

ETLA

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
Lönnrotinkatu 4 B FIN-00120 Helsinki Finland
Tel. +358-9-609 900 Telefax +358-9-601 753
<http://www.etla.fi>

Keskusteluaiheita – Discussion papers

No. 665

Jyrki Ali-Yrkkö ja Pekka Ylä-Anttila

**OMISTUS KANSAINVÄLISTYYP – JOHTAMIS- JA VALVON-
TAJÄRJESTELMÄT MUUTTUVAT**

ISSN 0781-6847

29.01.1999

Ali-Yrkkö Jyrki ja Ylä-Anttila Pekka, Omistus kansainvälistyy – johtamis- ja valvontajärjestelmät muuttuvat. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1999. 32 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 665).

TIIVISTELMÄ: Raportissa tarkastellaan yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien eroja ja muutoksia. Ulkomaalaisomistuksen myötä maailmalle on levinnyt uudenlainen omistuskulttuuri. Yhdysvalloista lähtöisin oleva omistajalähtöinen ajattelumalli näkyy myös suomalaisissa yrityksissä. Raportissa esitetyt tarkastelut viittaavat siihen, että omistuksen kansainvälistyminen on tehostanut yritysten toimintaa. Lisäksi korkeaa tuottoa pääomalle tuottaneet yritykset ovat myös lisänneet työllisyyttään ja investointejaan. Paineet eurooppalaisen ja samalla suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmien muuttamiseen ovat kasvaneet. Sekä amerikkalaisella että eurooppalaisella järjestelmillä on omat hyvät ja heikot puolensa. Tutkimustulokset eivät anna yksiselitteistä tukea kummallekaan järjestelmälle.

AVAINSANAT: johtamis- ja valvontajärjestelmä, corporate governance, ulkomaiset yritykset, yritysten kansainvälistyminen.

Ali-Yrkkö Jyrki ja Ylä-Anttila Pekka, Ownership internationalises – corporate governance systems will change. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1999. 32 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 665).

ABSTRACT: The study examines the differences between different corporate governance systems and the changes occurring in them. Foreign ownership has changed the ownership culture in many European countries including Finland. The examinations of this study indicate that foreign ownership has made companies more effective. In addition, the companies, which have generated a high return on investment, have also increased their investments and employment. Pressures to change European and Finnish corporate governance systems have increased. Both the European and US system have their own benefits and caveats, but empirical research does not give distinct support for either system.

KEYWORDS: corporate governance, foreign-owned companies, internationalisation of business, FDI

Yhteenveto (executive summary)

- I. Rahoitusmarkkinoiden globaali yhdentyminen ja yritystoiminnan kansainvälistyminen ovat johtaneet myös yritysten omistuksen kansainvälistymiseen. Samalla erilaiset yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät (corporate governance) ovat kohdanneet ja alkaneet lähentyä toisiaan. Vastakkain ovat lähinnä amerikkalaistyyppinen ja saksalais-japanilainen järjestelmä. *Amerikkalaisen* järjestelmän keskeiset piirteet ovat osakemarkkinakeskeisyys, omistuksen hajautuminen laajalle, vahvat ja vaativat institutionaaliset omistajat, tehokas suoja vähemmistöosakkaille, yritysvaltauksset, hallitusten jäsenten riippumattomuus ja voimakkaat johdon kannustinjärjestelmät pyrkiä osakkeenomistajien varallisuuden (*shareholder value*) maksimointiin. *Saksalais-japanilaiselle* järjestelmälle on puolestaan ollut tyypillistä pankkikeskeisyys, keskittynyt osakeomistus, pankkien omistus muissa yrityksissä, yritysten keskinäinen ristiinomistus ja edustus toistensa hallituksissa, heikko vähemmistöosakkaiden suoja, muidenkin sidosryhmien (*stakeholders*) kuin osakkeenomistajien mahdollisuus osallistua tai vaikuttaa päätöksentekoon.
- II. Ulkomaalaisomistuksen myötä maailmalle on levinnyt uudenlainen omistuskulttuuri. Yhdysvalloista lähtöisin oleva omistajalähtöinen ajattelumalli on levinnyt nopeasti myös Suomeen. Ajattelutavan muutos näkyy esimerkiksi suomalaisten pörssiyritysten vuosikertomuksista. Ennen 1990-luvun puoliväliä yritysten keskeinen tavoite oli vielä omavaraisuuden nostaminen. Toinen usein mainittu tavoite koski asiakassuhteita. Asiakastyytyväisyys ja sen parantaminen nostettiin merkittävimmäksi tavoitteeksi. Lisäksi haettiin kasvua. Vuoden 1997 vuosikertomuksissa näkyy selvä muutos kohti omistajapohjaista ajattelua. Hyvin monet pörssiyritykset ovat nostaneet tavoitteekseen osakkeenomistajan sijoituksen arvon kasvattamisen ja taloudellisen lisäarvon luomisen omistajille.
- III. Johtamis- ja valvontajärjestelmien muuttaminen vähitellen voi tuottaa ongelmia. Vain järjestelmän yhden osan muuttaminen saattaa johtaa koko systeemin heikompaan toimivuuteen (Gilson, 1998). Tästä ovat jo esimerkkeinä johdon kannustinjärjestelmien käyttöönottoon liittyneet ongelmat sekä johdon toimien valvonnan pettäminen monissa Euroopan maissa. Suomessa osakkeenomistajan varallisuuden lisääminen yritysten tavoitteena sekä siihen liittyvät johdon kannustinjärjestelmät on omaksuttu verraten laajasti, mutta hallitusten jäsenten riippumattomuusvaatimus ja mahdollisimman vähäinen ristiinomistus vain heikosti. Optiojärjestelyissä pyritään sitouttamaan johtoa ja saamaan johtajat toimimaan

omistajan etujen mukaisesti. Järjestelyissä tulisi kiinnittää nykyistä enemmän huomiota siihen, että osakkeiden yleinen kurssinousu ei automaattisesti nostaisi optioiden arvoa. Vain poikkeuksellisen hyvä suoritus palkittaisiin. Lisäksi tavoitteena tulisi olla johdon pitkäaikainen sitoutuminen yritykseen. Tällöin myös johdon osakeomistuksen on oltava riittävän pitkäaikaista.

- IV. Tässä raportissa esitetyt Suomea koskevat aineistot viittaavat siihen, että omistuksen kansainvälistyminen on tuntuvasti tehostanut yritysten sekä pääomamarkkinoiden toimintaa. Ulkomaiset omistajat ovat osoittautuneet selvästi kotimaisia vaativammiksi: yritykseen sitoutuneen pääoman tuotto on selvästi korkeampi ulkomaalaisomisteisissa yrityksissä. Voidaan myös todeta, että pyrkimys osakkeenomistajien varallisuuden lisäämiseen (pääomakustannukset ylittävän taloudellisen lisäarvon tuottamiseen) ei ainakaan ole heikentänyt yritysten työllisyys- ja investointikehitystä. Korkeaa tuottoa pääomalle tuottaneet yritykset ovat myös lisänneet työllisyytään ja investointejaan.
- V. Paineet eurooppalaisen ja samalla suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmän muuttamiseen ovat kasvaneet. Käytännössä järjestelmät ovat muuttuneet muutaman viime vuoden aikana kohti amerikkalaista käytäntöä. Muutospaine kasvaa edelleen. Tähän on periaatteessa ainakin kolme selkeää syytä (vrt. Leppämäki, 1998). *Ensimmäkin* institutionaaliset sijoittajat (ennen muuta amerikkalaiset sijoitus- ja eläkerahastot) vaativat muutoksia voidakseen paremmin valvoa sijoitustensa tuottoa. *Toiseksi*, euron käyttöönoton seurauksena syntyneet eurooppalaiset pääomamarkkinat johtavat siihen, että johtamis- ja valvontajärjestelmät yhtenäistyvät, kun vertailtavuus eri maiden välillä kasvaa. Tällöin muutokset tapahtuvat mitä ilmeisimmin sijoittajien toivomaan suuntaan eli kohti amerikkalaista järjestelmää. *Kolmanneksi*, markkinoiden avautuminen ja esimerkiksi pankkikriisit ja valtionyhtiöiden yksityistäminen ovat paljastaneet eurooppalaisissa järjestelmissä merkittäviä puutteita.
- VI. Yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmät ovat murroksessa. Erilaiset käytännöt kohtaavat, kun pääomamarkkinat globalisoituvat. Sekä amerikkalaisella että eurooppalaisella corporate governance -järjestelmällä on omat hyvät ja heikot puolensa. Tutkimustulokset sinänsä eivät anna yksiselitteistä tukea kummallekaan järjestelmälle. Tehokkaan ja yleisesti hyväksytyyn ohjaus- ja valvontajärjestelmän syntyminen on yksi lähi-vuosien tärkeimpiä talouden kehitykseen vaikuttavia tekijöitä. Eri järjestelmien vaikutuksista ja tehokkuudesta kaivataan kipeästi lisää tutkimustietoa.

Kiitämme Talousneuvoston sihteeristöä tätä selvitystä varten saamastamme rahoituksesta.

YHTEENVETO (EXECUTIVE SUMMARY)

1. JOHDANTO	1
1.1. Tausta – omistus kansainvälistyy	1
1.2. Selvityksen tavoitteet	3
2. JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMÄT ERI MAISSA – EROT, EDUT JA HAITAT	4
3. YRITYSTEN OMISTUS JA TUOTANTO OVAT KANSAINVÄLISTYNEET	8
3.1. Ulkomaiset suorat sijoitukset Suomeen	8
3.2. Ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisosakkeisiin	9
3.3. Suomalaisyriyten suorat sijoitukset ulkomaille	10
4. ULKOMAALAIOMISTUKSEN VAIKUTUKSET	14
4.1. Pääoman käyttö tehostunut	14
4.2. Voiton on riitettävä investointeihin ja osingonjakoon	17
4.3. Työllisyys ja investoinnit - onko omistajien etu kaikkien etu?	19
5. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	24
6. LIITTEET	28
7. LÄHTEET	31

1. Johdanto

1.1. Tausta – omistus kansainvälistyy

Ulkomaiset suorat sijoitukset – yritysten investoinnit maasta toiseen – ovat kasvaneet voimakkaasti 1980-luvun puolivälistä lähtien. Vuonna 1997 koko maailman yhteenlaskettu ulkomaisten investointien arvo ylitti 400 miljardia dollaria. Selvästi yli puolet näistä sijoituksista tehtiin fuusioina tai yritysostoina. Suorien sijoitusten ohella myös pörssien kautta tehdyt ulkomaiset sijoitukset ovat lisääntyneet nopeasti. Yritysten omistusrakenne on kaikissa teollisuusmaissa muuttunut entistä kansainvälisemmäksi.

