyksellisen kasvun. Talouselämän 500 suurimman yrityksen listalla kiitettävän arvosanan vuonna 2003 sai 163 yritystä, joista 47 oli perheyrietyksiä.<sup>18</sup>

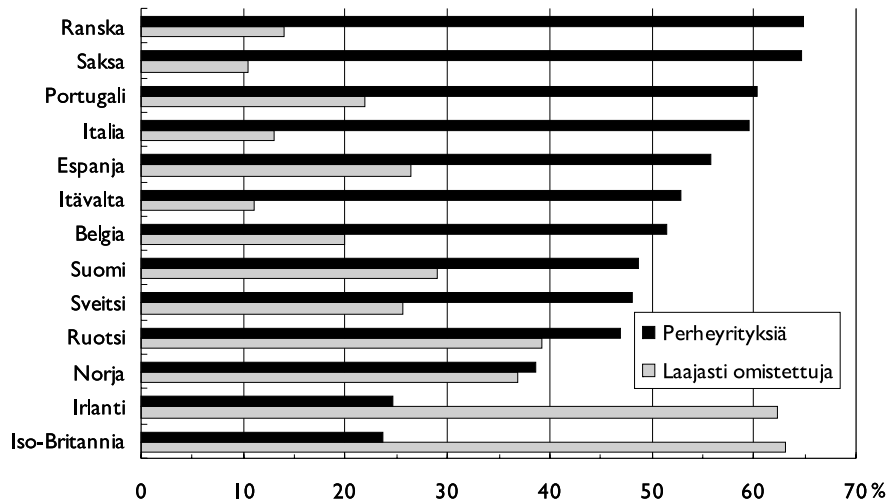
Vastuullisen kasvullisen omistuksen käänköpuoli on se, että perheomistaja saattaa ajautua pitkittämään vaadittavia kipeitä rakennemuutoksia ja leikkauksia ulkopuolisten sidosryhmien painostuksesta. Mikäli perheyrittäjä toimii liian epäitsekästästi, lopputuloksena voi hyvin olla tilanne,

jossa sekä omistaja että muut sidosryhmät menettävät kilpailukykyänsä ja kaikki osapuolet häviävät.

Julkisesti noteerattu yritys hyötyy siitä, että sillä on mahdollisuus muokata pääomarakennettaan ja taseensa kokoa vapaasti. Perheyriitykselle osakeannin järjestäminen on vaikeaa, mikäli omistavan perheen tai suvun varallisuudesta suuri osa on jo yrityksen osakkeissa. Perheyriityksellä voi myös olla potentiaalinen vaara altistua ns. 'incompetent son' -ongelmaan; mikäli perheenjäsenet pääsisivät automaattisesti suvun yrityksen johtopaikoille, heitä ei valita välttämättä kykyjensä perusteella.

La Porta et al.:n (1999) tutkimuksen mukaan Länsi-Euroopassa, Aasiassa ja Latinalaisessa Amerikassa valtaosa julkisestikin noteeratuista yrityksistä on sellaisia, että yksi perhe käyttää niissä äänivaltaa.<sup>19</sup> 69 prosentissa näistä yrityksistä perheen jäsenet ovat mukana myös yrityksen johdossa. Tässä kohdin eri maiden välillä on tosin suuria eroja. Erityisesti Yhdysvalloissa yrityksen perustajat yleensä valitsevat ulkopuolisen palkkajohtajan melko aikaisessa vaiheessa toisin kuin mikä on tilanne esimerkiksi Länsi-Euroopassa. Tätä on selitetty kulttuurierojen lisäksi

**Kuvio 12. Perheyriitykseksi määriteltyjen ja laajasti omistettujen yritysten osuus Euroopassa**



Lähde: Faccio & Lang, 2002.

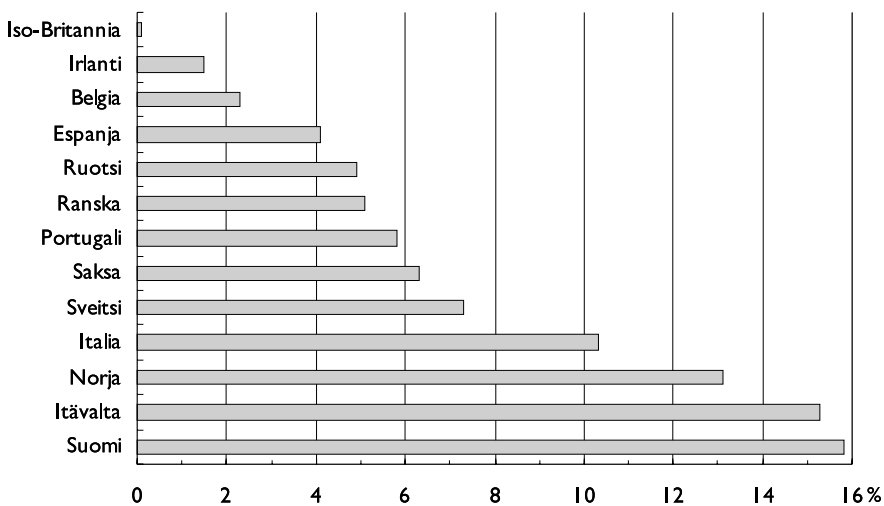
sillä, että Yhdysvalloissa sijoittajansuoja on riittävän hyvä ja johdon pal-  
 kitemekanismit niin kehittyneitä, että omistajan ja johdon väliset  
 intressiristiriidat ovat mahdollisimman pieniä eikä omistajan tarvitse  
 itse olla johtamassa yritystä.

Kuten edellä mainittiin, yksiselitteisesti ei voida sanoa, että laaja omis-  
 tuspohja olisi parempi tai huonompi kuin keskittynyt omistajarakenne  
 yrityksen kehittämisen kannalta. Se kuitenkin tiedetään, että hajautunut  
 omistusrakenne on yleisempi markkinaehtoisissa järjestelmissä. Hajau-  
 tunut omistus mahdollistaa suuremman riskinoton ja investoinnit inno-  
 vaatioihin, kun osakemarkkinoita voidaan helposti käyttää kasvun ra-  
 hoitukseen.

### Valtio omistajana

Yksityisistä yrityksistä voidaan vielä erikseen erotella valtionyhtiöt, joi-  
 ta Suomessakin on useita listattuna, Faccio & Langin tutkimuksen mu-  
 kaan enemmän kuin muissa länsimaissa (15.8 prosenttia).

**Kuvio 13. Valtionyhtiöiden osuus kaikista pörssiyrityksistä**



Lähde: Faccio & Lang, 2002.



Kansantaloustieteen valtakunnallisen jatkokoulutusohjelman johtaja Mikko Leppämäki käsitteli Kansantaloudellisessa Aikakauskirjassa julkaistussa kirjoituksessaan<sup>20</sup> valtion roolia yritysten omistajana. Hän katsoo, että valtion rooliin omistajana vaikuttaa keskeisimmin sen kykeneväisyys sitoutua omiin päätöksiinsä. Tämä johtuu siitä, että omistajien valtaa käyttävä taho vaihtuu yleensä neljän vuoden välein. Yksityisessäkin omistuksessa olevissa yrityksissä omistus voi vaihtua, mutta näiden yritysten omistajien käyttäytyminen on ennakoimattomissa tilanteissa symmetristä, kun taas valtio-omistajalla on yleensä muitakin tavoitteita kuin yrityksen kannattavuus.

