



# SÄÄTIÖT OMISTAJINA

Eeva Ahdekivi



PÖRSSISÄÄTIÖ  
BÖRSSTIFTELSEN



# SISÄLTÖ

---

<b>ESIPUHE: MIKSI SÄÄTIÖT OVAT AJANKOHTAISIA?</b> .....	<b>4</b>
<b>OSA I : TAUSTAA</b> .....	<b>5</b>
<b>KOLMAS SEKTORI</b> .....	<b>6</b>
Määritelmiä: mikä on kolmas sektori? .....	8
Millaisia säätiöitä on? .....	9
Miksi kolmas sektori on muodostunut? .....	10
<b>MILLAISIA OVAT SUOMALAISET SÄÄTIÖT?</b> .....	<b>13</b>
Säätiötyypit .....	14
Ikä .....	14
Varallisuus.....	15
Hallinnon tyypillisiä piirteitä.....	16
Säätiöiden ja yritysten eroista .....	17
<b>VERTAILUA MUIDEN MAIDEN SÄÄTIÖKENTTÄÄN</b> .....	<b>22</b>
Perustietoja .....	22
Verotus.....	23
<b>OSA II : SÄÄTIÖIDEN OSAKEOMISTUS</b> .....	<b>27</b>
<b>SÄÄTIÖIDEN OSAKEOMISTUS SUOMESSA</b> .....	<b>28</b>
Sijoittajien lukumäärä .....	29
Osakeomistukset Helsingin pörssissä yhteensä .....	29
Osakeomistuksen keskittyminen.....	30
Keskimääräinen säätiön osakesalkku.....	32
Sijoitusvarallisuuden jakauma omaisuusluokittain .....	32
Osakeriskin hajautus.....	32
Sijoitusten hallinto ja sijoituspolitiikat .....	36
Kaupankäynti osakkeilla ja sijoitushorisontti.....	37
Miten osingot vaikuttavat tarkasteluun? .....	37
Aktiivisuus pörssiyritysten omistajana .....	38
Oma hallintotapa.....	39
<b>OSA III : SÄÄTIÖT OSANA SIJOITTAJAKENTTÄÄ</b> .....	<b>40</b>
<b>SÄÄTIÖT SIJOITTAJANA JA OMISTAJANA</b> .....	<b>41</b>
Ketkä ovat suuria omistajia Helsingin pörssissä?.....	41
Rahastojen ja varainhoitajien sijoitushorisontti ja omistajuus .....	43
Yhteenveto .....	44
<b>YHTEENVETO SÄÄTIÖIDEN MERKITYKSESTÄ PÄÄOMAMARKKINALLE SUOMESSA</b> .....	<b>45</b>
Sijoittajien lukumäärä ja sijoitusvarat .....	45
Hyvän hallinnointitavan ja omistajuuden edistäminen .....	45
Kaupankäynnin aktiivisuus .....	45
<b>SUMMARY IN ENGLISH</b> .....	<b>46</b>
<b>LÄHTEET, TERMIT JA KIRJALLISUUS</b> .....	<b>47</b>

# MIKSI SÄÄTIÖT OVAT AJANKOHTAISIA?

Säätiöiden ja kolmannen sektorin merkitys kasvaa maailmassa. Yleishyödyllistä tai yhteiskunnallisesti tärkeää työtä tehdään yhä enemmän julkisen ja yksityisen sektorin välissä, kun julkisen sektorin rahoitusta kiristetään. Kuluttajien halu toimia vastuullisesti ja tuntee palveluntarjoajien motivaatio vahvistaa kolmannen sektorin kasvua. Hyväntekemisen taustalla on säätiöihin keskittyvä varallisuus, jonka turvin missioita toteutetaan. Varallisuus tekee sektorista väistämättä myös sijoittajan.

Suomen säätiölaki uudistuu. Nykyinen laki on vuodelta 1930, joskin sitä on muutettu useita kertoja osittaisuudistuksilla. Säätiökenttä, lainsäätäjä, valvova viranomainen ja verottaja ovat viime vuosikymmeninä todenneet säätiöiden toimintaedellytysten ja sääntelyn kaipaavan päivittämistä. Säätiöiden varallisuus ja toimintakenttä ovat laajentuneet, säätiöiden raportointivelvoitteet eivät ole vastaavasti kehittyneet. Kaikki nämä seikat tekivät lainuudistuksen tarpeelliseksi. Oikeusministeriön lainvalmistelutyö alkoi vuonna 2012 ja hallituksen esitys säätiölaista annettiin 26.9.2014 eduskunnalle. Uuden säätiölain on määrä tulla voimaan vuonna 2015.

Säätiöt kiinnostavat, eikä niiden merkitys ole laskemaan päin. Pörssisäätiö päätti vuonna 2013 toteuttaa tutkimuksen siitä, millaisia säätiöt ovat omistajina Helsingin pörssissä. Pörssisäätiön tarkoitus on edistää suomalaisen arvopaperimarkkinan toimintaa. Toimiakseen tehokkaasti pörssi tarvitsee eri tavoin toimivia ja ajattelevia omistajia. Erilaisuus voi juontua sijoittajan sijoitushorisontista, aktiivisuudesta, sijoituspolitiikasta, sijoittajan omasta taustasta ja luonteesta, varallisuudesta tai monista muista seikoista.

Mikään näistä seikoista ei ole yksiselitteisen hyvä tai huono. Markkina tarvitsee lyhytaikaisia kaupankäyntiä, sillä se ylläpitää likviditeettiä. Markkina tarvitsee myös pitkäaikaista sitoutumista, omistajan osallistumista ja päätöksiä. Kaikki sijoittajat eivät voi olla kaikkea. Eduksi on, jos sijoittajia on monenlaisia.

Raportissa arvioidaan säätiöitä tältä pohjalta: millaisessa sijoittajien kirjossa ne toimivat, millaisia säätiöt ovat taustaltaan, varallisuudeltaan, sijoituspolitiikoiltaan tai aktiivisuudeltaan. Ovatko säätiöt erilaisia kuin muut instituutiosijoittajat, ja siten tarpeellisia markkinalle? Minkä lisän säätiöt tuovat sijoittajakuntaan?

Luvussa 2 kuvataan säätiöiden peruspiirteitä. Millaisia ne ovat yhteisinä? Millaisia säätiöitä Suomessa on kasvanut, ja millaisia perustetaan tänäkin vuonna?

Luvussa 3 katsotaan, millaisessa sääntelyssä ja verotusmaailmassa säätiöt elävät kehittyneissä maissa. Muualla käyty keskustelu säätiöiden tehtävistä heijastuu nopeasti myös Suomeen, vaikka säätiöt ovatkin paikallisia toimijoita.

Luvussa 4 tutkitaan, mitä ja miten säätiöt omistavat. Ovatko säätiöiden salkut erilaisia kuin muiden sijoittajien? Muuttuvatko salkut nopeasti? Ovatko säätiöiden sijoituspolitiikat erilaisia kuin muiden sijoittajien? Entä miten säätiöitä itseään hallinnoidaan?

Luvussa 5 katsotaan, millaisia ovat muut sijoitajatyypit. Poikkeavatko säätiöt näistä sijoittajista, onko niiden pörssiomistusten määrä ja vaikutusvalta samanlainen kuin muiden omistajien?

Lopussa kootaan johtopäätökset säätiöistä omistajina.

Oikeusministeriön lainsäädäntöneuvos **Jyrki Jauhainen** ja OTK **Markus Tervonen**, Säätiörekisterin OTL **Juha Viertola** sekä Euroclear Finland Oy:n **Esa Kankkunen** ja **Jarkko Heinonen** mahdollistivat tutkimusmateriaalin saamisen tämän julkaisuprojektin käyttöön. Tutkimusavustajana toimi KTK **Jarkko Aalto**, joka kokosi niin taloudellista kuin juridista tietoa Suomen ja muiden maiden säätiöistä ja pääomamarkkinoista. Professori **Matti Viiren** tarjosi oivaltavaa keskustelua säätiöiden ja muiden voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen roolista kansantaloudessa. Kaikille edellämainituille lämmin kiitos hyvästä yhteistyöstä. Kiitän myös haastateltuja säätiöitä ja asiantuntijoita sekä Pörssisäätiön asettamaa taustaryhmää, jonka jäsenet monin eri tavoin auttoivat tutkijaa pääsemään tiedon ja hiljaisen tiedon lähteille. Washington DC:ssä Yhdysvalloissa sijaitseva Woodrow Wilson International Center for Scholars tarjosi kirjoittajalle työympäristön, jossa suuri osa tästä raportista on kirjoitettu.

Helsingissä, 7. lokakuuta 2014

**Eeva Ahdekivi**

## **SÄÄTIÖT OMISTAJINA –PROJEKTIN TAUSTARYHMÄ:**

**Seppo Ikäheimo**, Professori, varadekaani, Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu

**Timo Kaisanlahti**, Hallintojohtaja, Varma keskinäinen eläkevakuutusyhtiö

**Sari Lounasmeri**, Toimitusjohtaja, Pörssisäätiö

**Eira Palin-Lehtinen**, Hallituksen puheenjohtaja, Pörssisäätiö

**Vesa Puttonen**, Professori, Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu

**Juha Salonen**, Varatuomari, ekonomi, Waselius & Wist Asianajotoimisto

**Liisa Suvikumpu**, Toimitusjohtaja, Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta

**Henry Wiklund**, Kamarineuvos

# OSA I : TAUSTAA

”Pyrkii samaan kuin julkinen sektori, mutta pystyy toimimaan nopeammin ja keveämmin.”





# KOLMAS SEKTORI

**V**oittoa tavoittelemattomat yhteisöt ovat taloustieteelle poikkeustapaus. Nämä yhteisöt eivät tavoittele materiaalista hyvää eikä niillä ole omistajia. Säätiöt perustetaan toteuttamaan yleishyödyllistä tarkoitusta säätiölle annettujen varojen avulla. Varoja ei voi jakaa muuhun kuin säädikirjassa säädettyyn hyödylliseen tarkoitukseen. Taloustiede on esittänyt teorioita, miksi tällaisia toimijoita on, mutta yleisesti tutkimus on viime vuosikymmeninä perustunut oletukseen, että kolmas sektori on ollut olemassa lähinnä historiallisista syistä, eikä sen merkitys kasvane.

Tämä oletus pohjautui 1970- ja 1980-luvulla Yhdysvalloissa tehtyihin tutkimuksiin. Säätiökentässä on suuria eroja maiden välillä, alkaen siitä, miksi tällainen yhteisömuoto on syntynyt ja saanut nykyisen asemansa yhteiskunnassa. Yhdysvalloissa terveydenhuolto ja uskonnollinen toiminta hoituvat suurelta osin kolmannen sektorin avulla. Viime vuosikymmeninä yksityinen sektori on kuitenkin vallannut alaa terveydenhuollossa, mikä on johtanut näkemykseen, että säätiöomistus vähenee. Taloustieteilijät odottivat osakeyhtiömuodon yleistyvän entisestään kaikessa liiketoiminnassa. Näin ei ole kuitenkaan käynyt, vaan muun muassa osuuskuntia ja kommandiittiyhtiöitä syntyy edelleen, ja säätiöt ovat pysyneet merkittävänä omistajina eri toimialoilla.