Yritysten ja niiden omistuksen kansainvälistyessä erilaiset johtamis- ja omistuskulttuurit kohtaavat. Yksi taloustieteen ja talouspoliittisen keskustelun tämän hetken merkittävin teema koskeekin yritysten omistusrakenteita ja johdon toimien valvontaa sekä osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välisiä suhteita. Osaltaan tätä ns. corporate governance¹ -järjestelmiä koskevaa keskustelua ovat vauhdittaneet eri maiden pankkikriisit ja valtion yhtiöiden yksityistämiseen liittyvät ongelmat, jotka ovat paljastaneet merkittäviä puutteita yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmissä. Termille 'corporate governance' ei ole vakiintunutta suomenkielistä vastinetta. Tässä raportissa käytetään termejä '*johtamis- ja valvontajärjestelmä*' tai '*ohjaus- ja valvontajärjestelmä*'.

Yritysjohdon toiminnan valvontajärjestelmät ovat muuttumassa useimmissa Euroopan maissa. Järjestelmien muutosten keskeinen piirre näyttää olevan se, että pääomamarkkinoiden globalisoitumisen seurauksena järjestelmät ovat yhdenmu-kaistumassa eri maiden välillä.

Vastakkain ovat olleet yhdysvaltalainen omistajalähtöinen ja osakkeen arvon maksimointia (*shareholder value*) tavoitteleva järjestelmä ja toisaalta eurooppalai-

¹ Termille 'corporate governance' ei ole vakiintunutta suomenkielistä vastinetta. Tässä raportissa käytetään termejä '*johtamis- ja valvontajärjestelmä*' tai '*ohjaus- ja valvontajärjestelmä*'.

nen ja japanilainen järjestelmä, joissa myös yritysten muiden sidosryhmien (*stakeholders*) tavoitteet heijastuvat yritysten johtamisessa ja sen valvonnassa.

Suomessa yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmät näyttävät muuttuneen hyvin nopeasti viime vuosien aikana. Pankkikeskeisestä rahoitusjärjestelmästä on siirrytty kohti arvopaperimarkkinavetoista järjestelmää, ulkomaiset suorat sijoitukset Suomeen ovat kasvaneet, suomalaisyritykset ovat kansainvälistyneet ripeästi ja ulkomaalaisten osakesijoitukset Helsingin pörssissä ovat 1990-luvun alun jälkeen lisääntyneet nopeasti. Kaikki tämä on heijastunut yritysten ja yritysjohton valvontaja kannustejärjestelmien muutoksiin. Institutionaalisten sijoittajien (sijoitusrahastot, eläkesäätiöt) merkitys on kasvanut. Näiden rooli yritysjohton valvojana on keskeinen ja ne ovat ottaneet osittain niitä tehtäviä, jotka aiemmin olivat pankeilla. Yritysten toiminnan ja johton kontrolli on siirtymässä pääomamarkkinoille (Leppämäki 1998).

Mitä uusi ajatusmaailma ja uudet omistusrakenteet sitten merkitsevät ja millaisia muutoksia yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmissä on meneillään? *Ensinnäkin*: pääoman korkea tuotto – osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi – on korostunut ja korostuu edelleen kaikkien yrityksen toimintaa koskevien päätösten taustalla olevana tavoitteena. Osakkeenomistajat pyrkivät varmistamaan, että yrityksen johto toimii tämän tavoitteen mukaisesti, minkä vuoksi yritysjohton kannustinjärjestelmät (mm. optiojärjestelyt) ovat tulleet osaksi johtamis- ja valvontajärjestelmää. *Toiseksi*: tiedottamiseen ja sijoittajasuhteiden hoitamiseen kiinnitetään paljon aiempaa enemmän huomiota. Ulkomaiset omistajat ovat osoittautuneet selvästi kotimaisia vaativammiksi niin asettamiensa tuottovaatimusten kuin yritysten tiedotuspolitiikankin suhteen. Yritysten tiedottamiselta vaaditaan läpinäkyvyyttä ja tasapuolisuutta: kaikkien osakkeenomistajien tulee olla yhdenvertaisessa asemassa². *Kolmanneksi*: yritysten hallitustyöskentely on muuttumassa. Hallituksen rooli on valvoa johtoa entistä selvemmin ja ammattimaisemmin niin, että johtajat toimivat omistajien edun mukaisesti. Tehtävän täyttämiseksi hallituksen jäsenillä on oltava riittävästi informaatiota. Heidän tulee tuntea sekä yritys että sen toimiala.

² Hirvonen et. al. (1997)

Riippumattomuus tulisi huomioida siten, että hallituksen jäsenet eivät olisi esimerkiksi suuren tavarantoimittajan tai asiakkaan eivätkä lainanantajienkaan edustajia.

1.2. Selvityksen tavoitteet

Tässä selvityksessä käydään läpi corporate governance –ajattelussa tapahtuneita muutoksia ja pohditaan omistusrakenteen kansainvälistymisen sekä yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien uudistumisen vaikutuksia kansantalouden kannalta. Keskeisiä kysymyksiä ovat:

- Mitkä ovat eri johtamis- ja valvontajärjestelmien (shareholder value - näkökulma vs. stakeholder -näkökulma) erot sekä edut ja haitat?
- Miten suomalaisten yritysten tavoitteet, rahoitusmuodot ja toiminta ovat muuttuneet 1990-luvulla?
- Miten globalisaatio, yritysten ja niiden omistuksen kansainvälistyminen ovat vaikuttaneet yritysten käyttäytymiseen?
- Miten anglo-amerikkalaisen shareholder value –näkökulman korostuminen ja osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi ovat vaikuttaneet Suomessa toimiviin yrityksiin?
- Miten muutokset johtamis- ja valvontajärjestelmissä heijastuvat työllisyyteen ja investointeihin?

2. Johtamis- ja valvontajärjestelmät eri maissa – erot, edut ja haitat³

Yritysten omistus on jakautunut eri maissa eri tavalla. Yhdysvalloissa erilaisten rahastojen ja säätiöiden lisäksi myös yksityishenkilöiden osakeomistus on yleistä, omistus on selkeästi hajautunut. Osakemarkkinoilla on keskeinen rooli yritysten rahoituksessa. Sen sijaan esimerkiksi Japanissa, Saksassa ja pohjoismaissa on viime vuosiin asti vallinnut pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ja omistuskulttuuri. Omistus on ollut keskittynyttä. Voidaankin kysyä, miksi eri maiden järjestelmät eroavat toisistaan ja millaisia vaatimuksia erilaiset rahoitus- ja omistusrakenteet asettavat johtamis- ja valvontajärjestelmille. Erot selittyvät pitkälti eri maiden historialla, lainsäädännöllä ja poliittisilla päätöksillä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa lainsäädäntö kieltää pankkeja omistamasta yritysten osakkeita.

Johdon ja omistajien lisäksi on olemassa myös monia muita sidosryhmiä (stakeholders), joilla on odotuksia ja vaatimuksia yrityksen suhteen. Esimerkiksi työntekijöillä, tavarantoimittajilla, asiakkailta ja luottotajilla on omat intressinsä ja se miten näiden edut ja vaatimukset näkyvät yrityksen toimissa, erottelee eri maiden corporate governance –järjestelmiä. Esimerkiksi Saksassa ja Ruotsissa työntekijöiden vaikutusmahdollisuudet ovat paljon suuremmat kuin Yhdysvalloissa.

Eri maissa nähdäänkin yritysten rooli ja vastuu eri lailla. Yhdysvalloissa osakkeenomistajien etu ajaa kaikkien muiden edelle. Saksassa, Japanissa ja Pohjoismaissa on korostettu myös muiden sidosryhmien tavoitteita. Oivallisella tavalla näitä eroja valaisee Leppämäen (1998) selvityksessä esitetty taulukko 1, jossa kuvataan eri maiden yritysjohtajien käsityksiä yrityksen tehtävistä, roolista ja vastuista. Taulukko perustuu kyselyyn, jossa yritysjohtajilta kysyttiin, ketä varten yritys on olemassa ja kumpi on tärkeämpää osinkojen maksu vai työpaikan säilyttäminen tilanteessa, jossa rahat eivät riitä molempiin.

³ Tämä luku perustuu pitkälti Leppämäen (1998) selvitykseen.

Taulukko 2.1. Yritysten rooli ja vastuu (yritysjohdolle tehdyn kyselyn mukaan)

	Ketä varten yritys on olemassa?		Työpaikat vai osingot tärkeämpiä?	
	Kaikkien intressitahojen vuoksi, %	Osakkeenomistajien vuoksi, %	Työpaikan varmuus, %	Osingot, %
Japani	97,1	2,9	97,1	2,9
Yhdysvallat	24,4	75,6	10,3	89,7
Iso-Britannia	29,5	70,5	10,7	89,3
Saksa	82,7	17,3	59,1	40,9
Ranska	78	22	50,4	49,6

Lähde: Institute of Fiscal and Monetary Policy ja Leppämäki (1998)

Kyselyn tulosten mukaan Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa tärkeintä on osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen. Yritys on olemassa omistajien vuoksi. Lisäksi johto näkee tärkeämpänä osinkojen maksun kuin työpaikkojen turvaamisen. Japanissa puolestaan työpaikan turvaaminen on tärkeä tavoite myös johdon näkökulmasta. Saksassa ja Ranskassa yritysjohdon käsitykset työpaikkojen ja osinkojen ensisijaisuudesta jakautuvat tasan.

