

# Pääomamarkkinat

Kasvun paikka

2009



**PÖRSSISÄÄTIÖ**  
**BÖRSSTIFTELSEN**

## Raportti pähkinäkuoressa

- Suomen pääomamarkkinoiden puutteet ja ongelmat ovat korostuneet finanssikriisin myötä
- Yritykset ja sijoittajat tarvitsevat toimivia kotimaisia pääomamarkkinoita
  - Pääomamarkkinat ovat tärkeä rahoituskanava yrityksille ja ohjaavat niitä kasvuun
  - Pääomamarkkinoiden tehokkuus on osa suomalaisten yritysten kilpailukykyä
  - Pääomamarkkinoilla määräytyy, kuka yritykset omistaa
  - Omistajien kansallisuus vaikuttaa siihen, mihin maihin työpaikkoja synnyttävät investoinnit tehdään
  - Pääomamarkkinoiden kautta kotitalouksien säästöt kanavoituvat kotimaisen yritystoiminnan rahoitukseen
- Talousosaamisen parantaminen kannustaa kotitalouksia pitkäjänteiseen vaurastumiseen
- Markkinoiden toimivuus, koko ja likviditeetti paranevat
  - Sijoittajien määrää lisäämällä
  - Listayhtiöiden lukumäärää kasvattamalla
  - Laskemalla kaupankäynnin kustannustasoa
  - Poistamalla listautumisen ja osakesäästämisen veroesteet
- Käytännön muutokset vaativat valtion aktivoitumista

---

# Sisältö

<b>ESIPUHE .....</b>	<b>1</b>
<b>MIKSI PÄÄOMAMARKKINAT OVAT TÄRKEÄ OSA SUOMEN KILPAILUKYKYÄ? .....</b>	<b>5</b>
TEHOKKAAT PÄÄOMAMARKKINAT EDISTÄVÄT TALOUDEN KASVUA .....	5
PÄÄOMAMARKKINAT ALLOKOIVAT RESURSSIT PARHAIISIIN KOHTEISIIN .....	6
SUOMALAISTEN YRITYSTEN KILPAILUKYKY .....	6
LISTAUTUMISMARKKINOIDEN MERKITYS .....	8
PÄÄOMAMARKKINOIDEN EKOSYSTEEMI SUOMESSA .....	10
PALVELUIDEN KYSYNTÄ JA TARJONTA .....	13
PÄÄOMAMARKKINOIDEN VAIKUTUS TYÖPAIKKoihin JA KANSALLISVARALLISUUTEEN .....	13
<b>SIIJOITTAJAT, OMISTAJAT JA LIKVIDITEETTI.....</b>	<b>16</b>
MILLAISET OVAT HYVIN TOIMIVAT SUOMALAISET PÄÄOMAMARKKINAT.....	16
TOIMIVAT MARKKINAT TARVITSEVAT LAAJAN JA MONIPUOLISEN SIIJOITTAJAKUNNAN .....	18
KAUPANKÄYNNIN KUSTANNUKSET .....	19
PÖRSSILISTAUKSEN KUSTANNUKSET JA EDUT .....	20
OSAKESIIJOITUSTEN VEROTUS .....	20
SÄÄNTELY JA VALVONTA .....	23
VALTION ROOLI OMISTAJANA JA KASVUN RAHOITTAJANA .....	24
MIKSI KOTIMAISELLA OMISTAJUUDELLA ON VÄLIÄ?.....	25
SUOMALAINEN YHTIÖ KONSOLIDOIJIA VAI KONSOLIDOITAVA? .....	28
KOTIMAISTEN JA ULKOMAISTEN SIIJOITTAJIEN YHTEYS .....	30
MIKSI TARVITAAN ULKOMAISIA OMISTAJIA? .....	30
<b>PÄÄOMAMARKKINOIDEN TOIMIVUUTEEN VAIKUTTAMINEN .....</b>	<b>32</b>
SIIJOITTAJAT .....	32
RAHOITUSTA HAKEVAT YRITYKSET .....	35
INFRASTRUKTUURITOIMIJIAT JA MUUT PALVELUNTARJOAJAT.....	38
SUOMALAISET YKSITYISHENKILÖT .....	39
<b>TOTEUTUSSUUNNITELMA .....</b>	<b>41</b>

---

---

## Esipuhe

Vastikään koettu finanssikriisi on tuonut esiin Suomen pääomamarkkinoiden ongelmat. Samaan aikaan tarve toimiville kotimaisille pääomamarkkinoille on käynyt ilmeiseksi.

Pääomamarkkinoiden rooli ei rajoitu yritysten rahoittamiseen. Pääomamarkkinoilla määräytyy, kuka yhtiöt omistaa. Yhtiöiden omistus taas vaikuttaa päätöksiin investointien kohdemaista, joihin työpaikat jatkossa syntyvät. Pääomamarkkinat kannustavat yrityksiä kasvuun tarjoamalla yrittäjille ja yritysjohdolle tavoitteita ja resurssit tavoitteiden saavuttamiseen. Suomen kansantalous hyötyy toimivista pääomamarkkinoista, jotka edistävät kotimaista yritystoimintaa ja työllistämistä ja tarjoavat suomalaisten säästöille hyvän tuoton.

Rahoituskriisi on osoittanut pääomamarkkinoiden olevan edelleen pohjimmiltaan kansallisia. Kriisitilanteissa ulkomainen rahoitus vaikeutuu, kun kansainväliset sijoittajat ja pankit suosivat isojen kotimarkkinoiden yrityksiä. Suomalaiset yritykset jäävät kotimaisten markkinoiden varaan samalla kun rahoituksen tarve korostuu. Pienemmät yhtiöt ovat hyvinäkin aikoina riippuvaisia nimenomaan kotimaisista pääomamarkkinoista.

Monet suomalaiset kasvuyritykset ovat 2000-luvulla ajautuneet ulkomaisten yritysten ostamiksi. Helsingin pörsissä olevien yhtiöiden lukumäärä on laskenut 18 % vuodesta 2000, kun yrityksiä on poistunut pörssistä enemmän kuin uusia on listautunut. Aidoista uusista kasvuyrityksistä on Suomessa kova pula. Kun Ruotsista ja Tanskasta on viimeisen parin vuoden aikana tullut yhteensä 130 kasvuyritystä FirstNorth -listalle, Suomessa listautujia on vain kolme. Ilman aktiivisia toimia Suomi on ajautumassa tytär-yhtiö-taloudeksi.

Suomen markkinat ovat absoluuttiselta kooltaan hyvin pienet. Markkinoiden koko on ratkaisevaa sijoittajien, yritysten ja palveluntarjoajien houkuttelemiseksi. Kansainväliset toimijat ovat ensisijaisesti kiinnostuneita suurimmista suomalaisista yrityksistä. Kun näiden kaupankäynti ja kaupankäynnin oheistoiminta on nyt siirtynyt ulkomaille, ei Suomeen jääneillä pienillä ja keskisuurilla listayhtiöillä riitä kokoa markkinoiden ylläpitämiseksi.

Helsingin pörssi, suurimmat pankit ja välitystoiminta ovat siirtyneet ulkomaiseen omistukseen ja työt tehdään suurelta osin ulkomailla, Tukholmassa ja Lontoossa. Pääomamarkkinoiden osalta Suomi on ajautumassa osaksi ulkomailta johdettua pohjoismaista markkinaa.

Suomen niukka sijoittajakunta voi kasvaa lähinnä vain kotitalouksien piiristä. Pääomamarkkinat tarjoavat kanavan kotitalouksien säästöjen ohjaamiseen yritysten rahoitukseen ja mahdollisuuden parantaa säästöjen tuottoa.

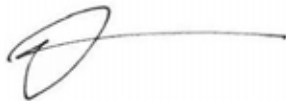
Suomessa on vielä jäljellä vahva osaaminen rahoituksessa ja yritysten kasvattamisessa. Nykyisten suuryritysten menestyksen kautta kansallista varallisuutta on kertynyt, mutta ei riittävästi, jotta voisimme luottaa vain kotimaiseen pääomaan. Toisaalta taantumasta noustessa myös kotimarkkinat

---

heräävät eloon, kun suuri osa rahoituksesta on haettava kotimaasta. Nyt on hyvä tilaisuus kääntää pääomamarkkinoiden kehitys positiiviseksi.

Kasvattamalla markkinoiden kokoa niistä saadaan elinkelpoiset. Pitää siis houkutella lisää sijoittajia, poistaa esteet yritysten listautumiselle ja kehittää valtion kasvurahoitustoimintaa. Kustannuksia voidaan laskea parantamalla infrastruktuuria. Yleistä taloustietämystä parantamalla yksityissijoittajat saadaan aktivoitua ja kansallisvarallisuus saadaan tuottamaan. Varsinaisen kehitystyön käynnistäminen ja juurruttaminen vaatii edunvalvontakentän yhteistyötä ja valtion aktivoitumista.

Tässä raportissa kuvataan pääomamarkkinoiden toiminta ja esitetään negatiivisen kierteen katkaisemiseen tarvittavat toimenpiteet. Raportin on laatinut keväällä 2009 Pörssisäätiön organisoima ja Jukka Ruuskan vetämä pääomamarkkinatyöryhmä. Pörssisäätiön piirissä pääomamarkkinoiden kehitystarpeita on pohtinut myös usea muu työryhmä, joiden asiantuntemusta on käytetty tähän raporttiin. Kiitämme kaikkia raporttia kommentoineita ja haastatteluja antaneita asiantuntijoita hyvästä panoksesta tärkeän asian eteen.



Jukka Ruuska

Senior Partner, CapMan



Sirkka-Liisa Roine

Toimitusjohtaja, Pörssisäätiö

# Kehitysehdotukset

## Tärkeys

- 1: Ehdottomasti toteutettavat
- 2: Mielellään toteutettavat

Tärkeys	Toimenpide
<b>Kotimaisen taloustietämyksen ja pääomamarkkinoiden julkisuuskuva parantaminen</b>	
1	Oman talouden hoitamisen opetuksen lisääminen eri koulutusasteilla. Opetuksen asemaa on vahvistettava opetussuunnitelmissa, jottei opetus ole yksittäisten opettajien aktiivisuuden varassa. Opetusta rahoitusmarkkinoiden toiminnasta ja merkityksestä lukiossa.
1	Kansalaisten tietämyksen parantaminen kotimaisten pääomamarkkinoiden merkityksestä.
1	Sijoittamistietouden parantaminen ja yksityissijoittamisen kannustaminen.
2	Poliittisten päättäjien pääomamarkkinatietämyksen parantaminen mm. koulutusmahdollisuuksien kautta.
<b>Säätely ja valvonta</b>	
1	Suomalaisten listayritysten säätelykokonaisuus koetaan vaikeaksi. Tähän voidaan vaikuttaa pureutumalla seuraaviin: selkeys, koulutus, palvelu, ratkaisujen nopeus.
2	Arvopaperien omistajakohtaisen rekisterin korvaaminen moniportaisella tai moniportaisen omistuksen mahdollistaminen myös suomalaisille omistajille kustannustehokkuuden takia.
<b>Verotus</b>	
1	Yritysverotuksen muokkaaminen kilpailukyvyyn parantamiseksi verotason laskiessa muualla maailmassa.
1	Kasvun ja listautumisen esteiden ja kynnyskohtien poistaminen verotuksesta ja säätelystä. Listattujen ja listaamattomien yhtiöiden veroneutraliteetti.
2	Listayhtiöistä saadun osinkotuoton verotuksen keventäminen esim. muuttamalla pienet osingot verottomiksi.
<b>Eläkelaitokset ja eläkesäästäminen</b>	
1	Vapaaehtoisen verotuetun eläkesäästämisen tulee mahdollistaa suorat osakesijoitukset.
2	Valtion toimet mm. riskitasovaatimusten osalta vaikuttavat eläkelaitosten omaisuuslajipainotuksiin. Instituutioiden mahdollisuudesta tehdä itsenäisiä pitkän aikavälin sijoituspäätöksiä tulee pitää kiinni.
<b>Julkinen kasvurahoitus</b>	
1	Julkisen puolen yritysrahoitustoimijoiden voimien keskittäminen. Selkeät roolit kullekin organisaatiolle ja päällekkäisyyksien poistaminen.
2	Julkisten yritysrahoitustoimijoiden yhdeksi tavoitteeksi listautumisten aikaansaaminen
<b>Listautumismarkkina (aiemmissa osioissa olevien lisäksi)</b>	
2	Valtionyritysten omistuspohjan laajentaminen ja näiden yritysten osakkeiden myynti myös suomalaisille yksityissijoittajille kotimaisissa yleisöanneissa.
2	Tietoisuuden lisääminen FirstNorth-vaihtoehdosta ja sen eduista.

---

<b>Pääomamarkkinoiden edunvalvontakentän selkiyttäminen</b>	
2	Olemassa olevien edunvalvontatahojen yhteistyön kehittäminen, jotta suomalaisia pääomamarkkinoita kehitetään jatkossa yhteisen toimintasuunnitelman pohjalta tehokkaammin ja myös kokonaisuutena.
<b>Infrastrukturi</b>	
1	Kaupanjälkeisten kustannusten pienentäminen liittyen mm. keskitettyyn vastapuoleen (CCP), T2S-hankkeeseen ja moniportaiseen omistukseen.
2	Infra-palveluntarjoajien (pörssit, Euroclear) asiakkaiden tekemän edunvalvontatyön kehittäminen. Kattava edustus palveluiden käyttäjistä ja riittävät resurssit työn tekemiseksi.
<b>Muut</b>	
2	Yritysten joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvyyden lisääminen ja toimivuuden parantaminen.

---

# Miksi pääomamarkkinat ovat tärkeä osa Suomen kilpailukykyä?

## Tehokkaat pääomamarkkinat edistävät talouden kasvua

Yhteiskunta ja kansantalous tarvitsevat hyvin toimivia rahoitusmarkkinoita. Rahoitusmarkkinat koostuvat vakavaraisen pankkijärjestelmän ja toimivan maksujen välityksen lisäksi myös rahoitusta kohdentavista pääomamarkkinoista.

Tehokkaasti toimivat pääomamarkkinat edistävät talouden kasvua. Ne ovat talouskasvun katalyytti. Pääomamarkkinoilta yritykset saavat liiketoiminnan ja kasvun edellyttämää rahoitusta. Taloutta hyödyttävät parhaiten pääomamarkkinat, joilla on riskinottokykyä ja -halua ja jotka tarjoavat monipuolisia rahoitusmahdollisuuksia.

Yritykset voivat hankkia rahoitusta velan muodossa, osakepääomana ja muilla näiden väliin asettuvilla rahoitusmuodoilla. Rahoitusta saa luottolaitoksilta, pääomasijoittajilta tai julkisilta arvopaperimarkkinoilta. Tässä raportissa keskitytään ensisijaisesti pitkäaikaiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja julkisten arvopaperimarkkinoiden rooliin osana tätä rahoitusmuotoa.

Elinkaaren eri vaiheissa yritysten rahoitustarpeet ja -lähteet muuttuvat. Alkuun päästään yrittäjän ja hänen lähipiirinsä varallisuuden ja velanoton avulla. Myös julkista rahoitusta on mahdollista saada alkuunpääsyn tueksi. Tukea ja varoja tarjoavat bisnesenkelit voivat olla mukana kasvua rahoittamassa ja tarjoamassa osaamistaan. Kun kokoa on jo kertynyt, yritykset voivat saada varoja pääomasijoittajilta, minkä jälkeen listautuminen pörssiin on luonteva vaihtoehto. Suomessa tätä viimeistä askelta on hyödynnetty harvoin. Pääomasijoittajien irtautumiset ovat harvoin tapahtuneet listautumisten kautta. Viime vuosina nuoria kasvuyrityksiä ja myös suurempia pörssilistattuja yrityksiä on usein myyty ulkomaisille yrityksille ja pääomasijoittajille.

Suomen talouden menestys ja uusien työpaikkojen syntyminen perustuvat siihen, että maahan perustetaan uusia yrityksiä ja olemassa olevat yritykset kasvavat. Pääoman saanti on edellytys yritysten kasvulle. Jos nykyiset suuret suomalaiset yritykset sulautetaan ulkomaisiin yhtiöihin ja uusia kasvuyrityksiä ei maahan synny, Suomi ajautuu kohti tytäryhtiötaloutta.

Kasvuyritysten liiketoiminnan laajeneminen on pitkälti yrittäjien harteilla, eikä motiiviksi riitä pelkkä velvollisuudentunto kansantaloutta kohtaan. Yrittäjillä pitää olla tukea ja kannustimia liiketoimintansa kasvattamiseen, jotta Suomeen saadaan uusia suurtyöllistäjiä. Tällä hetkellä kasvuhaluisia pk-yrityksiä on Suomessa huomattavan vähän. Maahan ei tarvita vain suurimpia vientivertureita, vaan myös riittävän kokoisia alihankkijatason yrityksiä. Alihankkijoiden kapasiteetin on kyettävä joustamaan asiakkaitten kysynnän mukaan niin nousu- kuin ja laskusuhdanteissakin. Liian pienet alihankkijat ja yrityspalveluiden tarjoajat eivät pysty vastaamaan suurimpien suomalaisten yritysten tarpeisiin.



---

## Pääomamarkkinat allokoivat resurssit parhaisiin kohteisiin

Suomen kansantalouden kilpailukyvyllä on keskeistä, että resurssit suunnataan sinne, missä on kasvupotentiaalia. Tässä työssä markkinaohjaus on kaikkein tehokkain vaihtoehto.