Leppämäki viittaa julkiseen keskusteluun, kun yksityinen yritys on päättänyt sulkea Suomessa sijaitsevan huonosti kannattavan tehtaan. Joskus esitetään näkemyksiä, joiden mukaan tuotanto olisi jatkunut, jos omistajana olisi ollut valtio tai jopa niin, että valtion pitäisi ottaa huonosti kannattavaa liiketoimintaa hoidettavakseen. Tällaisen argumentaation ainoa lopputulos on, että valtion velvoitteena on harjoittaa kannattamatonta liiketoimintaa, mikä puolestaan ei voi pitkällä juoksulla olla kansantalouden etu. Leppämäen mukaan suomalainen omistajuus ja siten myös päätösvallan pysyminen Suomessa voidaan taata vain ja ainoastaan sillä, että valtio ja hallitus harjoittavat pitkäjänteistä ja ennakoitavaa elinkeino-, teollisuus-, ja veropolitiikkaa, että Suomeen kannattaa investoida ja suomalainen omistus sinänsä tulee houkuttelevaksi. Hänen mukaansa valtion tulisi suunnitelmallisesti luopua kaikesta suorasta omistuksesta aloilla, joilla sillä ei ole erityistä intressiä osallistua itse tuotantotoimintaan.

Ulkomaisissa tutkimuksissa on raportoitu valtion omistuksessa olevien yritysten olevan haastavassa tilanteessa omistajastaan johtuen. Gylfason, Herbertsson & Zoega (2002) tutkivat valtioyhtiöiden roolia kansantalouksien kasvussa erityisesti kehittyvissä maissa. Tulosten mukaan valtioyhtiöiden suuri osuus BKT:stä ja työvoimasta johtaa hitaampaan talouskasvuun.

Suomessa valtiolla on osakeomistuksia noin 50:ssä merkittävässä yhtiössä, joista 10 on pörssilistattuja. Valtion osakesalkun arvo pörssi-yhtiöissä oli 13.1 miljardia euroa vuoden 2003 lopussa. Yhtiöomistusten hallinnointi jakautuu yhdeksän ministeriön kesken. Suomessa valtion omistajapolitiikasta on viime vuosina puhuttu paljon ja asiaa on kehitetty oikeaan suuntaan. Hallinnointiperiaatteiden kehittämistä huolimatta

valtionyhtiöiden arvostus P/E-luvulla mitattuna on pörssiyritysten keskiarvoa matalampi. Vuosina 1999–2003 valtionyhtiöiden tuottama taloudellinen lisäarvo (EVA, Economic Value Added) oli keskimäärin 2.2 prosenttia miinuksella, kun koko Helsingin Pörssin tuottama lisäarvo oli plus 1.3 prosenttia (Kauppa- ja teollisuusministeriö, 2004).

Valtion tulisi määrätietoisesti luopua portfolio-omistuksistaan yrityksissä, joista se muutenkin on luopumassa, jotta pörssiin saadaan lisää tarjontaa. Hyväksi avuksi yksityistämisissä on osoittautunut bonus-osakkeiden käyttö. Tuoreessa Helsingin kauppakorkeakoulussa tehdyssä tutkimuksessa (Keloharju, Knüpfer & Torstila, 2004) havaittiin, että bonus-osakkeiden ja alennusten käyttö on ollut yksityistämisanneissa maailmalla suhteellisen yleinen tapa. Näyttää siltä, että erityisesti bonus-osakkeiden käyttö houkuttelee suuria omistajamääriä ja sitoo heidät pitkäksi aikaa yrityksen osakkeenomistajaksi.

## 4.3 PÖRSSIYRITYSTEN OMISTUKSEN KEHITTYMINEN SUOMESSA

Jotta ymmärtää yritysten omistusrakenteen keskittymisen vaikutuksia Suomessa, on hyödyllistä katsoa, millaisissa yrityksissä omistusrakenne on keskittynyt ja millaisissa hajautunut. Anssi Mattila (2002) tutki pro gradu -työssään Helsingin Pörssin omistusrakenteen kehittymistä vuo-

**Taulukko 4. Sellaisten yritysten osuus Helsingin Pörssissä, joiden omistusosuus on keskittynyt**

| Suurimman omistajan osuus | 1994   | 1998   | 2001   |
|---------------------------|--------|--------|--------|
| 10 % tai enemmän          | 88.5 % | 91.8 % | 85.4 % |
| 20 % tai enemmän          | 67.9 % | 74.5 % | 69.5 % |
| 25 % tai enemmän          | 61.5 % | 63.6 % | 62.3 % |
| yli 50 %                  | 37.2 % | 30.9 % | 31.1 % |
| Yritysten lkm             | 78     | 110    | 155    |

Lähde: Mattila, 2002.

sina 1994–2000. Hän tutki erityisesti ulkomaalaista omistusta, joka keskittyy suuriin likvideihin vientiyhtiöihin. Ulkomaisia sijoittajia alhainen osinkotuotto ei huoleta heidän ollessa kiinnostuneita erityisesti kasvuyhtiöistä.

Omistusrakenne Helsingin Pörssin yrityksissä on jonkin verran keskityneempi kuin mitä maailmalla yleensä. La Portan (1999) mukaan keskimäärin 36 prosenttia yrityksistä on sellaisia, että yksikään osakkeenomistaja ei omista yli 20 prosenttia osakkeista. Suomessa noin 70 prosenttia yrityksistä on sellaisia, että yksi osakkeenomistaja pitää hallussaan yli 20 prosenttia yrityksen osakkeista. Kolmannes yrityksistä on sellaisia, että niissä yksittäinen osakkeenomistaja (ryhmä) pitää hallussaan yli puolta yrityksen osakkeista eli hänellä on lähes täysi määräysvalta yritykseen. Kahdeksassa vuodessa omistusrakenteet eivät juurikaan ole muuttuneet.

Tarkempi analyysi osoittaa lisäksi, että omistusrakenteella on selvä yhteys yrityksen kokoon. Suurista (suurin 20 % luokka) yrityksistä neljänneksessä on valtio suurin osakkeenomistaja ja vastaavasti neljänneksen omistus on hajautunut eli kenelläkään yksittäisellä omistajalla ei ole kymmentä prosenttia osakkeista. Pienimmissä 20 prosentissa yrityksistä 70 prosenttia on sellaisia, että niissä yhdellä perheellä on suurin omistusosuus.

Vuonna 2001 Helsingin Pörssissä oli 47 sellaista yritystä, joissa yhdellä omistajalla oli yli puolet yrityksen osakkeista. Näistä yrityksistä puolet oli yhden perheen omistuksessa ja hieman yli kymmenen prosenttia ulkomaalaisomistuksessa. Kymmenen prosenttia keskitetysti omistetuista yrityksistä oli valtionyhtiöitä.

Omistuksen keskittyneisyys korreloi voimakkaasti yrityksen kaupankäyntivolyymin kanssa; mitä hajautuneemmin omistettu yritys, sitä suurempi on kaupankäyntivolyymi osakkeilla. Ilmiö on voimakas ja havaitaan jokaisena vuotena 1995–2001.

Aikaisemmin raportoitua Helsingin Pörssin heikkoa likviditeettiä ei tarvitse paljoa ihmetellä, kun katsoo pörssiyritysten omistusrakenteita. Kansainväliset yrityksemme ovat likvidejä mutta niin ovat niiden omistusrakenteetkin hajautuneita. Pienemmät yritykset jäävät epälikvideiksi kahdesta syystä; kysynnän ja tarjonnan puuttumisen vuoksi. Tarjontaa on vähän, sillä aidosti omistajalähtöisiä yrityksiä, jotka olisivat

valmiit altistumaan omistukselliselle kilpailulle, on Helsingin Pörssissä liian vähän, vaikka meillä ei käytetäkään eri äänivaltaisia osakesarjoja tai ristiinomistuksia niin paljon kuin esimerkiksi Ruotsissa.