Yhdysvaltalaiselle toimintaympäristölle on tyyppillistä laajalle hajautunut osakkeenomistus ja arvopaperimarkkinakeskeiset pääomamarkkinat sekä vahva lainsäädäntö vähemmistöosakkaiden suojaksi. Muita ilmiöitä ovat yritysvaltauksset, taistellut yrityksen hallituksen vaihtamiseksi ja institutionaalisten sijoittajien tärkeä asema yritysten omistajina (Leppämäki 1998). Japanissa puolestaan investoinnit tehdään pitkälti pankkirahoituksella, osakkeenomistus on keskittynyttä ja yritykset sekä pankit omistavat toisiaan ristiin. Myös Saksan rahoitusmarkkinoille on tyyppillistä pankkikeskeisyys. Lisäksi pankit omistavat huomattavasti yritysten osakkeita. Yritysvaltauksia on ollut vähän.

Viime vuosiin asti Suomessa on vallinnut pankkikeskeinen järjestelmä, yritysten johtamis- ja valvontakäytännöt ovat olleet lähempänä saksalais-japanilaista mallia

kuin anglosaksista mallia. 1990-luvun alkuun saakka investoinnit rahoitettiin merkittävältä osin lainoilla, riskipääomaa oli niukalti saatavilla ja pankit sekä vakuutusyhtiöt olivat merkittäviä suuryritysten omistajia.

Muita tyypillisiä omistajia ovat olleet vanhat suvut, valtio ja toiset yritykset. Monissa tapauksissa omistajuus on ollut luonteeltaan strategista. Suljetun talouden oloissa monille omistajille oli tärkeämpää käyttää yrityksessä määräysvaltaa kuin saada korkea tuottoa sijoitetulle pääomalle. Esimerkiksi suvulle on ollut tärkeää siirtää aikaisempien sukupolvien työ seuraaville sukupolville. Pankkien omistuksen yhtenä tavoitteena on puolestaan ollut asiakassuhteen jatkumisen varmistaminen tai omistamiseen liittyvä mahdollisuus tiedonsaantiin. Pankit ovat omistajina voineet saada tietoja yrityksen sisältä. Parempi informaatio pienentää luottoriskiä ja vähentää sitä kautta luottotappioita. Valtionyhtiöillä puolestaan on ollut elinkeino- ja aluepoliittisia tavoitteita.

Suomalaisille suuryhtiöille on ollut tyypillistä ristiinomistus. Edelleenkin toiset yritykset ovat merkittäviä omistajia hyvin monissa pörssiyrityksissä (Hakala 1997). Vaikka ristiinomistukselle on perustelunsa, seuraa siitä myös ongelmia. Toimitusjohtajat istuvat usein toistensa hallituksissa, jolloin heidän riippumattomuutensa vähenee. Heikko valvonta voi johtaa pääoman käyttämiseen heikkotuottoisiin kohteisiin⁴. Ulkomaiset sijoittajat suhtautuvat tällaiseen omistusjärjestelyyn (interlocking directionship) yleensä hyvin varauksellisesti (Veranen 1996).

Monissa suomalaisissa suuryrityksissä on ollut hallintoneuvosto. 1990-luvun aikana hallintoneuvostoja on kuitenkin lopetettu monessa yrityksessä. Etenkin suuren hallintoneuvoston hyöty voi olla kyseenalainen. Rivijäsen ei välttämättä tunne vastuuta yrityksen menestymisestä (Veranen 1996).

Eri maiden järjestelmillä on omat vahvuutensa ja heikkoutensa (Gilson 1998). Japanilaisen järjestelmän etuna on ollut työllisyyden vähäinen vaihtelu - työntekijöiden näkökulmasta varmuus työpaikasta. Yhdysvaltalaisen järjestelmä taas on mahdollistanut uusien kasvutoimialojen nopean kehityksen ja yritystoiminnan uudelleenjärjestelyt yritysvaltausten ja fuusioiden kautta. Viime vuosien nopeasti muuttuvassa maailmantaloudessa tämä on osoittautunut merkittäväksi eduksi.

⁴ Hirvonen et. al. (1997)

Yhdysvaltalaisista järjestelmää on usein kritisoitu siksi, että sijoittajakäyttäytyminen on lyhytjänteistä. Hankkeet, jotka tuottavat arvonnousua ja tuottoja lyhyellä tähtämellä, voivat ajaa kannattavien pitkäaikaisten projektien, mm. tutkimus- ja tuotekehityshankkeiden, ohi. Kansantalouksissa, joiden kasvumoottorina on tietojä ja viestintäteknologia, muutokset ovat kuitenkin olleet niin nopeita, että lyhyen tähtäimen tuottovaatimukset ovat pikemminkin tukeneet kuin hidastaneet teknologian kehitystä.

Albach (1998) esittää selkeän tukensa saksalaiselle (ja eurooppalaiselle) järjestelmälle. Hänen näkemyksensä mukaan yritysjohton keskeinen tehtävä on integroida eri sidosryhmien intressit yrityksen tavoitteiden saavuttamiseksi, mikä pitkällä aikavälillä voi olla yhdenmukainen omistajien varallisuuden maksimoinnin kanssa. Yrityksen ja omistajien tavoitteet saattavat periaatteessa olla erilaisia ja johtaminen on näiden tavoitteiden yhteensovittamista. Lähtökohtana on tällöin se, että yritys on erillinen (juridinen) yksikkö, jonka toiminnalla on omat sääntönsä ja tavoitteensa. Ero anglosaksiseen ja talousteorian valtavirran näkemykseen on merkittävä: yrityksellä voi olla omia, omistajista riippumattomia tavoitteita ja johto on lojaali pikemminkin yhtiölle kuin sen omistajille.

Yritysten toiminnan kannalta järjestelmien ero merkitsee pitkälti valintaa joustavuuden ja stabiilisuuden välillä. Näyttää siltä, että järjestelmät ovat lähentymässä toisiaan, mutta siten että Euroopassa ja Japanissa omaksutaan amerikkalaisen järjestelmän piirteitä. Tämä on seurausta pääomamarkkinoiden maailmanlaajuisesta yhdyntymisestä ja yritysten kansainvälistymisestä. Suomessa kansainvälistymiskehitys on 1990-luvulla ollut useimpiin muihin teollisuusmaihin verrattuna nopeaa.

3. Yritysten omistus ja tuotanto ovat kansainvälistyneet

Suomalaisten suuryritysten omistuspohja ei perinteisesti ole ollut kovin laaja. Aivan viime vuosina yritysten omistusrakenne on kuitenkin muuttunut merkittävästi. Pääomamarkkinat ovat vähitellen ottamassa pankkien roolin yritystoiminnan kontrolloijina. Valtion omistamien yritysten rooli elinkeinopolitiikassa on niin Suomessa kuin muissakin teollisuusmaissa ratkaisevasti pienentynyt ja valtionyhtiöitä on yksityistetty. Valtion rooli ei uudessa elinkeinopoliittisessa ajattelussa ole yritystoiminnan harjoittaminen tai suora puuttuminen markkinoiden toimintaan, vaan edellytysten luominen kilpailukykyisesti toimiville yrityksille – julkinen sektori toimii pääsääntöisesti vain siellä, missä markkinat eivät toimi.

Talouden globalisaatio ja yritysten omistuksen kansainvälistyminen ovat väistämättä yhtenäistämässä yritysten tavoitteita. Maailmassa, jossa pääomaliikkeet ovat vapaat, vain ne yritykset menestyvät, jotka saavat pääoman tuottamaan. Kansallisella politiikalla ei voida enää suojata omia yrityksiä ja toimialoja.

Suomessa toimivien yritysten omistus on kansainvälistynyt kolmea kautta. *Ensiksi*: ulkomaiset suorat sijoitukset ovat lisääntyneet lähinnä yritysostojen muodossa - toisin sanoen ulkomaiset yritykset ovat tulleet ns. aktiivisiksi omistajiksi suomalaisyrityksiin ostamalla yrityksen tai enemmistön sen osakkeista. *Toiseksi*: ulkomaalaisten ns. portfoliosijoitukset suomalaisyritysten osakkeisiin ovat laman jälkeä ja ulkomaalaisomistusta koskevien rajoitusten poistuttua kasvaneet nopeasti. *Kolmanneksi*: suomalaisyritysten kansainvälistyminen (suorat sijoitukset ulkomaille) on johtanut myös omistuksen kansainvälistymiseen joko pörssien tai yritysostojen yhteydessä tehtyjen osakeantien kautta.

3.1. Ulkomaiset suorat sijoitukset Suomeen

1990-luvulla Suomessa toimivien yritysten omistuspohja on laajentunut, kun ulkomaalaisomistus on kasvanut. Ulkomaalaisomistuksen vapauttamisen jälkeen ulkomaalaisten yritysostot ovat lisääntyneet merkittävästi. Nykyään Suomen 500 suurimmasta yrityksestä noin kolmasosa on ulkomaisessa omistuksessa (siirtynyt ulkomaiseen omistukseen suoran sijoituksen kautta, omistusosuus vähintään 50 %). Useimmiten yritys on myyty ulkomaiselle yritykselle siinä vaiheessa, kun alkupe-

räinen omistaja on keskittynyt ydinosaamiseensa ja karsinut liiketoimintojaan. Toisaalta parin viimeisen vuoden aikana ulkomaiset yritykset ovat kiinnostuneet entistä enemmän myös pienistä ja keskisuurista kasvuyrityksistä. Varsinkin telekommunikaatioalan huipputekniikan yrityksiä on siirtynyt ulkomaiseen omistukseen (Pajarinen – Ylä-Anttila, 1998).