Nopeasti muuttuvassa toimintaympäristössä uusien teknologioiden ja palvelukonseptien kaupallistamista edistävien pääomamarkkinoiden merkitys korostuu. Tehokkaasti toimivat pääomamarkkinat suuntaavat rajalliset varat oikeille hankkeille. Rahaa annetaan niille suunnitelmille, jotka todennäköisimmin tuottavat tulosta. Toimivat markkinat pystyvät tasapainottamaan onnistumisen todennäköisyyden ja luodun lisäarvon niin, että myös korkeariskiset yritykset ja ideat voivat saada rahoitusta.

Toimivat pääomamarkkinat pystyvät määrittämään, hinnoittelemaan ja kantamaan yritystoimintaan sisältyvän riskin. Pääomamarkkinoilla yritykset pystyvät täyttämään rahoitustarpeensa myös silloin, kun velanotto ei ole paras vaihtoehto tai se ei ole ollenkaan mahdollista. Pääoma on keskeinen tuotannontekijä osaavan työvoiman rinnalla, erityisesti kun se yhdistetään omistajien yritykselle antamaan tukeen ja ohjaukseen.

Ilman markkinoita sijoittajat eivät pysty hajauttamaan riskiä. Jos sijoittaja pystyy laittamaan rahansa vain yhteen kohteeseen, ei kohde voi olla sellainen, joka ottaa toiminnassaan suuria riskejä. Tämän takia hajautetusti omistetut yritykset, eritoten listayritykset, voivat tehdä vastaavia listaamattomia yrityksiä suurempia investointeja tulevaisuuteen.

## Suomalaisten yritysten kilpailukyky

Rahoituksen saatavuus ja hinta ovat yrityksille tärkeä kilpailutekijä.

Viime vuosina vieraan pääoman hinta on ollut yrityksille alhainen, mikä on osaltaan johtanut vähäisempään oman pääoman käyttöön. Kriisitilanteissa, kun pankit kiristävät luotonantoaan, tulee kuitenkin esiin monipuolisten rahoitusmarkkinoiden merkitys. Pankkien vakavaraisuusvaatimusten ja rajallisen riskinsietokyvyn takia ne eivät pysty kriisitilanteissa ottamaan lisää riskiä kantaakseen. Markkinoilla pitää olla myös vaihtoehtoisia rahoittajia, jotka voivat toimia pankkeja korkeammilla riskitasoilla. Finanssikriisi on osoittanut, miten tärkeitä toimivat kotimaiset markkinat ovat etenkin poikkeusoloissa ja miten riippuvaiseksi Suomi on ajautunut ulkomaisista sijoittajista.

Valtaosa suomalaisista yrityksistä on kansainvälisessä mittakaavassa pieniä tai korkeintaan keskisuuria. Suurille yhtiöille kansainväliset markkinat ovat luonteva vaihtoehto hankkia pääomaa, ja normaaliaikoina ne saavatkin sieltä rahoitusta markkinahintaan. Pienille ja keskisuurille yrityksille kotimaiset pääomamarkkinat ovat kuitenkin ensisijainen vaihtoehto. Aloittelevien ja nuorten yritysten on hyvin vaikea saada rahoitusta ulkomaisilta sijoittajilta, jos niillä ei ensin ole kotimaisia rahoittajia, jotka ovat mahdollistaneet yhtiön kasvun ulkomaalaisia kiinnostavaan kokoluokkaan. Ulkomaiset sijoittajat vaativat myös kotimaisia suuremman riskipremion, kun on kyse pienestä yhtiöstä.

## Finanssikriisin vaikutukset

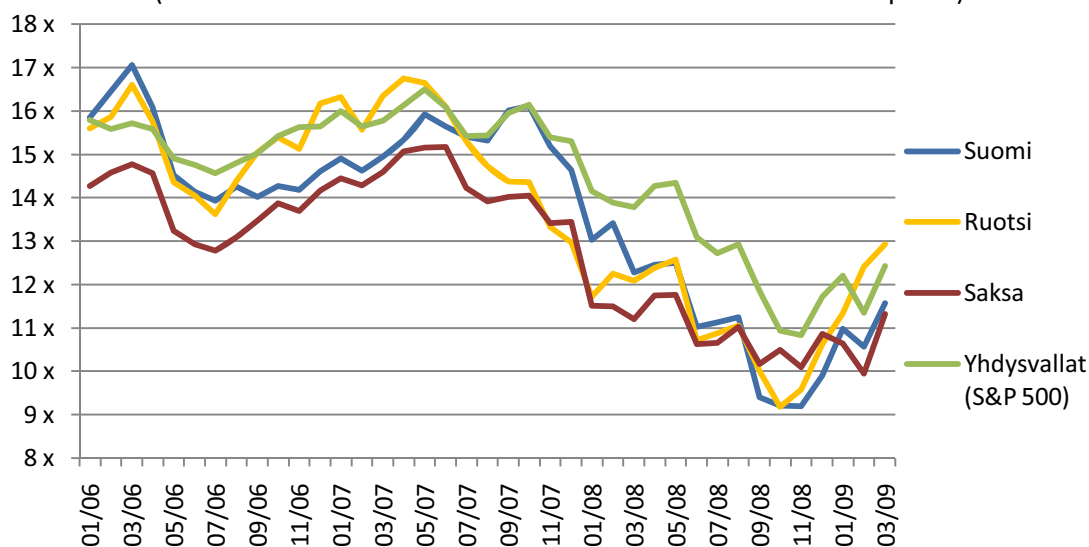
Finanssikriisit vähentävät sijoittajien halukkuutta riskinottoon. Kriisiaikoina sijoituksia myydään reuna-alueilta, joihin Suomen markkinatkin kansainvälisten sijoittajien näkökulmasta kuuluvat. Suuria ja likvidejä markkinoita suositaan pienten sijaan (safe haven-ilmiö), ja sijoituksia siirretään lähellä sijaitseville tutuille markkinoille (home bias-ilmiö).

Suomalaisten yritysten ulkomaalaisomistus on laskenut ennätysvauhtia, vaikka kokonaistaso on vieläkin korkea. Rahoitusmarkkinat ovat kriisitilanteessa osittain ajautuneet takaisin kansallisiksi ja ne toimivat aiempaa enemmän kotimaisten sijoittajien varassa.

Kun pääomat karkaavat pieniltä reuna-alueiden markkinoilta, näiden markkinoiden arvostustaso laskee. Tämä niin kutsuttu periferia-alennus laskee suomalaisten osakkeiden hintaa jyrkemmin suhteessa esimerkiksi isoihin amerikkalaisiin yrityksiin ja tekee siten rahoituksen hankkimisen kalliimmaksi. Näin kävi myös 2008 alkaneen finanssikriisin aikana.

### Markkinan P/E arvostuskerroin

(seuraavien 12 kk ennustetun tuloksen mukaan kuukausien lopussa)



Lähde: Factset. Jokaiselta listalta poistettu pankit, sijoitusrahastot ja kiinteistörahastot. Huomioitavaa Suomen ja Ruotsin listojen arvostuskertoimien jyrkempi lasku verrattuna Saksan ja Yhdysvaltojen indekseihin.

---

## Listautumismarkkinoiden merkitys

Jotta yrityksen kasvattaminen olisi kannattavaa ilman elinikäistä sitoutumista, pitää omistuksesta irtautumisen olla mahdollista. Toimivat irtautumismarkkinat tarjoavat yrityksen perustajille ja muille omistajille mahdollisuuden realisoida kasvun eteen tekemänsä työn tulokset ja hajauttaa varojaan muihinkin kohteisiin. Mahdollisuus irtautua on aina edellytys kaikelle sijoitustoiminnalle. Irtautumisvaihtoehtojen puute laskee rahoittajien motivaatiota sijoittaa kasvuyrityksiin, mikä vähentää uusiin sijoituksiin tarjolla olevan rahan määrää ja korottaa sen hintaa yrittäjän näkökulmasta.

Listautuminen julkiselle markkinapaikalle on yksi irtautumisvaihtoehto. Ilman toimivaa listautumismarkkinaa omistajien vaihtoehtoiksi jäävät myynti pääomasijoittajalle tai toiselle yritykselle, usein ulkomaalaiselle. Tehottomasti toimivassa pienessä pörssissä likviditeetti on heikko ja hinnoittelutaso jää kansainvälisesti verrattuna alhaiseksi. Listaamattoman yrityksen omistajat, olivat he sitten yrittäjiä tai pääomasijoittajia, valitsevat taloudellisesti parhaan vaihtoehdon irtautuessaan. Listautumismarkkinat kilpailevat irtautumisvaihtoehtona teollisten ostajien ja pääomasijoittajien kanssa.

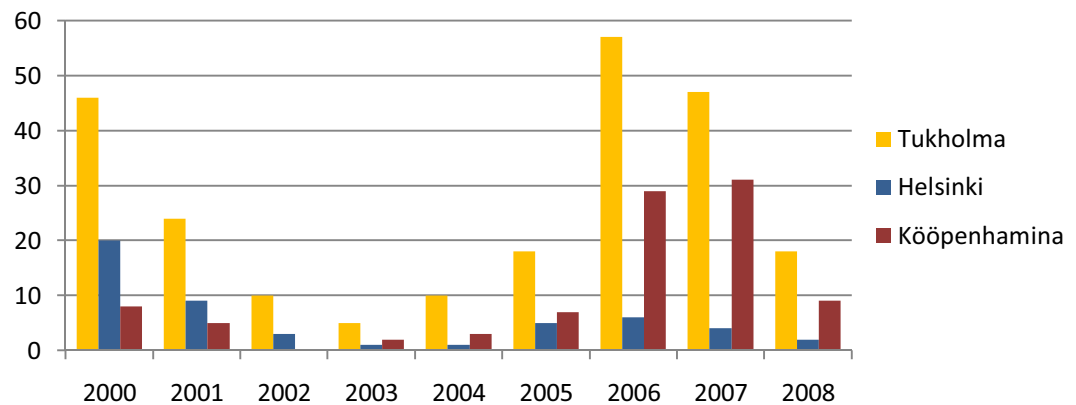
Toimivat listautumismarkkinat takaavat maltilliset listautumiskustannukset, sijoittajien kiinnostuksen ja palveluiden saatavuuden. Jos maassa ei ole aktiivista kauppapaikkaa, on yksittäisen yrityksen listautumiskynnys korkeampi. Uusien listautujien puute heikentää edelleen markkinoiden toimintaa. Tämän noidankehän murtaminen vaatii aktiivisia tekoja listautumismarkkinoiden puolesta.

## Suomen listautumismarkkina

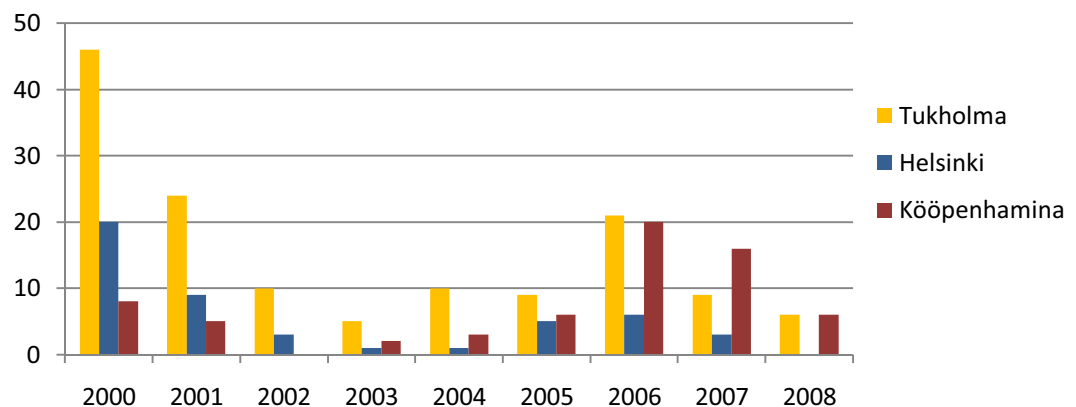
Suomalaisella listautumismarkkinalla on ollut 2000-luvulla verrattain hiljaista. Listautumisten lukumäärässä Suomi on jäänyt jälkeen Ruotsista ja Tanskasta, joissa varsinkin pieniä yrityksiä on listautunut paljon kasvuyritysten FirstNorth-listalle. Suomesta listalle on hakeutunut vain kolme yritystä. Osittain syynä on ollut varainsiirtoveron poistuminen FirstNorth kaupankäynnistä vasta vuoden 2007 loppupuolella.

Helsingin pörssin yritysten määrä on laskenut vuoden 2000 lopun huipun 158 yrityksestä 129 yritykseen vuoden 2008 lopussa, kun listalta on pääasiassa yritysostojen kautta poistunut enemmän yrityksiä kuin uusia on tullut tilalle.

### Uudet listayritykset, päälista ja FirstNorth



### Uudet listayritykset, päälista

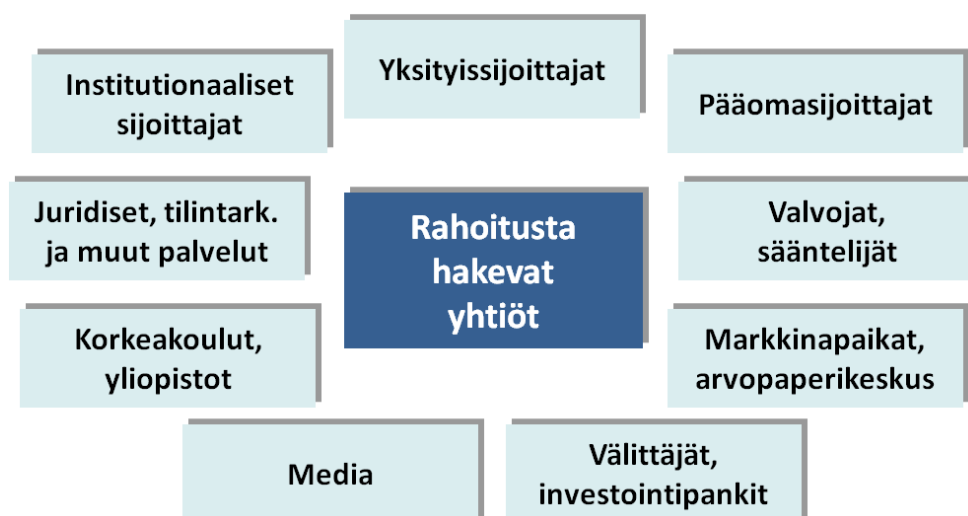


Lähde: NASDAQ OMX

Suomalaiset yritykset eivät muutamaa yksittäistapausta lukuun ottamatta ole listautuneet ensimmäiseksi ulkomaisiin pörssiin. Listautumiset useisiin pörssiin ovat myös vähentyneet, kun kauppapaikkojen maantieteellinen sijainti on menettänyt merkitystään.

---

## Pääomamarkkinoiden ekosysteemi Suomessa



Pääomamarkkinat koostuvat listayhtiöistä, sijoittajista, arvopaperien kauppapaikoista (pörssit ja vaihtoehtoiset markkinapaikat), rahastoyhtiöistä, sijoituspalveluiden tarjoajista, pääomasijoittajista, arvopaperikeskuksesta, keskusvastapuolista (CCP), toimintaympäristöön vaikuttavasta julkisesta vallasta ja valvovasta viranomaisesta, Finanssivalvonnasta. Lisäksi markkinoilla on paljon läheisiä tukitoimintoja, kuten asianajo- ja tilintarkastustoimistoja.

Suomen pääomamarkkinoiden infrastruktuuri, pörssi ja arvopaperikeskus ovat ulkomaisten yritysten tytäryhtiöitä. Joukkolainojen kaupankäynti on siirtynyt ulkomaisiin markkinapaikkoihin. Parin viime vuoden aikana monet sijoitusalan yritykset ovat lopettaneet toimintansa Suomessa ja tarjoavat palvelujaan nykyisin ulkomailta käsin. Merkittävä osa suomalaisten yritysten analyyseistä tehdään maan rajojen ulkopuolella. Vaikeammin standardoitavissa palveluissa läheisyys ja paikallisten olosuhteiden tunteminen ovat tärkeitä näiden palveluiden käyttäjille. Suomeen onkin viime vuosina syntynyt muutamia pieniä alan yrityksiä.

Pääomasijoituksia tekevät Suomessa kotimaiset ja ulkomaiset pääomasijoittajat sekä suurten yritysten sijoitusosastot. Osa sijoittajista toimii Suomesta käsin, muiden kotipaikka on esimerkiksi Tukholmassa tai Lontoossa.

Valtiolla on keskeinen rooli Suomen omistus- ja rahoituskentässä. Varsinaisten valtionyritysten lisäksi omistusta on myös strategisesti vähemmän kriittisissä listatuissa yrityksissä. Nämä omistusosuudet on viime aikoina siirretty valtion omistajuusyhtiöön Solidiumiin, jonka tarkoituksena on paitsi turvata tärkeiden yritysten suomalainen omistus, myös saada sijoituksista mahdollisimman hyvä tuotto valtiolle. Kokonaisuudessaan valtion omistusosuus Helsingin pörssilistan markkina-arvosta on noin 10 %.