Tarjonnan lisäksi ongelmia on kysyntäpuolella. Jos yritysten omistusrakenne on hyvin keskittynyt, yrityksen likviditeetti jää väkisinkin pieneksi. Tämän vuoksi vähänkään suuremmat sijoittajat eivät voi ostaa ja myydä näitä osakkeita. Esimerkiksi sijoitusrahaston salkunhoitaja joutuu väkisinkin kiinnittämään huomiota osakkeen likviditeettiin, koska rahasto on määritelmän mukaan avoin; rahastoon sijoittaneet voivat vapaasti sijoittaa lisää tai ottaa aikaisemmat sijoituksensa pois. Sijoitusrahaston toimintaperiaatteen vuoksi rahaston salkunhoitaja ei voi sitoutua pitkäaikaiseksi osakkeenomistajaksi joutuessaan varmistamaan, että kaikki sijoitukset ovat tarvittaessa likvidoitavissa eli myytävissä viivyttyä.

Sijoitusrahastot ovat viime vuosina kasvaneet meilläkin, tällä hetkellä Suomeen rekisteröidyissä rahastoissa on 25 miljardia euroa. Tästä määrästä noin kolmannes on osakemarkkinoille sijoitavissa rahastoissa. Osakerahastoista valtaosa on Suomen rajojen ulkopuolelle sijoitavia ja Suomeen sijoitavien rahastojen koko on vain noin kaksi miljardia euroa. Vaikka Suomeen sijoitavien osakerahastojen koko on niin pieni suhteessa koko pörssin 150 miljardin euron markkina-arvoon, rahastot esiintyvät monen pienen ja keskisuuren yrityksen suurimpien osakkeenomistajien listalla, yleensä eläkevakuutusyhtiön tai pääomistajana toimivan perheen jälkeen.

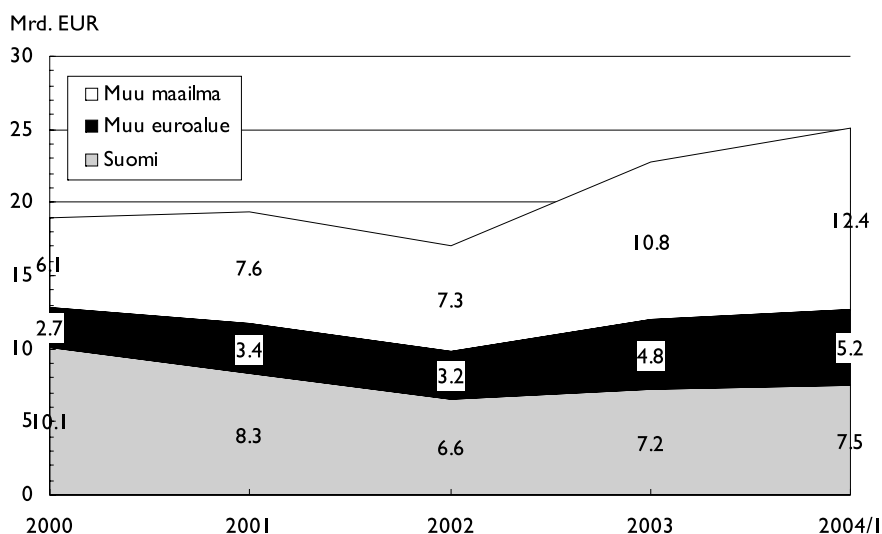
Lakisääteisiä työeläkkeitä sijoittavat instituutiot (yhtiöt, säätiöt ja kassat) ovat Suomessa merkittävin yksittäinen sijoittajaryhmä noin 85 miljardin euron sijoitusomaisuudellaan. Eläketurvan rakennetta kuvataan usein käsitteiden lakisääteinen, pakollinen ja vapaaehtoinen sijasta pilarilla. Ensimmäisellä pilarilla tarkoitetaan lakisääteistä eläketurvaa, toinen pilari koostuu lähinnä työnantajan vapaaehtoisesti järjestämistä lisäeläkkeistä ja kolmas pilari on täysin yksilöllisesti hankittua lisäeläketurvaa. Vapaaehtoista lisäeläketurvaa käytetään lähinnä eläkeiän alentamiseen ja eläketason kohottamiseen. Vapaaehtoisen työnantajakohtaisen lisäeläkkeen merkitys on järjestelmässämme vähäinen.

Lakisääteisten työeläkerahastojen sijoituksista keskimäärin 30 prosenttia on sijoitettu osakemarkkinoille. Osakesijoitusten määrä on kasvanut

neljässä vuodessa 19 miljardista eurosta 25 miljardiin euroon. Erityisesti ovat kasvaneet sijoitukset Suomen ulkopuolelle, itse asiassa suomalaisten omistusten määrä on vähentynyt 10 miljardista eurosta alle kahdeksaan miljardiin. Suomalaisten osakesijoitusten osuus on siis *vähentynyt paitsi suhteellisesti, myös absoluuttisesti*. Esimerkiksi vuonna 2003 TEL-yhteisöt myivät suomalaisia osakkeita nettona 144 miljoonalla eurolla ja ostivat muun euro-alueen osakkeita 780 miljoonalla eurolla. Vuotta aikaisemmin luvut olivat -200 miljoonaa ja +750 miljoonaa euroa. Euroalueen ulkopuolisia osakkeita ostettiin 1,2 ja 1,6 miljardilla eurolla.

Suomalaisista eläkeyhtiöistä Varma on vähentänyt suomalaisten osakkeiden osuuden koko osakesalkusta 76 prosentista 40 prosenttiin ja Ilmarinen vastaavasti 75 prosentista 47 prosenttiin vuodesta 1999 vuoteen 2002. Kuntien Eläkevakuutuksella oli enää alle neljännes osakkeistaan Suomessa vuoden 2002 lopussa. Ja tämän lisäksi eläkeyhteisöjen sijoitusjohtajat puhuvat edelleen siitä, että Suomi on liian kovassa ylipainossa.

**Kuvio 14. TEL-yhteisöjen osakesijoitukset alueittain vuosina 2000–2003**



Lähde: www.tela.fi.

Institutionaaliset eläkesijoittajat seuraavat portfolioteorian suosittamaa hajautusta, jossa sijoitussalkun kehitystä verrataan johonkin laajasti hajautettuun maailmanindeksiin. Kun Suomen paino maailman osake-markkinoiden kokonaispainossa on noin prosentin luokkaa, eläkevaroja sijoittavilla instituutioilla on paineita vähentää suomalaisten yritysten painoa salkuissaan. Tämä johtaa siihen, että monet eläkeinstituutiot tekevät kaikki uudet sijoituksensa ulkomaille.

On selvä asia, että pienien ja keskisuurten yritysten kohdalla kotimainen sijoittajapotentialiaali on kriittinen, mutta meikäläisittäin suurillakin yrityksillä yritysten arvostustaso voi suuresti vaihdella sen mukaan, mikä niiden kotimaa on. Tästä esimerkkinä voidaan mainita suomalaislähtöiset metsäyritykset, joiden arvostustaso on perinteisesti jonkin verran alhaisempi kuin niiden amerikkalaisten kilpailijoiden. Arvostusero jatkuu vuodesta toiseen siitä huolimatta, että UPM-Kymmene ja Stora Enso ovat kilpailijoitaan tehokkaampia ja pystyvät tekemään parempaa tulosta. Hinnoittelueron ainoaksi selittäväksi tekijäksi jää sijoittajapohjan erilaisuus. Suomalaisen yrityksen institutionaaliset omistajat joko myyvät nykyisiä suomalaisia omistuksiaan tai pitäytyvät ostamasta uusia osakkeita ja kotitaloudet pitävät rahansa pankkitileillä. Kotitalouksien eläkesäästöt menevät työeläkeyhtiöille edelleen ulkomaille sijoitettavaksi. Ei ole ihme, että suomalaisen metsäyrityksen likviditeetti jää heikoksi ja arvostustaso amerikkalaiseen kilpailijaan nähden alhaiseksi. Sama pätee muiden toimialojen suuriinkin yrityksiin, ainoana poikkeuksena tästä voidaan mainita Nokia.