Taulukko 3.1 Suurimmat ulkomaalaisomisteiset yritykset Suomessa*, 1997

Yritys	Toimiala	Henkilöstö
ABB FINLAND	Sähkötekniset laitteet	9 228
ISS FINLAND	Palvelu, puhtaanapito	4 765
KVAERNER MASA YARDS	Metalli	4 612
BTL	Palvelu, kuljetus ja huolinta	2 518
SECURITAS	Palvelu, vartiointi	1 854
ICL DATA FINLAND	Tietotekniikka	1 742
ARCTIA	Palvelu, hotellit ja ravintolat	1 677
NCC PUOLIMATKA	Rakennus	1 633
STARCKJOHANN	Kauppa/Moniala	1 557
TAMROCK	Metalli	1 517

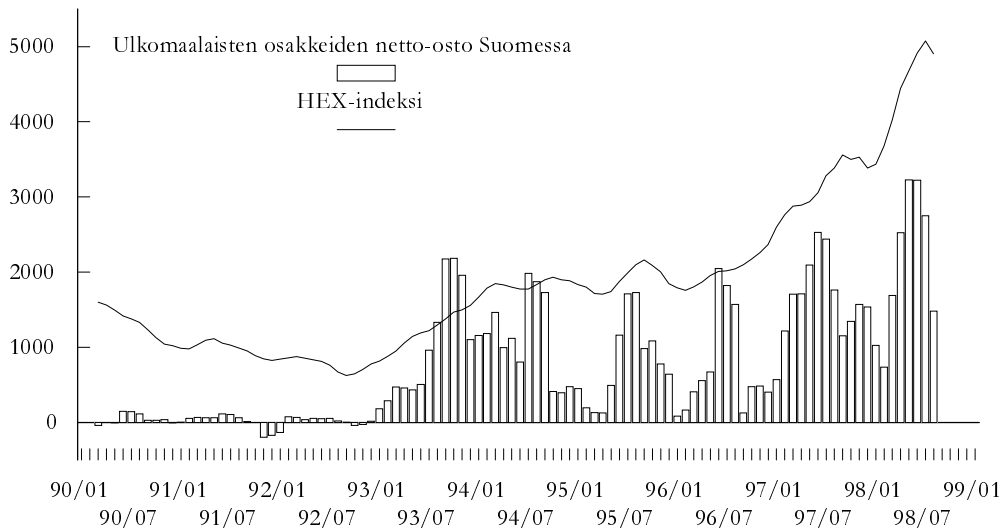
Lähde: Pajarinen – Ylä-Anttila (1998)

*Ns. aktiivisessa ulkomaalaisomistuksessa olevat yritykset eli yritykset, joissa ulkomaalaisomistus ylittää 50 % ja joita kontrolloi yksittäinen ulkomaalainen omistaja (yritys)

3.2. Ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisosakkeisiin

Ulkomaalaisomistus on kasvanut myös pörssin kautta. Helsingin pörssin markkina-arvosta noin puolet on ulkomaisilla sijoittajilla. Ulkomaiset osakesijoitukset ovat lisääntyneet montaa kautta. On luonnollista, että markkinoiden avautuminen ja omistusrajoitusten poistuminen ovat lisänneet Suomessa sijoituksia sellaisiin osakkeisiin, jotka sopivat kansainvälisten sijoittajien sijoitussalkkuihin: sijoittajien kokonaisriski suhteessa odotettuihin tuottoihin pienentyy. Ulkomaalaisomistus (ns. passiivinen omistus) on lisääntynyt myös sitä kautta, että osana yritysjärjestelyitä osakeanneista osa on suunnattu ulkomaisille yrityksille tai yhteisöille.

Kuvio 3.1. Ulkomaalaisten sijoitukset suomalaisosakkeisiin (netto-ostot, milj. Mk) ja HEX-indeksi (1990/12=1000)



Lähde: ETLA Database – Suomen Pankki. Kolmen kuukauden liukuva keskiarvo (periodin lopussa). Viimeiset havainnot elokuulta 1998.

Ulkomaalaisella sijoituspääomalla on ollut selvästi myönteinen Suomen nopealle toipumiselle lamasta. Samalla se on myös tuntuvasti muuttanut suomalaisyritysten johtamiskäytäntöjä ja omistuskulttuuria.

3.3. Suomalaisyritysten suorat sijoitukset ulkomaille

Ulkomaalaisomistuksen kasvaminen on vain yksi osa suomalaisyritysten kansainvälistymistä. Vähintään yhtä tärkeä asia on suomalaisyritysten toiminta ja tuotanto ulkomailta. Kansainvälinen tuotannollinen toiminta ja omistus kietoutuvat toisiinsa. Yhtäältä voimakas ulkomainen toiminta tuo yritykselle näkyvyyttä maailmanmarkkinoilla ja saa ulkomaiset sijoittajat kiinnostumaan yrityksestä. Toisaalta kansainvälinen omistusrakenne johtaa yrityksen toimimaan globaalisti. Tämä tarkoittaa sekä tuotannontekijöiden etsimistä että tuotteiden myyntiä maailmanlaajuisesti.

Nykyään suomalaisten suuryritysten liikevaihdosta suurin osa tulee ulkomailta. Maailmantalouden tapahtumat heijastuvat entistä selvemmin suomalaisten yritysten kannattavuuteen ja toimintaan. Viime aikojen kriisit Aasiassa ja Venäjällä ovat osoittaneet, että yritysten kannattavuus ja kasvunäkymät saattavat muuttua hyvin nopeasti.

Vielä 1970-luvulla enemmistö suomalaisyritysten ulkomaisista investoinneista tehtiin myynti- ja markkinointiyksiköihin. 1980-luvulle tultaessa ulkomaiset investoinnit kiihtyivät selvästi. Sijoitusten määrän lisäksi myös niiden rakenne muuttui. Yhä useampia tuotantolaitoksia hankittiin tai perustettiin ulkomaille. Ensimmäiset tuotannolliset sijoitukset tehtiin tyypillisesti Ruotsiin ja Saksaan - perinteisiin vientimaihimme. Seuraavat sijoitukset suuntautuivat usein muualle Eurooppaan tai Pohjois-Amerikkaan. Tuotannon lisäksi myös yritysten rahoitustoiminta sekä tutkimus- ja kehitystoiminta ovat kansainvälistyneet. Jälkimmäisen kansainvälistyminen on ainakin toistaiseksi ollut hitaampaa. Viime vuosina myös tutkimustoimintaa on kuitenkin ryhdytty tekemään enenevässä määrin ulkomailla. Tämä kehitys tulee jatkumaan. Toinen kasvava kansainvälistymisen muoto on ali-hankinta. Toimintojen globaali ulkoistaminen yleistyy. Yritykset toimivat yhä enemmän verkostoissa, joissa eri resursseja pyritään hyödyntämään tehokkaammin.

Taulukko 3.2. Suomalaisen suuryritysten toiminnan ja omistuksen kansainvälistyminen

Yritys	1983		1997		
	Henkilöstö yhteensä	, josta ulkomailla, %	Henkilöstö yhteensä	, josta ulkomailla, %	Ulkomaalaisomistus, %
NOKIA	23651	17.5	35490	45.5	76.3
UPM-KYMMENE*	34599	11.7	33814	31.3	47.8
KONE	13137	66.2	22499	92.4	30.7
ENSO	15315	9.8	19870	20.2	22.2
METSÄLIITTO	7891	7.5	18717	39.6	45.5***
AHLSTRÖM	12472	14.4	13758	70.8	0
OUTOKUMPU	10089	1.4	13734	46.9	25.9
VALMET	15371	12.8	13480	35.5	46.3
METRA**	22346	9.5	13384	71.9	18.6
RAUTARUUKKI	7712	1.6	12705	37.1	24.3
Yhteensä	162583	15.3	197451	47.7	32.4

* vuoden 1983 tieto laskettu Rauma-Repolan ja Kymmenen summana

** vuoden 1983 tieto laskettu Wärtsilän ja Lohjan summana

*** Metsä-Serlan ulkomaalaisomistus

Lähteet: Etlatiedon tietokanta ja Ali-Yrkkö – Ylä-Anttila (1997)

Nykyään monilla suomalaisilla suuryrityksillä on tuotantotoimintaa ympäri maailmaa. Eri yksiköt kilpailevat yhä enemmän keskenään. Koti- ja ulkomaisten yksiköiden kannattavuutta verrataan toisiinsa ja pitkällä aikavälillä tuotantoa siirretään sinne, missä se kannattaa parhaiten. Investoinnit hakeutuvat alueille, jotka kykenevät tarjoamaan kokonaisuudessaan edullisen sijaintipaikan yritykselle. Näyttää siltä, että yritykset globalisoituvat eri tavoilla. Yhtäältä monikansallisen yrityksen eri toiminnot voivat sijoittua hyvinkin eri alueille - rahoitus, tuotanto ja tuotekehitys hoidetaan siellä, missä niille on parhaat edellytykset. Toisaalta ulkomainen toiminta kokonaisuudessaan pyritään hoitamaan yhä enemmän paikallisemmin.

Kansainvälistyminen koskee myös entistä pienempiä yrityksiä. Varsinkin korkean teknologian aloilla yritykset kansainvälistyvät jo toiminnan alusta alkaen. Markkina-alueena nähdään koko maailma. Teknologinen kehitys on johtanut entistä voimakkaampaan erikoistumiseen ja samalla globaaleihin markkinoihin.

1970- ja 1980-luvulla monet suuryritykset laajentuivat uusille toimialoille. Kasvua haettiin uusista, aikaisempaan toimintaan kuulumattomista toimialoista. 1980-luvun loppupuolelta alkaen on vallinnut päinvastainen kehitys. Yritykset ovat pyrkineet keskittymään ydintoimintoihinsa ja myyneet liiketoimintayksiköitään pois. Joidenkin yritysten kohdalla tämä on merkinnyt toiminnan supistumista, toisten kohdalla investointeja ja ydintoimintojen laajentamista. Usein nämä investoinnit on tehty yrityskauppojen ja fuusioiden kautta. Esimerkiksi metsäteollisuuden keskittymisvauhti viimeisten viidentoista vuoden aikana on ollut nopeaa. Viime vuosina fuusioita on tehty enenevästi yli kansallisten rajojen. Kehitys kulkee kohti globaaleja yrityksiä. Suomalaisten yritysten rakenne on siis muuttunut ja muuttuu edelleen: yhä useammin entisistä monialayrityksistä tulee yhden tai kahden toimialan yrityksiä.