Suurten yritysten omistuksen lisäksi valtiolla on aktiivinen rooli yritysten siemen- ja kasvuvaiheen rahoituksessa sekä T&K-toiminnan ja viennin tukemisessa. Tätä toimintaa harjoitetaan Finnveran, Teollisuussijoituksen,

---

Sitran ja Tekesin kautta. Nämä tahot tarjoavat rahaa yrityksille sijoituksina, tukina, lainoina ja takauksina, pääasiassa yksityisen rahoituksen ohessa. Ne eivät kuitenkaan ole tukemiensa yritysten aktiivisia omistajia perinteisessä mielessä, eivätkä näin korvaa toimivaa kasvuvaiheen pääomamarkkinaa, vaan täydentävät sitä.

## Kansainvälisten arvopaperimarkkinoiden muutokset

Teknologian kehitys on viimeisen vuosikymmenen aikana mahdollistanut osakekaupankäynnin irtautumisen ajasta ja paikasta. Tiedonvälitys on nopeutunut ja informaatio on saatavilla yhtä helposti kaikilla puolin maailmaa. Sijoittamisesta ja kaupankäynnistä on tullut globaalia toimintaa. Tämä on johtanut myös muutoksiin kaupankäyntipaikkojen, pörssien, osalta. Viime vuosina monet pörssit ovat yhdistyneet keskenään ja myös amerikkalaiset pörssit ovat tehneet ostoja Atlantin yli. Kuitenkin vasta nyt, MiFID-direktiivin myötä on syntymässä aito eurooppalainen osakemarkkina.

Euroopan komission MiFID-direktiivi mursi perinteisten pörssien monopoliaseman. Direktiivi vaatii, että kaupat toteutetaan asiakkaan kannalta parhaalla tavalla, mikä ohjaa kaupankäyntiä kustannustehokkaille vaihtoehtoisille markkinapaikoille. Tärkeitä vaihtoehtoisia eurooppalaisia kaupankäyntipaikkoja ovat englantilaiset Chi-X ja Turquoise. Pohjoismaissa Burgundy on aloittanut vastaavan toiminnan. Markkinapaikat kilpailevat lähinnä suurten yritysten kaupankäynnistä.

Kansallisten rajojen merkitys vähenee, kun tekniset esteet katoavat. Yksi markkinapaikka voi koostua monesta erillisestä kaupankäynti-infrastruktuurista ja peruspalveluista tarjoavasta yrityksestä. Kaupankäynnille on muodostumassa standardoitu pohja, jonka päälle on rakentumassa monesta toimijasta koostuva eurooppalainen kauppapaikka.

Samalla pörssien yhteydessä tai niistä erillään toimivat pienemmille yrityksille suunnatut listautumispaikat ovat kasvattaneet merkitystään. Pienten yhtiöiden listoilla listautumis- ja tiedottamisvaatimukset ovat kevyemmät kuin päälistoilla. NASDAQ OMX:n pienten yhtiöiden FirstNorth-listalle on tullut sen perustamisesta vuoden 2006 kesällä lähtien 133 listautumista, pääasiassa Ruotsista ja Tanskasta. Suomalaisia yrityksiä FirstNorthissa on vain kolme.

Uusi nopeasti kasvava ilmiö kansainvälisillä osakemarkkinoilla on nopea kauppa (high-frequency-trading). Nopeassa kaupassa eri päätöksentekomalleihin perustuvat ohjelmoidut kaupankäyntikoneet käyvät pientä ja nopeaa kauppaa. Yhdysvalloissa nopean kaupan arvioidaan edustavan jo yli puolta koko osakkeiden kaupankäyntivolyyminä. Pohjoismaissa nopea kauppa on vielä rajallista, noin 15–20 % vaihdosta, mutta sen ennakoitaan kasvavan nopeasti, kun Suomenkin osakekaupassa siirrytään keskusvastapuoliselvitykseen (CCP clearing) lokakuussa 2009. Nopea kauppa tuo lisää erilaisiin päätöksentekomalleihin perustuvia osto- ja myyntitoteutuksia ja parantaa siten kaupankäynnin likviditeettiä, josta hyötyvät erityisesti piensijoittajat. Tässä mielessä kasvava nopea kauppa on tervetullut ilmiö erityisesti pienempien Suomen kaltaisten osakemarkkinoiden kannalta.

---

## Palveluiden kysyntä ja tarjonta

Kattavan kotimaisen palveluntarjonnan edellytyksenä on tarpeeksi laaja asiakaskunta. Ilman kysyntää palvelut siirtyvät maasta pois isommille markkinoille. Ulkomaisten palveluntarjoajien pitää myös olla kiinnostuneita Suomesta markkinana, jotta ne käyttäisivät resurssejaan markkinointiin ja itsensä tunnetuksi tekemiseen. Jos ei ole asiakkaita, ei ole palveluntarjoajia, jolloin myös aktiivisten asiakkaiden määrä laskee.

Kaupankäynti suurten yritysten osakkeilla on keskittymässä suurimpiin ja matalimpia kustannuksia tarjoaviin kauppapaikkoihin. Juuri näiden suurten yhtiöiden osakkeiden kauppa muodostaa suurimman osan Helsingin kaupankäynnin volyyymista. Tämän kaupankäynnin siirtyessä ulkomaille jäljelle jäävä volyyymi ei pysty kantamaan yhtä laajaa palveluvalikoimaa, jos tilalle ei tule korvaavaa kysyntää.

Tärkeämpää kuin varsinaisten pörssien fyysinen sijainti on palveluntarjoajien läsnäolo Suomessa sekä palvelujen saatavuuden että työpaikkojen näkökulmasta. Ulkomailta haettavat palvelut ovat suhteessa kalliimpia paikallistuntemuksen puutteen ja etäisyyden tuomien kulujen takia. Pienemmistä kustannuksista hyötyvät eniten ne maat, joihin toiminnot keskittyvät.

Suuret yritykset voivat hakea palveluita myös maan rajojen ulkopuolelta. Jotta pienemmätkin yhtiöt voivat hyödyntää markkinoita, pitää palveluita olla saatavilla myös läheltä. Vielä tärkeämpää läheisyys on yksityissijoittajille. Suomenkielinen palvelu on varsinkin yksityishenkilöille välttämätöntä. Kansainvälisen toiminnan skaalaedut pitää yhdistää riittävään paikalliseen palveluntarjontaan.

Sijoittajille on tärkeätä riittävä yritysinformaatio ja analyysien saatavuus. Sijoitustutkimus ei rahoita itse itseään, vaan sitä tuotetaan välitystoiminnan myyntimateriaaliksi. Jos välitystoiminnan asiakkaita ja paikallistuntemusta omaavia analyytikkoja ei ole riittävästi, laskee tarjolla olevan sijoitustutkimuksen määrä ja laatu.

## Pääomamarkkinoiden vaikutus työpaikkoihin ja kansallisvarallisuuteen

Pääomamarkkinat tarjoavat suuren määrän erityisosaamista vaativia, hyvin palkattuja työpaikkoja. Jos kotimaassa on vähän työtilaisuuksia, on pelättävissä, että rahoituksen opiskelu ei kiinnosta opiskelijoita entisessä määrin. Osaaminen katoaa Suomesta asiantuntijoiden muuttaessa työn perässä Tukholmaan ja Lontooseen ja uusien osaajien tarjonta supistuu. Ilman osaavia ammattilaisia eivät suomalaiset yritykset pysty hyödyntämään rahoitusmarkkinoita. Kasvun esteenä olisi tällöin paitsi rahoituksen heikko saatavuus, myös osaamisen puute rahoitusta tarvitsevien keskuudessa.

Helsinki on Suomen finanssikeskus. Pääomamarkkinalla toimivilla yrityksillä on tärkeä taloudellinen ja imagollinen merkitys maan ainoalle metropolille. Markkinapaikan sijainti pääkaupungissa tarjoaa mahdollisuuden alaan liittyvien yritysten toiminnalle ja luo Suomeen alan osaamista.



---

Ilman suomalaista omistusta yritysten pääkonttorit ja T&K-investoinnit sekä näihin liittyvät työpaikat siirtyvät suuremmalla todennäköisyydellä ulkomaille, erityisesti jos suomalainen yritys siirtyy ulkomaiseen omistukseen. Uusia kasvuyrityksiä syntyy eniten niille alueille, joissa on toimiva riskirahoituskulttuuri. Jos yritykset siirtyvät ulkomaille ja uusia kasvuyrityksiä ei synny Suomeen, jää valtiolta saamatta näiden yritysten suoraan ja välillisesti luomat verotulot. Lukuisat muut suurten yritysten käyttämät tukipalvelut ovat myös riippuvaisia pääkonttoreiden sijainnista.

Suomalaisten yksityishenkilöiden säästöt muodostavat yhteen laskettuina merkittävän osan maan kansallisvarallisuudesta. Näille säästöille saatu tuotto kasvattaa maan vaurautta. Varmin tapa yksityishenkilöiden säästöjen tuottavuuden lisäämiseen on säästämisen kustannustehokkuuden parantaminen. Toimivat, kilpaillut ja läpinäkyvät markkinat ja korkea säästämistietoisuus tavallisten kansalaisten keskuudessa johtavat kustannustehokkuuteen ja siten tuottoisaan säästämiseen.

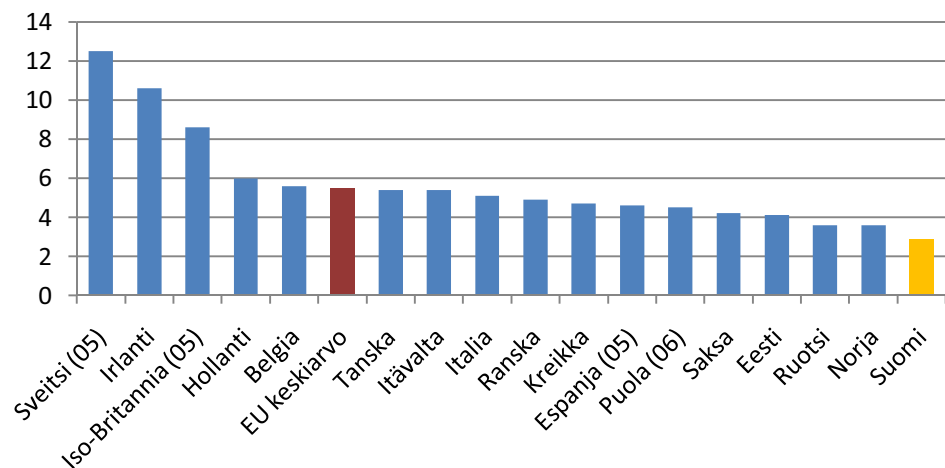
Hyvinvointipalvelujen rahoitus on tulevaisuudessa vaarassa. Suomella ei ole varaa kalliiden palvelujen ylläpitämiseen, jos eläkevarat ja kotitalouksien säästöt sijoitetaan tuottamattomasti. Vaikutus on näkyvintä eläkkeissä. Eläkesäästöille saaduilla tuotoilla maksetaan osa suomalaisten eläkkeistä. Jos tuotot laskevat, joudutaan joko korottamaan palkansaajien ja työnantajien eläkemaksuja tai pienentämään eläkkeitä.

## Finanssisektorin panos Suomen bruttokansantuotteeseen

Rahoitusala<sup>1</sup> muodostaa 2,1 % Suomen bruttokansantuotteesta (Tilastokeskus 2007). Rahoitusala työllistää noin 30 000 suomalaista. Ennen kaikkea rahoitustoiminta tarjoaa palveluita muille sektoreille, mikä edistää koko Suomen talouden toimintaa muilla aloilla. Finanssisektorilla on myös tärkeä rooli suomalaisen varallisuuden ylläpidossa ja kasvattamisessa.

Verrattuna muihin Euroopan maihin, toimialan osuus Suomessa on pieni, mikä voi osittain johtua suomalaisten pankkien toiminnan tehokkuudesta. Suomesta kuitenkin puuttuu ulkomaisia asiakkaita palvelevat rahoitusalan toimijat ja merkittävä osa suomalaisesta rahoitustoiminnasta hoidetaan ulkomailta käsin. Kotimaisista suurista toimijoista Nordea ja Sampo Pankki ovat ulkomaisessa omistuksessa. Helsingissä toimivista arvopaperinvälittäjistä vain kymmenesosa on suomalaisessa omistuksessa. Valtaosa välittäjistä on etävälittäjiä, joilla ei ole fyysistä toimintaa Suomessa.

**Rahoitus- ja vakuutustoimialan osuus  
bruttokansantuotteesta 2007**



Lähde: EuroStat.

Vakuutustoimiala sisällytetty vertailukelpoisen datan saatavuuden takia.

<sup>1</sup> Rahoitustoiminta ja rahoitusta ja vakuutusta palveleva toiminta, ei vakuutustoimintaa (65+67).

---

## Sijoittajat, omistajat ja likviditeetti

### Millaiset ovat hyvin toimivat suomalaiset pääomamarkkinat

Hyvin toimivilla kotimaisilla pääomamarkkinoilla suomalaiset yritykset voivat täyttää rahoitustarpeensa. Yritysten pääoman tarve vaihtelee kokoluokan ja yrityksen luonteen mukaan. Pienet yritykset tarvitsevat riskirahoitusta kasvuaan varten, erityisesti yhdistettynä ammattimaisten sijoittajien tarjoamaan osaamiseen. Velkarahoitus täydentää oman pääoman ehtoista rahoitusta, mutta pelkällä velkarahalla ei voi rahoittaa riskipitoista kasvua. Pankeilla ei ole valmiutta ottaa yksin kasvuun ja uusiin konsepteihin liittyviä riskejä.

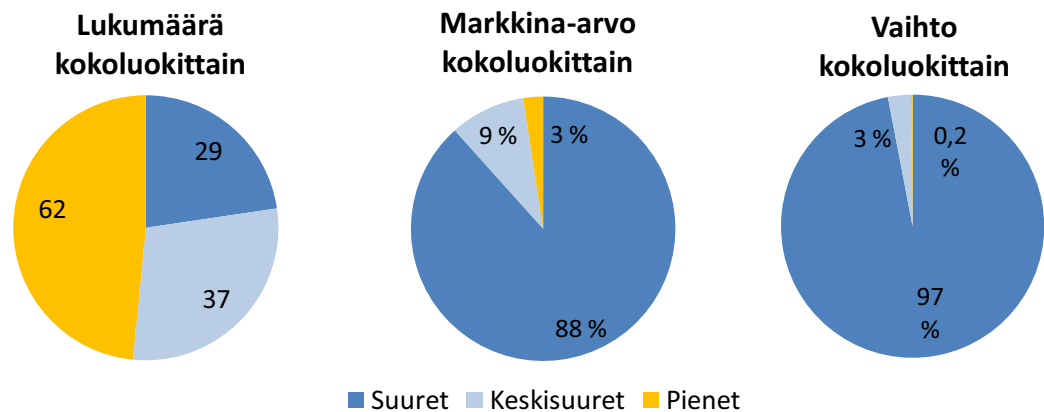
Tehokas alkua- ja keskivaiheen riskirahoitus edellyttää toimivia myöhempien vaiheiden markkinoita. Pääomasijoittajien on myös pystyttävä irtautumaan sijoituksistaan. Yksittäisen sijoittajan osaaminen ja resurssit eivät koskaan kata koko skaalaa yhden yrittäjän liikeideasta kansainväliseen suuryritykseen. Pääoman kierrättämisen lisäksi on tärkeitä pystyä kierrättämään omistajaosaamista yrityksen koon kasvaessa. Omistuksesta on pystyttävä irtautumaan, jotta sijoittaminen olisi mielekästä. Hyvien irtautumismahdollisuuksien vaatimuksena on, että markkinoilla on riittävästi aktiivisia toimijoita. Aktiiviset markkinat tarjoavat myös realistiset arvostustasot omistusosuuksille.

Jotta kaupankäynti osakkeilla olisi taloudellisesti kannattavaa, pitää markkinoiden infrastruktuurin olla kunnossa ja omistuksen siirtämisen esteet matalia. Kaupankäynnistä koituvat transaktio-kustannukset ja käytännön hankaluudet vaikuttavat aina myös kullakin hetkellä tehtäviin sijoitus- ja investointipäätöksiin. Lopulta markkinoiden toimivuuden määrittävät niillä toimivat sijoittajat. Sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttavat markkinapaikan ja sääntelyn luomat edellytykset. Markkinapaikan puitteista, jotka sisältävät verotuksen, säännöt, sääntelyn ja kaupankäynnin kustannukset, tulee pitää huolta.

## Suomen osakemarkkinat

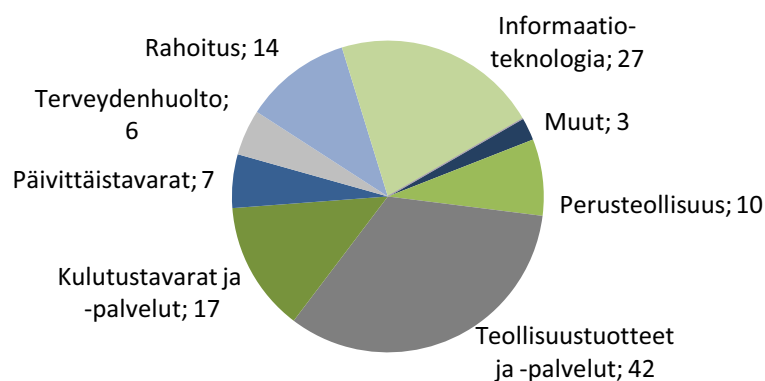
Suomalaisten yritysten osakekauppa on keskittynyt NASDAQ OMX Helsinki -pörssiin, joka on osa kansainvälistä NASDAQ OMX-konsernia. Kauppaa suomalaisten yritysten osakkeilla käydään myös muilla kansainvälisillä markkinapaikoilla. Helsingin pörssi yhdistyi ensin ruotsalaisen OM:n kanssa, ja vuonna 2008 OMX liittyi yhteen amerikkalaisen NASDAQin kanssa. Helsingin pörssissä oli 2008 lopussa 129 yhtiötä. Markkina-arvo huhtikuun 2009 lopussa oli 120 miljardia euroa.