Tärkeää on tiedostaa sekin seikka, että eläkevarallisuus kasvaa vielä useiden vuosien ajan kun nykyiset työelämässä olevat ikäluokat säästävät tulevia eläkkeitä varten. Viidennes eläkemaksuista menee tällä hetkellä oikeasti säästöön, mikä tarkoittaa miljardien eurojen kasvua eläkeinstituutioissa vuosittain. Suomen lisäksi sama ilmiö on käynnissä muualla Euroopassa. Yhden ennusteen mukaan eläkevaroilla Euroopassa hallittaisiin yli puolta eurooppalaisten yritysten osakekannasta vuonna 2030.<sup>21</sup>

Eläkesijoittajat toimivat loogisesti hajauttaessaan sijoitussalkkuaan ulkomaille, vaikka ne sitten ostaisivatkin suhteessa kalliimpia yritysten osakkeita.<sup>22</sup> On kuitenkin esitetty, että suomalaisilla työeläkevaroilla ostettaisiin suomalaiset yritykset, millä pystyttäisiin turvaamaan työpaikkojen pysyminen Suomessa.<sup>23</sup> Työntekijöiden sekaantuminen

yritysten omistukseen liittyviin päätöksiin voisi johtaa tilanteeseen, jossa lyhyellä aikavälillä turvattaisiin työpaikkojen pysyminen Suomessa mutta pidemmällä aikavälillä saatettaisiin yritykset kilpailukyvyttö-  
miksi. Sellaisen kehityksen tuloksena menetettäisiin paitsi suomalaiset työpaikat myös suomalainen eläkevarallisuus.

Näin lyhytnäköisiä puheenvuoroja ei onneksi kuulla usein, mutta on hyvä muistaa eläkevarojen olevan työntekijöiden säästöjä tulevia eläkkeitä varten. Eläkevarojen keskittyminen muutaman yhtiön sijoitettavaksi yhdistettynä säästöjen kasvuun johtaa tilanteeseen, joka on sukua Ruotsin tilanteelle. Vaikka meillä ei ajateltaisikaan keskitetyn omistuksen konfiskoimista, johtaa omistuksen keskittyminen suurille instituutioille tilanteeseen, jossa pienten ja keskisuurten yritysten oman pääoman ehtoinen rahoituksen hankkiminen vaikeutuu.

Työeläkejärjestelmämme on yksi keskeinen syy sille, miksi suomalaiset sijoittavat niin vähän suoraan osakemarkkinoille. Amerikkalainen säästää kurinalaisesti ja tavoitteellisesti koulutusta, terveydenhoitoa ja eläkettä varten. Säästäessään hän toimii aktiivisesti markkinoilla joko suoraan sijoittajana tai rahoituksen välittäjiä (sijoitusrahastot, vakuutusyhtiöt, pankit) käyttäen. Lopputuloksena yritysten omistus on hajautunut useiden instituutioiden ja yksityishenkilöiden kesken, mikä selittää korkean likviditeetin.

Suomalainen hyvinvointiyhteiskunta tarjoaa terveydenhoidon ja koulutuksen yhteiskunnan kustannuksella, joten niitä varten ei tarvitse säästää. Keskitetty lakisääteinen työeläkejärjestelmämme on johtanut tilanteeseen, jossa suomalaiset eivät myöskään koe tarpeellisenä omaehtoisesti säästää eläkettä varten.<sup>24</sup> Lopputulos on se, että meillä suomalaisilla ei ole luontevaa pitkän aikavälin säästötavoitetta, mikä selittää suuret pääomat pankkitileillä. Kun ainoa säästämisen tavoite on säästää 'pahan päivän varalle', pankkitili tarjoaa siihen sopivan keinon. Kuvaavaa suomalaisten passiivisuudesta sijoitusmarkkinoilla on, että kulkuvälineiden osuus palkansaajakotitalouksien varallisuudesta on huomattavasti korkeammalla tasolla kuin arvopaperiomistukset (Böckerman, 2004).

Hyytinen & Pajarinen (2003) vetävät yhteen laajan tutkimushankkeensa ja toteavat, että tarkasteltaessa jo olemassa olevien ja potentiaalisten teknologia- ja kasvuyritysten elinkaaren näkökulmasta ulkopuolista oman pääoman ehtoista rahoitusta kanavoivia markkinoita voidaan

todeta, että ne muodostavat Suomessa 'harmaan alueen'. Markkinat eivät välttämättä kokonaisuutena toimi parhaalla mahdollisella tavalla, jonka vuoksi niitä voidaan pitää katvealueena suomalaisessa yritysrahoitusympäristössä. Heidän kanssaan on helppo olla samaa mieltä ja johtopäätöksiinsä voi vielä lisätä, että markkinoiden toimimattomuus johtuu ensisijaisesti markkinaosapuolien vähyydestä ja passiivisuudesta.

Tämä on keskeinen haaste suomalaisten rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta. Rahoitusmarkkinamme ovat markkinaehtoistuneet lähes kaikilta osin. Markkinat on avattu ulkomaalaisille. Lainsäädännöllisesti on tehty merkittäviä muutoksia kirjanpitoon, arvopaperimarkkinoihin ja rahoittajien keskinäisiin suhteisiin liittyen. Viimeistään pankkikriisin tuloksena ristiinomistukset ovat purkautuneet. Yritykset ovat pääsääntöisesti hyväksyneet omistajalähtöisen johtamisen toimintansa lähtökohdaksi. Markkinoiden toimivuuden kannalta ongelmallista on, että markkinaehtoisen rahoitusjärjestelmän toimivuus hyvinvointiyhteiskunnassa näyttää törmäävän ongelmiin, kun markkinoilla ei ole perusteita sijoittamiskulttuurin kehittymiselle. Syntyy tilanne, jossa yritykset toimivat markkinaehtoisesti eteenpäin suunnaten, mutta niiden arvostus heijastaa taloushistoriaa. Looginen lopputulos on, että omistajarvoa tuottavat suomalaiset yritykset siirtyvät ulkomaiseen omistukseen. Tätä kehitystä usin verouudistus osaltaan vauhdittaa.

Suomalaisten markkinoiden harmaa alue on syytä kirkastaa. Jos haluamme lisätä likviditeettiä Suomen arvopaperimarkkinoille, sinne pitää saada uusia sijoittajia. Kotitalouksilla olisi mahdollisuuksia suoriin ja välillisiin sijoituksiin rahoitusmarkkinoille, jos niillä olisi siihen insentiivi. Esimerkiksi keväällä 2004 tyrmätty ns. Louekosken työryhmän esitys vapaaehtoisen eläkesäästämisen veroetujen laajentamisesta ja kilpailun lisäämisestä (Siva-laki) olisi ollut askel tähän suuntaan. Suorien osakesijoitusten mahdollistaminen osana vapaaehtoista eläkesäästämistä lisäisi suomalaista arvopaperisäästämistä ja laajentaisi yritysten suomalaista omistajakuntaa. Suomalaiset kotitaloudet olisivat markkinoiden toiminnan kannalta otollisin mahdollinen sijoittajajoukko, koska sen voi odottaa uusissakin sijoituksissa omaehtoisesti ylipainottavan nimenomaan tuttuja suomalaisia osakkeita.