Ainakin tällä hetkellä sijoittajat suosivat yrityksiä, jotka toimivat suppealla alalla. Tämän ajatusmaailman mukaan riskiä välttääkseen yrityksen ei pidä hajauttaa toimintojaan usealle toimialalle, vaan riskin hajauttamisen hoitaa omistaja sijoittamalla varojaan eri toimialojen yhtiöihin. Yritykset ovat siirtyneet aiemmasta diversifioinnista toiseen äärilaitaan eli fokusointiin. Se, missä laajuudessa ja minkä ajan

nykyinen kehityssuunta jatkuu on epävarmaa. On hyvinkin mahdollista, että tilanne muuttuu. Yksi mahdollinen kehitys voi olla sellainen, jossa yritys pyrkii etsimään ydintoimintojensa läheltä aloja, joissa se voi hyödyntää osaamistaan. Painopiste siis siirretään tuotteesta osaamiseen, jolloin teknologinen osaaminen tulee generiseksi ja sitä sovelletaan uusilla alueilla.

4. Ulkomaalaisomistuksen vaikutukset

4.1. Pääoman käyttö tehostunut

On tärkeää pohtia, mitä omistusrakenteen muutos ja siihen liittyvät muutokset johtamis- ja valvontajärjestelmissä merkitsevät kansantalouden kannalta. Ulkomaalaisomistuksen kasvamisen myötä uusien omistajien vaatimuksia on kuunneltava entistä tarkemmin. Tällä on kasvava vaikutus yritysten tavoitteisiin ja markkinoiden toimintaan.

Nykyään monet pörssiyritykset ilmoittavat vuosikertomuksissaan, miten suuren osan voitostaan ne pyrkivät tulevana vuosina jakamaan omistajille. Vielä muutama vuosi sitten tällaiset ilmoitukset puuttuivat lähes kokonaan. Yksi uusi piirre on myös se, että omistajuus nähdään tärkeänä menestystekijänä. Hyvistä, omistajista kilpaillaan. Ympäri maailmaa ulottuvissa sijoittajaseminaareissa pyritään saamaan uusia omistajia. Yritysjohdo käyttää yhä suuremman osan ajastaan sijoitussuhteiden hoitamiseen - yritystensä markkinointiin kansainvälisille sijoittajille.

Tutkimukset osoittavat, että Suomessa ulkomaalaisomistus on pääsääntöisesti tehostanut yritysten toimintaa⁵. Ulkomaalaisomisteisten yritysten pääoman tuottoaste ylittää selvästi suomalaisomisteisten vastaavan.

⁵ Ali-Yrkkö, Sirviö & Ylä-Anttila (1997) ja Pajarinen & Ylä-Anttila (1998)

Taulukko 4.1. Suomalais- ja ulkomaalaisomisteiset yritykset Suomessa 1996

	Kotimaiset (200)	Ulkomaiset (108)
Sijoitetun pääoman tuotto-%	16	23
Liikevoitto-%	7,9	7,5
Jalostusarvo/sijoitettu pääoma	0,7	1,0
Jalostusarvo/henkilöstökulut	2,0	1,8
Jalostusarvo/hlö, 1000 mk	394	377
Henkilökulut/henkilö, 1000 mk	195	210
Vienti/liikevaihto,% (vientiyrietykset)	32	42
Investoinnit/liikevaihto,%	10	5
T&K-menot/liikevaihto,%*	2	3
Velat/liikevaihto, %	63	41

* otoskoko poikkeaa muista tunnusluvuista: 57 kotim., 16 ulkom.

Lähde: Pajarinen – Ylä-Anttila (1998)

On selvää, että erot tulevat pienenemään tulevaisuudessa. Yritykset kiinnittävät entistä enemmän huomiota pääoman tuottoasteeseen. Pääoman käytön tehokkuus, joka monissa tutkimuksissa on todettu Suomessa heikoksi, on parantunut tuntuvasti 1990-luvun aikana ja tämä kehitys todennäköisesti jatkuu. Investointeja harkitaan yhä tarkemmin. Investointiaste (kiinteiden investointien suhde tuotantoon) on alentunut pysyvästi viime vuosikymmeniä alemmalle tasolle, mutta investointien tehokkuus on parantunut. Osaltaan tähän on vaikuttanut omistajakontrollin tiukentuminen ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen seurauksena. Omistus- ja johtamiskulttuuri ovat muuttuneet.

Monet ulkomaalaisomistukseen siirtyneet yritykset ovat parantaneet taloudellista tulostaan omistusmuutoksen jälkeen. Voitot ovat kasvaneet ja tappiollisetkin yritykset ovat alkaneet tuottaa voittoa. Erityisesti sijoitetun pääoman tuotto on parantunut.

Menestys on kuitenkin saavutettu eri tavoilla: kustannuksia karsimalla ja rationalisoimalla ja/tai toimintaa laajentamalla ja kehittämällä. Korkean teknologian aloilla ulkomainen ostaja on tuonut yritykseen markkinointiosaamista ja –kanavia sekä rahoitusmahdollisuuksia. Näiden avulla ostettu yritys on lähtenyt vahvaan kasvuun, joka on näkynyt myös kannattavuudessa ja pääoman tuottavuudessa. Toisaalta esimerkiksi rakennustuote- ja elintarvikealan yrityksissä yrityskaupan jälkeen tuotantolaitoksia on suljettu. Tällaiset rakennejärjestelyt ovat koskeneet erityisesti

aloja, jotka aiemmin ovat olleet kilpailulta suojattuja. (Pajarinen & Ylä-Anttila 1998).

Monikansallisissa yrityksissä tuottovaatimukset ovat usein samat kaikkialla toimiville yksiköille. Osakkeenomistajan varallisuuden maksimointiin perustuva toiminta voi aiheuttaa sen, että kannattavakin monikansallisen yrityksen tuotantoyksikkö lopetetaan, mikäli yksikkö ei täytä yhtymän tuottovaatimuksia. Sijoitetun pääoman tuoton oltava riittävän suuri. Jos näin ei ole yksikkö voidaan myydä, sulkea tai sen tuotanto siirtää maahan tai alueelle, jossa saadaan parempi tuotto. Samaan konserniin kuuluvien yksiköiden tuottoa verrataan toisiinsa ja pitkällä tähtäimellä tuotantoa siirtyy sinne, missä pääoma tuottaa parhaiten.

Kansantalouden kannalta tämä on sekä uhka että mahdollisuus. Suomessa tämä on näkynyt siten, että ulkomaisen omistuksen seurauksena teknologisesti kilpailukykyisiä, nopeasti kasvavia yrityksiä on laajennettu ja toisaalta kilpailukyvyltään heikoiksi arvioituja yksiköitä on supistettu tai lopetettu. Ulkomaalaisomistuksen kokonaisvaikutukset näyttävät olleen kuitenkin selvästi positiivisia: ulkomaalaisomistuksen siirtyneiden tuotantoyksiköiden lopettamisten ja saneerausten aiheuttamat työpaikkojen menetykset ovat olleet tuntuvasti pienempiä kuin vastaavat positiiviset vaikutukset vientiään ja tuotantoaan lisänneissä yrityksissä (Pajarinen & Ylä-Anttila, 1998, ks. myös liite 4). Tässä mielessä ulkomainen omistus ja omistuskulttuuri ovat vaikuttaneet myönteisesti kansantalouteen, vaikka pitkän aikavälin vaikutukset ovatkin vielä epävarmoja.

Myös suomalaisyritysten ulkomaaninvestointien (tuotannollisen kansainvälistymisen) vaikutukset kotimaan talouteen ovat toistaiseksi olleet pääosin myönteisiä. Tilanne voi kuitenkin muuttua. Koti- ja ulkomainen tuotanto kilpailevat yhä enemmän keskenään (Ali-Yrkkö - Ylä-Anttila, 1997). Yritysten kansainvälistyminen jatkuu voimakkaana lähivuosina ja sen seurauksena myös yritysten omistus edelleen kansainvälistyy. Pienessä kansantaloudessa tällaiseen kehitykseen liittyy monia avoimia kysymyksiä, joita koskevaa tutkimusta on tehty toistaiseksi hyvin vähän (Braunerhjelm & Heum & Ylä-Anttila, 1998).

4.2. Voiton on riitettävä investointeihin ja osingonjakoon

Menneinä vuosina suomalaiset yritykset rahoittivat investointinsa suurelta osin lainarahoituksella. Suomalaisyrietykset olivatkin selvästi velkaantuneempia kuin kansainväliset kilpailijansa. 1990-luvulla lainarahoituksen houkuttelevuus on vähentynyt. Pääomaverotuksen uudistuksen jälkeen osakerahoitus, lainat ja pidätetyt voitot ovat selvästi tasavertaisempia rahoituslähteitä kuin aikaisemmin. Verotuksen lisäksi myös reaalikorkojen nousu on vähentänyt lainanottoa. Oman lisänsä velan karttamiseen ovat tuoneet yritysten kohonneet omavaraisuustavoitteet. 1990-luvun alun laman aikana monilla yrityksillä oli vaikeuksia hoitaa rahoituskulut. Tilanteen parannuttua voittoja on käytetty omavaraisuusasteen nostamiseen. Vakavaraisuuden nostamisella mm. varaudutaan laskukauteen oloissa, joissa vaaditaan aiempaa suurempaa riskinkantokykyä.

Taulukko 4.2. Muutokset voitonjaossa ja vakavaraisuudessa (Suomen 500 suurinta yritystä).

Vuosi	Jakanut osinkoja, %	Omavaraisuusaste, %
1986	50	31
1987	46	33
1988	48	36
1989	53	35
1990	52	32
1991	45	30
1992	40	31
1993	39	33
1994	43	36
1995	54	40
1996	57	40
1997	60	44

Havaintoja yhteensä 4859

Omavaraisuuden nostamista haluavat myös omistajat. Talouksien yhdyntyessä yrityksiin kohdistuvat omistajien vaatimukset yhdenmukaistuvat myös tältä osin. Tämä koskee varsinkin julkisesti noteerattuja yrityksiä. Etenkin institutionaalisilla

sijoittajilla – olivat ne sitten suomalaisia tai ulkomaalaisia – on sijoituksia monissa maissa. Suomalaisten yritysten on oltava yhtä vakavaraisia kuin kansainväliset kilpailijansakin. Omavaraisuusaste ei saa olla liian alhainen, mutta myös korkea omavaraisuusaste voi olla ongelma, sillä se saattaa pienentää yksittäisten osakkaiden saamaa tuottoa.