Helsingissä yritykset jaotellaan markkina-arvon mukaan suuriin yrityksiin (yli miljardi), keskiuuriin (150- 1000 milj.) ja pieniin (alle 150 milj.). Yhtiöt jakautuvat lukumäärällisesti tasaisesti näihin kokoluokkiin, mutta suurten yritysten markkina-arvo on lähes 90 % koko pörssilistan markkina-arvosta. Kaupankäynnissä, suurten yhtiöiden osuus korostuu entisestään. Tämä on yleinen ilmiö kaikissa pörsseissä.



Suomalaisista listayrityksistä suuri osa on keskittynyt teollisuuteen. Informaatioteknologia on toinen merkittävä sektori. Toisaalta kulutustavaroiden ja -palveluiden sektori on kansainvälisesti verrattuna pieni.

### Helsingin päälistan yritysten sektorijakauma



Lähde: NASDAQ OMX 2/09, vain ensisijaiset listaukset ja sarjat

---

## Toimivat markkinat tarvitsevat laajan ja monipuolisen sijoittajakunnan

Tehokkaasti toimivilla markkinoilla on riittävästi ostajia ja myyjiä, jotta kaupat toteutuvat nopeasti. Sijoittajilla on käytettävissä tarpeeksi informaatiota, jotta he voivat määrittää osakkeiden arvon luotettavasti.

Mitä varmemmin ja nopeammin sijoituksen saa myytyä, sitä paremman hinnan sijoittaja siitä voi maksaa. Toimivan markkinan edellytys on siis, että kaupalle löytyy aina vastapuoli. Likviditeetti on heikko, jos arvopaperia ei saa myytyä silloin, kun sijoittajalla on rahalle tarvetta tai muu syy luopua omistuksestaan. Likviditeetin puute on ongelma myös ostovaiheessa. Sijoittajat haluavat korvauksen huonosta likviditeetistä, joten sijoituksilta vaaditaan suhteessa suurempaa tuottoa, mikä näkyy hinnassa. Tätä hintaeroa kahden arvopaperin välillä kutsutaan likviditeettialennukseksi.

Kullakin sijoittajalla on oma sijoitushorisonttinsa ja -tyylinsä. Jotkut käyvät kauppaa päivittäin, toiset pitävät kiinni sijoituksistaan vuosia. Likviditeetin kannalta on tärkeää, että markkinoilla on riittävästi toimijoita, monipuolinen sijoittajakunta ja omistuksilla käydään aktiivisesti kauppaa. Erimittaisilla sijoitusajoilla, kaupankäyntitavoilla, omistusosuuksilla ja näkemyksillä toimivat sijoittajat takaavat tehokkaan hinnanmuodostuksen ja hyvän likviditeetin. Jos 95 % osakkeista on omistajilla, jotka eivät niillä käy kauppaa, ei lopuillakaan sijoittajilla ole hyviä edellytyksiä kauppohenkilöiden tekemiselle. Ilman aktiivista kaupankäyntiä ei ole toimivia markkinoita.

Erilaiset yritykset tarvitsevat erilaisia omistajia. Suurille, kansainvälisesti toimiville yrityksille laajalti hajautunut, pitkälti ulkomainen omistus voi olla optimaalinen rakenne. Toiset yritykset tarvitsevat aktiivisempaa omistusta ohjaamaan ja tukemaan toimintaansa. Tehokkaasti toimivat pääomamarkkinat ohjaavat omistajat ja yritykset yhteen niin, että kullakin yrityksellä on tarkoituksenmukaiset omistajat. Ne omistajat, jotka pystyvät nostamaan yrityksen arvoa eniten, ovat myös valmiita maksamaan siitä korkeimman hinnan. Aktiivisesti oman panoksensa yritysten kehittämiseen tuovat pääomasijoittajat ja bisnesenkelit ovat tärkeitä yritysten kasvulle ja rittäjien kasvuhaluuden lisäämiselle. Likvidit markkinat mahdollistavat omistajien ja yritysten kohtaamisen.

Kotimaiset sijoittajat, erityisesti yksityishenkilöt, ja joskus myös yrityksen liiketoimintaan uskovat pitkän aikavälin ulkomaiset sijoittajat ovat yrityksen osakkeiden kaupankäynnin kannalta lojaleja sijoittajia. Sijoittajalajiteetti mahdollistaa yritykselle rahoituksen saamisen mielekkäällä arvostustasolla myös vaikeina aikoina, kun sitä erityisesti tarvitaan. Lyhyen aikavälin sijoittajat toisaalta luovat suuren osan markkinoiden likviditeetistä. Toimivat markkinat tarvitsevat riittävästi sekä lyhyen että pitkän aikavälin sijoittajia.

Jotta suomalaisten yritysten arvostustaso voidaan pitää kansainvälisesti kilpailukykyisenä, pitää markkinoilla olla riittävästi sijoittajia. Muista pohjoismaista voidaan mahdollisesti saada lisää Suomen kotimarkkinakseen määrittäviä sijoittajia, jotka olisivat kiinnostuneita seuraamaan suomalaisia yrityksiä. Ilman monipuolista sijoittajakuntaa markkinoiden likviditeetti ja hintataso jäävät alhaiseksi, jolloin julkiset markkinat eivät pysty kilpailemaan hinnassa teollisten ostajien ja pääomasijoittajien kanssa.

---

## Kaupankäynnin kustannukset

Sijoituspäätöksiin vaikuttavat yrityskohtaisen informaation lisäksi myös sijoitusympäristön ominaisuudet. Sijoitusympäristöön vaikuttavia tekijöitä ovat verotus, sääntely, tekniset puitteet sekä kaupankäynnin kustannukset. Ympäristön tulee olla luotettava ja ennakoitava pitkälle tulevaisuuteen ja läpinäkyvä muutoksissaan, jotta siitä ei muodostu sijoittajalle ylimääräistä riskiä.

Arvopapereiden omistajista ja omistusten muutoksista pidetään arvopaperikeskuksissa rekistereitä. Suomessa pörssiosakkeiden omistukset kirjataan yksiportaiselle, omistajakohtaiselle arvo-osuustilille keskitetyssä rekisterissä, jota hoitaa Euroclear Finland (aiemmin Arvopaperikeskus).

Lähes kaikissa muissa Euroopan maissa, Sloveniaa, Kreikkaa ja osittain muita pohjoismaita lukuun ottamatta, on käytössä moniportainen omistusrekisteri. Moniportainen järjestelmä seuraa omistuksia vain pankkien ja vastaavien säilyttäjätahojen osalta, ja pankit itse pitävät kirjaa yksittäisten asiakkaidensa omistuksista. Tämä tekee rekisterinpidosta yksinkertaisempaa.

Suomessa ulkomaiset omistukset voidaan kirjata nk. hallintarekisterin kautta, joka vastaa peruseriaatteeltaan moniportaista omistusrekisteriä. Suomessa on siis käytännössä kaksi rinnakkaista järjestelmää. Keskitetyn arvo-osuusjärjestelmän monopoliasemasta johtuen tämän alan tuotekehitys ja palveluinnovaatiot puuttuvat Suomesta, kun kilpailua ei ole.

Korkeat kaupankäynnin kustannukset vähentävät halua tehdä kauppvoja, ja siten laskevat likviditeettiä. Kustannuksia kertyy kauppovien toimeenpanosta ja edellä kuvatusta kaupan jälkeisestä selvittämisestä (clearing & settlement). Kaupankäynnin kustannuksissa ja varsinkin kaupan jälkeisissä kustannuksissa on Suomessa alentamisen varaa. Tällä hetkellä ulkomaisten sijoittajien selvityskustannukset ovat korkeita, mikä ohjaa kaupankäyntiä pois Suomesta. Suomalainen arvo-osuusrekisteri asettaa muista maista eroavia vaatimuksia kaupan jälkeisille toimille, mikä nostaa kustannuksia.

Arvopapereiden moniportaista hallintaa eli hallintarekisteröintiä on Suomessa kritisoitu läpinäkyvyyden puutteesta, mikä voi tarjota mahdollisuuden muun muassa veronkiertoon. Yksiportainen rakenne on tästä näkökulmasta moniportaista parempi ratkaisu. Arvopapereiden kaupankäynti on kuitenkin kansainvälistä toimintaa, joka tapahtuu yhteisillä eurooppalaisilla pelisäännöillä. Moniportainen omistajuus on Euroopassa käytössä oleva standardi. Jos meidän pelisääntömme poikkeavat yleisestä standardista, on vaarana, että joudumme maksamaan suomalaisten arvopaperikauppovien selvittämisestä olennaisesti muita maita enemmän, liittyen esimerkiksi Euroopan Keskuspankin uuteen arvopaperikauppovien selvitysjärjestelmään (Target 2 Securities). Vastaavat vaikeudet koskevat koko arvopaperikaupan ketjua. Tämä tulee vaikeuttamaan erityisesti pienten ja keskisuurten yhtiöiden markkinaehtoisen rahoituksen hankintaa.

Sijoituspäätökseen ja hinnanmäärittämiseen tarvittavan tiedon saatavuuteen vaikuttavat yrityksen oman viestinnän taso, sijoitusanalyttikkojen lukumäärä ja laatu sekä muiden tietolähteiden ja talousjournalismin tarjonta.

---

Tehokkaasti toimivilla markkinoilla kustannusten tulee olla alhaiset ja informaation saatavuus hyvä. Suomalaisen yritysten kannalta on tärkeää pitää huolta, että niitä seuraa myös tulevaisuudessa tarpeeksi laaja joukko asiantuntijoita.

## Pörssilistauksen kustannukset ja edut

Listattujen yritysten raportointia ja toimintaa valvotaan yksityisiä tarkemmin. Tarkempi valvonta tuo listayrityksille uskottavuutta. Uskottavuudesta on hyötyä rahoituksen hankinnassa ja myös suoraan liiketoiminnassa. Avoimuus ja läpinäkyvyys eivät ole ainoastaan kustannuseriä.

Listayritys saa yleisesti ottaen rahoitusta halvemmallalla kuin listaamaton. Tämä pätee sekä vieraaseen pääomaan että omaan pääomaan. Vieraan pääoman osalta matalampia korkomarginaaleja selittävät listayhtiöiden läpinäkyvyys ja parempi informaation saatavuus, joista seuraa alhaisempi riskitaso. Toisaalta listayhtiö on paremmassa neuvotteluasemassa pankkien suuntaan, koska sillä on myös muita vaihtoehtoja rahoituksen saamiselle.

Listayhtiöt saavat myös enemmän julkisuutta kuin listaamattomat yritykset, mikä vaikuttaa pääomamarkkinoiden lisäksi myös hyödyke- ja rekrytointimarkkinoihin.

Listautumisesta ja listayhtiönä toimimisesta seuraa myös kuluja. Ensinnäkin listaukseen liittyy kertaluonteisia kuluja juridisesta avusta ja tilintarkastustoiminnasta, pankkien merkintätakuista, listautumisprosessin hoitamisesta, viestinnästä ja markkinoinnista. Jatkuvia kuluja tulee tarkemmasta raportoinnista omistajille ja valvoville viranomaisille ja sijoittajaviestinnästä. Suorien kustannuserien ohella listattu yritys joutuu käyttämään mm. johdon aikaa listautumiseen ja jatkuvaan raportointiin, epäsuorina kustannuksina. Listallaolon etujen ja kustannusten tasapaino vaikuttaa yritysten listautumispäätöksiin, omistajien erityisintressien lisäksi.

## Osakesijoitusten verotus

Suomessa verotetaan listattujen ja listaamattomien yhtiöiden omistajia eri tavalla. Listayhtiöiden voittoa verotetaan vuoden 2004 verouudistuksen jälkeen osittain kahteen kertaan. Yhtiöt maksavat voitostaan yhteisöveron. Osakkeenomistajan saamasta osinkotulosta 70 % on pääomatuloveron alaista. Listaamattomasta yrityksestä saadut osinkotulot ovat saajalle tietyin edellytyksin verovapaita 90 000 euroon saakka.

Listaamattomien yritysten osakkeiden kaupasta peritään 1,6 % varainsiirtovero, mikä lisää niiden omistuksen siirtämisen kustannusta. Koska listaamattoman yrityksen omistaminen on jo pohjimmiltaan pitkäaikaista, ei verolla kuitenkaan ole suurta vaikutusta. Toisaalta listaamattomien yritysten likviditeetti ei voi veron takia myöskään kasvaa suureksi, koska kaupankäynti muissa kuin erikoistilanteissa ei olisi omistajien kannalta järkevää.

Luovutusvoittojen verotuksella on yksityishenkilöiden kaupankäyntiä vähentävä vaikutus niin listattujen kuin listaamattomien yhtiöiden kaupassa. Luovutusvoittojen verotus koskee myös listattujen yhtiöiden kaupankäyntiä.

---

Yleisesti ottaen sijoituksen verotus vaikuttaa kohteen houkuttelevuuteen suhteessa muihin sijoitusmuotoihin ja kulutukseen. Suomessa vakuutusmuotoista säästämistä suositetaan verotuksellisesti. Myös asuntosäästämistä (ja velanottoa) kannustetaan antamalla verohelpotuksia mm. asuntolainan korosta ja myyntivoitoista. Verotuksen peruslinjan pitäisi olla neutraaliteetti eri säästämismuotojen välillä. Toisaalta pienillä verokannustimilla voidaan myös saada kokoansa suurempia muutoksia aikaan yksityishenkilöiden käyttäytymisessä.



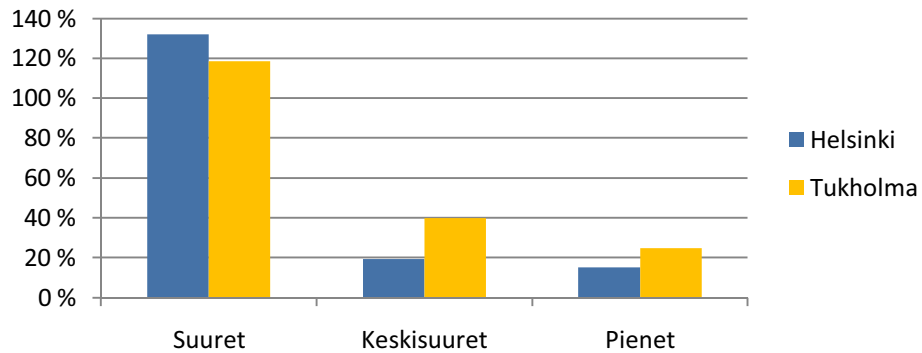
## Helsingin pörssilistan likviditeetti

Pörssin vaihto keskittyy suuriin yrityksiin. Vähän vaihdetun yrityksen osakkeisiin liittyy aina riski, että niitä ei pysty myymään eikä ostamaan nopeasti vaikuttamatta hintatasoon. Siksi suuret sijoittajat usein karttavat sijoittamista pieniin, epälikvideihin yhtiöihin.

Pienten yritysten kuukausittainen kumulatiivinen vaihto Helsingin listalla on 15 % niiden markkina-arvosta, suurten 120 %. Vastaavasti pienten yritysten osto- ja myyntihintojen ero päivän lopussa on yli 3 %, suurilla alle kymmenesosa tästä. Verrattuna kaupankäyntiin Tukholmassa, jossa kokoluokkien rajat ovat samat, suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten vaihto on merkittävästi vähäisempää. Likviditeettiä toisesta näkökulmasta kuvaava myynti- ja ostotarjousten ero kallistuu myös Ruotsin eduksi.

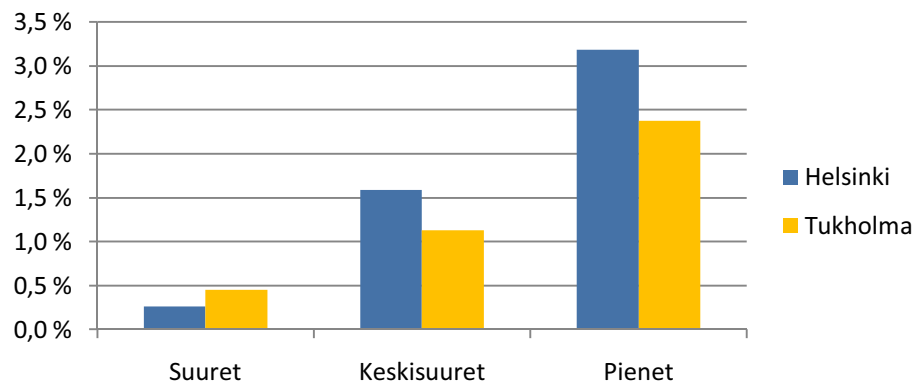
### Kuukausittainen vaihto, % markkina-arvosta

3/08-2/09 mediaani



### Päivän lopun tarjouserero

3/08-2/09 mediaani



Lähde: NASDAQ OMX

---

## Sääntely ja valvonta

Suurin osa Suomen listayhtiöiden sääntelystä perustuu EU:n direktiiveihin, jotka on implementoitu suomalaiseen lainsäädäntöön ja alemmanasteiseen sääntelyyn. Ohjeita ja määräyksiä tulee arvopaperimarkkina- ja valtiovarainministeriön asetuksista, Finanssivalvonnan standardeista ja määräyksistä, pörssin säännöistä ja ohjeista ja itsesääntelyn piirissä olevista suosituksista.