Vielä tärkeämpi alue on TEL-järjestelmän uudistaminen. Ensinnäkin yrityksillä pitäisi olla nykyistä parempi mahdollisuus perustaa oma eläkesäätiö tai -kassa. Näin eläkevarojen sijoituspäätökset hajautuisivat ny-



kyistä enemmän. Luontevaa olisi myös, että työntekijät eli eläkesäästäjät pystyisivät itse vaikuttamaan siihen, miten varat sijoitetaan. Ruotsi tarjoaa tässä hyvän mallin Suomellekin. Eläkesäästäjän tulisi pystyä päättämään ainakin osittain eläkesäästöjensä allokatiosta esimerkiksi sijoitusrahastoihin. Tämä edellyttää eläkejärjestelmän rakenteen muuttamista siten, että etuuspohjaista (defined benefit) osuutta järjestelmässä pienennetään ja painopistettä siirretään kohti maksuperusteista (defined contribution) osuutta.<sup>25</sup> Lopputuloksena olisi sijoitustoiminnan osalta entistä hajautuneempi järjestelmä, mikä todennäköisesti myös lisäisi yritysten suomalaista omistajuutta.

# 5. SUOMEN RAHOITUSMARKKINOIDEN TULEVAISUUS

Suomi on korkean kustannustason maa, jossa toivo on asetettu koulutukseen ja korkean lisäarvon tuotantoon. Jos ja kun sellaisia uusia innovaatioita kehittäviä yrityksiä syntyy, Suomen kannalta ongelma on, että juuri nämä yritykset ovat sellaisia kohteita, joista kansainväliset yritykset ovat kiinnostuneita. Niillä on luonteva lisäarvo osana suurta kansainvälistä yritystä.

Suomalaisittain lohduton tulevaisuudenkuva on sellainen, jossa valtion kustannuksella koulutetut asiantuntijat kehittävät valtion rahoittamissa tutkimusprojekteissa innovaatioita, jotka kansainväliset teknologia- ja lääkealan yritykset käyvät sopivan tilaisuuden tullen ostamassa itselleen alihintaan. Lyhyellä aikavälillä yrityksillä menee hyvin, mutta vaikeuksien tullessa kasvaa riski siitä, että yritysten arvokkain osa siirretään jonnekin muualle.

Mutta onko meillä toisaalta muita vaihtoehtoja? Onneksi on.

Rahoitusmarkkinat eivät ole täydelliset, erityisesti pienten ja keski suurten yritysten kasvumahdollisuudet edellyttävät toimivia paikallisia rahoitusmarkkinoita. Ennen kasvua globaaliksi toimijaksi omalla alallaan yritys tarvitsee sekä vierasta että omaa pääomaa, jota pieni yritys saa paikallisilta markkinoilta. Paikallisilla rahoitusmarkkinoilla agenttikustannukset ovat pienemmät, ja yritys saa pääomaa edullisemmin kuin suurilta kansainvälisiltä markkinoilta. Portugalilaisen yrityksen omistaja keskittää yrityksensä ydintoiminnan kotimaahansa, vaikka Suomessa yrityksen toimintaympäristö olisi joiltakin osin edullisempi.

Huomattava on, että tämä ei tarkoita sitä, että yritykset saisivat pääomia liian edullisesti, mikä tuudittaisi ne ajattelemaan, että pääomista ei tarvitse kilpailla. Edullisesta pääomasta tulee kilpailla, ja kustannuksen keskeinen komponentti on informaation epäsymmetria yrityksen ja sen rahoittajien välillä. Paikallinen rahoittaja tuntee yrityksen riskit paremmin, minkä vuoksi se pystyy rahoittamaan yritystä pienemmällä ris-

kipreemiolla. Suomalaiset yritykset näyttävät sijoittavan suomalaiseen tuotantoon, samoin kuin portugalilainen sijoittaa sikäläiseen tuotantoon, vaikka se puhtaan rahoitusteorian mukaan ei olisikaan järkevää. Tämä on kuitenkin perusteltua niin kauan kuin maailma ei ole rahoitusteorian oletusten mukaisesti täydellinen.

Vieraan pääoman ehtoisen pankkirahoituksen saaminen ja hinta on Suomessa ollut hyvä johtuen pankkijärjestelmämme tehokkuudesta ja siitä, että kotitaloudet ovat valmiit pitämään kymmenien miljardien edestä säästöjä pankkitileillä. Oman pääoman ehtoinen rahoitus ei sen sijaan toimi riittävän hyvin.

Ei ole järkeä siinä, että pyrkisimme jotenkin suojelemaan suomalaisia yrityksiä kansainvälisiltä ostajilta. Kun rahoitusmarkkinat on avattu, ne ovat auki ja niiden tuleekin olla auki. Jotta suomalaiset yritykset eivät tule ostetuiksi alle torihintojen, vaihtoehtomme on huolehtia siitä, että yritysten arvostus on oikea. Oikealla arvostustasolla tässä tarkoitetaan sitä, että yritykset eivät ole liian kalliita mutta eivät liian halpojakaan. Toimivat paikalliset rahoitusmarkkinat mahdollistavat myös sen, että suomalainen yritys pystyy kasvamaan luontevasti ilman pääomamarkkinoiden vaatimia kvanttihyppyjä. Ilman toimivia pääomamarkkinoita yritykset joko jäävät pieniksi paikallisiksi toimijoiksi tai ajautuvat suuren yrityksen ostamiksi liian aikaisessa vaiheessa ja liian alhaisella arvostustasolla.

Koska kansainvälistymistä tapahtuu kahteen suuntaan, meidän kannattaa huolehtia siitä, että kotimaisten yritysten arvot ovat sellaisella tasolla, että yritykset pystyvät halutessaan ostamaan ulkomaisia yrityksiä omaan markkina-arvoonsa perustuen. Yrityksen markkina-arvo on kahdella tavalla tärkeä myös ostajan näkökulmasta. Ensinnäkin yritys voi maksaa ostettavan yrityksen osakkaille omilla osakkeillaan, ja toisaalta oikea arvostustaso mahdollistaa osakeannit ja sitä kautta oman pääoman lisäämisen. Jos yritysjohto kokee yrityksen markkina-arvon liian alhaiseksi, se ei halua myydä lisäosakkeita eikä käyttää mahdollisesti hallussaan olevia osakkeita osana kauppahintaa.

Pörssin markkina-arvo korreloi voimakkaasti likviditeetin kanssa. Pörssin likviditeetti puolestaan edellyttää riittävän määrän osapuolia, ostajia ja myyjiä sekä ostettavia ja myytäviä osakkeita. Markkinapaikan ja rahoituksen välittäjien tehtäväksi jää erilaisten kitkatekijöiden kuten väli-

tyspalkkioiden minimoiminen ja aktiivinen tuote- ja palveluinnoivointi. Yritysten vastuulla on hyvien corporate governance -periaatteiden hyväksyminen ja noudattaminen, keskeisenä tavoitteena omistajalisäarvon luominen.