Oman pääoman sijoittaja ottaa suuremman riskin kuin vieraan pääoman sijoittaja. Huonoina aikoina osingot pienenevät, mutta velanantaja saa lainakorkonsa yhtä suurena. Myös konkurssitilanteessa osakkeenomistaja on huomattavasti heikommassa asemassa kuin lainanantaja.

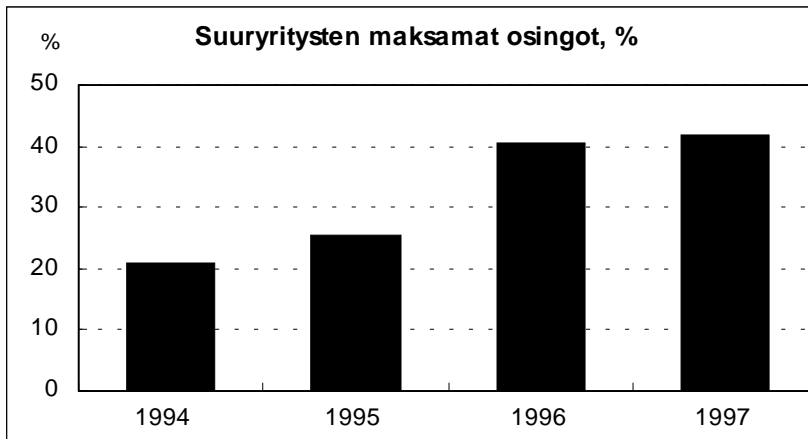
Nykyisen osakkeenomistajan varallisuutta maksimoivan tavoitteen seurauksena yhdysvaltalaiset yritykset ovat kiinnittäneet huomiota oman pääoman kalleuteen. Myös Suomessa asiasta on ollut keskustelua. Omaa pääomaa voidaan vähentää ostamalla omia osakkeita. Yritysten ostaessa omia osakkeitaan se pyrkii vähentämään osakkeenomistajien määrää. Sijoittajat saavat paremman tuoton ilman, että jaettava voitto muuttuu. Lakimuutosten seurauksena Suomessakin on nykyään mahdollista ostaa omia osakkeita. Vuoden 1998 aikana monet pörssiyritykset ovatkin ostaneet runsaasti omia osakkeitaan. Omistuksen kansainvälistyessä on todennäköistä, että tämä kehitys jatkuu. Yritykset ostavat omia osakkeitaan vähentääkseen oman pääoman kustannuksia.

Omistajien aseman korostumisesta kertovat myös voitonjaossa tapahtuneet muutokset. Yritykset pyrkivät pitämään jaettavan osinkojen määrän tasaisena. Tulosten heikentyessäkin ei osinkoja enää leikata samalla tavalla kuin ennen. Tarkasteltaessa suurimpien suomalaisten yritysten voitonjakoa viimeisen kahdentoista vuoden ajalta nähdään, että noin puolet havainnoista on sellaisia, jossa yritys ei ole maksanut osinkoa. Esimerkiksi Iso-Britanniassa vastaava luku on vain 7 % (Bond & Meghir 1994). On todennäköistä, että Suomessa kehitys kulkee samaan suuntaan.

Julkisesti noteeratut yritykset jakavat entistä suuremman osan tuloksestaan omistajille. Vuoden 1997 tietojen mukaan suurilla pörssiyrityksillä osinkojen osuus tuloksesta oli yli 40 prosenttia. Neljä vuotta aikaisemmin sama yritysjoukko maksoi voitoistaan osinkoja vain viidenneksen. Yritykset ovat joutuneet muuttamaan osin-

kopolitiikkaansa saadakseen uusia omistajia. Varsinkin ulkomaalaiset ovat tottuneet suomalaisyrityksiä korkeampaan osinkoprosenttiin.

Kuvio 4.1. Osinkojen osuus yritysten nettotuloksesta*, %



Lähde: Helsingin Sanomat, 5.4.1998.

* 40 pörssiyritystä

4.3. Työllisyys ja investoinnit - onko omistajien etu kaikkien etu?

”Tämän päivän avoimessa ja globalisoituneessa maailmassa, jossa aktiivinen vuorovaikutus toimintaympäristön kanssa on keskeistä yrityksen menestymiselle, osakkeenomistajan sijoituksen arvo ja sen kasvu perustuu sitoutuneeseen henkilöstöön sekä yrityksen kykyyn menestyä asiakkaidensa palvelemisessa”

Jorma Ollila, Nokian vuosikertomus 1997

Osakkeenomistajan etujen korostuminen herättää kysymyksen siitä, miten käy yrityksen muiden sidosryhmien, jos toimitaan vain yhden tahon tavoitteiden mukaisesti. Eurooppalaisen corporate governance -ajattelun mukaan yritys ei menesty pitkällä tähtäimellä, jos se ei pysty sovittamaan yhteen eri sidosryhmien tarpeita. Voi olla, että omistajan varallisuuden kasvattaminen tarkoittaa myös sidosryhmien tarpeiden parempaa huomioimista. Edut eivät siis välttämättä ole ristiriitaisia.

Yksittäisen kansantalouden näkökulmasta on tärkeää selvittää, ovatko kokonaistaloudelliset tavoitteet (kasvu ja työllisyys) ja omistajien etu eli osakkeen lisä-

arvon kasvattaminen yhteneväisiä. Tätä ongelmaa ei ole kovin paljon empiirisesti tutkittu kansainvälisessä tutkimuksessa.

Osakkeenomistajan varallisuutta maksimoitaessa yksi keino lisätä yrityksen voittoa on liiketoiminnan kustannusten vähentäminen. Tämä voi tarkoittaa työntekijöiden vähentämistä. Toinen keino kasvattaa osakkeen arvoa ainakin lyhyellä tähtäimellä voi olla investoinneista pidättäytyminen. Kansantalouden kannalta huomio kiinnittyy siis työllisyyteen ja investointeihin sekä tarkasteltavaan aikaväliin.

Osakkeenomistajan varallisuuden lisääntymistä tarkastellaan usein ns. taloudellisen lisäarvon eli Economic Value Added (EVA) -mallin avulla (EVA:n laskenta-kaava on esitetty liitteessä 3). EVA:n perusidea on mitata sitä lisäarvoa, jonka yritys tuottaa pääomakustannusten (ml. oman pääoman vaihtoehtoistuotto) kattamisen jälkeen. Tässä suhteessa EVA poikkeaa perinteistä kannattavuusmittareista.

Onko omistuksen kansainvälistyminen vaikuttanut siihen, miten yritysjohto painottaa omistajille tuotettavaa lisäarvoa? Tätä kysymystä on tarkasteltu taulukossa 4.3, jossa aineistona on Suomen 500 suurinta yritystä. Yritysjoukko on jaettu kahteen ryhmään: ulkomaalaisomisteisiin (omistusosuus yli 50 %) ja suomalaisomisteisiin. Vuonna 1997 runsas kolmannes näistä suuryrityksistä oli ulkomaisessa omistuksessa, vuonna 1990 vajaa viidennes. Vertailun tulos on selkeä: ulkomaalaisomisteiset yritykset ovat tuottaneet suhteessa sijoitettuun pääomaan omistajilleen moninkertaisesti sen mitä suomalaisomisteiset. Ulkomaalaiset omistajat ovat tuntuvasti vaativampia kuin kotimaiset.

Taulukko 4.3. Yritysten tuottama taloudellinen lisäarvo suhteessa sijoitettuun pääomaan, 1986-97.

Suomalaisomisteiset			Ulkomaalaisomisteiset		
Vuosi	EVA/yritys	EVA/Sij.PO	Vuosi	EVA/yritys	EVA/Sij.PO
1986	13	1%	1986	15	7%
1987	32	3%	1987	26	12%
1988	42	4%	1988	31	14%
1989	40	4%	1989	31	14%
1990	10	1%	1990	14	6%
1991	-37	-3%	1991	8	4%
1992	-40	-3%	1992	6	3%
1993	-20	-1%	1993	8	3%
1994	33	2%	1994	22	9%
1995	66	5%	1995	27	12%
1996	44	3%	1996	26	11%
1997	68	5%	1997	26	10%
Keskiarvo		1.8 %	Keskiarvo		8.8 %

Lähde: Rämä (1998), mukautettu

Miten sitten esimerkiksi työllisyys on kehittynyt yrityksissä, jotka ovat tuottaneet omistajilleen lisäarvoa yli sen mitä perinteisen pääomakustannuksen kattamiseen tarvitaan? Onko omistajien varallisuuden kasvattamista korostava johtamis- ja valvontajärjestelmä vaikuttanut työvoiman määrää lisäävästi vai vähentävästi?

Taulukossa 4.4 on tarkasteltu 500 suurimman yrityksen taloudellisen lisäarvon tuottamista ja henkilöstön määrän muutosta. Yritykset on jaettu neljään yhtä suureen luokkaan sen perusteella, miten suuri niiden tuottama taloudellinen lisäarvo (omistajille) on suhteessa sijoitettuun pääomaan ollut viimeisen seitsemän vuoden aikana. Heikoimmin tuottaneet yritykset kuuluvat luokkaan yksi ja parhaiten tuottaneet luokkaan neljä.