Yhteiskuntatieteet tarkastelevat säätiöitä poliittisena tekijänä. Tieteiden kehittyessä 1600-luvulla hyväntekeväisyys alkoi irtautua kirkosta: uskonnolla ei ollut enää monopolia laupeuteen. Eri uskonnot totuttelivat elämään rinnakkain Euroopassa. Valtioiden rakenteita kehitettiin, julkinen sektori otti monia kirkon tehtäviä. Samalla hyväksyttiin laaja kirjo altruistisia hankkeita, joita säätiöt hoitivat. Poliittinen monimuotoisuus lisääntyi 1700- ja 1800-luvuilla, jolloin myös säätiöiden oli helpompi kasvattaa vaikutavuuttaan yhteiskunnassa. Teollinen vallankumous synnytti nopeasti uusia ammattikuntia, jotka halusivat huolehtia oikeuksistaan. Kaupungistuminen aiheutti uusia sosiaalisia epäkohtia. Henkilökohtaisia omaisuuksia syntyi nopeaan tahtiin. Näistä syistä säätiösektori otti tehokkaasti tehtäväkseen tehtäviä, joita julkinen sektori ei ollut havainnut tai joihin ehtinyt kerätä varoja. Ilmiötä vastaan taisteltiin Ranskassa, jossa vuoden 1791 laki asetti valtiolle monopolin kaikkien julkisen sektorin luonteiseen

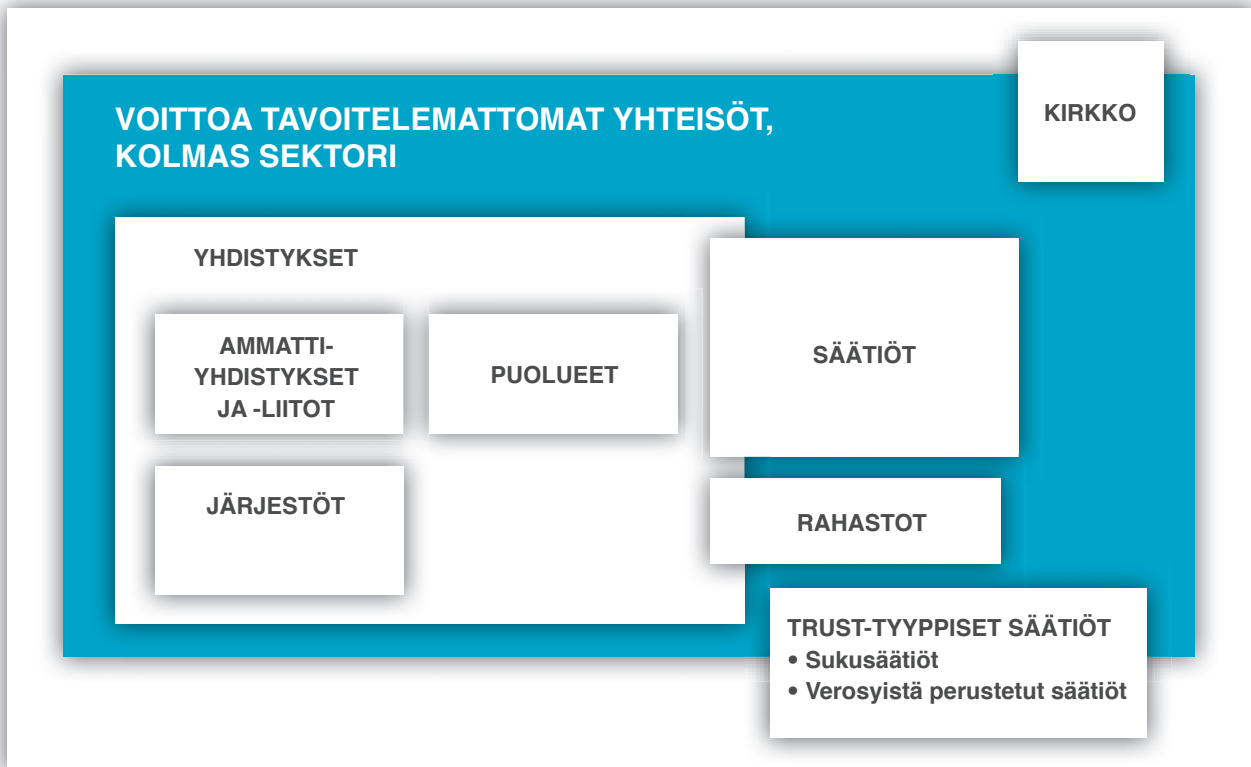
toimintaan – poliitikot analysoivat, että julkinen valta siirtyy industrialisteille, jollei kehitystä suitsita. Ranskan pidättyväisyys kolmatta sektoria kohtaan näkyy edelleen, sillä maan säätiöiden määrä on pieni.

Viime vuosisadan alkupuoliskolla sodat heikensivät eurooppalaisia säätiöitä. Maailmassa varat, myös hyväntekeväisyysvarat, ohjautuivat poikkeuksellisen painavasti sodankäyntiin. Euroopassa omaisuuksia tuhoutui ja varoja katosi. Sivistyneistöä muutti muille mantereille. Koska säätiöillä oli kiinteistö- ja velkaomistusta, niiden suhteellinen varallisuus pieneni. Sotien jälkeen säätiösektori kuitenkin kehittyi taloudellisen hyvinvoinnin ja poliittisen vakauden myötä. Säätiökenttä kasvoi erityisesti maissa, joissa julkinen sektori oli pieni (Yhdysvallat, Iso-Britannia), tai jotka eivät olleet kärsineet sodasta (Sveitsi, Liechtenstein, Ruotsi).

Viimeisinä vuosikymmeninä, 1980-luvulta nykypäivään, julkisen talouden rahoituskyvyn rajallisuus on tuonut säätiöt takaisin poliittisten päättäjien suosioon. Säätiöiden toimintaa sääteleviä ja tukevia nykyaikaisia lakeja laadittiin 1990-luvulla mm. Ruotsissa, Itävallassa, Italiassa, Espanjassa ja Saksassa.

Kolmatta sektoria on tutkittu taloustieteissä lähinnä sen harjoittaman liiketoiminnan kautta. Säätiöt omistavat kirkkoja, sairaaloita, vanhainkoteja ja lastentarhoja, museoita ja konserttitaloja, tutkimuslaitoksia sekä globaaleja liikeyrityksiä. Taloustiede näkee säätiöomistajan jatkeena sen omistamalle liiketoiminnalle. Tämä jättää tarkastelun ulkopuolelle pääoma- tai apurahasäätiöt, joilla on merkittävä omaisuus, jonka tuotoilla säätiön tarkoitusta toteutetaan. Näissä tapauksissa säätiön liiketoiminta on sijoitustoiminta.

Säätiöiden rooli sijoittajana ja omistajana jää kuitenkin usein taka-alalle. Säätiöitä, joilla on merkittävä sijoitusvarallisuus, syntyy jatkuvasti lisää, koska varallisuuden keskittyminen johtanee siihen, että varallisuuksia keskittyy myös säätiöihin, ei pelkästään perheissä sukupolvelta toiselle. Viimeaikainen keskustelu ja vuonna 2013 julkistetut laajat empiiriset tutkimustulokset keskittyivät tarkastelemaan varallisuuden keskittymistä, ei sitä, mitä näille varallisuuskeskittymille tapahtuu. Länsimaissa ne ovat usein päätyneet, ainakin osittain, säätiöiksi.



Kuva 1. Voittoa tavoittelematon sektori

## MÄÄRITELMIÄ: MIKÄ ON KOLMAS SEKTORI?

Voittoa tavoittelemattomat yhteisöt tai ”Kolmas sektori” on laaja joukko erilaisia toimijoita. Useimmille tulevat mieleen säätiöt, yhdistykset ja rahastot. Nämä ovat yhteisömuodoltaan erilaisia, mutta toiminnaltaan usein lähellä toisiaan. Kuva 1 esittää nämä yhteisöt suuntaa antavasti.

Suomessa rekisteröityjä säätiöitä oli 2836 kappaletta kesäkuussa 2014. Rahastoja on vähemmän, eikä niillä ole rekisteröitymisvelvoitetta. Yhdistyksiä, kerhoja ja klubeja on noin 135 000. Yhdistysten erityismuoto on poliittinen puolue, jota koskee erityislainsäädäntö. Liitot ovat yhdistysten liittoutumia, kuten ammattiliitot tai lastensuojeluliitot. Tilastoissa myös kirkko kuuluu voittoa tavoittelemattomaan sektoriin. Suomessa kirkolla on oma yhteisömuoto ja se hoitaa myös julkisen sektorin tehtäviä. Monissa maissa uskonnollinen toiminta on vapaamuotoista ja usein säätiöiden ylläpitämää.

Tämä kenttä kokonaisuutena on Kolmas sektori, joka sijaitsee kahden muun sektorin, yksityisen ja julkisen, välissä.

**Tässä julkaisussa käsitellään suomalaisia säätiöitä, mutta joukkoon on lisätty suurimpia säätiöityä omaisuutta hallinnoivia yhdistyksiä ja rahastoja. Perusteluna on mm. se, että ky-**

**seiset yhdistykset ja rahastot ovat säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunnan jäseniä, ja ne toimivat pitkälti samalla tavalla kuin säätiöt.**

Liitteissä esitellään tarkemmin käytettyjä termejä ja rajoituksia. Säätiöihin sisällytetään myös niiden hallinnoimat epäitsenäiset rahastot, joilla on omat tarkoituksensa.

Muissa maissa säätiö-sanalla saatetaan viitata eri asioihin eri maissa. ”Foundation” on yleistermi englannin kielessä, mutta Isossa-Britanniassa lähimmäksi suomalaista säätiö-käsitettä tulee yleiskielen termi ”Charitable trusts”, joiden on rekisteröidyttävä saadakseen yleishyödyllinen status ja veroetuja. Yhdysvalloissa ”Private foundation”-käsite vastaa suomalaista, mutta suuri osa näistä säätiöistä on apurahasäätiöitä, ei toiminnallisia. Saksassa ”Stiftung” ja Ruotsissa ”stiftelse” vastaavat melko hyvin suomalaista säätiökäsitettä. Ranskassa ”fondation publique” osuu lähimmäksi yleishyödyllisen säätiön käsitettä, samoin kuin Fondation de France -yhteisön alle järjestäytyneet hyväntekeväisyydet.

”Trust” -tyyppiset säätiöt on kuvassa 1 piirretty osin kolmannen sektorin ulkopuolelle. Monissa maissa trust-tyyppiset säätiöt ovat verojärjestelyn välineitä, joiden tarkoitus ei ole yleishyödyllinen eikä voittoa tavoittelematon. Näitä säätiöitä on



Suomen ulkopuolella. Myös sukusäätiöt, joita on niin Suomessa kuin muissa maissa, on kuviossa liitetty tähän luokkaan, koska ne eivät ole yleishyödyllisiä eikä niillä ole Suomessa veroetuja.

Joissakin maissa viranomaisen niputtaa katekyyppiset säätiöt samaan sektoriin. Kolmatta sektoria koskevat usein vähäisemmät raportointivelvoitteet kuin esimerkiksi pörssiyrityksiä tai julkista sektoria. Maiden välinen verokilpailu voi olla myös syy siihen, että säätiöistä ei kerätä julkisia tilastotietoja. Näin yleishyödyllisistä säätiöistä on perinteisesti saatu vain vähän julkista tietoa – riippumatta siitä, että yleishyödylliset säätiöt tukevat avoimuuden periaatetta.