Mutta miten suomalaiset rahoitusmarkkinat muutoin vastaavat kansainväliseen haasteeseen, jossa yrityksistä ja sijoittajista kilpaillaan? Perustellusti voi kysyä, määritelläänkö paikalliset rahoitusmarkkinat juuri Suomen valtion rajojen mukaan. Helsingin Pörssin yritysten omistus on kansainvälistynyt voimakkaasti ja jopa itse pörssi on siirtynyt lähes kokonaan ruotsalaisomistukseen. Oulussa toimivat paikalliset vieraan pääoman ehtoiset rahoitusmarkkinat samoin kuin Helsingissä, mutta oman pääoman ehtoisen rahoituksen keskus eli pörssi on keskittänyt Suomen toiminnot Helsinkiin. Likviditeetin vuoksi kaupankäynti kannattaa keskittää ja Suomessa kaupankäynti on keskitetty yhteen paikkaan, jossa siinäkin likviditeetti on monien yritysten kohdalla vähäinen. Kaupankäynnin keskittäminen useampaan pörssiin Suomen sisällä ei ainakaan helpottaisi tilannetta.

Suomalaisten rahoitusmarkkinoiden yksikkö on Suomi, jossa valtiolla on mahdollisuus vaikuttaa verotuksellisilla päätöksillä yritysten ja sijoittajien käyttäytymiseen. Yhteiskunnalta voidaan odottaa sijoitustoimintaan liittyvien verojen pitämistä sellaisella tasolla, että yritysten ja sijoittajien kannattaa toimia Suomessa. Suomi sijaitsee maantieteellisesti katsottuna haasteellisessa paikassa, minkä vuoksi meille ei tule ulkomaisia pääomia ilman hyvää syytä. Kotimaisetkin pääomat pystyvät avoimilla rahoitusmarkkinoilla helposti siirtymään ilmastollisesti lämpimämpiin ja verotuksellisesti viileämpiin maihin. Meillä ei ole muuta vaihtoehtoa kuin pyrkiä pääomien kannalta houkuttelevaksi markkinaksi, jossa verohaitat on minimoitu.

Vaikka rahoitusmarkkinat ovat euro-alueella integroituneet korko- ja valuuttamarkkinoiden osalta, osakemarkkinoiden integroituminen on ollut hyvin hidasta. Voidaan ennustaa, että eurooppalaisen osakemarkkinan syntymistä ei olekaan realistista odottaa niin kauan kuin Euroopassa kansallisvaltiot määrittävät omien rahoitusmarkkinoidensa pelisäännöt. Oma kansallinen pörssi on tärkeä kansantalouden moottori, minkä lisäksi se mahdollistaa tehokkaan hinnanmuodostuksen erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille. Toimiva jälkimarkkina on puolestaan tärkeä pääomasijoitusmarkkinoiden toimivuuden edellytys. Pääomasijoi-

tusmarkkinat puolestaan ovat edellytys kasvuyritysten syntymisen ja alkuvaiheen kehittymisen kannalta.

Koska valtiot ovat tiedostaneet toimivan paikallisen rahoitusmarkkinan tarpeellisuuden, ne ovat valmiit kilpailemaan sen puolesta, että kansallisen pörssitoiminnan edellytykset säilyvät hyvinä. Tutkijat Heikki Kauppi ja Ari Hyytinen (2001)<sup>26</sup> päätyivät johtopäätökseen, että yrityksiin ja sijoituksiin liittyvä informaatio on paikallista, kotimaiset sijoittajat ovat yleensä paremmin informoituja kotimaisista yrityksistä ja niiden toiminnasta kuin ulkomaiset sijoittajat. Tämä saattaa olla tärkeä tekijä etenkin uusien yritysten näkökulmasta, joiden tunnettuus kansainvälisesti on vielä huono. Kotimainen pörssi antaisi kansantaloudelle eräänlaista 'omavaraisuutta', mikä osaltaan takaisi toimivat rahoituspalvelut Suomen kasvaville toimialoille.

## 6. YHTEENVETO

Suomalaiset rahoitusmarkkinat on avattu kansainväliselle kilpailulle, mistä hyötyvät sekä suomalaiset yritykset että sijoittajat. Vapaasti toimivilla rahoitusmarkkinoilla pääomat pyrkivät allokoitumaan tehokkaasti, ja ulkomaalaiset voivat vapaasti ostaa suomalaisia yrityksiä, jos ostaja ja myyjä pääsevät hinnasta yhteisymmärrykseen. Tällainen yhteisymmärrys on syntynyt viime vuosina useissa tapauksissa ja monet suomalaiset yritykset ovat siirtyneet ulkomaiseen omistukseen. Vastaavasti suomalaisperusteiset yritykset ovat kansainvälistyneet kovaa vauhtia maailmalla.

Suomalaisten yritysten ajautuminen ulkomaalaisomistukseen liian edullisesti ja liian aikaisessa vaiheessa ei ole Suomen etu, mutta protektionistisesti yrityskauppoihinkaan ei pidä suhtautua. Meidän kannattaa pyrkiä saamaan yritysten hinnoittelu mahdollisimman oikealle tasolle, mistä hyötyvät myös sellaiset suomalaiset yritykset, jotka pyrkivät itenäisinä kasvamaan kansainvälisesti.

Valtio asettaa toiminnalle rajaehdot, joiden tulee olla markkinaosapuolien kannalta houkuttelevat. Muuten Suomesta siirtyvät ulkomaille sekä yritykset että sijoittajat. Omistajuuden ja toimivan pääomamarkkinan takaamisen tulisi olla yksi keskeinen osa strategiaa, jolla Suomen menestys maailmantaloudessa turvataan. Valtioneuvoston globalisaatio-työryhmän väliraportissa ei ole mainintaa kansallisten pääomamarkkinoiden roolista. On selvää, että marraskuussa 2004 valmistuvaan loppuraporttiin asia tulee sisällyttää. Suomen globalisaatiostrategia nojaa osaaamiseen, tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Mikäli suomalaisen omistajuuden edellytyksistä ei huolehdi, on olemassa merkittävä riski tuotekehitysinvestointien hedelmien valumisesta ulkomaisiin käsiin.

Suomalainen omistus takaa kansallisen pääomamarkkinan toimivuuden ja sitä kautta talouden kasvun ja kehityksen. Suomen pääomamarkkinoita on viime vuosien aikana leimannut Nokia-hybris, mikä on hämärtänyt kuvaamme pörssin todellisesta kehityksestä. Todellisuudessa Helsingin Pörssi on jo nyt suhteellisen epälikvidi markkinapaikka, joka ei tarjoa luontevaa exit-vaihtoehtoa pääomasijoittajille ja yrityksille. Pörssistä on ostettu pois useita yrityksiä muutaman vuoden aikana ilman, että sinne on tullut yhtään uutta yritystä tilalle.

Ulkomainen omistus ei ole kansantaloudelle ongelma, kotimaisen omistuksen vähäisyys on. Suomi sijaitsee maantieteellisesti syrjässä ja maamme on pieni. Sijainnilla on väliä: Englanti sijaitsee eurooppalaisten pääomamarkkinoiden keskiössä, minkä lisäksi sillä on voimakas kotitalouksien säästämiskulttuuri arvopapereihin. Englantilaisille omistuksen kansallisuus ei ole yhtä suuri kysymys kuin esimerkiksi Suomelle, joka ei sijaitse pääomamarkkinoiden keskiössä ja jossa ei ole vastaavaa kotitalouksien säästämiskulttuuria. Suomalaisilla on kuitenkin merkittävä määrä varallisuutta sekä pankkitileillä että keskitetyssä työeläkejärjestelmässä. Toimiva kansallinen rahoitusmarkkina edellyttää ainakin seuraavia muutoksia.