Suomen arvopaperimarkkinoita valvoo Finanssivalvonta ja myös pörssillä on oma roolinsa kaupankäynnin ja tiedonantovelvollisuuden valvonnassa. Valvonnassa on jatkossa tärkeää päättää, miltä osin se toteutetaan kansallisesti ja miltä osin EU-tasolla.

Listayhtiöitä koskeva sääntely vaikuttaa keskeisesti yritysten valintaan listautuako vai ei. Sääntely koetaan monimutkaiseksi ja vaativaksi. Lisäksi pelätään laiminlyöntien ja virheiden tuomaa kielteistä julkisuutta ja oikeudellisia seurauksia. Listayhtiöillä on suuremmat velvollisuudet raportoida toiminnastaan ja viestinnän sisältöä ja ajoitusta koskevat monet määräykset. Lisäksi listayhtiön sisäpiirin kuuluvat henkilöt ovat epävarmoja ostaessaan tai myydessään yhtiönsä osakkeita ja ovat huolissaan kauppojen juridisista seuraamuksista. Myös hallintoa koskevat suositukset pelottavat yrittäjiä.

Sääntelyn pitää olla ennakoitavaa ja uskottavaa, joustavaa ja kustannustehokasta. Uskottavuus perustuu selkeyteen ja pitävään valvontaan. Ennakoitavuus parantaa uskottavuutta, alentaa sääntöjen noudattamisen kustannuksia ja pienentää yritysten ja sijoittajien kokemaa riskiä säännösympäristön muuttumisesta tulevaisuudessa. Joustava sääntely ei aiheuta tarpeetonta haittaa liiketoiminnalle.

Sääntelyä kehitetään pitkälti kansainvälisesti, EU-tasolla ja Pohjoismaiden kesken. Suomalaisen sääntelyn pitää olla yhteensopivaa laajempien pohjoismaisten ja eurooppalaisten markkinoiden kanssa. Kotimaisessa sääntelyssä ei siten saa olla muista maista poikkeavia, tiukempia säännöksiä. Esimerkiksi Sarbanes-Oxley laki Yhdysvalloissa on osoittanut, että sääntelyn kustannuksilla on huomattava vaikutus yritysten valintaan listatun ja listaamattoman yritysmuodon välillä ja päätökseen listautumispaikasta. On myös syytä pohtia, onko varsinaisella pörssilistalla olevien pienten ja keskisuurten yhtiöiden velvollisuuksien oltava samat kuin suurten yhtiöiden.

Listayhtiöillä on kannustin hoitaa sijoittajaviestintänsä hyvin ja määräysten mukaisesti. Hyvä tiedottaminen näkyy yhtiön arvostuksessa, sillä markkinat arvostavat hyvää ja avointa viestintää.

Itsesääntely on monissa tapauksissa tehokkain ja joustavin tapa huomioida sekä yritysten että markkinoiden tarpeet. Nykyisin itsesääntelyn piirissä ovat listayhtiöiden hallintotavat (corporate governance) ja osa sisäpiiri-ohjeistuksesta, ja sen alaa voitaisiin mahdollisuuksien mukaan laajentaa.

Sääntely-ympäristö on tärkeä tekijä kansainvälisten sijoittajien päätöksenteossa. Sijoittaja ottaa aina huomioon kohdemaan säännökset

---

tehdessään sinne merkittäviä sijoituksia. Sääntelyn tulee turvata kotimainen ja ulkomainen sijoittajansuoja ja muut sijoittajien oikeudet. Osittain sääntelystä johtuen kansainväliset sijoittajat välttävät suoria omistuksia liian monessa maassa ja operoivat usein mieluummin välikäsien kautta. Harmonisoidussa sääntely-ympäristössä tätä sijoituskynnystä ei ole.

Sääntelyn ja valvonnan pitää aina tasapainotella sijoittajien tarpeiden täyttämisen ja yritysten toimintaedellytysten säilyttämisen välillä. Hyvä sääntely takaa sijoittajille riittävän suojan ilman, että yritysten ja markkinoiden toiminta estyy.

Lainsäädännössä ja verotuksessa on syytä varoa yritysten kasvuhaluihin vaikuttavia verokynnyksiä ja rajapyykkeihin sidottuja lisävelvoitteita läpi koko yrityksen kasvukaaren. Marginaalikustannukset erilaisten sääntelyportaiden kohdalla vaikuttavat muun muassa yrittäjän päätökseen palkata lisää työntekijöitä. Tämä voi itsessään tuntua laajassa katsannossa merkityksettömältä, mutta jos kyseistä rajaa ei koskaan ylitetä, voi tulevaisuuden suurtyöllistäjä jäädä syntymättä.

Yritysrahoituksen sääntelyyn liittyy nykyisellään monia käytännön hankaluuksia. Esimerkiksi listaamaton yritys joutuu tekemään osakepääomaa korottaessaan tarjousesitteen, jos sillä on yli sata omistajaa. Yksityishenkilöiden keskeisissä listaamattomien osakkeiden kaupoissa ei sen sijaan ole mitään erityisiä velvoitteita. Vaatimus tarjousesitteestä ohjaa yrityksiä rajoittamaan osakkeiden saatavuutta ja järjestämään suunnattuja anteja, joissa esitettä ei tarvita. Esitteen teko on kallista ja aikaa vievää, mutta sen käyttö sijoituspäätöksiä tehtäessä kuitenkin verraten vähäistä. Olisi syytä harkita tarkemmin, milloin listausesitteen vaatiminen on perusteltua.

## **Valtion rooli omistajana ja kasvun rahoittajana**

Valtio luokittelee omistuksensa strategisiin omistuksiin ja markkina-ehtoiisiin omistuksiin. Strategisissa omistuksissa valtion keskeinen intressi voi olla esim. huoltovarmuuden takaaminen, kun markkina-ehtoisissa omistuksissa ensisijainen intressi on omistaja-arvon pitkäjänteinen kasvattaminen. Markkinaehtoiset omistukset on siirretty valtion omistusyhtiön Solidiumin hoidettavaksi. Valtion etuun ja rooliin markkina-ehtoisten listayhtiöiden omistajana kuuluvat omistaja-arvon kasvattamisen lisäksi pääomamarkkinoiden kehittäminen ja sen huomioon ottaminen, millainen vaikutus yrityksillä on Suomen kansantalouteen.

Valtiolla on aktiivinen rooli varhaisen kasvuvaiheen rahoituksessa, täydentämässä yksityisen puolen rahoitusta. Valtion roolia keskisuurten yritysten kasvattamisessa voidaan kuitenkin kehittää. Suurimmat työpaikkojen lisäykset saadaan, kun keskikokoinen yritys kasvaa kansainväliseksi menestykseksi. Valtion kasvurahoituksen tulee olla kasvuvaatimuksiin yhdistettyä ja liiketaloudellisin perustein myönnettyä. Keskikokoisista yrityksistä pitää saada listautumiskelpoisia koon, johdon ammattimaisuuden ja tulevaisuudennäkymien osalta.

---

## Miksi kotimaisella omistajuudella on väliä?

Sijoittajalla on paras tietämys oman maansa yrityskulttuurista, sääntely- ja liiketoimintaympäristöstä ja yrityksistä, mikä pienentää sijoittajan riskiä. Osakkeiden arvostukseen vaikuttaa sijoituksen riski. Mitä korkeampi riski, sitä suurempaa tuottoa eli riskipreemiota sijoitukselta vaaditaan. Sijoittajan riskitaso on matalampi, kun sijoituskohte on tutussa maassa, jossa hänellä on informaatioetu. Näistä syistä kotimainen sijoittaja pystyy keskimäärin tarjoamaan parempaa hintaa kotimaisesta sijoituskohteesta, varsinkin kun kyseessä ovat pienet, maan rajojen sisäpuolella toimivat yritykset. Myös tiedon hankkimisen kustannukset voivat ulkomaiselle sijoittajalle olla moninkertaiset kotimaiseen nähden, mikä edelleen kasvattaa kynnystä tehdä sijoituksia vieraaseen liiketoimintaympäristöön.

Eläkelaitokset ovat suurimpia institutionaalisia sijoittajia Suomen markkinoilla. Ne hallinnoivat yli 100 miljardin euron edestä suomalaisten eläkesäästöjä. Riskin hajauttamiseksi eläkelaitokset sijoittavat sekä kotimaisiin että ulkomaisiin arvopapereihin.

Ulkomaisen omistuksen osuus on laskenut Suomessa vuoden 2008 alusta lähtien. Matalasuhdanteessa ulkomaisten sijoittajien riskinottohalut vähenevät ja ne vetäytyvät reuna-alueilta. Suomen markkinat nojaavat entistä suuremmalla painolla kotimaisten sijoittajien kiinnostukseen.

Omistajien kansallisuus, varsinkin aktiivisesti yritysten hallintoon osallistuvien omistajien kansallisuus, vaikuttaa yrityksen hallituksen ja johdon henkilövalintoihin. Kunkin maan sijoittajat tuntevat ensisijaisesti omassa maassaan vaikuttavat yritysjohtajat ja hallitusammattilaiset. Kun johto ja hallitus ovat tietyistä maasta kotoisin, vaikuttaa näiden henkilöiden parempi tietämys kotimarkkinoista yrityksen päätöksiin, mahdollisen patriotismin lisäksi. Kotimaisessa omistuksessa olevat yritykset suosivat sijoituksia kotimaisiin resursseihin ja investointikohteisiin, elleivät ulkomaisten vaihtoehtojen hyödyt ole huomattavasti paremmat. Suomalainen omistus tukee siis suomalaisia työpaikkoja. Vastaavasti ulkomaisessa omistuksessa oleva yritys, varsinkin tytäryritys, tekee päätökset usein vastakkaisesta asetelmasta.

Omistajien, johdon ja hallituksen kansallisuudet vaikuttavat myös pääkonttorien sijaintiin. Pääkonttorit luovat suoraan ja välillisesti suuret määrät korkean lisäarvon työpaikkoja Suomeen ja tuovat valtiolle merkittäviä verotuloja. Lisäksi yritysten pääkonttoreiden ylläpitämä toiminta kehittää suomalaista osaamista.

Ulkomaiset sijoittajat vaativat suurimmat riskipreemiot sijoituksista pieniin yrityksiin. Tästä syystä kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien näkemykset pienen yrityksen arvosta usein eroavat. Ulkomaiset instituutiot edellyttävät kohteidensa täyttävän tietyt koko- ja likviditeettivaatimukset. Suurilla yhtiöillä on siksi pieniä paremmat mahdollisuudet saada ulkomaisia omistajia. Kaikista suurimmat suomalaiset yhtiöt toimivatkin pääasiassa globaaleilla markkinoilla, joten sijoittajien kansallisuudella on häviävän pieni vaikutus arvonmäärityksessä. Pienet yritykset kuitenkin tarvitsevat toimivia

---

kotimarkkinoita ja monipuolisia kotimarkkinasijoittajia markkinarahoituksen saamiseksi.

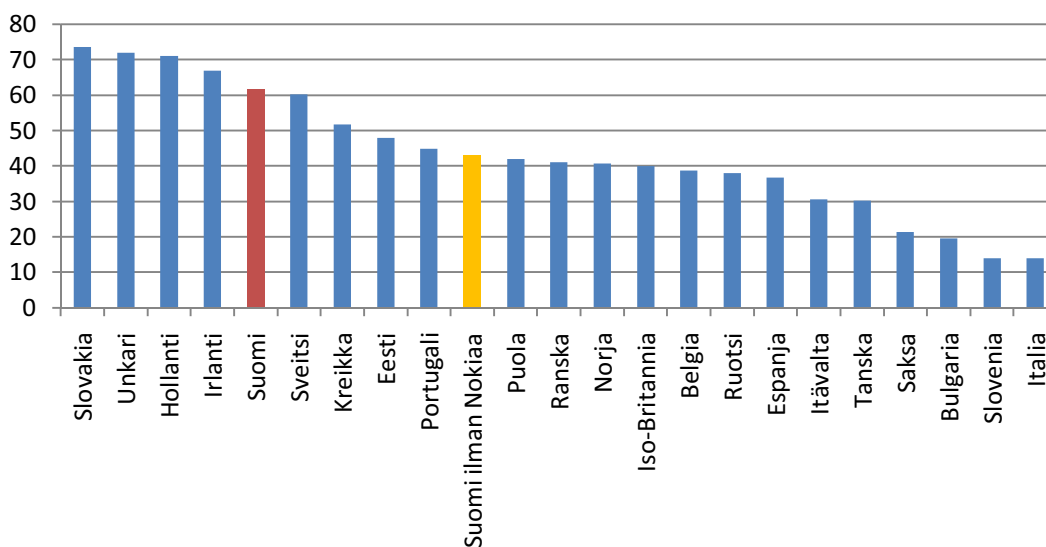
Listautumismarkkinat toimivat edelleen ensisijaisesti kotimaisen kysynnän varassa johtuen ulkomaisten sijoittajien yhtiöille ja sijoituksille asettamista kokovaatimuksista ja informaation kustannuksista. Uusista listautuvista yrityksistä on markkinoilla rajatusti tietoa. Tällaisten yritysten analysointi vaatii enemmän työtä ja oheisinformaation tuntemusta. Riskitaso on listautumisissa aina myös vastaavaa pitkään listalla ollutta yritystä suurempi. Ilman kotimaista kysyntää ei kasvuyrityksillä ole mahdollista päästä käsiksi pääomaan julkisten markkinoiden kautta.

## Listayhtiöiden omistuksen kehitys

Institutionaaliset sijoittajat omistavat suurimman osan suomalaisten listayhtiöiden osakkeista ja näistä instituutioista suuri osa on ulkomaisia. Ulkomaisten osakkeenomistajien hallussa on hieman yli puolet Helsingin pörssin osakkeiden markkina-arvosta. Kotitaloudet omistivat osakkeista suoraan 17,6 % vuoden 2009 alussa. Valtion omistusosuus suomalaisista julkisesti noteeratuista osakkeista on 10 % ja kaikkien TeLan jäsenyhteisöjen (eläkelaitokset) suorien ja epäsuorien sijoitusten osuus on noin 7 %.

Kansainvälisesti verrattuna ulkomaalaisomistus suomalaisissa listayhtiöissä on korkea. Ulkomaalaisomistus on kuitenkin keskittynyt suurimpiin yrityksiin. Keskimääräisen suomalaisen listatun yhtiön (mediaani) osakkeista ulkomaalaisten omistuksessa on noin 10 %:n (2/09), kun 10 suurimman yhtiön vastaava mediaani on 50 %. Ulkomaalaisomistuksen painotettu keskiarvo on 52 %, mutta vain 32 % ilman Nokkia. Yleisesti ottaen ulkomaalaisomistus on suurinta isoilla, globaalisti toimivilla yrityksillä. Ulkomaalaisomistus suomalaisissa listayrityksissä on laskenut asteittain vuoden 2007 lopusta alkaen.

**Pörssiyritysten ulkomainen omistus, 2007 lopussa**



Lähde: FESE Share Ownership Structure in Europe 2008, Euroclear Finland 12/07

Pörssisäätiön vuonna 2009 teettämän tutkimuksen mukaan kotitalouksista 49 % omisti arvopapereita joko suoraan tai sijoitusrahastojen kautta. Suoraan listayhtiöiden osakkeita omistavia suomalaisia on noin 700 000.

---

## Suomalainen yhtiö konsolidoija vai konsolidoitava?

Pienistä kotimarkkinoista johtuen suomalaiset yritykset ovat usein pieniä ja niiden on kurotettava maan rajojen yli kasvattaakseen kokoaan. Kasvu voi tapahtua joko laajentamalla organisesti uusiin maihin tai tekemällä yritysostoja ulkomailla. Suomen kotimarkkinoiden pienuudesta johtuen kotimaiset yritykset joutuvat kansainvälistymään varhaisemmin ja pienempinä kuin suurten maiden yritykset. Tästä johtuen suomalaiset yritykset eivät helposti saavuta riittävää kokoa lähteäkseen itse ostajiksi. Keskeinen kysymys on, ovatko suomalaiset yritykset tulevaisuudessa konsolidoijia vai konsolidoitavia, ostajia vai ostokohteita.

Yritysostot maksetaan joko osakkeilla tai käteisellä. Yritysten kyky tehdä yritysostoja riippuu saatavilla olevan pääoman hinnasta. Kun yritysosto maksetaan ostavan yrityksen osakkeilla, hinta riippuu suoraan ostavan yrityksen arvostustasosta markkinoilla. Jos suomalaisen yrityksen arvostustaso suhteessa liikevaihtoon ja tulokseen on likviditeetistä ja markkinaympäristöstä johtuen alhaisempi kuin ulkomaisen yrityksen, suomalaisen yrityksen omistajat joutuvat maksamaan enemmän ostaessaan ulkomaisen yrityksen. Vastaavasti ulkomainen yritys voi luoda lisäarvoa omistajilleen yksinkertaisesti ostamalla yrityksen halvemman arvostustason maasta. Tätä kutsutaan kerroin-arbitraasiksi. Ilman kilpailukykyisiä arvostustasoja ei kotimaisten yritysten kannata tehdä yritysostoja ulkomailla.