Yhteenvedon voidaan todeta, että sana säätiö liitetään useimmiten yleishyödylliseen toimintaan, joskin saman termin alle kuuluvat myös sukusäätiöt, joilla ei Suomessa ole veroetuja. Kansainvälisessä keskustelussa voidaan käyttää termiä foundation, tarkennettuna kuvauksella ”charitable foundation” yleishyödyllisistä säätiöistä.

## MILLAISIA SÄÄTIÖITÄ ON?

Säätiötyyppejä on lukuisia. Yhtä luokittelutapaa yllä muiden ei ole, mutta useimmat säätiöt itse tahtovat tehdä selväksi säätiötoiminnan olennaisia eroja. On tärkeää tietää, millaisia säätiöt ovat, jotta voidaan arvioida niiden toimintaa hyväntekijöinä, yrittäjinä tai sijoittajina.

Pääasiallisia tapoja luokitella säätiön luonnetta ovat:

- Rahoitus: perustuuko pääoman tuottoon, lahjoitukseen, liiketoiminnan tuottoihin vai julkiseen tukeen.
- Toiminta: Tehdäänkö hyvää oman toiminnan kautta vai apurahoja jakamalla.
- Kohde: onko tarkoitettu tietylle joukolla (esimerkiksi urheilulajin harrastajille) vai suurelle yleisölle.

Lisäksi on olemassa harvinaisempi luokittelu, joka liittyy säätiön sijoitusten jakaumaan. Lähes kaikissa maissa varakkaat säätiöt toimivat niin sanottuina portfolio-sijoittajina, joilla on lukuisia eri osakkeita sijoitussalkussaan. Joissakin maissa (Tanska, Ruotsi, Sveitsi) säätiöt voivat kuitenkin omistaa vain yhtä tai muutamaa suuryhtiötä, joissa säätiö on enemmistöomistaja tai suurin omistaja. Näitä säätiöitä kutsu-

Tutkimusotoksessa 48 prosenttia säätiöistä oli apurahasäätiöitä, 52 prosenttia toteuttivat tarkoitusta pääasiallisesti muulla tavoin. Sadan suurimman säätiön joukossa apurahasäätiöitä oli hieman enemmän, 64 prosenttia.

### Tutkimusotoksessa säätiöiden pääasiallinen rahoituskanava oli

	säätiötä, kpl	
Pääoman tuotto	488	55 %
Lahjoitukset	110	12 %
Liiketoiminnan tuotto, maksut	182	20 %
Julkiset avustukset	109	12 %
Otoksessa säätiöitä yhteensä	889	100 %

taan teolliseksi säätiöiksi, ja omistajuus on säätiön pääasiallinen tarkoitus.

Suomessa käytetään seuraavia termejä:

- **Apurahasäätiöt** jakavat säännöllisesti apurahoja tiettyjen alojen tutkimukseen. Näitä ovat Suomessa mm. Suomen Kulttuurirahasto, Sigrid Juséliuksen Säätiö ja Liikesivistysrahasto. Arviolta 800 säätiötä Suomessa jakaa apurahoja. Osa näistä on ns. sekasäätiöitä, jotka toteuttavat tarkoitustaan sekä omalla toiminnallaan että jakamalla apurahoja. Esimerkiksi Jenny ja Antti Wihurin rahastolla on oma tutkimuskeskus, mutta apurahoja jaetaan myös muualla tapahtuvaan tutkimukseen.
- **Toiminnalliset säätiöt** toteuttavat tarkoitustaan varsinaisella toiminnallaan. Diakonissalaitoksen työntekijät hoitavat syrjäytyneitä ja Folkhälsan ylläpitää vanhustentaloja. Opiskelija-asuntosäätiöt keräävät vuokria. Liiketoiminnan tuotoilla rahoitetaan (ainakin osa) tarkoituksen toteuttamisesta.
- **Pääomasäätiöt** omistavat merkittävän varallisuuden, jonka tuotoista toiminta rahoite-

taan. Näitä säätiöitä ovat esimerkiksi Koneen Säätiö, Liikesivistysrahasto ja Föreningen Konstsamfundet.

- **Lahjoituksen rahoitetut säätiöt** vastaanottavat lahjoituksia toiminnan rahoittamiseen. Näitä ovat mm. Tukikummit-säätiö tai Stiftelsen Nya Barnsjukhusets Stöd – Säätiö Uuden Lastensairaalan Tuki.
- Jotkin säätiöt ja säätiöiden tavoin toimivat yhdistykset omaavat sekä merkittävän ker-tyneen pääoman että ottavat vastaan myös lahjoituksia, testamentteja tai jäsenmaksuja. Tällaisia ovat Suomen Kulttuurirahasto ja Svenska litteratursällskapet (joka on juridisesti yhdistys).

Säätiöillä on **toimialakategorisointi**, ns. ICN-PO-luokitus (International Classification of Non-Profit Organisations). Kategoria määräytyy säätiön tarkoituksen perusteella eli mille alueille säätiön hyväntekeeminen kohdistuu. Kategorioita on kaksi-

1. Kulttuuri ja harrastustoiminta
2. Sivistys, koulutus ja tutkimus
3. Terveystoiminta
4. Sosiaalinen toiminta
5. Ympäristö
6. Asuntotuotanto ja alue- ja yhteisökehittäminen
7. Ihmisoikeudet, kuluttajaoikeudet, oikeudellinen toiminta
8. Välityssäätiöt eli yhtiöiden hyväntekeväisyys-säätiöt, vapaaehtoistyön välittäjä-säätiöt, lotto- ja muut pelitoimintaa harjoittavat säätiöt joiden tuotot jaetaan muille yleishyödyllisille säätiöille
9. Kansainvälisyys
10. Uskonto
11. Liike-elämän edistäminen, ammattiliitot
12. Muut

Kategorisoinnit eivät ole helppoja. Eri maissa on päädytty hyvinkin erilaisiin luokittelumalleihin. Ne heijastavat sitä, miten säätiöt ylipäänsä syntyvät kussakin maassa tai kuka niitä sääntelee. Jos haluaa löytää Yhdysvalloista Suomen säätiökenttää vastaavat toimijat, lähin vastine on ns. grant-making organisations tai private foundations. Yhdysvallois-

sa on tavallista, että merkittäviä omaisuuksia säätiöidään, ja säätiöstä jaetaan rahaa hyväntekeväisyyteen. Nämä luokitellaan kategoriaan ”grant-making foundations” (apurahasäätiöt), riippumatta siitä mille hyväntekeväisyyden alueelle varat menevät – ja kohteet voivat vaihdella, koska alkuperäinen säätiö saattaa olla perustettu ”to make grants” hyvinkin monenlaisiin tarkoituksiin. Tällainen luokittelu ei kuitenkaan kerro (kuten ICNPO), minne hyväntekeväisyys lopulta päättyy. Luokittelu perustuu enemmän säätiön itsensä toimintatapaan kuin rahan kohteeseen.

Isossa-Britanniassa tutkijat ovat luokitelleet säätiökannan eri tavoin, mm. elinkeinotoimialan mukaisesti. Valtio luokittelee säätiöiden toiminnan julkisen sektorin toiminnan luokittelun mukaisesti – kategorioita ovat mm. turvallisuuden ylläpito ja sosiaalitoimi. Valvova viranomainen Charity Commission käyttää moniulotteista luokittelua, jossa säätiö voi luokitella itsensä useampaan tyyppiin. Mikäli yksiuulotteinen jaottelu pitää esittää, Charity Commission luokittelee säätiöt tulonlähteen perusteella: lahjoitus-, liiketoiminnalliset, pääoma- tai hyväntekeväisyydestä saatuihin tuloihin perustuvat säätiöt. Tutkimuksissa käytetään ICNPO-jaottelua, jota on täydennetty päivähoito- ja harrastus-luokituksilla. Myös lainsäädännöstä näkee, että on pyritty välttämään säätiöiden yksinkertaista tyypittelyä.

Tarkemmin eri maiden säätiöitä on selostettu luvussa 3.

## MIKSI KOLMAS SEKTORI ON MUODOSTUNUT?

Keskeinen kysymys taloustieteelle on, miksi yksityisen ja julkisen sektorin väliin on muodostunut voittoa tavoittelematon yhteisötyyppi. Mitkä ovat ne tehtävät, joita markkinat eivät ohjaudu itse toteuttamaan, eikä myöskään julkinen sektori hoida riittävästi?

Tärkein syy lienee **luottamus** siihen, että varat päätyvät sinne, minne on luvattu. Koska säätiöistä ei voi jakaa varoja ulos osinkoina kuten yhtiöistä, ei kenelläkään ole syytä tai mahdollisuutta luoda säätiötä hyötyäkseen taloudellisesti. Rahat pysyvät säätiössä, ellei niitä käytetä tarkoituksen toteuttamiseen. Kun siis kadunmies antaa lipaskeräyksessä varoja Afrikan lapsille, hän voi luottaa rahojen menevän perille, vaikkei voi itse tarkistaa asiaa. Voittoa tavoittelematon taho on hyvä hoitamaan varoja, jotka on luovutettu muutoin kuin taloudellisen vaih-

dannan takia. Samanlaista luottamusta tarvitaan, jos omaiset eivät tiedä, miten vanhuksia hoidetaan vanhainkodissa tai lapsia päiväkodissa. Palvelun ostajilla voi olla suurin luottamus sellaiseen palveluun, jonka tarkoitus ei ole maksimoida voittoja.

Kuluttajien luottamus liiketoimintaan voi vaihdella. Tätä pidetään pääasiallisena syynä siihen, että yksityinen ja voittoa tuottamaton toiminta voivat kukoistaa rinnakkain joillakin toimialoilla. Yhdelle kuluttajalle voi olla riittävää, että kaupallisen palveluntuottajan maine on hyvä, kun taas toiselle ostopäätös vaatii tuekseen säätiömuotoa. Tuote differoituu omistajansa myötä ja lisää kuluttajan valikoimaa.

Viime vuosina lisääntynyt kuluttajien tarkka tietoisuus vastuullisuudesta voi lisätä halua ohjata omaa ostamista voittoa tavoittelemattomille toimijoille. Esimerkiksi osuuskunnat ja keskinäiset yhtiöt hyödyntävät tätä seikkaa myynnissään, sama koskee säätiömisteistä liiketoimintaa.

On hyödykkeitä, joita **ei voida hinnoitella**, tai joista kuluttajat eivät ole valmiita maksamaan, vaikka hyötyvät palvelusta. Kansallispuistot ovat esimerkki näistä hyödykkeistä. Puistojen käyttö ei kuluta niitä, vaan kustannus on puistojen perustamisessa ja olemassaolossa. Tätä hintaa on vaikea jakaa käytön perusteella. Lisäksi emme halua maksaa puistojen olemassaolosta – mutta elättemme silti suunnitelmaa, että käymme Nuuksion kansallispuistossa ehkä joskus. Optio käydä puistoissa on arvokas, mutta emme arvota sitä. Myös radio-ohjelmat ovat vaikeasti hinnoiteltavia: emme maksa eri kanavien olemassaolosta, mutta saatamme kuunnella niitä satunnaisesti.