Taulukko 4.4. Henkilöstön määrä ja taloudellinen lisäarvo (1.luokka=vähiten taloudellista lisäarvoa tuottaneet, 4=eniten lisäarvoa tuottaneet)⁶

	Luokka 1	Luokka 2	Luokka 3	Luokka 4
	Henkilöstö yhteensä	Henkilöstö yhteensä	Henkilöstö yhteensä	Henkilöstö yhteensä
1991	91952	237307	117203	26355
1992	81833	218884	107324	24914
1993	69122	207860	105189	25395
1994	60712	204178	106869	26097
1995	60392	210873	113503	28038
1996	57809	224255	116738	28415
1997	63999	228889	125664	28937

Havaintoja yhteensä 1583

Lähteet: Tekijöiden laskelmat, Etlätiedon ja Talouselämän tietokanta

Henkilöstön muutokset ovat varsin erilaisia eri luokissa. Heikoimmin taloudellista lisäarvoa tuottaneet yritykset (luokat 1 ja 2) ovat vähentäneet henkilöstöään viimeisen seitsemän vuoden aikana. Sen sijaan parhaiten menestyneet yritykset (luokat 3 ja 4) ovat lisänneet työntekijöidensä määrää. On kuitenkin huomattava, että eri luokkiin kuuluvat yritykset ovat varsin eri kokoisia. Suurin osa kaikkein suurimmista suomalaisista yrityksistä kuuluu luokkaan 2. Menestyneimmät yritykset ovat sen sijaan tyypillisesti hieman pienempiä yrityksiä (poikkeuksina Nokia, ABB ja Kvaerner Masa-Yards).

Samansuuntaiset johtopäätökset voidaan tehdä investointien suhteen (liite 2). Parhaiten tuottaneet yritykset ovat myös lisänneet investointejaan eniten. Liitteessä 1 on esitetty kaksikymmentä suurinta kuhunkin luokkaan kuuluvaa yritystä.

Edellä esitetyt vertailut eivät tue olettamusta, että omistajien näkökulman korostuminen merkitsisi negatiivista vaikutusta työllisyyteen ja investointeihin. On kuitenkin muistettava, että omistuskulttuurin muutoksen vaikutukset näkyvät vasta

⁶ Yritykset on luokiteltu seuraavasti: Kullekin yritykselle on laskettu (EVA/sijoitettu pääoma) käyttäen vuosia 1991-97. Tämän keskiarvon perusteella yritykset on jaettu neljään yhtä suureen luokkaan. Yksittäinen yritys ei siis vaihda ryhmää missään vaiheessa.

pidemmällä aikavälillä. Eräs riski sijoittajanäkökulman korostumisessa voi olla omistajan kärsimättömyys. Hankkeet, jotka tuottavat lisäarvoa lyhyellä aikavälillä, voivat ajaa kannattavien pitkäaikaisten projektien ohi. Erityisen tärkeä on kysymys siitä, mitä se merkitsee esimerkiksi tutkimus- ja kehitysinvestoinneille.

5. Yhteenveto ja johtopäätökset

Rahoitusmarkkinoiden globaali yhdentyminen ja yritystoiminnan kansainvälistyminen ovat johtaneet myös yritysten omistuksen kansainvälistymiseen. Samalla erilaiset yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät (*corporate governance*) ovat kohdanneet ja alkaneet lähentyä toisiaan.

Vastakkain ovat lähinnä amerikkalaistyypinen osakkeenomistajan varallisuuden (*shareholder value*) maksimointia ensisijaisena tavoitteena pitävä järjestelmä ja toisaalta saksalainen (eurooppalainen) tai japanilainen järjestelmä, jossa myös muiden yrityksen sidosryhmien (*stakeholders*: työntekijät, lainanantajat, asiakkaat, tavaramoimittajat, valtio jne.) tavoitteille annetaan myös merkittävä paino. Keskeinen kysymys on, kummassa järjestelmässä johtamis-, kannustin- ja valvontakäytännöt ovat parempia koko talouden kasvun ja varallisuuden maksimoitumisen kannalta.

Amerikkalaisen järjestelmän keskeiset piirteet ovat osakemarkkinakeskeisyys, omistuksen hajautuminen laajalle, vahvat ja vaativat institutionaaliset omistajat, tehokas suoja vähemmistöosakkaille, yritysvaltauksset, hallitusten jäsenten riippumattomuus ja voimakkaat johdon kannustinjärjestelmät pyrkiä osakkeenomistajien varallisuuden maksimointiin.

Eurooppalaiselle (saksalaiselle) järjestelmälle puolestaan on ollut tyypillistä pankkikeskeisyys, keskittynyt osakeomistus, pankkien omistus muissa yrityksissä, yritysten keskinäinen ristiinomistus ja edustus toistensa hallituksissa, heikko vähemmistöosakkaiden suoja, muidenkin sidosryhmien kuin osakkeenomistajien mahdollisuus osallistua tai vaikuttaa päätöksentekoon.

Talouden globalisaation myötä yritysten omistus on muuttunut monessa maassa. Ulkomaalaisomistuksen myötä maailmalle on levinnyt uudenlainen omistuskulttuuri. Yhdysvalloista lähtöisin oleva omistajalähtöinen ajattelumalli on levinnyt nopeasti myös Suomeen.

Ajattelutavan muutos näkyy esimerkiksi suomalaisten pörssiyritysten vuosiker-
tomuksista. Ennen vuosikymmenen puoliväliä yritysten keskeinen tavoite oli vielä omavaraisuuden nostaminen. Aiempi yritysverotus oli suosinut investointien ra-

hoittamista velkarahalla. Velkaantumisasteet olivatkin suomalaisyrityksissä selvästi korkeampia kuin useimmissa muissa länsimaissa. 1990-luvun lama heikensi yritysten rahoitusasemaa entisestään ja yhä suurempi osa voitosta jouduttiin käyttämään velkojen lyhennyksiin ja korkoihin. Toinen usein mainittu tavoite koski asiakassuhteita. Asiakastyytyväisyys ja sen parantaminen nostettiin merkittävimmäksi tavoitteeksi. Lisäksi haettiin kasvua. Vuoden 1997 vuosikertomuksissa näkyy selvä muutos kohti omistajapohjaista ajattelua. Noin puolet pörssiyrityksistä on nostanut tavoitteekseen osakkeenomistajan sijoituksen arvon kasvattamisen ja taloudellisen lisäarvon luomisen omistajille.

Amerikkalaisella ja eurooppalaisella corporate governance -järjestelmällä on omat hyvät ja heikot puolensa. Vaikka tutkimustulokset sinänsä eivät anna yksiselitteistä tukea kummallekaan järjestelmälle, paineet eurooppalaisen ja samalla suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmän muuttamiseen ovat kasvaneet. Käytännössä järjestelmät ovat muuttuneet muutaman viime vuoden aikana kohti amerikkalaista käytäntöä. Muutospaine on todennäköisesti edelleen kasvamassa. Tähän on periaatteessa ainakin kolme selkeää syytä (vrt. Leppämäki, 1998). *Ensinnäkin* institutionaaliset sijoittajat (ennen muuta amerikkalaiset sijoitus- ja eläkerahastot) vaativat muutoksia voidakseen paremmin valvoa sijoitustensa tuottoa. *Toiseksi*, euron käyttöönoton seurauksena syntyneet eurooppalaiset pääomamarkkinat johtavat siihen, että johtamis- ja valvontajärjestelmät yhtenäistyvät, kun vertailtavuus eri maiden välillä kasvaa. Tällöin muutokset tapahtuvat mitä ilmeisimmin sijoittajien toivomaan suuntaan eli kohti amerikkalaista järjestelmää. *Kolmanneksi*, markkinoiden avautuminen ja esimerkiksi pankkikriisit ja valtionyhtiöiden yksityistäminen ovat paljastaneet eurooppalaisissa järjestelmissä merkittäviä puutteita.

Vähittäisen muutoksen ongelmaksi saattaa muodostua johtamis- ja valvontakäytäntöjen järjestelmäluonne. Vain järjestelmän yhden osan muuttaminen voi johtaa koko systeemin heikompaan toimivuuteen (Gilson, 1998). Tästä ovat jo esimerkkeinä johdon kannustinjärjestelmien käyttöönottoon liittyneet ongelmat sekä johdon toimien valvonnan pettäminen monissa Euroopan maissa. Optiojärjestelyissä pyritään sitouttamaan johtoa ja saamaan johtajat toimimaan omistajan etujen mukaisesti. Järjestelyissä tulisi kiinnittää nykyistä enemmän huomiota siihen, että

osakkeiden yleinen kurssikehitys ei automaattisesti nostaisi optioiden arvoa. Vain poikkeuksellisen hyvä suoritus palkittaisiin. Lisäksi tavoitteena tulisi olla johdon pitkäaikainen sitouttaminen yritykseen. Tällöin myös johdon osakeomistuksen on oltava riittävän pitkäaikaista.

Vaikka suurten suomalaisten monikansallisten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ovat muuttuneet kohti amerikkalaistyyppistä käytäntöä, on niissä vielä jäljellä monia skandinaavisia/eurooppalaisia piirteitä. Tällaisia ovat mm. osakkeiden erilainen asema (eri osakesarjat), sidosryhmien (asiakkaat, tavarantoimittajat, luotonantajat) edustus hallituksissa sekä suuryritysten merkittävä ristiinomistus. Tällaiset piirteet eivät kuulu amerikkalaistyyppiseen järjestelmään ja kansainväliset sijoittajat suhtautuvat niihin kriittisesti. Nopeasti kasvaneesta ulkomaalaisomistuksesta huolimatta suomalaisten pörssiyritysten hallituksissa on vain muutamia ulkomaisten sijoittajien edustajia.

Onkin todennäköistä, että suomalaisyritysten hallituksiin tulee entistä enemmän ulkomaalaisia, riippumattomia asiantuntijajäseniä, joiden tehtävä on kaikkien osakkeenomistajien etujen valvominen. Samoin on todennäköistä, että ristiinomistuksia puretaan, toiminnan läpinäkyvyyttä lisätään ja sijoittajainformaatiota parannetaan. Tyypillinen esimerkki on Nokia, jonka ohjaus- ja valvontajärjestelmät ovat nopeasti muuttuneet yrityksen globalisoitumisen seurauksena, mutta jossa muutosprosessi on edelleen meneillään (Ollila, 1998).

Tässä raportissa esitetyt Suomea koskevat aineistot viittaavat siihen, että omistuksen kansainvälistyminen on tuntuvasti tehostanut yritysten sekä pääomamarkkinoiden toimintaa. Voidaan myös todeta, että pyrkimys osakkeenomistajien varallisuuden lisäämiseen (pääomakustannukset ylittävän taloudellisen lisäarvon tuottamiseen) ei ainakaan ole heikentänyt yritysten työllisyys- ja investointikehitystä. Korkeaa tuottoa pääomalle tuottaneet yritykset ovat myös lisänneet työllisyyttään ja investointejaan.

Yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmät ovat murroksessa. Erilaiset käytännöt kohtaavat, kun pääomamarkkinat globalisoituvat. Tehokkaan ja yleisesti hyväksytyt ohjaus- ja valvontajärjestelmän syntyminen on yksi lähivuosien tärkeimpiä ta-

louden kehitykseen vaikuttavia tekijöitä. Eri järjestelmien vaikutuksista ja tehokkuudesta kaivataan kipeästi lisää tutkimustietoa.

6. Liitteet

Liite 1. Henkilöstöltään suurimmat yritykset luokittain (luokitteluperusteena käytetty tunnuslukua (EVA/Sijoitettu pääoma) viimeisen 7 vuoden aikana) (1=heikoimmin menestyneet, 4=parhaiten menestyneet)

1	2	3	4
KESKO*	KONE*	VALMET*	NOKIA*
PARTEK*	ENSO*	FAZER*	ABB-YHTIÖT*
NESTE*	OUTOKUMPU*	CULTOR*	KVAERNER MASA-YARDS
TAMROCK*	METRA*	HARTWALL*	TIETO*
AMER*	AHLSTRÖM*	ORION*	STEVESCO*
SILJA*	RAUTARUUKKI*	RAUTAKIRJA*	SECURITAS-YHTIÖT*
HACKMAN*	FINNAIR*	LASSILA & TIKANOJA*	INEX PARTNERS*
LEMMINKÄINEN*	KEMIRA*	RETTIG*	SUOMEN HAM-MASHUOLTO*
ISKU*	HUHTAMÄKI*	INSTRUMENTARIUM*	KUUSAKOSKI*
L-FASHION GROUP*	IMATRAN VOIMA*	VIKING LINE*	ARINA OK*
NCC-PUOLIMATKA*	ASKO*	ONVEST*	KOSKITUKKI*
STARCKJOHANN*	STOCKMANN*	SAARIOINEN*	KYRO*
POLAR*	YIT-YHTYMÄ*	ENSTO*	VAISALA*
VEHO*	FISKARS*	KWH-YHTYMÄ*	SUOMEN UNILEVER
LUJA-YHTIÖT*	VALIO*	FINNLINES*	KPO*
POHJOLAN VOIMA*	SOK*	KOIVISTON AUTO*	SALOMAA*
MATKAHUOLTO*	SANOMA*	TAMFELT*	VOLVO AUTO*
KARJAPORTTI*	AAMULEHTI*	VAPO*	CARRUS
MARTELA*	RAISIO YHTYMÄ*	ERICSSON L M	MTV*
ELECTROLUX*	HOK*	KESKIMAA OK*	VIRKE*

Liite 2. Investoinnit (milj. mk) ja EVA/sijoitettu pääoma, 1=heikoimmin menestyneet yritykset, 4= parhaiten menestyneet.

	Luokka 1	Luokka 2	Luokka 3	Luokka 4
1991	13312	16883	4597	4388
1992	13273	17647	5373	3764
1993	10756	14833	4662	3820
1994	7052	13485	4659	4355
1995	6326	15366	5049	6734
1996	10125	21272	6770	4632
1997	9707	29381	8139	6403

Liite 3. Taloudellinen lisäarvo ja sen laskentakaava

Palvelut	
Tuotot	
- Materiaalikustannukset	→ Toimittajat
= Arvoa lisäävät tuotot	
- Välittömät henkilökustannukset	→ Työntekijät
= Myyntikate	
- Yleiskustannukset	→ Toimihenkilöt ja toimittajat
= Liikevoitto	
- Rahoituskulut	→ Vieraan pääoman sijoittajat
= Tulos ennen veroja	
- Verot	→ Valtio
= Kirjanpidon tulos	
- Oman pääoman kustannus	→ Omistajat
= Taloudellinen lisäarvo (EVA)	

Lähde: Paavola, Torppa & Lumijärvi (1997)

Taloudellisen lisäarvon laskeminen

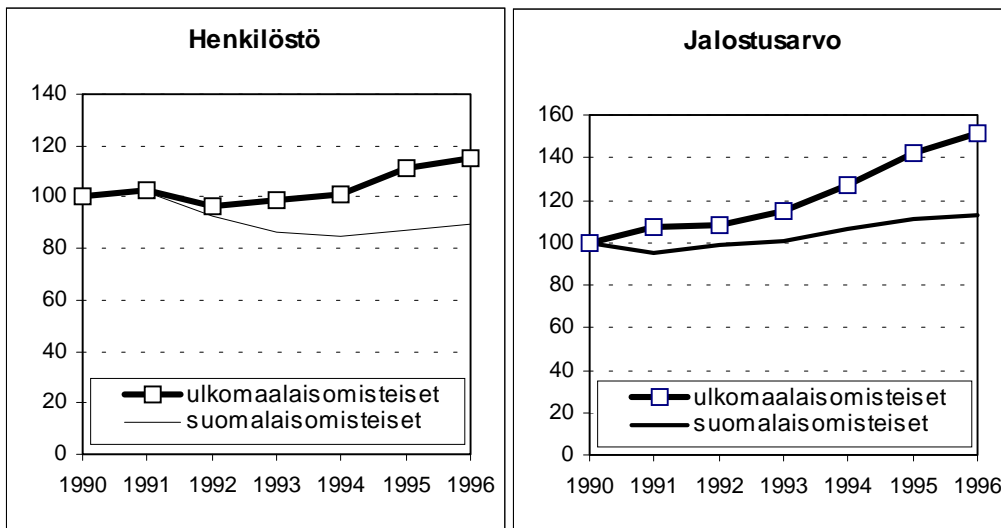
$EVA = (\text{pääoman tuotto-\%} - \text{pääoman kustannus-\%}) \times \text{sijoitettu pääoma,}$

missä

$\text{pääoman tuotto-\%} = (\text{oikaistu liikevoitto/liiketoimintaan sitoutunut pääoma})$
 $\text{pääoman kustannus} = \text{osakkeenomistajan tuottovaatimus}$

Tässä raportissa käytetyt EVA:t pohjautuvat Rämän (1998) laskelmiin. Oikaistu liikevoitto ja sijoitetun pääoman määrä on saatu suoraan Etlatiedon ja Talouselämän tietokannasta. Osakkeenomistajan tuottovaatimus on laskettu Kansainvälisen valuuttarahaston tilastoista talletuskoron keskiarvona (5.5 %) vuosien 1986-1997 välisenä aikana, johon on lisätty yhdysvaltalaisella aineistolla estimoitu osakemarkkinoiden pitkän aikavälin riskipreemio 6 %. Tällöin saadaan oman pääoman reaalisesti tuottovaatimukseksi 11.5 % (Rämä 1998). Oman pääoman kustannus voitaisiin estimoida tarkemmin käyttämällä CAP-mallia. Sen käyttäminen suomalaiseseen aineistoon voi tuottaa kuitenkin monia tilastollisia ongelmia.

Liite 4. Työllisyys ja jalostusarvo ulkomaalais- ja suomalaisomisteisissa teollisuus-yrityksissä (indeksi 1990=100).



Lähde: Pajarinen & Ylä-Anttila (1998)

7. Lähteet

Albach, Horst (1998). Corporate Governance and Managerial Incentives. Jaakko Honko luennot 26.11. 1998. Helsinki.

Ali-Yrkkö, J., Sirviö, S & Ylä-Anttila, P. (1997). Ulkomaiset yritykset Suomessa – Onnistuneita yritysostoja vai tehokkaampaa toimintaa? ETLA Keskusteluaiheita no. 579.

Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila (1997). Yritykset kansainvälistyvät – katovatko työpaiikat? ETLA B:130. Taloustieto Oy. Helsinki.

Berle, A. & Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. MacMillan. New York.

Bond, S. & Meghir, C. (1994). Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy, *Review of Economic Studies* 61, 197-222.

Braunerhjelm, P. & Heum, P. & Ylä-Anttila, P. (1998). Internationalization of Industrial Firms: Implications for Growth and Industrial Structure in the Nordic Countries. Teoksessa Kozul-Wright & Rowthorn (eds), *Transnational Corporations and the Global Economy*. WIDER. Macmillan Press. London.

Gilson, R. (1998). Corporate Governance – The Issues and Opportunities. *Seminar presentation at the Sitra Conference on Corporate Governance*. 25 September, 1998.

Hakala, J. (1997). *Osakeomistuksen keskittyminen suomalaisissa pörssiyrityksissä*, Etlan keskusteluaiheita no. 625, Helsinki.

Hirvonen, A., Niskakangas, H. & Wahlroos, J. (1997). Hyvä hallitustyöskentely, WSOY, Helsinki.

Leppämäki, M. (1998). Johdatus Corporate Governance –teemaan, raportti Sitran Corporate Governance –seminaarista syyskuussa 1998, Sitra 209, Helsinki.

Ollila, Jorma (1998). The Scandinavian Model – Some Idiosyncratic Features. *Sitra Conference on Corporate Governace*. Sept. 24, 1998

Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O-P (1997) *Miten lisätä yrityksen arvoa*, WSOY, Helsinki.

Pajarinen, M. & Ylä-Anttila, P. (1998). *Ulkomaiset yritykset Suomessa – Uhka vai uusi mahdollisuus?* ETLA B:142. Taloustieto Oy. Helsinki.

Pajarinen, M. & Rouvinen, P & Ylä-Anttila, P. (1998). *Small Country Strategies in Global Competition – Benchmarking the Finnish Case*. ETLA B:144. Sitra 203. Taloustieto Oy. Helsinki.

Pulli, Markku (1998). *Ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen Suomessa*. ETLA Keskusteluaiheita no. 639. Helsinki

Rämä, O. (1998). *Yritysten kannattavuus osakkeenomistajan näkökulmasta – vertailu suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten välillä*. ETLA Keskusteluaiheita no 647, Helsinki.

Veranen, J. (1996) . *Tuottoa vaativat omistajat*, *Ekonomia*-sarja, WSOY, Helsinki.