a. Verotusta tulee kehittää pitkäjänteisesti siten, että suomalainen omistaminen tehdään houkuttelevaksi. Ei riitä, että pelkästään yritystoiminnan edellytyksistä huolehditaan verotuksellisilla ratkaisulla. Viime aikaiset hallituksen verouudistukset ovat merkittävästi heikentäneet suomalaisen omistuksen houkuttelevuutta. Valtioneuvoston globalisaatioyöryhmän loppuraportissa on otettava selvä kanta suomalaisen omistuksen verotuksen uudistamiseksi. Varallisuusverotuksesta on välittömästi luovuttava. Suomalaisen osakeomistus on tehtävä nykyistä houkuttelevammaksi nyt kun yhtiöveron hyvitysjärjestelmästä ollaan luopumassa. Ketjuverotus ohjaa erityisesti vakuutusyhtiöitä pois suorasta osakeomistuksesta, minkä vuoksi siihen tulee palata verotuksen kokonaisuutta mietittäessä.

b. Suomen keskitettyä eläkejärjestelmää on rakenteellisesti uudistettava. Tehokkain keino saada rahoitusmarkkinoille uusia osapuolia on hajauttaa keskitettyä TEL-järjestelmää, jossa on kymmeniä miljardeja euroja rahastoituna. Yrityksen oman eläkesäätiön perustaminen on tehtävä nykyistä joustavammaksi. Palkansaajille eli eläkesäästäjille on annettava mahdollisuus itse vaikuttaa varojen sijoituspäätöksiin. Tämä edellyttää eläkejärjestelmän rakenteen muuttamista siten, että ns. defined benefit-osuutta järjestelmässä pienennetään ja painopistettä siirretään kohti defined contribution -osuutta.

Myös vapaaehtoiseen eläkesäästämiseen ja ns. Siva-lakiin on pysyttävä palaamaan. Suorien osakesijoitusten mahdollistaminen osana vapaaehtoista eläkesäästämistä lisäisi suomalaista arvopaperisäästämistä ja laajentaisi yritysten suomalaista omistajakuntaa.

- c. Valtion tulee määrätietoisesti luopua portfolio-omistuksistaan yrityksissä, joista se muutenkin on luopumassa, jotta pörssiin saadaan lisää tarjontaa. Yksityistämisanneissa bonusosakkeiden käyttö on osoittautunut onnistuneeksi keinoksi saada yritykselle laaja ja sitoutunut omistajakunta.
- d. Valtion tulee antaa markkinalähtöisten osapuolten toimia pääomasijoitusmarkkinoilla veroneutraalisti ja ilman uhkaa siitä, että valtio syrjäyttää kannattavaa yksityistä yritysrahoitusta ja vääristää yksityisten rahoittajien kannustimia. Valtion tulee pitäytyä siemenrahoitustoiminnassa. Eläkelaitosten ja vakuutusyhtiöiden vakavaraisuussäännöksiä tulee muuttaa siten, että nykyistä laajemmat sijoitukset pääomasijoitusrahastoihin ovat mahdollisia. Näiltä osin on helppo yhtyä valtioneuvoston globalisaatiotyöryhmän väliraportin suosituksiin.
- e. Yritysten listautumiskynnystä tulisi laskea. Tähän voidaan vaikuttaa esimerkiksi osinkoverotusta muuttamalla siten, että se ei estä yrityksiä listautumasta. On epäloogista, että julkisesti noteerattujen yritysten osinkoja verotetaan, mutta noteeraamattomien yritysten osingot ovat verovapaita tiettyyn rajaan asti.



# KIRJALLISUUTTA

- Ali-Yrkkö, J., Hyytinen, A. & Liukkonen, J. (2003). Exiting venture capital investments: Lessons from Finland. Kirjassa Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (eds.). *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*. ETLA B 200. Taloustieto Oy.
- Bernard, A.B. & Jensen, J.B. (2003). Firm structure, multinationals, and manufacturing plant deaths. Tuck School of Business at Dartmouth and Institute for International Economics.
- Böckerman, P. (2004). Arvopaperimarkkinat suomalaisen palkansaajan näkökulmasta. Palkansaajien tutkimuslaitos, Työpapereita 193.
- Capie, F., Wood, G. & Sensenbrenner, F. (2004). Attitudes to foreign direct investment in the UK. Tulossa kirjassa Huizinga, H. & Jonung, L. (eds.). *The Internalization of Asset Ownership in Europe*. Cambridge University Press.
- Faccio, M. & Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Federation of European Securities Exchanges, FESE (2002). Share ownership structure in Europe.
- Fredriksson, J-E. (2002). Portfolio composition of individual investors in Finland. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja* 51:4, 337-368.
- Grinblatt, M. & Keloharju, M. (2001). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *Journal of Finance*, 1053-1073.
- Gylfason, T., Herbertsson, T.T. & Zoega, G. (2001). Ownership and Growth. *The World Bank Economic Review* 15:3, 431-449.
- Henrekson, M. & Jakobson, U. (2004). The Swedish model of corporate ownership and control in transition. Tulossa kirjassa Huizinga, H. & Jonung, L. (eds.). *The Internalization of Asset Ownership in Europe*. Cambridge University Press.
- Hietala, H., Kari, S., Rauhanen, T. & Ulvinen, H. (2004). Laskelmia yritys- ja pääomaverouudistuksesta. Valtion Taloudellinen Tutkimuskeskus, Keskustelualoitteita 338.
- Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (eds., 2003). *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*. ETLA B 200. Taloustieto Oy.
- Hyytinen, A., Rouvinen, P., Toivanen, O. & Ylä-Anttila, P. (2003). Does financial development matter for innovation and economic growth? Implications for public policy. Kirjassa Hyytinen, A. & Pajarinen, M. (eds.). *Financial Systems and Firm Performance. Theoretical and Empirical Perspectives*. ETLA B 200. Taloustieto Oy.
- Karhunen, J. & Keloharju, M. (2001). Shareownership in Finland 2000. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja* 50:2, 188-219.
- Kaappa- ja teollisuusministeriö (2004). Valtion yhtiöomistus 2003.
- Kauppi, H. & Hyytinen, A. (2001). Rahoitusmarkkinoiden merkitys Suomen makrotaloudelle. Suomen Pörssiääitiö.
- Keloharju, M., Knüpfer, S. & Torstila, S. (2004). Do retail incentives work in privatizations? Julkaisen tutkimus, Helsingin kauppakorkeakoulu (Laskentatoimen laitos).
- Koivisto, M., Lindeberg, A. & Puttonen, V. (1998). Nokia study: Trading volume, liquidity, and fees. HEX Helsinki Exchanges Report No 5.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Schleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Leppämäki, M. (2003). Onko omistajuudella väliä? *Kansantaloudellinen Aikakauskirja* 3/2004.
- Mannio, P., Vaara, E. & Ylä-Anttila, P. (eds., 2003). *Our Path Abroad – Exploring Post-War Internalization of Finnish Corporation*. Taloustieto Oy.
- Mattila, A. (2002). Ownership structures and foreign ownership in Finland. Pro gradu tutkielma, Helsingin kauppakorkeakoulu.

- Maury, B. (2004). Essays on the costs and benefits of large shareholders in corporate governance. Väitöskirja, Svenska handelshögskolan.
- Niemi, J. (2003). Pääomarahoituksen tarjonnan lisääminen Suomessa. Valtiovarainministeriön tutkimuksia ja selvityksiä 1/2003.
- Piippo, M. (2002). Analyst following in Finland. Pro gradu tutkielma, Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Saarnio, A., Puttonen, V. & Eronen, A. (2000). Omistajalähtöinen johtaminen. WSOY, Ekonomia-sarja.
- Suomen Pörssisäätiö (2001). Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle. Tutkimusraportti.
- Suomen Pörssisäätiö ja Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto (1999). Osakesäästämisen verotus EU-maissa.
- Söderström, H.T., Berglöf, E., Holmström, B., Högfelt, P. & Meyersson Milgrom, E. (2003). Corporate governance and structural change. European Challenges. SNS Economic Policy Group Report 2003.
- Valtioneuvoston kanslia (2004). Osaava ja avautuva Suomi maailmantalouden murroksessa. Suomi maailmantaloudessa -selvityksen väliraportti. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 14/2004.
- Van der Putten, R. (2002). The future of the European pension market. BFI-Economic Research, BNP Paribas.
- Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J. & Nyberg, M. (2004). Foreign ownership in Finland – boosting performance and changing corporate. Tulossa kirjassa Huizinga, H. & Jonung, L. (eds.) The Internalization of Asset Ownership in Europe. Cambridge University Press.