Suomessa ja Pohjoismaissa julkinen sektori on ottanut hoitaakseen lukuisia yllä kuvattuja palveluja. Onkin todettu, että niissä maissa, joissa kansa on suhteellisen samankaltaista, julkinen sektori hoitaa laajemman kirjon asioita. Poliittisilla päättäjillä on motivaatiota järjestää palvelut, koska äänestäjäkunnassa on riittävästi näiden palvelujen kannattajia. Lienee niin, että suomalaisissa on riittävästi patikoijia Kuusamon Karhunkierroksen ylläpitoon julkisen sektorin voimin. Toisaalta maissa, joissa kansalaiset ovat varsin erilaisia, pienten joukkojen kiinnostuksen kohteet eivät tule hoidettua julkisen sektorin avulla. Yhdysvalloissa jotkin taidemuodot ja harvinaisten sairauksien hoito ovat vain kolmannen sektorin rahoittamia.

Kolmas sektori mahdollistaa sen, että **tuotteista voidaan ottaa eri hintoja**. Joillakin toimialoilla ei toiminta ole kannattavaa, mikäli hinta pitää asettaa

yhdelle tasolle. Tällöin veloitetaan kuluttajilta maksukyvyyn ja kiinnostuksen mukaisesti. Ylimääräinen (vapaaehtoinen) maksu on kuin lahjoitus. Tästä esimerkki voisi olla radioasema, joka kerää kannatusmaksuja kuuntelijoiltaan, tai kirkoissa kerättävät itsepääätettävät maksut kynttilöistä. Kannatusmaksujen edellytys on kuitenkin se, että kuluttaja tietää ”ei-pakollisen” maksunsa päätyvän haluttuun kohteeseen. Jos kuluttaja haluaa tukea toimintaa, hänelle lienee tärkeää, että yhteisömuoto on sellainen, josta ei voida jakaa ulos voittoja – koko vapaaehtoinen lisämaksu menee toimintaan, ei omistajille.

Julkisella sektorilla tällainen eri hintojen veloittaminen on ideologisesti vaikeaa. Julkiseen sektoriin liittyy myös rahojen kohdistamisongelma: vaikka lahjoittaja haluaisi lahjoittaa varoja johonkin kohteeseen, ei hän voi olla varma, että lahjoitus ei vain korvaa aiempaa julkista rahoitusta. Tällöin kohteen rahoitus ei lisääntyisi, se vain muuttuisi julkisesti rahoitetusta lahjoituksin rahoitetuksi. Säätiömuoto on hyvä tae siitä, että raha päättyy haluttuun kohteeseen ja kohde saa täten lisää rahoitusta aiempaan verrattuna.

Ihmisellä on halu ohjata varoja hänelle läheisiin aiheisiin. **Testamenttien tekeminen** on talousteoriansa vähän tutkittu alue, mutta sitä voidaan pitää tavanomaisena toimena, jota ohjaavat psykologiset motiivit. Rahan ohjautuminen haluttuun aiheeseen varmistetaan, ja varoja halutaan säilyttää pitkäaikaiseen käyttöön. Säätiömuoto takaa sen, ettei rahojta voida jakaa tai niiden käyttötarkoitusta helposti muuttaa.

Lahjoitusten tekemistä voi kiihdyttää **huoli julkisen sektorin rahoituskyvystä** tehtävissä, joita se on tähän asti hoitanut. Länsimaissa väestönkasvu ei tuo enää automaattista talouden kasvua tai eläkkeiden rahoitusta, ja maapalloistuminen altistaa maat kilpailulle tuottavista investoinneista. Taloustilanteen tiukkeneminen pakottaa valtiot tarkempaan talouskuriin. Samaan aikaan vaurastuneet hyväntehtäjät haluavat varmistaa, että näissä oloissa heille tärkeä kohde saa varmasti taloudellista tukea. Kun kolmas sektori rahoittaa yleishyödyllistä toimintaa, päätöksenteko yleishyödyllisessä toiminnassa siirtyy julkiselta sektorilta osittain kolmannelle sektorille. Tämä kehitys saattaa huolestuttaa poliittisia päättäjiä.

Julkinen sektori toimii usein ilman kilpailua. Kilpailulla on tehostava vaikutus toimintaan, ja taloustieteessä on etsitty erilaisia keinotekoisia mittatikkuja julkisen tai yleishyödyllisen toiminnan te-

hokkuuden kirittämiseksi. Säätiöt toimivat joillain aloilla **julkisen sektorin kirittäjinä**. Säätiöiden panos-tuotos –suhteita voidaan joissakin tapauksissa verrata julkisen sektorin toimintaan ja saada vertailukohtia, vaikka yksityistä kilpailua ei olisi. Myös toiminnan nopeus on tärkeää. On tunnettua, että julkisen sektorin päätöksenteon on oltava huolellista, mutta siten myös väistämättä raskasta ja hidasta. Vaikuttavuuslaskelmissa ei usein arvoteta sitä, milloin hanke saadaan valmiiksi. Kolmannen sektorin toimijoilla on mahdollisuuksia toimia nopeammin tilanteissa, joissa toimia kaivataan pikaisesti. Julkinen sektori voi osallistua eri tavoin säätiöiden avaamiin hankkeisiin, ja pitkällä aikavälillä ottaa näitä hoitaakseen, mikäli ne koetaan julkiseen tehtävään sopiviksi.

**Halu tehdä hyvää sekä kiinnostus yritys- ja yhteiskuntavastuuseen** ovat yksi syy kasvavaan kolmanteen sektoriin. Edullinen työvoima tai ilmainen tuki mahdollistaa tuotannon joillakin toimialoilla, joissa tuotanto muutoin muodostuisi kannattamattomaksi. Näin on työvoimavaltaisilla aloilla. Vapaaehtoistyön merkitys kasvaa: Yhdysvalloissa vapaaehtoistyö vastaa jo nyt noin 9 miljoonaa miestyövuotta. Museot, esittävä taide ja hoivatyö nojaavat vahvasti ns. pro bono –työhön. Toisaalta säätiöomistajien on vaikeaa, lähes mahdotonta, kerätä nopeasti lisää pääomia – tähän pystyvät yhtiöt järjestämällä osakeannin. On arvioitu, että säätiöomistus on yleisempää toimialoilla, joilla tarvitaan paljon työvoimaa ja vähän pääomia, kun taas raskas, pääomavaltainen teollisuus on yksinomaan osakeyhtiömuotoista.

Vapaaehtoistyö on aina ollut tärkeää säätiöille. Vapaaehtoisia on Suomessa mm. nuoriso- ja päihde-työssä, kulttuurin avustajatehtävissä, oikeudellisina tai taloudellisina avustajina, tieteellisinä arvioijina tai ympäristönsuojelussa. Monet hallitusjäsenet ja kannatusyhdistysten jäsenet antavat aikaansa säätiöiden käyttöön ilman korvausta.

# MILLAISIA OVAT SUOMALAISET SÄÄTIÖT?

Säätiöitä rekisterissä	2 836 säätiötä
Säätiöiden omaisuus (arvio, sijoitusten ja rahoitusarvopapereiden markkina-arvoilla)	Noin 20 mrd euroa
Säätiöiden keskimääräinen ikä, vuosia	36 (vanhimmat 1880-luvulta)
Säätiöiden työllistyvyys, henkilötyövuotta	7 400 (tiedot vuodelta 2004)
Säätiöiden yleisimmät toimialat	Kulttuuri, harrastustoiminta, tutkimus, koulutus
Toimintaa sääntelevä laki	Uusi Säätiölaki voimaan vuonna 2015*
Valvova viranomainen	Patentti- ja rekisterihallituksen Säätiörekisteri
Verotuksen pääkohdat	Yleishyödyllisillä säätiöillä verohelpotuksia tai verovapaus. Lahjoittajien lahjoitukset eivät pääsääntöisesti verovähennyskelpoisia.

## **Taulukko 1. Suomen säätiökenttä, pääkohdat.**

*Taloudelliset tiedot vuoden 2012 tilinpäätösten pohjalta. \*Oikeusministeriön arvion mukaan*

Suomalaiset säätiöt edustavat hyvin kehittyneiden kansantalouksien tyypillistä säätiökirjoa. Säätiöitä on kaikista säätiökategorioista, uusia ja vanhoja, ja niiden hallinnointitavat ovat moninaiset.

Tässä luvussa esitetyt tiedot perustuvat säätiötietoihin, jotka on kerätty Patentti- ja rekisterihallituksen Säätiörekisteristä. Tarkemmin tietokantaa on kuvattu liitteessä 1. Oikeusministeriö on laatinut aiemmin lähes saman aineiston perusteella julkaisun "Säätiölainsäädännön uudistaminen: Selvitys kansallisten säätiöiden säännöistä ja käytännöistä". Tämän lisäksi oikeusministeriö on laatinut kansainvälisen vertailun säätiölaeista "Säätiölainsäädännön uudistaminen: Selvitys kansainvälisestä säätiöoikeudesta". Lukijaa kehoitetaan kääntymään näiden julkaisujen puoleen tarkempaa tilastotietoa tai sääntökäytäntöä koskevissa kysymyksissä.

Suomessa oli 2836 säätiötä säätiörekisterissä 1.6.2014. Taulukko 1 kokoa perustiedot Suomen säätiökannasta.

Säätiötyyppejä dominoivat Suomessa kulttuuri- ja tutkimus-toimialat. Niille on keskittynyt suuri osa omaisuudesta sekä tuloksesta. Tämä tarkastelu jättää kuitenkin vähäisemmälle huomiolle ne säätiöt, jotka saavat varansa pääasiassa lahjoituksista – tulovirta ei ole tasaista eikä tasetta muodostu.

Liiketoiminnasta saatavat tulokset jäävät myös sijoitustuotoista saatuja tuloksia pienemmiksi. Tässä tarkastelussa on tärkeää muistaa, onko säätiö ns. pääomasäätiö, joka myöntää apurahoja tuotoistaan, vaiko toiminnallinen säätiö, jonka (liike)toiminta on osa sen tarkoitusta. Toiminnallisille säätiöille ei välttämättä muodostu tulosta tai tasetta, koska palvelua myydään omakustannushintaan.

Säätiöiden keskimääräinen ikä on melko samanlainen eri säätiötyypiluokissa. Poikkeuksia ovat kansainväliset säätiöt (keskimääräinen ikä näiden keskuudessa 22 vuotta) ja ympäristösäätiöt (19 vuotta). Suosituimpia säätiötyyppejä – kulttuuri- ja tutkimussäätiöitä – perustetaan kaikkina aikoina, joten näiden säätiöiden keskimääräinen ikä ei näytä nousevan. Luokassa Muut toimivat mm. Jyväskylän Paviljonkisäätiö, Ilmatorjuntasäätiö ja maakuntien Ajoharjoittelurata-säätiöt.

Taulukossa ilmenee jälleen luokittelun hankaluus. Monet säätiöt kokevat säätiön toimialan vaikeaksi määritellä. Jos säätiö jakaa apurahoja sosiaalisen toiminnan tutkimukseen, onko se enemmän "tutkimusta" vai "sosiaalista toimintaa"? Jos työnantajajärjestö perustaa säätiön, joka tukee tähän liittyvää tutkimusta, onko säätiö tutkimussäätiö vai liike-elämän/ammattiliittojen työtä tukeva säätiö?