Kun yritysosto maksetaan käteisellä, pitää yrityksellä olla mahdollisuus saada ulkoista rahoitusta. Harvan yhtiön liiketoiminnan kassavirta itsessään mahdollistaa merkittävän kasvun yritysostoin. Lisärahoitus on usein hankittava pääomamarkkinoilta. Vaikka velkarahallakin pystyy kasvamaan pitkälle, pankkien hyväksymän riskitason ylittyessä tarvitaan oman pääoman ehtoista rahoitusta korkeampaa riskiä sietäviltä rahoittajilta.

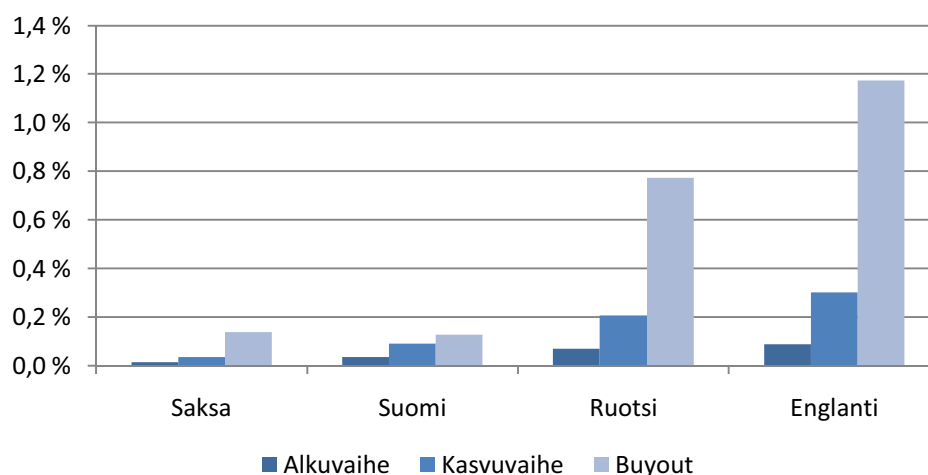
Merkittävä vaikutus konsolidointi-kehityksessä on myös kotimaisten yritysten ambitio-taso. Kasvuun tarvitaan sekä potentiaalia että tahtoa tehdä kasvun eteen työtä. Jotta suomeen saataisiin suurtyöllistäjiä, ambitiota pitäisi riittää myös sen jälkeen, kun yritys on kasvanut keskikokoiseksi.

## Kasvuyritykset ja pääomasijoitukset

TEKESin arvion (2007) mukaan Suomessa perustetaan vuosittain noin 20 000 uutta yritystä, joista tosiasiallisesti noin puolet käynnistää liiketoimintansa. Näistä 10 000 yrityksestä kokonaan uuden liiketoiminnan aloittaa noin 6 500 yritystä. Näistä puolestaan valtaosa on pieniä yrityksiä, jotka eivät ole kasvuhakuisia tai -kykyisiä. TEKESin selvityksen mukaan kasvuhakuisia innovatiivisia yrityksiä syntyy Suomessa vuositasolla 300–600 kpl.

Vuonna 2007 ulkomaisten pääomasijoittajien Suomeen tekemistä investoinneista 75 % tuli Ruotsista ja Englannista. Irtautumisista 36 % tapahtui yrityskauppoina teollisille ostajille ja 40 % myynteinä muille pääomasijoittajille. Nämä kaksi irtautumiskeinoa ovat Suomessa hieman muita maita keskeisemmässä asemassa. Suhteessa bruttokansantuotteeseen pääomasijoittaminen on Suomessa selvästi vähäisempää kuin Ruotsissa, mikä pätee kaikissa kohdeyritysten kokoluokissa.

**Pääomasijoitukset vaiheittain**  
prosenttia BKT:stä, 2004-07 keskiarvo



Lähde: Eurostat, EVCA. Portfolioyrityksen kotimaan mukaan.



---

## Kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien yhteys

Kotimaiset sijoittajat pystyvät määrittämään kunkin yrityksen arvon helpoiten, pienimmillä kustannuksilla. Kotimaiset toimijat luovat osakkeille niiden perusarvostustason ja markkinoille peruslikviditeetin. Perusarvostustaso takaa, että kaikkien osakkeiden hintataso on vuoden ympäri edes jossain määrin verrannollinen niiden oikeaan arvoon. Peruslikviditeetti on kysynnän pohjataso, kysyntä muillekin yrityksille kuin vain eniten julkisuudessa oleville ja muinakin aikoina kuin vain osavuositarkastusten tullessa. Kysynnän perustaso takaa mahdollisuuden myydä omistusta markkinoilla jokaisena päivänä ja takaa siten suuremman vapauden sijoittajille tehdä osto- ja myyntipäätöksiä oman aikataulunsa mukaan.

Ilman kotimaisia sijoittajia ei tule ulkomaisia sijoittajia. Jos markkinat ja yksittäiset arvopaperit eivät saa kotimaisilta sijoittajilta lähtövauhtia, eivät ne ole kiinnostavia kohteita myöskään ulkomaisille sijoittajille.

## Miksi tarvitaan ulkomaisia omistajia?

Suomi tarvitsee kotimaisten pääomien lisäksi ulkomaista pääomaa. Ulkomaiset sijoittajat pystyvät sijoittamaan kotimaisia sijoittajia suurempia summia yksittäisiin yrityksiin. Ne voivat tuoda omistuksensa myötä myös kansainvälistä osaamista ja maailmalla parhaiksi todettuja toimintatapoja suomalaisiin yrityksiin.

Ulkomaiset omistajat luovat suurelta osin suomalaisten markkinoiden likviditeetin. Suomalainen omistajakunta on sekä määrältään että monipuolisuudeltaan riittämätön täyttämään kaikki rahoitustarpeet, varsinkin kun useimmat ovat hajautussyistä sijoittaneet osan pääomastaan ulkomaisiin kohteisiin. Suomen historiallinen varallisuusperusta on kapea ja vasta nyt on syntymässä varakkaita sijoittajasukuja, jotka osallistuvat omaisuudellaan kotimaisten yritysten rahoitukseen.

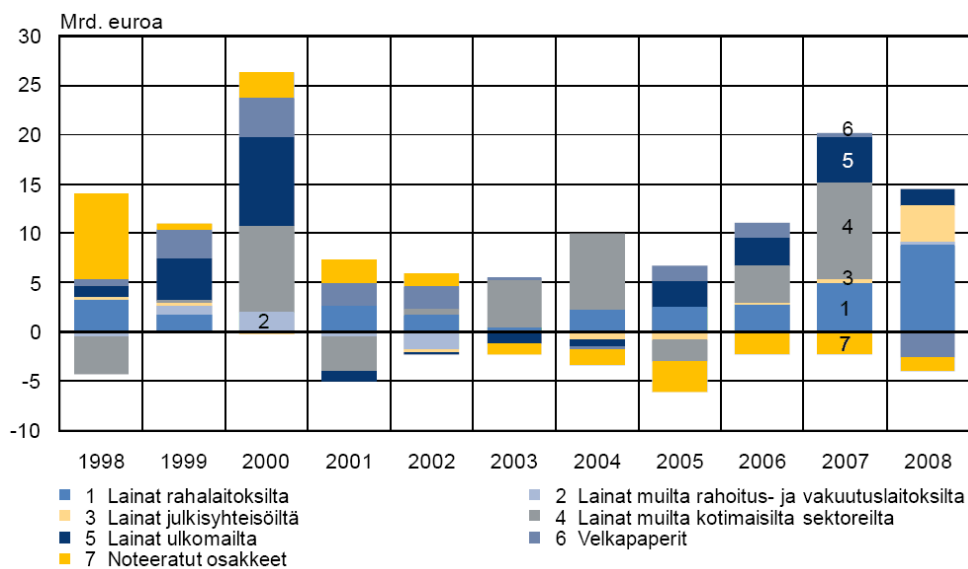
Osana pohjoismaisia markkinoita Suomi pystyy esiintymään kokoansa suurempana. Ei ole kuitenkaan selvää, näkevätkö kansainväliset sijoittajat integraatiosta huolimatta Pohjoismaita yhtenä markkinana. Ulkomaisten sijoittajien houkuttelemisen nimenomaan suomalaisiin kohteisiin on siis edelleen tarpeellista.

Toimivat pääomamarkkinat muodostuvat riittävästä yritystarjonnasta, monipuolisesta sijoittajakunnasta ja hyvistä kaupankäynnin edellytyksistä. Suomalaisten pääomamarkkinoiden kehittämiseksi kaikkia näitä on parannettava.

## Pääoman lähteet

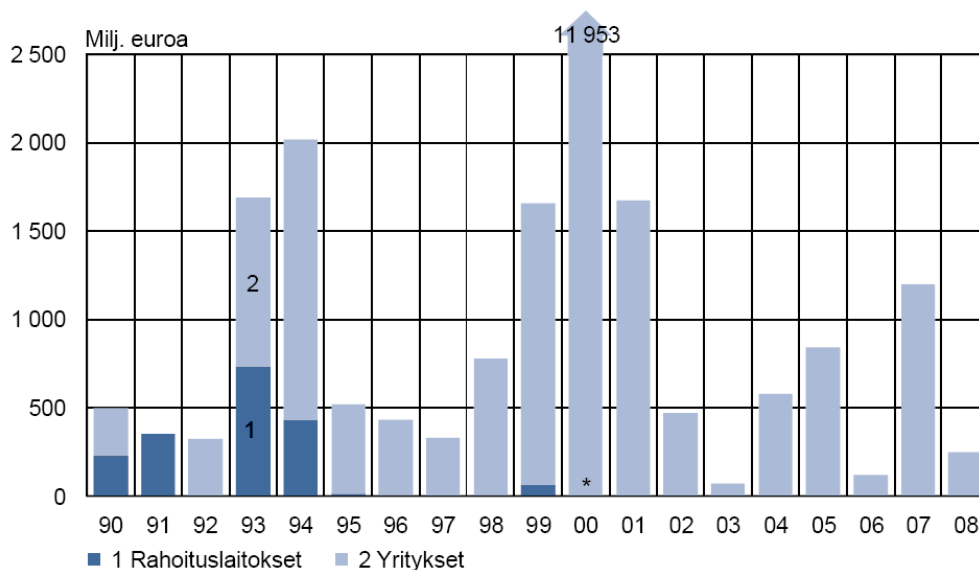
Vuosina 1998 ja 2000 pörssimarkkinoiden merkitys yritysten uuden pääoman hankinnassa oli vielä merkittävä. Vuoden 2002 jälkeen listayhtiöiden osakerahoituksen osuus yritysten ulkoisen rahoituksen nettovirroista on kuitenkin ollut negatiivinen. Listayhtiöt ovat ostaneet enemmän osakkeitaan takaisin kuin hakeneet uutta osakepääomaa. Osake-emissioiden huippuvuodet olivat 1993–94 ja 1999–2001.

### Yritysten ulkoisen rahoituksen lähteet, nettovirrat



Lähde: Suomen Pankki

### Pörssiyritysten osake-emissiot, NASDAQ OMX Helsinki



\*) StoraEnson ja Consolidated Paperin fuusio 8,6 mrd. euroa.

Lähde: Suomen Pankki, NASDAQ OMX, NOREX

---

## Pääomamarkkinoiden toimivuuteen vaikuttaminen

Tehokkaasti toimivat pääomamarkkinat palvelevat kaikkia markkinaosapuolia niiden tarpeiden mukaan. Markkinoiden toimivuus on kiinni siitä, kuinka hyvin toimijoiden tarpeet markkinoilla täyttyvät. Tässä osiossa kuvataan kunkin pääomamarkkinoiden sidosryhmän tarpeet. Pureutumalla näihin tarpeisiin lainsäädännön, valvonnan, markkinainfrastruktuurin ja edunvalvontajärjestöjen toiminnan kautta voidaan toimivuutta parantaa.

Pääomamarkkinat toimivat ensisijaisesti kysynnän ja tarjonnan lakien mukaan. Mitä enemmän palveluille ja sijoituskohteille on kysyntää, sitä enemmän tarjontakin löytyy. Mutta laaja tarjontakin kyllä lisää kysyntää. Yksittäisiin alueisiin saadut parannukset kertautuvat ja nostavat koko kentän elinkelpoisuutta.

Suomen pääomamarkkinat toimivat samojen kilpailutekijöiden varassa kuin muutkin markkinat maailmalla. Suomen kilpailuasema pienenä markkinana on kuitenkin hankala, joten eri sidosryhmien kiinnostus on erikseen ansaittava.

### Sijoittajat

Yksityissijoittajien toiminta ei usein ole perinteisten talousteorian mallien mukaista. Yksityishenkilöiden sijoituspäätöksiin vaikuttavat merkittävästi palvelukonseptien valikoima ja markkinointi, julkinen keskustelu ja mielikuvat sekä verotusrakenne ja eläkesäästämismallit.

Yksityishenkilöille kynnys osakesijoittamisen aloittamiseen on korkea. Mutta kun kynnys on ylitetty, yksityishenkilöt pystyvät tekemään rationaalisia päätöksiä omasta säästämisestään. Tiedon ja palveluiden saatavuus, talousasioiden tuntemus ja säästämisen kannusteet vaikuttavat kotitalouksien säästämisvalintoihin. Nykyisin yksityishenkilöitä kannustetaan verorakenteella ensisijaisesti asuntosäästämiseen. Vakuutus- ja eläkesäästämällä on myös osittain omia kannusteitaan. Säästämisvaihtoehtojen veroneutraliteetti kannustaisi osaltaan säästämistä kohteisiin, jotka luovat pohjaa Suomen tulevaisuuden talouskasvulle.

Nykyinen tilanne, jossa 70 miljardia euroa eli valtaosa suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta on pankkitalletusten muodossa, on harmillinen. Pankkitalletusten korkea määrä toki tukee Suomessa toimivia pankkeja, mutta häviäjinä ovat suomalaiset yksityishenkilöt ja Suomessa toimivat, rahoitusta tarvitsevat yritykset. Suomalaisessa säästämisskulttuurissa keskeistä on riskien karttaminen. Riskit ja niihin liittyvät tuotot annetaan muiden kerättäviksi. Tietämättömät säästäjät ja läpinäkymättömät markkinat ovat yksittäisten säästämisratkaisuja tarjoavien toimijoiden intressissä, mutta ne eivät tue suomalaisen kansallisvarallisuuden kasvattamista ja kotimaista työllisyyttä.

Kotitalouksien säästöjen tuotolla on merkittävä vaikutus suomen kansallisvarallisuuteen. Kansallisvarallisuudelle saadun tuoton merkitystä voidaan kuvata yksinkertaisella laskuharjoituksella. Vuoden 1996 lopussa

---

suomalaisten yksityishenkilöiden rahoitusvarallisuus oli yhteensä 60 miljardia euroa. Vuoden 2008 loppuun mennessä rahoitusvarallisuus oli kasvanut 141 miljardiin euroon. Jos oletetaan, että kyseisellä aikavälillä säästöjen tuotot olisivat olleet kaksi prosenttiyksikköä toteutunutta suurempia, olisi jokainen täysi-ikäinen suomalainen nyt keskimäärin 6 500 euroa rikkaampi ja Suomen kansallisvarallisuus 27,5 miljardia nykyistä suurempi. Kaksi prosenttiyksikköä vastaa esimerkiksi eroa käyttötilin ja säästötilin välillä. Eläkesäästämisen pidemmällä aikajänteellä vaikutuksen kokoluokka kasvaa eksponentiaalisesti.<sup>1</sup>

Kotimaiset instituutiosijoittajat, kuten vakuutusyhtiöt, rahastot ja eläkelaitokset toimivat sijoittajina kukin omien mandaattiansa mukaan. Yleisesti ottaen näihin sijoittajiin vaikuttaa kotimaata suosiva home bias ja suomalaisten kohteiden paino sijoitussalkuissa on jo suuri. Kotimaisten pääomamarkkinoiden kehityksen kannalta on tärkeätä, että nämä sijoittajat rahoittavat myös listaamattomia yrityksiä, joihin yksityissijoittajien ei ole juuri mahdollista sijoittaa. Helpottamalla kasvurahoitukseen sijoittamista voidaan lisätä institutionaalisten sijoittajien osallistumista kasvuyritysten rahoittamiseen.

Jos yksityissijoittajien toiminta ei olekaan rahoitusteorian mallien mukaista, ulkomaisten sijoittajien toiminta on hyvin pitkälti tuotto-odotusten sanelemaa. Ulkomaisia sijoituksia ja pääomaa saadaan maahan juuri sen verran kuin sitä tänne ansaitaan. Hyvät sijoituskohteet houkuttelevat sijoittajia.

Suomen syrjäisestä sijainnista ja pääomamarkkinoiden pienestä koosta johtuen ulkomaisten sijoittajien kiinnostus suomalaisiin yrityksiin ei kuitenkaan ole itsestään selvää. Marginaalikustannukset ja riskit korostuvat ulkomaisten sijoittajien päätöksissä. Suomalaisten sijoituskohteiden tulee olla näkyvillä maailmalla ja niistä pitää olla tietoa saatavissa. Suomalaisen sijoitusympäristön pitää olla hyvällä tasolla ja mahdollisimman lähellä muiden verrokkimaiden vastaavia, jotta kustannukset ja koetut lisäriskit eivät muodostu esteiksi ulkomaisille sijoituksille. Pieni maa ei voi rakentaa omia järjestelmiään, koska silloin ulkomaisille sijoittajille on halvempaa jättää maa huomiotta kuin mukautua erityisvaatimuksiin.