# ALAVIITTEET

- <sup>1</sup> Mannio, Vaara & Ylä-Anttila (2003).
- <sup>2</sup> Ylä-Anttila, Ali-Yrkkö & Nyberg (2004).
- <sup>3</sup> Bernard & Jensen (2003).
- <sup>4</sup> Saarnio et al. (2000).
- <sup>5</sup> Koivisto, Lindeberg & Puttonen (1998) osoittivat, että Nokian kaupankäynkustannuksista selvästi yli 90 prosenttia muodostuu likviditeetikustannuksesta (ns. market impact cost eli osto- ja myyntikurssin välinen erotus), pörssin palkkion osuus on vain muutamia prosentteja kokonaiskustannuksesta.
- <sup>6</sup> Piippo, M. (2002). *Analyst following in Finland*. Pro gradu tutkielma, Helsingin kauppakorkeakoulu.
- <sup>7</sup> On huomattava, että esimerkiksi muuten vaurilla ruotsalaisilla on pankkitilillään selvästi vähemmän talletuksia kotitaloutta kohden. Vastaavasti ruotsalaisista yli puolet omistaa sijoitusrahasto-osuuksia Suomessa osuuden ollessa noin kymmenen prosenttia. Rahasto- ja vakuutusäästöjä keskimääräisellä ruotsalaisella on moninkertainen määrä keskimääräiseen suomalaiseen verrattuna.
- <sup>8</sup> Capie, Wood & Sensenbrenner (2004).
- <sup>9</sup> Henrekson & Jakobson (2004).
- <sup>10</sup> Vakuutusyhtiöiden omistukset ovat otsikon 'Sijoitusyhtiöt ja -rahastot' osana.
- <sup>11</sup> Tärkeä välivaihe oli 1970-luvulla esitetty ajatus henkilöstörahastoista, mikä oli konkreettinen esitys omistuksen siirtymisestä henkilökunnalle. Rahastot tulivat vuonna 1984, mutta vuosikymmenen loppuun mennessä henkilöstörahastojen rooli kuitenkin pieni ratkaisevasti ja omistuksen siirto jäi tapahtumatta.
- <sup>12</sup> On arvioitu, että 30 000 ruotsalaista muutti ulkomaille vuosina 1965-1989. Arvio perustuu Ruotsin keskuspankin myöntämiin lupiin viedä pääomaa Ruotsista ulkomaille.
- <sup>13</sup> Ks. esim. Söderström et al. (2003).
- <sup>14</sup> Eri äänivaltaisten osakkeiden voidaan ajatella olevan eri hintaisia erityisesti silloin, kun on suuri riski siitä, että äänivaltaa käytetään väärin. Suomessa eri äänivaltaisten osakkeiden hintaerot ovat selvästi pienentyneet, mikä on osaltaan tulosta parantuneesta corporate governancesta. Yksiaänisten osakkeiden omistajien ei tarvitse olla huolissaan siitä, että äänivaltaisten osakkeiden omistajat käyttäisivät valtaa eri tavoitteiden ajamiseen kuin mikä on kaikkien osakkeenomistajien etu.
- <sup>15</sup> Muutamissa tapauksissa tuhannen suhde yhteen äänivaltaeroista on jo luovuttu. Mm. Electroluxin vähennettyä A-sarjan osakkeiden äänivaltaa tuhannesta kymmeneen Wallenbergien äänivalta yrityksessä laski 94 prosentista 25 prosenttiin.
- <sup>16</sup> Benjamin Mayry tutki väitöskirjassaan (Mayry, 2004) erityisesti perheyritysten menestymistä eri Euroopan maissa. Hänen tuloksensa näyttäsivät, että perheyritykset ovat pystyneet menestymään kannattavammin kuin muut yritykset. Tutkija pitää tätä osoituksena siitä, että perheen kontrollista on hyötyä yrityksen menestykselle.
- <sup>17</sup> Söderström et al. (2003) kirjoittavat 'Very strong financial incentives may be needed to induce the managing director (and other senior executives) to curb their natural instincts and instead provide the board with evidence for decisions that may entail the discontinuation of unsuccessful ventures, selling off of operations and returning of resources to the owners – all in the interest of the owners. This applies particularly to companies that lack a controlling power'.
- <sup>18</sup> Täyden kympin saivat Planmeca, Berner, Oras, Jarmo Rinta-Jouppi, SGN Group, Anglo-Nordic, SOL-yhtiöt, Autosalpa ja Efore. Näistä yrityksistä pörssilistalla on vain Efore.
- <sup>19</sup> Tutkimuksessa oli mukana 27 maan pörssiä ja niistä suurimmat yritykset. 30 prosenttia yrityksistä oli sellaisia, että yksi perhe omisti yli 20 prosenttia.
- <sup>20</sup> Leppämäki (2003).
- <sup>21</sup> Van der Putten (2002).

<sup>22</sup> Sijoittajien tietysti pitäisi huomioida se, että sijoitus esimerkiksi Nokian osakkeeseen ei käytännössä tarkoita sijoitusta pelkästään Suomeen Nokian ollessa globaali yritys. Tällaisia kansainvälistyneitä yrityksiä meillä on lukuisia Helsingin Pörssissä, kuten luvussa 2 nähtiin. Kansainväliset pörssien kehitystä kuvaavat indeksit eivät ota tällaista huomioon.

<sup>23</sup> Muutamien lukujen vertaaminen toisiinsa osoittaa, että TEL-säästöillä ja pankkitileillä olevilla varoilla voitaisiin haluttaessa tehdä merkittäviäkin muutoksia suomalaisten yhtiöiden omistusrakenteeseen. Tätä kirjoitettaessa Helsingin pörssissä noteerattujen yhtiöiden markkina-arvo on noin 150 miljardia euroa. Tästä 45 miljardia koostuu Nokiasta, joka on 90 prosenttisesti ulkomaisten omistuksessa. Pörssin kaikista yhtiöistä noin puolet on ulkomaisessa omistuksessa. 85 miljardin TEL-varallisuudella ja 45 miljardin euron pankkitalletuksilla pystyttäisiin helposti muuttamaan omistusrakenteita, vaikka niistä vain pientä osaa käytettäisiin suomalaisten yritysten ostamiseen.

<sup>24</sup> Keväällä 2004 käyty aktiivinen julkinen keskustelu vapaaehtoisten eläkesäästöjen verokohtelusta osoitti osaltaan, että suomalaiset tarvitsevat veroporkkanan ollakseen kiinnostuneita omaehtoisesta eläkesäästämisestä.

<sup>25</sup> Eläke on maksuperusteinen, jos se määräytyy maksettujen maksujen ja niille saatujen sijoitustuottojen perusteella. Eläke on etuusperusteinen, jos sen määrä annetaan laissa tai se määräytyy työhistorian tai vastaavan tekijän perusteella. Yleisesti käytetään termejä defined contribution (DC) ja defined benefit (DB).

<sup>26</sup> Suomen Pörssisäätiö (2001).