## SÄÄTIÖTYYPIT

Säätiötyyppi	kpl	omaisuus markki- na-arvoon, milj. e, 2012		tilikauden tulos, milj. e, 2012		keskim. ikä
1. Kulttuuri ja harrastustoiminta	206	6 796	40 %	704	75 %	36
2. Sivistys, koulutus ja tutkimus	231	5 002	30 %	141	15 %	39
3. Terveystoiminta	42	656	4 %	5	1 %	33
4. Sosiaalinen toiminta	137	1 787	11 %	34	4 %	32
5. Ympäristö	21	46	0 %	0	0 %	19
6. Asuntotuotanto ja alue- ja yhteisökehittäminen	68	1 728	10 %	28	3 %	36
7. Ihmisoikeudet, kuluttajaoikeudet, oikeudellinen toiminta	20	89	1 %	4	0 %	35
8. Vapaaehtois- ja välittäjäseätiöt	29	210	1 %	4	0 %	43
9. Kansainvälisyys	17	28	0 %	1	0 %	22
10. Uskonto	22	78	0 %	5	1 %	44
11. Liike-elämän edistäminen, ammattiliitot	56	279	2 %	8	1 %	47
12. Muut	40	181	1 %	6	1 %	27

**Taulukko 2. Säätiötyypit tutkimusotoksessa. N=889**

Säätiöluokissa 1-4 sekä 6 keskimääräinen säätiön taseen koko (mediaani) on selvästi suurempi kuin muissa säätiöluokissa. Kulttuurisäätiöiden mediaanikoko on 33 miljoonaa euroa, Tutkimussäätiöiden 21 miljoonaa euroa, Terveystoimintaa säätiöiden 16 miljoonaa euroa ja Sosiaalitoimintaa säätiöiden 13 miljoonaa euroa. Asuntosäätiöiden mediaanitase on 25 miljoonaa euroa. Muiden säätiöluokkien mediaanitase on alle 5 miljoonaa euroa.

Monet säätiöt omistavat tytäryhtiöitä ja ovat siten säätiökonserneja<sup>1</sup>. Aalto-korkeakoulusäätiö on emosäätiö, ja sen omistamat yhtiöt ovat pääasiassa kiinteistöomistusta sekä taseeltaan pieneköjä toiminnallisia yhtiöitä. Folkhälsanin konsernitilinpäätökseen kirjataan toiminnallinen Folkhälsan-järjestö sekä sen tutkimustyötä tekevä säätiö, Folkhälsans Forskningsstiftelse. Tämän lisäksi Folkhälsan hallinnoi erillisen rahaston, Inez och Julius Polins Fondin varoja. Svenska Kulturfonden muodostaa valtaosan emoyhdistyksen Svenska litteratursällskapetin konsernitilinpäätöksen varallisuudesta. Säätiöiden konsernitilinpäätöksiä laaditaan myös kooltaan pienemmissä kokoluokissa, esimerkkeinä Espoon diakoniasäätiö tai Plan Suomi -säätiö. Monet säätiöt myös omistavat osuuksia suurissa osakeyhtiöissä. Tässä julkaisussa on otettu tar-

kasteluun säätiöiden koko omaisuus, johon voi kuulua konsernitilinpäätöksen omaisuus taikka muut merkittävät yhtiöomistukset<sup>2</sup>.

### IKÄ

Säätiöitä on perustettu jo 1800-luvulla, mutta säätiörekisteri perustettiin vuonna 1933, josta lähtien on olemassa koottua tietoa säätiöistä. Tilastoissa säätiöitä on tarkasteltu vain säätiörekisterin perustamisesta lähtien, koska tietoja aiemmin perustetuista säätiöistä ei ole kattavasti saatavilla. Vanhimpia säätiömäisiä instituutioita Suomessa ovat Svenska folkskolans vännar (perustettu vuonna 1882), Svenska litteratursällskapet (1885), Svenska Kulturfonden (1908), Folkhälsan (1921) – joskaan nämä eivät ole muodollisesti säätiöitä. Samalla tavalla suomenkieliset perustivat yhdistyksiä ja seuroja kuten Suomalaisen Kirjallisuuden Seura (1831) ja Suomalainen Tiedekatemia (1908). Uudempia säätiöitä taas ovat Helsingin Sanomain Säätiö (joka osin jatkaa aiempien säätiöiden työtä, mutta uudessa muodossa), Aalto-korkeakoulusäätiö, Teollisuuden ja Työnantajain keskusliiton 100-vuotissäätiö, Teknologiateollisuuden 100-vuotissäätiö; uusia säätiöitä syntyy edelleen, muun muassa vuonna 2014 Tiina ja Antti Herlinin säätiö.

<sup>1</sup> Käsitteestä säätiökonserni tarkemmin julkaisun lopussa kohdassa Käytetyt termit. Vaikka säätiö ei muodostaisi konsernia, sen suuret vähemmistöomistukset on joissain tapauksissa sisällytetty tarkasteluun.

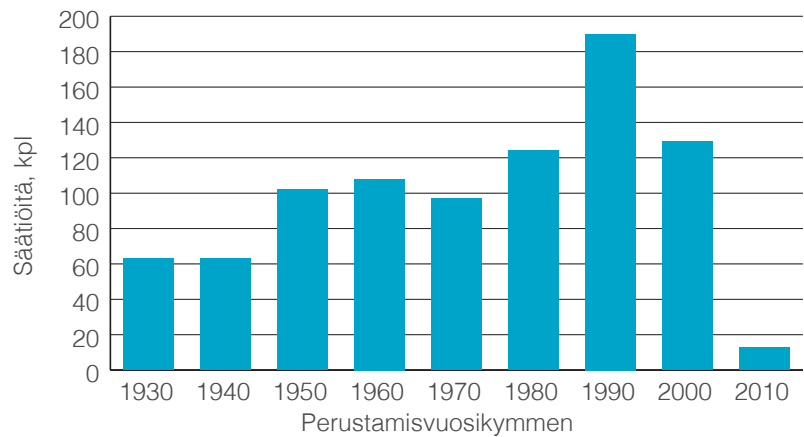
<sup>2</sup> Luvussa 4 tarkasteltu osakesalkkuanalyysi on kuitenkin säätiökohtainen, sillä osakesalkut on kirjattu säätiöiden Y-tunnuksille, kullekin erikseen. Konserneja tai merkittäviä omistusketjuja ei voitu niputtaa, koska data oli anonymisoitu tutkimuskäyttöön. Tämä jakaa yhteisesti hallintoituja salkkuja 2-3 pienempään salkkuun.



Säätiöiden perustamiset ja-  
kautuvat viime vuosikymme-  
nille seuraavasti:

**Kaavio 1.  
Perustettuja säätiöitä eri  
vuosikymmenillä, kpl**

Luokka "1930" sisältää myös  
säätiöt, yhdistykset ja rahastot, jotka  
on perustettu ennen säätiörekiste-  
röinnin alkua. Näitä on 1880-luvulta  
alkaen. 2010-luvulla tietoja on vain  
vuoden 2011 loppuun mennessä  
rekisteröidyistä säätiöistä.



Sotien jälkeen säätiöiden perustamistahti vilkastui,  
ja 1990-luvulla säätiöitä perustettiin lähes kaksinker-  
tainen määrä edeltäviin vuosikymmeniin verrattuna.

Kaaviossa 2 näkyy vanhimpien säätiöiden mer-  
kittävä varallisuus. Toisen maailmansodan jälkeisinä  
vuosina säätiöiden varat kasvoivat, kun uusia sääti-  
öitä perustettiin paljon. Myös 2000-luvulla säätiöille  
siirrettiin verrattain paljon varoja, nykyarvoltaan noin  
3 miljardin euron omaisuus. Luvussa 1 todettiin, että  
säätiösektori Euroopassa on saanut uutta kasvuvauhtia  
sotien jälkeen; säätiöitä on perustettu enemmän  
1950-luvun jälkeen kuin koko historiassa ennen sitä, ja  
erityisesti lukumäärän kasvu painottuu 1980-2000-lu-  
vuille. Suomessa näkyy sama ilmiö, mutta vanhojen  
säätiöiden varallisuus muodostaa edelleen merkittä-  
vän osuuden suomalaisesta säätiökentästä.

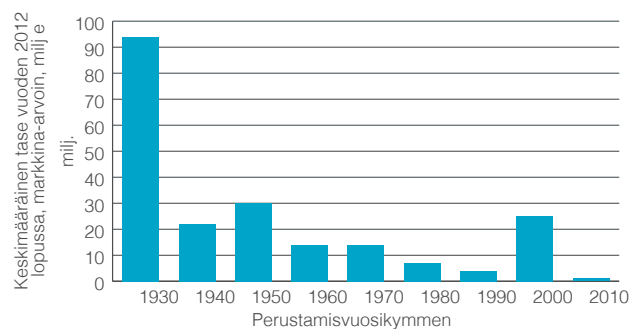
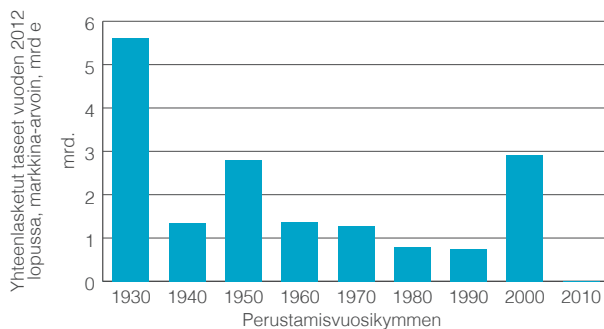
Miksi vanhemmat säätiöt ovat varakkaampia?  
Onko iällä ja ajalla merkitystä säätiön varoihin? Mo-  
net säätiöt pyrkivät asettamaan tavoitetason, jonka ne

kuluttavat vuosittain (keskimäärin) tarkoituksensa to-  
teuttamiseen. Tämä taso on usein sidottu joko liiketoi-  
minnan tai pääoman tuottoon: esimerkiksi 3 prosent-  
tia pääomasta voisi olla yksi määritelty taso. Tällainen  
periaate jättää huomiotta kuitenkin sen, että vuosien  
varrella säätiöt saavat lahjoituksia tai sijoitusten tai  
liiketoiminnan tuotto saattaa ylittää kulutuksen tason.  
Näitä ei kuitenkaan oteta varainkäytössä huomioon.  
Saadut tai kertyvät uudet varat lisätään pääomiin, joi-  
den tuotto (mutta vain tuotto) lisää jatkossa käytettäviä  
varoja. Tällä mekanismilla säätiöpääomat lähtökohtai-  
sesti kasvavat<sup>3</sup>.

**VARALLISUUS**

Säätiöiden yhteenlaskettu taseiden loppusumma  
Suomessa on kokonaisuudessaan arviolta 20 mil-  
jardin euron luokkaa. Tämä varallisuuden määrä  
saadaan seuraavasti:

Säätiökentän varat jakautuvat säätiön iän mukaan seuraavasti:



**Kaavio 2. Eri vuosikymmenillä perustettujen säätiöiden varat yhteensä, markkina-arvoin, 2012 lopussa**  
**Kaavio 3. Eri vuosikymmenillä perustettujen säätiöiden keskimääräinen varallisuus vuoden 2012 lopussa, markkina-arvoin.**

Luokka "1930" sisältää myös säätiöt, yhdistykset ja rahastot, jotka on perustettu ennen säätiörekisteröinnin alkua. Näitä on 1880-luvulta alkaen. 2010-luvulla tietoja on vain vuoden 2011 loppuun mennessä rekisteröidyistä säätiöistä.