---

<sup>1</sup> Tilastokeskus: kotitalouksien rahoitustilinpidon saamiset luokissa AF2, AF3, AF511, AF52 ja AF6. Vastaa seuraavan sivun Suomen pankin tilastoja, ts. *noteeraamattomat osakkeet* ja *muut osuudet* eivät ole mukana. Lisätuoton vaikutus laskettu vuositasolla, lisäämällä kunkin vuoden loppusummaan vuoden alun yhteislukema kertaa oletettu lisätuotto. Jakajana on käytetty Tilastokeskuksen väestölaskennan vuoden 2008 lukuja.

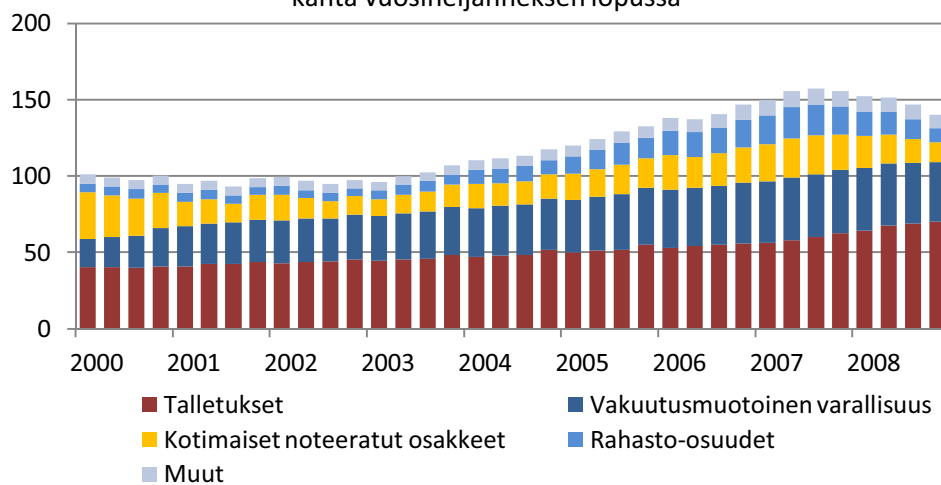
## Eläkelaitokset ja kotitalouksien varallisuus

Suomalaiset eläkelaitokset hallinnoivat yli 100 miljardin euron edestä suomalaisten työntekijöiden eläkesäästöjä. Osakesijoitusten osuus eläkeyhtiöiden sijoitussalkusta oli noussut viime vuosina lähelle 50 prosenttia, mutta vuoden 2008 lopussa osuus laski 33 prosenttiin. Eläkevakuutusyhtiöt ovat 90-luvun lopulta lähtien kasvattaneet ulkomaisten arvopaperien osuutta salkuissaan. Kaikkien kotimaan sijoitusten osuus laski 59 prosentista 29 prosenttiin vuosina 2000–2006. Suomalaisten sijoitusten osuus koko sijoitusomaisuudesta alkoi tämän jälkeen kuitenkin kasvaa ollen 36 prosenttia vuoden 2008 lopussa. Suomalaisiin listayhtiöihin oli 31.3.2009 sijoitettu suoraan 4,3 miljardia eläkevakuutusyhtiöiden varoista.

Suomalaisten kotitalouksien rahoitusvarallisuudesta puolet on kiinni pankkitalletuksissa. Talletusten kokonaismäärä on 70 miljardia euroa, mikä on huomattavan suuri luku verrattuna kaikkien sijoitusinstrumenttien (osakkeet, rahastot, jvk-lainat) 27 miljardin yhteismäärään (Q4/2008). Talletusvarallisuus vastaa yli puolta koko Helsingin pörssin markkina-arvosta (120 miljardia 30.4.2009).

### Kotitalouksien rahoitusvarat

kanta vuosineljänneksen lopussa



Lähde: Suomen Pankki

---

## Rahoitusta hakevat yritykset

Suomalaiset yritykset hakevat rahoitusta sieltä, mistä sitä on saatavilla halvimmin ja vaivattomimmin. Suurten yritysten toiminta luo kotimarkkinoille riittävää kokoa, jotta palveluntarjoajien valikoima ja hintataso säilyvät hyvinä. Suomalaiset yritykset käyttävät suomalaista pääomamarkkinaa, kunhan se on toimiva.

Pääomamarkkinoilla keskeisessä asemassa ovat suomalaiset listayritykset. Listayritysten määrän lisäämiseksi pienimpiä yrityksiä pitää kannustaa kasvuun ja nykyisten keskisuurten yritysten keskuudesta on löydettävä uusia listayrityksiä. Tärkeimmät mahdollisten listautujien ryhmät ovat valtion yritykset, pääomasijoittajien omistuksessa olevat yritykset, perheytykset ja isojen listayritysten erikseen listattavat osat. Viimeisen kategorian listauksissa markkinoiden koko ei merkittävästi muutu. Pääomasijoittajien ja yksityisessä omistuksessa olevien yritysten joukosta uusia listayrityksiä saadaan parantamalla listautumisen houkuttelevuutta.

Listauksen houkuttelevuuteen vaikuttavat sijoittajien tarjoama arvostustaso osakkeille ja listautumisen kustannukset. Näihin on vaikeampi vaikuttaa muuten kuin markkinoiden yleistä toimintaa parantamalla. Listauksen mukanaan tuoma lisäbyrokratia, vero-etuksien menetykset sekä vaikutus yrityksen, johdon ja omistajien julkisuuskuvalle ovat tärkeitä omistajien ja yritysjohton punnitessa listautumisvaihtoehtoa. Liialliset vaatimukset listatuilta yrityksiltä johtavat yritysten pysymiseen vähemmän läpinäkyvinä pörssi-listojen ulkopuolella. FirstNorthin päällistaa kevyemmät vaatimukset eivät ehkä ole potentiaalisten listautujien tiedossa. FirstNorth-listautujat voivat noudattaa IFRS-standardien sijaan suomalaista tilinpäätöskäytäntöä (FAS), ja raportointi voidaan toteuttaa neljän kerran sijasta kahdesti vuodessa. Jos kotimaisten pörssimarkkinoiden ei haluta kuihtuvan kokoon, pitää listausvaihtoehdon houkuttelevuutta aktiivisesti tukea.

Uusien kasvuyritysten luomisesta ja nykyisten yritysten kannustamisesta kasvupolulle on tehty useita selvityksiä. Siemenyritysten synnyttäminen ei kuitenkaan yksin riitä Suomen talouden turvaamiseksi. Eniten työpaikkoja syntyy isoissa yrityksissä ja niitä palvelevassa toiminnassa. Keskisuuret ja suuret yritykset pitää myös saada kasvamaan. Toimivat pääomamarkkinat mahdollistavat kasvuhakuisten omistajien ja korkean kasvupotentiaalin omaavien yritysten kohtaamisen, parempien rahoitusmahdollisuuksien lisäksi.

Suuret yhtiöt saavat rahoitusta normaaliaaikoina kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta. Listatuistakin yrityksistä kuitenkin vain pienellä osalla on nykyisin merkittävää ulkomaista omistusta. Suurella osalla listayhtiöistä ulkomainen omistus on pientä ja mahdollisuudet kansainvälisten rahoituslähteiden hyödyntämiseen rajattuja. Toisaalta monia suomalaisia yrityksiä on siirtynyt kokonaan ulkomaiseen omistukseen. Ulkomaisia rahoittajia pitäisi saada houkutelua vähemmistöomistajiksi myös pienempiin suomalaisiin yrityksiin.

Sääntelyn ja valvonnan joustavuus ja uskottavuus ovat osa Suomen kilpailukykyä houkutellessa yritysten investointeja maahan. Suomen ei pidä

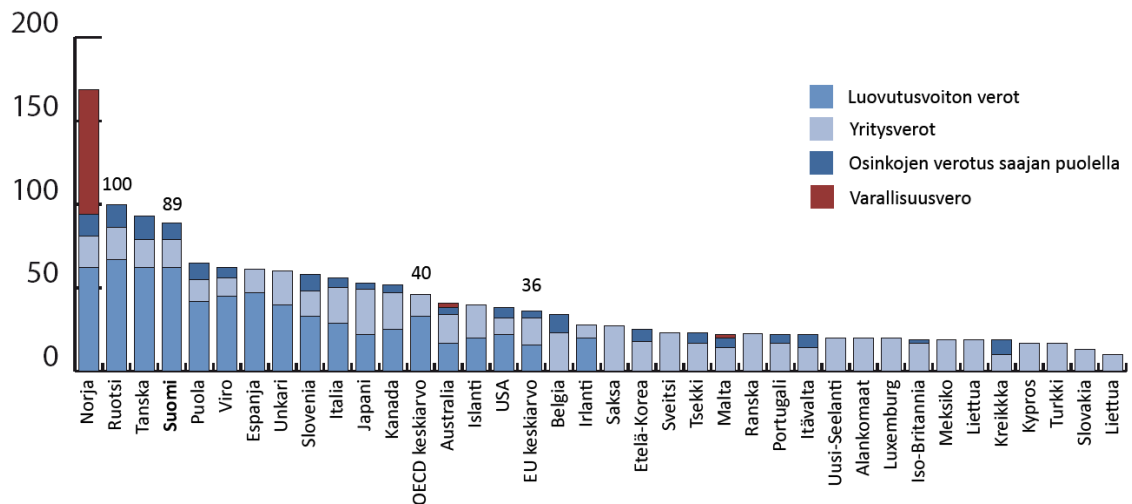
---

olla EU:n partiopoika, joka aina toteuttaa uudet säädökset tiukimmalla mahdollisella tavalla omassa lainsäädännössään. Päinvastoin, pienellä maalla on mahdollisuus saada sääntelyn ja valvonnan tehokkuudesta itselleen kilpailuetu. Lisäksi Suomi voi työskennellä EU:n piirissä tapahtuvan sääntelyn kehittämisessä, jotta Euroopan kilpailukyky ei heikkene suhteessa muihin kilpaileviin talousalueisiin. Kilpailukyvyn heikkenemisellä on aina suurin vaikutus juuri Suomen kaltaisille pienille maille.

## Verokilpailu

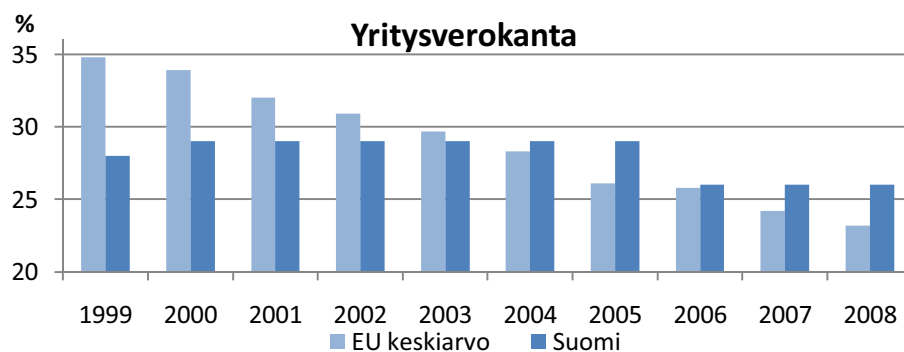
Suomalaisen yritystoiminnan ja osakeomistuksen verotus on muiden pohjoismaiden rinnalla maailman kireintä kun otetaan huomioon muiden maiden verovapautukset. Verotus on Suomessa osittain kaksinkertaista. Yritys maksaa veroa voitoista ja lisäksi osakkeenomistaja saamistaan osingoista sekä luovutusvoitosta. Ruotsalainen Aktiespararna tekee vuosittain vertailua eri maiden sijoitusverotuksesta. Tulokset vuoden 2008 verotusta koskevasta vertailusta näkyvät alla.

### Osakeverotusindeksi



Lähde: Aktiespararna 2009. Maksettujen verojen määrä indeksoituna Ruotsi=100. Oletuksena 50 000 euroa osakkeita omistava pariskunta. Osinkoja 3 % sijoitusten arvosta kyseisenä vuonna. Pariskunta myy viidesosan omistuksestaan, jonka hankintahinta oli puolet myyntihinnasta ja pitoaika viisi vuotta.

Suomessa yritysten yhteisöveroaste on ollut 26 % vuoden 2006 alusta, jolloin se vastasi EU-alueen keskiarvoa, mutta vuoden 2008 lopussa tämä keskiarvo oli laskenut 23,2 prosenttiin. Kaikissa luvuissa on mukana samat maat, EU-jäsenet vuonna 2008. Käytännössä yritysverotus on kuitenkin yritysten ja omistajien verotuksen summa, jota ylempi kuva havainnollistaa.



Lähde: KPMG Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2008



---

## Infrastruktuuritoimijat ja muut palveluntarjoajat

Arvopaperimarkkinoiden palveluntarjonnan osalta tärkeintä on, että palvelut ovat suomalaisten yritysten ja yksityishenkilöiden käytettävissä. On myös toivottavaa, että mahdollisimman moni palveluntarjoaja työllistäisi suomalaisia. Palveluntarjoajien läsnäoloa Suomessa sekä paikallisen palveluvalikoiman laajuutta ja laatua voidaan kasvattaa lisäämällä kysyntää ja parantamalla toiminnan edellytyksiä.

Salkunhoitajien, varainhoitajien ja sijoitusrahastojen paikallinen tarjonta riippuu kysynnän määrästä. Toisaalta näiden toimijoiden määrään, kustannustasoon ja sijoittumispäätöksiin vaikuttavat niiden toimintaedellytykset Suomessa. Joissakin tapauksissa sijoitustoimijat perustavat verotussopimusten takia toimiston Luxemburgin kaltaisiin maihin, jotta ne voivat esim. ottaa vastaan kansainvälisiä sijoituksia. Tällaisiin kotimaassa toimimisen esteisiin voidaan kuitenkin vaikuttaa.

Pääomamarkkinoiden infrastruktuuripalveluihin kuuluvat pörssipalvelut sekä selvitys- ja säilytyspalvelut. Koska pääomamarkkinoiden infrastruktuuri-toimijat (NASDAQ OMX ja Euroclear) ovat nykyään kansainvälisiä, eivät niiden toimet automaattisesti vastaa suomalaisten markkinoiden tarpeita. Keinot infrastruktuuripalveluiden tarjoajiin vaikuttamiseksi ovat keskitetty edunvalvontatyö, vuoropuhelu ja tarvittaessa käytön kilpailutus.

Yrityksille pääomamarkkinapalveluita tarjoavat toimijat kuten investointipankit, tilintarkastajat ja lakitoimistot liittyvät kiinteästi yritysten pääkonttoreihin. Nämä toiminnot luovat maahan suuren määrän erityisosaamista edellyttäviä korkean lisäarvon työpaikkoja. Työpaikat ovat osittain kytköksissä siihen, mitä rahoituskeskusta yritykset hyödyntävät. Jos suomalaiset suuret ja keskisuuret yritykset hakevat rahoituksensa esimerkiksi Tukholmasta tai Lontoosta, ei niillä ole erityistä syytä palkata työhön suomalaisia asiantuntijoita. Jos rahoitustoimintaa hoidetaan muualta käsin, on pääkonttoreiden sijainnille kotimaassa yksi syy vähemmän.

Hyvin monet muut maat tekevät aktiivista työtä rahoitusalan toimijoiden houkuttelemiseksi rahoituskeskuksiinsa. Tukholmalla on Finansplats Stockholm-hanke, Saksa on markkinoinut ja kehittänyt omia rahoituskeskuksiaan jo 90-luvulta alkaen ja Hollanti organisoii omaa kehitystoimintaansa valtion ja suurimpien yritysten tukeman Holland Financial Center-organisaation alla. Suomessa tämä toiminta on hajautunutta, eikä valtio ole siinä näkyvästi mukana. Vaikuttaa siltä, että pääomamarkkinoiden merkitystä ei Suomessa ymmärretä. Suomessa on kuitenkin historiallisesti vielä jäljellä vankkaa osaamista alalta, joten edellytykset vahvaan asemaan ovat olemassa.

Rahoituskeskusten kilpailuasemat voidaan jakaa neljään kategoriaan. Maailmanlaajuiset keskuksia ovat New Yorkissa ja Lontoossa. Alueellisia keskuksia on esim. Hong Kongissa ja Singaporessa, ja Tukholma pyrkii tällaiseen asemaan Pohjoismaissa. Kotimaan kysyntään perustuvia keskuksia on jäljellä vielä useimmissa kehittyneissä maissa ja suurimmissa maissa, kuten Ranskassa ja Saksassa näin tulee olemaan jatkossakin. Näiden lisäksi on eri rahoituksen osa-alueille erikoistuneita keskuksia kuten Dublin rahastoille.

---

Helsinki on ollut tähän asti Suomen rahoituskeskus. Uhkana on, että Helsinki taantuu samalle tasolle Tallinnan ja Vilnan kanssa, jolloin Suomi on kuin yksi Baltian maa osana pohjoismaista talouskeskusta. Suomen on vähintäänkin pidettävä kiinni Helsingin asemasta oman maansa yritysten rahoituskeskuksena, missä riittää haastetta kerrakseen. Tämän lisäksi mahdollisia erikoistumisalueita on aktiivisesti pyrittävä kehittämään tilaisuuksien auetessa. Realististen erikoistumissuunnitelmien laatiminen Suomelle on kuitenkin vaikeata. Itsestään selviä keinoja menestykseen ei tältä uralta löydy.