<sup>3</sup> Brown et al. 2014, Hansmann 1990

- Tutkimusotoksen (889 säätiötä) tilinpäätösten taseiden loppusummat vuodelta 2012 ovat yhteensä 16,9 miljardia euroa. Näissä on olennaiselta osin kirjattu erät Sijoitukset ja Rahoitusarvopaperit markkina-arvoon.
- Tiedot otoksen säätiöiden sijoitusten markkina-arvoista voitiin kerätä ja arvioida tarkasti vain noin 200 suurimmalta säätiöltä. Tämä kattaa määrällisesti suurimmat erot kirjanpitoarvojen ja markkina-arvojen välillä, mutta loppujen säätiöiden osalta pienetkin markkina-arvon kasvut voivat yhdessä muodostaa merkittävän summan<sup>4</sup>.  
Otoksen ulkopuolelle jääneiden säätiöiden yhteenlaskettu tase oli vuonna 2012 yhteensä 2,7 miljardia euroa. Tätä arvoa ei ole tarkistettu markkina-arvoon.
- Rekisteristä puuttuu joidenkin säätiöiden tilinpäätöksiä johtuen tilikauden poikkeuksellisesta ajoittumisesta tai pituudesta, tai muusta erikoissyystä.
- Näillä tiedoin säätiökentän yhteenlaskettu varallisuus on noin 20 miljardia euroa. Tämä arvo vaihtelee arvopaperimarkkinoiden ja kiinteistöjen arvon heilahtelun mukana.

Säätiöiden vieraan pääoman (velan) määrä oli tutkimusotoksessa noin 3 miljardia euroa. Otokseen kuulumattomillakin säätiöillä on velkaa, joten koko kentän velat ovat yli 3 miljardia euroa. Näin ollen säätiöiden nettovarallisuus on luokkaa 16-17 miljardia euroa.

Säätiökentän varat ovat hyvin keskittyneet: sata suurinta säätiötä edustavat yli 80 prosenttia koko säätiökannan yhteenlasketuista taseen loppusummista. Suurimmilla muutamalla säätiöllä on selvästi yli miljardin euron tase. Kymmenenneksi suurin säätiö on taseeltaan noin 330 miljoonaa euroa ja sadanneksi suurin noin 23 miljoonaa euroa. Säätiöiden mediaanikoko on taseen loppusummalla mitattuna noin 1,3 miljoonaa euroa. Suurin osa säätiöistä on siis kooltaan verrattain pieniä.

Suurimman säätiön titteli vaihtelee vuosittain. Yksi syy vaihteluun on osakemarkkinan kehitys. Joillakin suurimmilla säätiöillä on joitakin keskittyneitä osakeomistuksia, joiden menestys vaikuttaa

taseen markkina-arvoon. Toisaalta yksi suurimmista säätiöistä, Aalto-korkeakoulusäätiö, ei ole tehnyt sijoituspolitiikkansa mukaisesti suoria osakesijoituksia. Toinen syy on varallisuuden kertyminen vasta viime vuosina: Aalto-korkeakoulusäätiön alkupääoma kertyi viime vuosina, ja Jane ja Aatos Erkon säätiö sai merkittävän perinnön ministeri Aatos Erkon kuoltua vuonna 2012. Kymmenen suurinta säätiötä taseella mitattuna olivat (aakkosjärjestyksessä) Aalto-korkeakoulusäätiö, Föreningen Konstsamfundet, Jane ja Aatos Erkon säätiö, Jenny ja Antti Wihurin rahasto, Koncernen Folkhälsan, Koneen Säätiö, Sigrid Juséliuksen Säätiö, Suomen Kulttuurirahasto, Svenska litteratursällskapet –ryhmä (ml. Svenska Kulturfonden) ja Stiftelsen för Åbo Akademi. Samassa kokoluokassa ovat myös Helsingin seudun opiskelija-asuntosäätiö, Tampereen Vuokralosäätiö ja Y-säätiö, joiden varat ovat kiinteistöissä. Asuntosäätiöt ovat merkittävä osa Suomen säätiöiden varallisuutta.

Ei ole yksiselitteistä, onko voimakas keskittyminen suurimpaan päähän hyvä vai ei. Suuri koko tuo säätiöille resursseja hoitaa toimintaa ja sijoituksia ammattimaisesti. Suuri koko antaa myös painoarvoa sijoittajana, eritoten kun säätiökenttä on varsin hajautunut ja pieniä toimijoita on paljon. Toisaalta säätiön koko tulee mitoittaa säätiön tarkoitukseen ja markkinaan, jolla se toimii.

## HALLINNON TYYPILLISIÄ PIIRTEITÄ

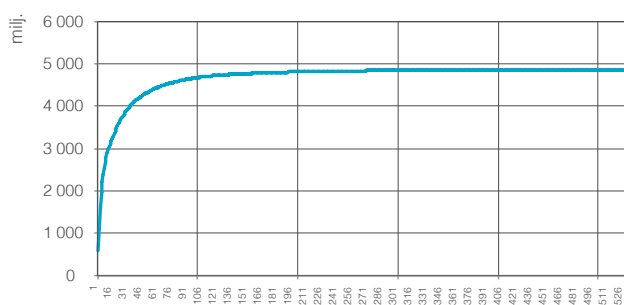
Säätiöillä ei ole omistajia eikä yhtiökokousta. Näin ollen tärkeäksi elimeksi säätiöiden päätöksenteossa ja valvonnassa muodostuu säätiön hallitus. Säätiön säännöissä määritellään, miten hallitus ja mahdolliset muut toimielimet valitaan ja mitä tehtäviä ja toimivaltuuksia niillä on.

Säätiöiden säännöt vastaavat yritysmaailman yhtiöjärjestyksiä, mutta poikkeavat niistä olennaisesti sen takia, että säätiöillä ei ole omistajia eli yhtiökokouselintä. Säätiöiden hallitukset tai valtuuskunnat voivat sääntöjen mukaan mm. päättää säätiön sääntöjen muuttamisesta tai säätiön lopettamisesta. Säätiörekisteri valvoo muutosten lainmukaisuutta ja hyväksyy muutokset.

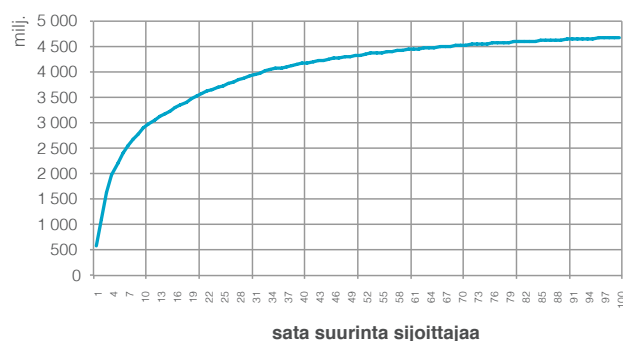
Suomalaisessa säätiöotoksessa säätiön hallituksen valinta korreloi säätiön toimialan kanssa. Terveidenhoitoalan, kansainvälisissä, oikeudellisissa ja asuntosäätiöissä hallituksen yläpuolella oleva elin

<sup>4</sup> Kirjanpitolaki edellyttää, että merkittävät arvonlennukset kirjataan kirjanpitoon, kun taas arvonnousut kirjataan vain liitetietoihin. Näin ollen todelliset omaisuusarvot ovat todennäköisemmin tasekaavasta löytyviä kirjanpitoarvoja korkeammat kuin alhaisemmat. Niillä säätiöillä, jotka noudattavat käyvän arvon menetelmää kirjanpidossaan, kirjanpitoarvot ovat kuitenkin markkina-arvotettuja (sijoitusomaisuuden osalta)

**Säätiöiden lukumäärän ja omaisuuden kertymä**



**Säätiöiden lukumäärän ja omaisuuden kertymä**



**Kaavio 4 ja 5. Säätiöiden varojen keskittyminen 2012: kaikki säätiöt ja sata suurinta säätiötä. Taseen loppusummien kertymä.**

## SÄÄTIÖN KOKO JA SENTARKOITUS

Yhdysvaltain säätiösektorilla keskustellaan suursäätiöistä. Säätiöiden tarkoituksen kohteet voidaan nähdä markkinoina, joihin säätiöt osallistuvat. Esimerkiksi malariatutkimuksen tai lukutaidon kehittämisen markkinalla toimivat tutkijat, kaupalliset yhtiöt, palvelun ostajat, yliopistot ja rahoittajat. Toimijoita tulisi olla lukuisia, jotta hankkeita arvioivat useat eri tahot. Viime vuosina Yhdysvalloissa syntyneet suuret säätiöt ovat toimialueillaan usein jättiläisiä: ne asettavat yksin tutkimusagendan tai ovat ainoa iso ostaja palveluille. Tämä ei ole eduksi hankkeille, jota tulisi arvioida markkinalähtöisesti ja eri näkökulmista. Tämän lisäksi voi olla vaikeaa antaa Yhdysvaltain verolainsäädännön vaatimat 5 prosenttia nettovarallisuudesta joka vuosi hyvin kohteisiin, jos 5 prosenttia on absoluuttisena summana valtava.

Säätiöitä perustettaessa tämä näkökohta nousee jatkossa esiin: tarkoituksen ja säätiön koon tulee olla sopusoinnussa keskenään.

(valtuuskunta, hallintoneuvosto tai muu edustajisto kuten säätiön perustajatahot) valitsee hallituksen jäsenet useammin kuin muissa säätiöissä. Välittäjä-säätiöissä, uskonnollisissa ja ympäristösäätiöissä hallitus valitsee itsensä useammassa säätiössä kuin keskimäärin koko säätiökentässä. Ylipäänsä hallituksen valtuudet ja säätiön koko korreloivat: pienissä säätiöissä ei liene tarkoituksenmukaista jakaa tehtäviä usean tahon kesken, joten hallitus täydentää itse itseään.

Tilintarkastajan valitsee useimmiten hallitus. Vain terveydenhoitoalan ja elinkeinoelämän säätiöissä muu kuin hallitus valitsee tilintarkastajan yli 30 prosentissa säätiöitä.

Eniten valtuuksia ja tehtäviä on uskonnollisten ja ympäristösäätiöiden hallituksilla. Tämä johtunee siitä, että nämä säätiöt ovat verrattain pieniä ja tehtävien jakaminen tai moniportaisen hallinnon rakentaminen ei ole perusteltua. Verrattain paljon valtuuksia on myös

kulttuuri-, asunto-, välittäjä- ja tutkimussäätiöiden hallituksilla.

Hallituksen valtuudet ovat selvästi suurimmat pääomasäätiöissä, ja pienimmät säätiöissä, joiden rahoitus tulee valtion avustuksina. Pääomasäätiöiden hallitukset valitsevat itse itsensä ja tilintarkastajan selvästi useammin kuin muulla tavoin rahoitetuissa säätiöissä.

Taseeltaan suuremmissa säätiöissä on selvästi useammin hallituksen yläpuolella elin, joka valitsee hallituksen (valtuuskunta, hallintoneuvosto tai säätiön perustajien nimitysoikeus). Mentäessä pienempiin säätiöihin on yleisempää, että hallitus on säätiön ainoa toimielin.

## SÄÄTIÖIDEN JA YRITYSTEN EROISTA

Yrityksiä on Suomessa yli 300 000. Yrityskenttä on vaihteleva ja eri tarkoituksiin syntyy uusia yrityksiä.

**Taulukko 3 . Taloudellista tietoa säätiöistä 2010-2012.**

Lähde: Säätiörekisterin tietokannat

**SUOMALAISET SÄÄTIÖT OMAISUUSTIETOJA  
miljoonia euroja**

	Taseen loppusumma, milj. e		Taseen loppusumma markkina-arvoilla, milj. e		Oma pääoma, milj. e	
2010	<b>Kaikki rekisterissä olevat säätiöt rekisteritiedoin</b> n=2437		n.a.		n.a.	
	<b>Tutkimusotos</b> n=889	12 063		15 683	9 048	
	<b>Tasetietojen perusteella:</b>		koko otoksesta			
	<b>200 suurinta 2010</b>	11 204	93 %	14 806	94 %	8 476
	<b>100 suurinta 2010</b>	10 000	83 %	13 480	86 %	7 662
	<b>50 suurinta 2010</b>	8 703	72 %	11 958	76 %	6 671
<b>10 suurinta 2010</b>	4 882	40 %	7 413	47 %	4 102	
<b>Suurin 2010</b> Svenska litteratursällskapet (inkl. Svenska Kulturfonden)	752	6 %	1 398	9 %	752	
2011	<b>Kaikki rekisterissä olevat säätiöt rekisteritiedoin</b> n=2512	12 248		n.a.	9 146	
	<b>Tutkimusotos</b> n=889	12 272		15 025	9 016	
	<b>Tasetietojen perusteella:</b>		koko otoksesta			
	<b>200 suurinta 2011</b>	11 396	93 %	14 136	94 %	8 418
	<b>100 suurinta 2011</b>	10 168	83 %	12 822	85 %	7 607
	<b>50 suurinta 2011</b>	8 841	72 %	11 364	76 %	6 649
<b>10 suurinta 2011</b>	5 117	42 %	7 185	48 %	3 965	
<b>Suurin 2011</b> Aalto-korkeakoulusäätiö	1 281	10 %	1 326	9 %	953	
2012	<b>Kaikki rekisterissä olevat säätiöt rekisteritiedoin</b> n=2384	13 372		n.a.	9 474	
	<b>Tutkimusotos</b> n=889	13 420		16 880	10 107	
	<b>Tasetietojen perusteella:</b>		koko otoksesta			
	<b>200 suurinta 2012</b>	12 570	94 %	16 011	95 %	9 518
	<b>100 suurinta 2012</b>	11 315	84 %	14 624	87 %	8 698
	<b>50 suurinta 2012</b>	9 881	74 %	13 017	77 %	7 603
<b>10 suurinta 2012</b>	5 595	42 %	8 270	49 %	4 922	
<b>Suurin 2012</b> Koneen Säätiö	245	2 %	1 586	9 %	226	

"Kaikki rekisterissä olevat säätiöt rekisteritiedoin" = kaikki säätiörekisterissä jonkinlaista toimintaa osoittaneet säätiöt.

Kaikki nämäkään eivät kuitenkaan toimita tilinpäätöstä. Säätiörekisteri ei kokoa kaikista tilinpäätöseristä koostettua tietoa.

"Tutkimusotos" = 889 rekisteristä poimitun säätiön satunnaisotos, täydennettynä suurimmilla yhdistyksillä ja rahastoilla. Perustuu oikeusministeriön otantaan.

Suuruusjärjestys on valittu kunkin tase-erän mukaan: suurimmat omat pääomat, suurimmat vieraat pääomat jne.

MIKSI KAIKKIEN SÄÄTIÖIDEN LUKU VOI OLLA PIENEMPI KUIN TUTKIMUSOTOKSEN?

Tutkimusotoksen tiedot on korjattu markkina-arvoihin, jotka ovat pääsääntöisesti korkeammat kuin kirjanpitoarvot.

Lisäksi tutkimusotokseen on lisätty suurimpia yhdistyksiä ja rahastoja, jotka hoitavat säätiöitä omaisuutta.

	Vieras pääoma, milj. e		Sijoitukset ja rahoitus- arvopaperit, kirjanpito- arvoin, milj. e		Sijoitukset ja rahoitus- arvopaperit, markkina- arvoin, milj. e		Tilikauden tulos (ennen tilinpäätös- siirtoja), milj. e		Sijoitus- toiminnan tulos, milj. e	
	n.a.		n.a.		n.a.		486		n.a.	
	2 822		7 717		10 565		615		719	
94 %	2 546	90 %	7 313	95 %	10 353	98 %	498	81 %	600	83 %
85 %	2 166	77 %	6 701	87 %	9 623	91 %	451	73 %	533	74 %
74 %	1 865	66 %	5 926	77 %	8 787	83 %	401	65 %	453	63 %
45 %	689	24 %	3 542	46 %	5 798	55 %	214	35 %	195	27 %
8 %	0	0 %	752	10 %	1 398	13 %	-6	-1 %	7	1 %
	2 762		7 117		n.a.		-89		n.a.	
	2 960		7 733		9 686		114		605	
93 %	2 706	91 %	7 318	95 %	9 469	98 %	107	94 %	565	93 %
84 %	2 306	78 %	6 696	87 %	8 777	91 %	101	89 %	503	83 %
74 %	1 971	67 %	5 942	77 %	8 023	83 %	86	76 %	432	71 %
44 %	1 045	35 %	3 409	44 %	5 352	55 %	63	56 %	180	30 %
11 %	272	9 %	608	8 %	644	7 %	24	21 %	9	1 %
	2 791		7 900		n.a.		987		n.a.	
	3 029		8 992		11 844		942		670	
94 %	2 791	92 %	8 582	95 %	11 617	98 %	925	98 %	631	94 %
86 %	2 377	78 %	7 955	88 %	10 866	92 %	887	94 %	564	84 %
75 %	2 050	68 %	7 064	79 %	9 948	84 %	841	89 %	484	72 %
49 %	533	18 %	4 637	52 %	4 317	36 %	718	76 %	252	38 %
2 %	19	1 %	175	2 %	1 516	13 %	25	3 %	40	6 %

Samaa nähdään säätiökentässä pienemmässä mitakaavassa. Merkittäviä eroja kuitenkin on.

- Säätiöitä perustetaan antamalla tietty pää-oma niiden käyttöön. Monet säätiöt lähtevät liikkeelle erinomaisen taseen voimin. Harva säätiö ajautuu konkurssiin, toiminta mitoiteetaan kulloisenkin taseen ja tuottojen mukaisesti.
- Ei tavoitella voittoja. Voitot ohjaavat taloudellista toimintaa. On sanottu, että voitontavoittele ohjaa resursseja parhaisiin käyttökohteisiin. Kun tätä ulkopuolista ”näkyvätöntä kättä” ei ole, on mahdollista, että säätiökentässä elävät pitkään palvelut, joiden tarve on vähentynyt. Samoin voi jatkaa olemassaoloaan toiminta, jonka laadunkehitys on jäänyt muista jälkeen. Säätiöillä ei ole ulkopuolista signaalia kuten markkinaosuus, asiakastytyvyisyys tai voitto, joka ohjaisi tuotantoa viiveettä<sup>5</sup>.
- Ei ole yhdistymismarkkinaa. Säätiöillä ei ole taustalla taloudellista pakkoa tai motivaatiota tehostaa toimintaansa yhdistymisten keinoin<sup>6</sup>. Yrityksille ja niiden omistajille on kiinnostavaa, jos yritys voi saavuttaa skaalaetuja yhdistymällä toisen yrityksen kanssa. Säätiömarkkinalla tällainen ajattelu ei ole yleistä. Kun yhtiöitä ohjaa joko pörssikurssin kehitysnäkyvä tai omistajien arvolaskelmat, säätiöillä ei vastaavaa ulkopuolista signaalia ole: Miten mitata se, mitä säätiön edunsaajat voittavat, jos kaksi säätiötä yhdistää voimansa? Useimmiten säätiöiden koko on mitoitettu toimintaan sopivaksi (patsaiden ylläpitosäätiöt, Lapinmaja-virkistyssäätiöt), mutta joskus säätiön tarkoitus voi kasvaa niin, että useiden toimijoiden resurssien yhdistämisellä voisi saavuttaa etua. Vastaavasti säätiön tarkoitus voi myös hiipua, jolloin sen varat olisi järkevää yhdistää toiseen, samankaltaista työtä tekevään säätiöön. Tällainen perusteltu kehitys on kuitenkin säätiökentässä harvinaista ja se voi johtua säätiöiden hyvinkin erilaisista toimintatavoista, joiden pelätään vaikeuttavan säätiön toiminnan omintakeista luonnetta.

Luvussa 1 todettiin, että julkisen sektorin päätösvallan siirtyminen kolmannelle sektorille voi huolettaa poliittisia päättäjiä. Samalla tavoin voidaan olettaa, että päätösvallan säilyttäminen säätiön asioissa on tärkeää säätiön perustajille ja vastuuhenkilöille. Tämä on yksi tekijä pohdittaessa säätiökentän rakenteiden kehittymistä: millainen arvo annetaan päätösvallalle säätiön tarkoitusta koskevissa asioissa, ja miten painotetaan tarkoituksen tehokasta toteutumista riippumatta päätösrakenteista?

On mielenkiintoista pohtia, pätevätkö samat ilmiöt säätiökentässä kuin yrityskentässä. Yritysten koosta ja keskittymisestä on esitetty vastakkaisia näkemyksiä. Yhtäältä sanotaan, että yritykset noudattavat ”positive feedback” -ilmiötä: varallisuus keskittyy suurimpiin kiihtyvällä tahdilla. Tätä väitettä tukisivat esimerkiksi se elävän elämän ilmiö, että suuret säätiöt ovat tunnettuja ja siten niiden varainhankinta yleisön keskuudessa ja testamenttien kautta on helpompaa. Toisaalta viitataan taloustieteiden teorioihin, joiden mukaan yhtiöiden kasvuvauhti on riippumaton yhtiön koosta. Tätä teoriaa puoltaa se, että suurimpien yhtiöiden listat vaihtuvat parissakymmenessä vuodessa yllättävän paljon.

Suomalaisten säätiöiden kohdalla voidaan todeta, että sijoitusvarallisuuden onnistunut hoitaminen johtaa selvimmin säätiön kasvuun – liiketoiminta tuo harvoin säätiöille yhtä suuria kasvumahdollisuuksia<sup>7</sup>. Säätiöt toimivat lähes yksinomaan kotimaassa, eivätkä ne ryhdy toimialoille, joissa pääoman kerääminen on oleellista. Riskinottohalu ja -mahdollisuudet ovat vähäiset. Näin ollen merkittäviä muutoksia säätiöiden keskinäisessä koossa tuskin tapahtuu nopeasti.

Lisäksi säätiöt harvoin päätyvät konkurssiin, joten säätiöt saattavat pienentyä mutteivät katoa yhtä nopeasti kuin heikosti menestyvä yritys. Kaiken kaikkiaan säätiökentän voi olettaa olevan hitaampi muuttamaan kuin yrityskentän. Säätiöt ovat luonteeltaan ikuisia, ja tämän ominaisuuden erot yritystoimintaan tulevat esiin ajan myötä. Vanhimmat säätiöt kuuluvat nyt samaan ikäjoukkoon Suomen vanhimmat toimivat teollisuusyhtiöt.

Yrity maailman käytännöt alkavat näkyä myös säätiöiden raportoinnissa. Rahoittajat – lahjoittajat - odottavat tietoa varojen käytöstä ja vaikuttavuudesta. Tämä vauhdittaa yrity maailman tyypisen taloushallinnon ja seurannan tuloa säätiökenttään.

<sup>5</sup> Samasta syystä säätiöt ovat hyviä toimimaan alueilla, joissa talouden mekanismit eivät toimi, esimerkiksi tapauksissa joissa on positiivisia tai negatiivisia ulkoisvaikutuksia kuten koulutus tai ympäristöasiat. Ks. sivu 11.