Talousmedia on tärkeä informaatiokanava sijoittajille ja pääomamarkkinoiden tapahtumat talousmedian keskeistä sisältöä. Talousuutisoinnin kattavuus, saatavuus ja laatu ovat ensisijaisesti kiinni niiden kysynnästä eli asiakkaiden halusta maksaa palveluista. Kysyntään taas vaikuttavat uutisoinnin hyödyllisyys ja taso. Suomen kieli on ollut yksi suomalaisen talousmedian suoja ulkomaista kilpailua vastaan. Ammatillaiset seuraavat paljon ulkomaisia tiedotusvälineitä. Kansainvälinen media raportoi kuitenkin vain satunnaisesti Suomen taloudesta ja yrityksistä. Laadukas talousmedia on erittäin tärkeä kotimaisille pääomamarkkinoille. Etenkin yksityissijoittajat seuraavat markkinoita edelleen ensisijaisesti kotimaisista tiedotusvälineistä. Talousmedian ylläpitämiseksi on tärkeä pitää huolta talousjournalismin tasosta ja kasvattaa suomalaisten kiinnostusta talousasioista.

## Suomalaiset yksityishenkilöt

Suomalaiset yksityishenkilöt ovat tärkeitä sijoittajia suomalaisilla pääomamarkkinoilla. He myös vaikuttavat äänestäjinä poliittiseen päätöksentekoon ja markkinaympäristön kehitykseen. Lisäksi työntekijöinä ja yrittäjinä suomalaiset ovat kotimaisten pääomamarkkinoiden moottori.

Mitä paremmin yksityissijoittajat tuntevat pääomamarkkinoiden merkityksen ja toimintaperiaatteet, sitä helpompi markkinaystävällisille poliittisille ja kaupallisille toimille on saada laaja hyväksyntä. Pääomamarkkinoiden toiminta ei ole yleisesti tunnettua. Ilman perusasioiden ymmärrystä asenteet ovat usein jopa hyvin kielteisiä sijoittamista ja yritystoimintaa kohtaan. Varsinkin viimeaikaiset markkinamullistukset ovat jyrkentäneet asenteita. Pääomamarkkinoita kehittävien toimien poliittisen ja yleisen hyväksyttävyyden tukemiseksi ei tarvita ovelia mainoskampanjoita. Riittää, kun taloustietämyksen ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan ymmärryksen tasoa korotetaan.

Suomalaisten taloustietämyksen peruspilarit ovat koulutuksessa ja talousasioista ja talouspoliittisesta keskustelusta raportoivassa mediassa. Myös omien talousasioiden aktiivinen hoitaminen kehittää taloustietämystä.

Hyvä rahoitusalan koulutuksen taso on tärkeitä työvoiman turvaamiseksi. Toisaalta ilman kotimaista työntekijöiden kysyntää vähenee rahoituksen ja muiden pääomamarkkinoihin liittyvien opintosuuntien houkuttelevuus. Koulutuksen korkeaa tasoa Suomessa on tuettava ja siihen panostaminen on hyvin konkreettinen tapa vaikuttaa rahoitusalan elinkelpoisuuteen maassa.

## Listayhtiöiden merkitys kansantaloudelle

Keväällä 2009 tehdyn listayrityksiä ja listaamattomia yrityksiä vertailleen tutkimuksen<sup>1</sup> tuloksista käy ilmi, että suomalaiset listayritykset olivat kasvattaneet työntekijämääräänsä listaamattomia vertailuryhmän yrityksiä enemmän. Listayhtiöihin syntyi vertailuaikana 87 000 uutta työpaikkaa, kun vertailun listaamattomissa yhtiöissä työpaikkojen määrä väheni 2 500:lla. Selvityksessä vertailtiin 60 listatun ja 60 listaamattoman yhtiön tilinpäätöstietoja vuosilta 2001–2007.

Listatut yritykset olivat kasvaneet nopeammin ja niiden pääoman tuotto oli parempi kuin listaamattomien yritysten. Tutkimuksen aineistosta ei löytynyt tukea väitteelle, että listatut yritykset irtisanoisivat työntekijöitään herkemmin. Henkilöstökulujen vertailu paljasti, että listayhtiöt maksoivat työntekijöilleen tuntuvasti enemmän palkkaa kuin listaamattomat yritykset. Kuukausitasolla eroa kertyi noin 300 euroa henkilöä kohden.

## Listayhtiöiden ostot ulkomaille

Ulkomaalaiset tahot ostivat 22 suomalaista listayhtiötä ulos pörssilistalta vuosina 1998–2007. Juha-Pekka Kallunki Oulun yliopistolta on tutkinut näiden kauppohen hintatasoa, syitä ja seurauksia<sup>2</sup>. Yleisimmät syyt yrityskauppoihin ovat olleet suhdanteiden ja toimialan muutosten sanelemat tarpeet muodostaa suurempia kokonaisuuksia ja ostajayhtiöiden halu saada haltuunsa kohteen markkina-asema kansallisilla tai kansainvälisillä markkinoilla. Myös suomalaisyritysten hyvä tuotekehitysosaaminen ja kehittynyt teknologia ovat motivoineet ostajia.

Myydyt yhtiöt ovat yleensä olleet kasvavia ja hyvin kannattavia. Yhtiöistä maksetut hinnat ovat myös olleet kohtuullisia suhteutettuna yhtiöiden taloudelliseen tilanteeseen. Vain viidesosassa tutkituista tapauksista yrityskaupan preemio tarjousta edeltäneen päivän kurssitasoon oli alle saman toimialan OECD-maiden mediaanin.

Kolmanneksessa yrityksistä toteutettiin merkittäviä irtisanomisia kauppohen jälkeen. Yhtä lukuun ottamatta kaikki näistä yrityksistä olivat kärsineet kauppaa edeltävinä vuosina tuloksen heikentymisestä tai muista taloudellisista vaikeuksista. Kahden yrityksen tuotanto Suomessa loppui kokonaan. Lähes kaikki yrityskaupat ovat olleet osa toimialojensa yleistä kansainvälistymiskehitystä.

<sup>1</sup>Timo Korkeamäki (Svenska Handelshögskolan) ja Yrjö Koskinen (Boston University): Hyvät pahat pörssiyhtiöt? 25.3.2009, Svenska Handelshögskolan Research Reports.

<sup>2</sup>Juha-Pekka Kallunki, Janne Peltoniemi ja Elina Pyykkö: Suomalaisen pörssiyhtiöiden ostot ulkomaille. Ulkomaiseen hallintaan siirtymisten taloudellisia syitä ja seurauksia, Oulun yliopisto. 4/2009.

---

## Toteutussuunnitelma

Ihmelääkkeitä pääomamarkkinoiden toiminnan tehostamiseen ei ole. Ihmeiden sijaan tarvitaan jatkuvaa työtä markkinoiden toimintaedellytysten parantamiseksi. Alla on kuvattu, miten kehitykselle saadaan voimallinen ja oikeansuuntainen alkusysäys.

### Kotimaisen taloustietämyksen parantaminen

Kotimaista taloustietämystä ja pääomamarkkinoiden julkisuuskuvaa pitää parantaa vaikuttamalla eri kohderyhmiin. Suuren yleisön ymmärrystä pääomamarkkinoiden merkityksestä Suomen talouskehitykselle tulee kehittää. Jos ymmärrystä ei ole, ei markkinoiden toimivuutta parantaville toimenpiteille saada poliittista kannatusta. Valtiovarainministeriöllä pitäisi olla keskeinen rooli tiedon jakamisen kehittämisessä ja koordinoinnissa. Vastaavasti poliitikoille pitää olla tarjolla koulutusta rahoitusmarkkinoiden toiminnasta. Ilman jatkuvaa tiedon tarjontaa ei pääomamarkkinoiden toimintaa ja kehitystä tunneta.

Yksityishenkilöiden sijoittamistietoutta ja -halukkuutta tulee lisätä, jotta heillä olisi paremmat edellytykset hoitaa omaa talouttaan. Parempaan tietotason perustuvalla säästämiskulttuurilla suomalaisten säästöille saataisiin korkeampaa tuottoa ja samalla tuettaisiin kotimaista yritystoimintaa parempien rahoitusmahdollisuuksien kautta.

Talusasioihin perehtymiselle luodaan pohja koulun penkillä. Nykyisellään henkilökohtaisten taloustaitojen opetus on liiaksi kiinni yksittäisten opettajien aktiivisuudesta. Tälle tärkeälle kansalaistaidolle on saatava enemmän sijaa eri kouluasteiden opetussuunnitelmissa. Suomessa voisi urheilulukkioiden lisäksi olla myös talouslukioita.

### Sääntely ja valvonta

Yrittäjät ja muut yrityksissä päätöksiä tekevät henkilöt kokevat suomalaisen listayhtiöitä koskevan sääntelykokonaisuuden monimutkaiseksi ja vaikeasti ennakoitavaksi, vaikka todellisuus ei näin olisikaan. Sääntelyn koettuun vaikeuteen voidaan pureutua parantamalla sääntelykokonaisuuden selkeyttä. Ratkaisujen nopeus on keskeistä käytännön oikeudenmukaisuuden kannalta.

Tiedon tarjontaa ja palvelua tulee parantaa mahdollisuuksien mukaan, jotta sääntelyn noudattaminen ei vaadi liikaa aikaa yrityksen varsinaisen toiminnan johtamiselta ja ohjaamiselta. Pienessä maassa valvoja ja valvottava ovat lähellä toisiaan, mikä mahdollistaa sallitun rajan löytämisen vuoropuheluun perustuen.

Arvopapereiden moniportainen omistusjärjestelmä on luotava Suomeen, koska se on eurooppalainen ja kansainvälinen standardi. Suomi ei voi kehittää omia kalliita ratkaisujaan maailmassa, jossa pääomat eivät tunne rajoja. Suoran omistuksen näennäinen pakollisuus vain lisää monimutkaisuutta ja kustannuksia. Siirtyminen on vain toteutettava niin, että viranomaisten tiedonsaantimahdollisuudet pysyvät voimassa.

---

## Verotus

Verotuksen pitäisi olla neutraali eri säästämismuotojen välillä. Suomalaisten säästöjä ei tulisi verotuksellisin kannustein ohjata matalatuottoisiin instrumentteihin tai pois yritystoiminnan rahoittamisesta.

Verotuksen pitää olla myös neutraali eri yhtiömuotojen välillä, esimerkiksi listattujen ja listaamattomien yritysten. Nykyisin verotus kannustaa yrityksiä pysymään julkisten pääomamarkkinoiden ulkopuolella. Verotuksesta ja sääntelystä pitää pyrkiä poistamaan kasvun ja listautumisen esteinä olevat kynnyskohdat.

Suomalaisia ja ulkomaisia tahoja pitää kannustaa pysymään pitkäaikaisina suomalaisten yritysten omistajina. Osakesäästämisen tuoton on usein nähty tulevan lähinnä kurssien noususta. Kun katsotaan taaksepäin, voidaan todeta tuoton kuitenkin tulleen suurelta osin osingoista. Rajattu osinkojen verovapaus saajapuolella kannustaisi erityisesti yksityishenkilöiden osakesijoittamista ja pitkäaikaista osakesäästämistä.

Yritysverotus on tärkeä tekijä yritysten päätöksissä pääkonttoreiden sijainnista. Pääkonttoreiden pysyminen Suomessa on elinehto kotimaan pääomamarkkinoille, muiden vaikutusten ohella. Suomalaisessa yritysverotuksessa olisi saavutettava kilpailukykyinen taso, kun kansainvälinen trendi on johtanut Suomea matalampiin yritysveroasteisiin maailmalla ja myös Euroopan sisällä.

## Eläkelaitokset ja eläkesäästäminen

Eläkelaitosten sijoituspäätösjärjestelmää tullaan lähivuosina uudistamaan mm. Sosiaali- ja terveystieteiden ministeriön asettamien työryhmien työn seurauksena. Tässä työssä on pidettävä huoli siitä, että eläkelaitosten mahdollisuutta sijoittaa suomalaisiin osakkeisiin ei heikennetä esim. riskitasorajoituksilla. Myös epätietoisuus nyt voimassa olevan, väliaikaisen lainsäädännön jatkosta saattaa aiheuttaa epäsuotuisia siirtymiä työeläkevarojen omaisuuslajipainotuksissa. Eläkelaitoksilla on oltava itsenäisyys tehdä sijoituspäätöksiä hyvän hallintotavan ja pitkäaikaisen fokuksen puitteissa.

Nyt valmisteilla olevan yksityishenkilöiden vapaaehtoisen verotuetun eläkesäästämisen pitää mahdollistaa myös suorat osakesijoitukset.

## Listautumismarkkinat ja julkinen kasvurahoitus

Julkista kasvu- ja investointirahoitusta tarjoavien toimijoiden vastualueet ovat osittain päällekkäisiä ja niiden selkeyttäminen on tarpeen, jotta kokonaisuus palvelee paremmin valtion perimmäistä tavoitetta: yritysten kasvun kautta jatkuvaa uusien työpaikkojen luontia.

Julkisille yritysrahoitustoimijoille voidaan määrittää yhdeksi tavoitteeksi listautumisten aikaansaaminen. Valtio voi myös vaikuttaa markkinoiden kokoon laajentamalla omistamiensa yritysten omistajapohjaa ja tarjoamalla jatkossa näiden yritysten osakkeita yleisömyynneissä myös suomalaisille yksityishenkilöille.

---

## Edunvalvontakenttä

Pääomamarkkinoiden edunvalvontakenttää tulee selkiyttää. Nykyinen edunvalvontakenttä pääomamarkkinoiden ympärillä koostuu lukuisista tahoista, joiden toimintakentät ovat osittain päällekkäisiä ja osittain niiden väliin jää aukkoja ja harmaita alueita. Pääomamarkkinoiden kehittäminen kokonaisuudessaan ei ole minkään edunvalvontatahon keskeinen tehtävä. Olemassa olevien järjestöjen työtä pääomamarkkinoiden kehittämiseksi on syytä koordinoida paremmin, jotta yhteistä tavoitetta saataisiin ajettua tehokkaasti, jaetun ja kattavan toimintasuunnitelman pohjalta.

Pääomamarkkinoiden toimivuudella on suuri merkitys Suomen kansantaloudelle. Parhaat edellytykset kehittämisen käynnistämiseen ovat valtiolla, jonka tulisi aktivoitua asiassa. Pääomamarkkinoiden kehittämistä ei tule pirstaloida sivuteemoiksi laajemmissa yritysverotus-, henkilöverotus- ja rahoituslaitos selvityksissä. Hajautunut lähestymistapa ei johda kattavaan ja yhtenäiseen lopputulokseen.

## Infrastrukturi

Infrastruktuurin palvelutoimittajien asiakkaiden, kuten arvopaperivälittäjien ja listayritysten, edunvalvonta vaatii riittävää resursointia. Meneillään olevissa kaupankäynnin ja selvityksen uudistushankkeissa kustannusten pienentämistä pitää ajaa yhdessä infrastruktuuripalveluiden tarjoajien ja sääntelystä vastaavien valtion tahojen kanssa. Tällaisia hankkeita ovat selvityksen keskitetty vastaosapuoli (Central CounterParty), Euroopan Keskuspankin arvopaperiselvityksen TARGET2-Securities-hanke ja moniportainen omistajarekisteri. Toimiva, kustannustehokas ja asiakaskunnan tarpeisiin vastaava infrastrukturi on edellytys markkinoiden kilpailukyvyille.

Suomen joukkolainamarkkinat toimivat heikosti. Finanssikriisin aikana rahoituksen hakeminen oli yrityksille jopa kalliimpaa joukkolainoilla kuin suorilla pankkilainoilla. Joukkolainamarkkinoiden läpinäkyvydessä ja kustannustehokkuudessa on parantamisen varaa. Yritysten ja ulkopuolisten tahojen pitää ryhtyä toimiin joukkolainamarkkinoiden kehittämiseksi niin, että laajempi joukko suomalaisia yrityksiä voi sitä kautta hakea kustannustehokasta rahoitusta.

---

## Taustatieto

FINANSSIKRIISIN VAIKUTUKSET .....	7
LISTAUTUMISMARKKINOIDEN KEHITYS .....	9
KANSAINVÄLISTEN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN MUUTOKSET.....	12
FINANSSISEKTORIN PANOS SUOMEN BRUTTOKANSANTUOTTEESEEN .....	15
SUOMEN OSAKEMARKKINAT.....	17
HELSINGIN LISTAN LIKVIDITEETTI .....	22
LISTAYHTIÖIDEN OMISTUKSEN KEHITYS .....	27
KASVUYRITYKSET JA PÄÄOMASIJOTUKSET.....	29
PÄÄOMAN LÄHTEET .....	31
ELÄKELAITOKSET JA KOTITALOUKSIEN VARALLISUUS .....	34
VEROKILPAILU.....	37
TUTKIMUS: LISTAYHTIÖIDEN MERKITYS KANSANTALOUDELLE .....	40
TUTKIMUS: LISTAYHTIÖIDEN OSTOT ULKOMAILLE .....	40

---

Tämä raportti on laadittu Pörssisäätiön organisoiman työryhmän toimesta vuoden 2009 aikana. Raportin on kirjoittanut Juuso Jääskeläinen.

Yhteydenotot ja tiedustelut:

Sirkka-Liisa Roine, Pörssisäätiö  
puh. 010 820 7500  
sirkka-liisa.roine@porssisaatio.fi



---

Muistiinpanoja:

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

# Pääomamarkkinat

Kasvun paikka  
2009



**PÖRSSISÄÄTIÖ  
BÖRSSTIFTELSEN**

<http://www.porssisaatio.fi>  
Fabianinkatu 14 A, 00100 Helsinki