<sup>6</sup> Säätiökentän kokemusten mukaan sääntely saattaa vaikeuttaa tai käytännössä estää toiminnan järjkeräistämistä ja yhdistymisiä.

<sup>7</sup> Eli pääomatulojen kasvupyrähdykset ovat tuottaneet historiassa enemmän kuin liiketoiminnan kasvu. Tällä ei kuitenkaan tarkoiteta, että sijoitustoiminnan erinomaisuus toisi enemmän lahjoituksia (joka olisi myös loogista). Lahjoittajat perehtyvät vain harvoin säätiön sijoitusten menestykseen. Sijoitustoiminnan hyvä hoito siis vain lisää säätiön varallisuutta ja kokoa, jolloin säätiön tunnettuus kasvaa, ja tällöin säätiö houkuttelee enemmän lahjoituksia (kokonsa ja tunnettuutensa kautta).



## MITEN SÄÄTIÖT VOISIVAT HYÖTYÄ YRITYSMAAILMAN TYÖKALUISTA MENETTÄMÄTTÄ OMAA LUONNETTAAN?

Kanadan Ontarion pörssin Social Venture Exchange on säätiöiden elektroninen portaali, jota kautta säätiöt voivat hakea rahoitusta. Listalla olevia säätiöitä koskevat tiedonantovelvoitteet, ja rahoitusta voivat tarjota vain etukäteen hyväksytyt sijoittajat. Portaali tarjoaa nopean tavan tutustua säätiöiden missioon, toimintasuunnitelmaan ja neuvotella rahoituksen ehdoista: onko lahjoitus yleisesti säätiölle vai tiettyyn projektiin, onko rahoitus lahja vai velan luonteinen. Portaalissa ei siirry rahaa, vaan transaktiot toteutetaan kahdenvälisesti. Vaikka portaali on oleellisesti eri asia kuin pörssi (säätiöiden lahjoituksilla ei ole jälkimarkkinaa), on analogia pörssin joihinkin ominaisuuksiin ilmeinen. Säätiöt voivat hoitaa osan tiedottamisestaan keskitetysti, ja saavuttavat portaalin kautta laajan joukon kiinnostuneita rahoittajia kerralla. Rahoittajat saavat hoidettua lahjoittamisen ns. due diligence –vaatimuksesta portaalin kautta järjestetysti.

Yhdysvaltain dynaaminen säätiökenttä on kasvanut nopeamassa ajassa kuin Euroopan säätiökanta, ja sen kehittämiseen käytetään kasvava määrä tutkimustyötä ja konsultointia. Aktiivinen säätiöiden kehittämistoiminta juontuu siitä, että säätiöitä ovat 2000-luvulla perustaneet liike-elämässä kannuksensa hankkineet yrittäjät, jotka soveltavat liike-elämän arviointimalleja säätiöihin. Kehittämishalusta ja yrittäjien itsensä myöntämästä osaamattomuudesta on kummunnut vilkas julkinen keskustelu siitä, miten säätiöiden onnistumista pitäisi mitata. Tämänhetkisiä keskusteluteemoja ovat:

- Huomio pois yleiskuluista. Lahjoittajat haluavat, että varat ohjataan täysimääräisinä hyväntekeväisyyskohteeseen ja että tästä raportoidaan yksityiskohtaisesti. Tätä on pidetty huolellisen lahjoittajan hyvänä tapana. Säätiöiden kasvaessa ja monipuolistuessa tarvitaan kuitenkin seuranta- ja raportointijärjestelmiä säätiön pääkonttoritasolla. Nämä yleiskuluja (englanniksi "overhead") on pidetty perinteisesti huonona rahankäyttönä, koska se ei mene kohteeseen. Samaan aikaan hyväntekeväisyysjärjestöjen johto turhautuu, koska hyvillä järjestelmillä voitaisiin monistaa toimivat mallit lukuisiin muihin kohteisiin. Hyväntekeväisyyden skaalaaminen laajemmaksi tuo tehoja, mutta sen tekemiseen tarvitaan yleiskuluja.
- Älykkäät tehokkuus- ja vaikuttavuusmittarit. Lahjoitusten vaikuttavuuden seuraaminen edellyttää perehtymistä toimintaan ja käsillä oleviin ongelmiin. Ei ole olemassa yleisiä mittareita, miten hyvin lahjoitetut dollarit tuottavat. Pal-

## SÄÄTIÖIDEN AIKAJÄNNE

**Bill ja Melinda Gatesin** säätiö on maailman varakkain säätiö. Sen varat olivat yli 41 miljardia dollaria vuoden 2013 lopussa. Säätiö perustettiin toimimaan tietyn ajan, joka päättyy 50 vuotta perustajien kuoleman jälkeen. Lisäksi säätiön toinen rahoittaja, **Warren Buffett**, on myös määrännyt ajan, jossa lahjoitetut varat tulee käyttää. Nämä määräykset edustavat ajattelua "to do as much as possible, as soon as possible". Säännöksillä pyritään asettamaan tarkoituksen toteuttamiselle selkeä aikataulu. Lisäksi tarkoitus on välttää säätiön muodostuminen pitkällä aikavälillä itseisarvoksi, vaikka sen tarkoitus ajan myötä jäisi tarpeettomaksi.

jon riippuu säätiön toiminnasta: jos annetaan neuvontaa velkaloukussa eläville, ovat toiminnan henkistökulut väistämättä suuret ja käsitellyt asiakasmäärät pienet. Jos myönnetään apurahoja lääketieteen huippututkimukseen, pärjätään kourallisella ihmisillä. Kulujen kirjaaminen "varsinaiseen toimintaan" ja "yleiskuluihin" voi lisäksi olla tulkinnanvaraista. Yhdysvalloissa on syntynyt useita säätiöitä arvioivaa palvelua, jotka pyrkivät jakamaan tietoa lahjoittajille hyvämaineisista ja toisaalta huijarisäätiöistä. Näiden palvelujen ongelma on arvioinnin mekaanisuus. Säätiön tehokkuutta ei voi helposti määrittää sen tilinpäätösluvuista. Ulkopuolisten on vaikea löytää yhteismitallisia arviointikeinoja säätiöille tuntematta niiden toimintaa. Säätiöiden arvioinnin helpottaminen palvelisi kuitenkin koko sektoria.

# VERTAILUA MUIDEN MAIDEN SÄÄTIÖKENTTÄÄN

Säätiösektorin kehitystä ovat historiassa hidastaneet:

- yleisesti epävakaa poliittinen ympäristö, joka ei houkuta siirtämään omaisuuksia oman kontrollin ulkopuolelle;
- yhteiskunnan muut dominoivat sektorit, jotka hoitavat perinteisiä säätiöiden tehtäviä (esimerkiksi vahva katolinen kirkko Etelä-Euroopassa);
- maan historiasta johtuva poliittinen epäluulo säätiöihin siirtyvää taloudellista vallankäyttöä ja säätiöiden ottamaa julkisen sektorin roolia kohtaan;
- se, että maassa ei kerry suuria henkilökohtaisia omaisuuksia altruistisin motiivein toimiville henkilöille.

## PERUSTIETOJA

Tuntemuksemme säätiösektorin synnystä ja luonteesta on vähäinen. Tutkijat ovat alkaneet esittää taloustieteiden alan tutkimuksia länsimaiden erilaisista säätiösektoreista vasta 2000-luvulla.

Säätiöt näyttävät kuuluvan verrattain vakiintuneeseen ja vauraaseen yhteiskuntaan. Viime vuosina useassa länsimaassa on nähty uusien säätiöiden kasvukausi. Samalla säätiöiden perustamisen syyt, syntyvät ja tarkoitus muuttuvat uudenlaisiksi.

Euroopan historiassa vanhimmat säätiöt olivat toiminnallisia: ne operoivat sairaaloita, tutkimuslaitoksia tai köyhäinapua. Myös Yhdysvalloissa sairaalat ovat edelleen usein säätiöomisteisiä, ja vasta viime vuosikymmeninä yksityisomisteiset sairaalat ovat tulleet yhtä yleiseksi kuin voittoa tavoittelemattomat.

Maan sosiaalibudjetin ja yksityisen hyväntekeväisyyden välillä näyttää olevan yhteys. Ranskassa ja Saksassa sosiaalimenojen osuus bruttokansantuotteesta on suurempi kuin Yhdysvalloissa, jossa taasen yksityishenkilöt käyttävät suuremman osan tuloistaan hyväntekeväisyyteen. Yhdysvalloissa

tuetaan kolmannen sektorin toimintaa laajoin verokannustimin. Yhdysvalloissa muun kuin julkisen sektorin hoitaman sosiaalitoimen osuus bruttokansantuotteesta oli 10,5 prosenttia, kun keskiarvo OECD-maissa oli 2,5 prosenttia vuonna 2007.

Yksityisen hyväntekeväisyyden suosimisella on useita vaikutuksia. Kansalaiset ovat suorassa yhteydessä yleishyödylliseen toimintaan ja he sitoutuvat hyväntekeväisyyteen syvemmin kuin vahvan julkisen sektorin maissa. Kansalaiset myös muodostavat elävän valvojan kolmannen sektorin toiminnalle.

Toisaalta julkisen sektorin päätösvalta jakautuu laajalle joukolle: säätiöille, yhdistyksille, seuroille sekä lahjoittajille. Antamalla lahjoituksen, jota tuetaan verohelpotuksin, jokainen lahjoittaja pääsee päättämään julkisten varojen käytöstä. Tämä voi olla hyvä: lukuisat henkilöt seuraavat yhteiskunnan kiireellisiä ja muuttuvia tarpeita ketterämmin kuin valtio. Toisaalta yksilön valinnanvapautta voidaan myös kyseenalaistaa: miksi veronmaksajat osallistuisivat hyväntekeväisyyteen, jonka kohde on lahjoittajan opiskelupaikkakunnan jalkapallojoukkueen ottelumatka? Veroedun kohdentumisesta keskustellaan vilkkaasti kaikissa länsimaissa.

Maiden välillä on eroja myös siinä, miten säätiöt alunperin saavat rahoituksensa. On yksityisten ihmisten varoja, yhtiöiden perustamia säätiöitä ja julkisen sektorin säätiöitä. Näistä yksityiset säätiöt ovat yleisimpiä. Julkisen sektorin säätiöitä on edelleen, vaikka näiden osuus eri maiden säätiökentästä on vähentynyt. Yhden suuryhtiön osakkeita perineet teolliset säätiöt ovat verrattain vähäisiä Euroopassa, tosin Tanskassa ja Sveitsissä niiden osuus säätiövarallisuudesta on suuri.

Seuraavassa verrataan eri länsimaiden säätiösektoria muutaman perustiedon avulla: paljonko säätiöitä maassa on ja miten suurta omaisuutta ne hallitsevat; mikä taho säätiöitä sääntelee tai valvoo; onko säätiöillä tai niiden lahjoittajilla veroetua. Koska säätiön määritelmä ja tehtävät vaihtelevat maittain olemme joutuneet tekemään varsin vahvoja tulkintoja, rajauksia ja valistuneita arvauksia. Olemme joka kohdassa pyrkinneet ver-

	Suomi	Ruotsi	Norja	Tanska	Alankomaat
<b>Rekisteri</b>	Säätiörekisteri	Länsstyrelse	Stiftelseilsynet	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen	Dutch Business Register
<b>Säätiöitä, kpl</b>	2 836	noin 20 000 (myös rekisteröimättömät mukaanlukien arviolta 50000)	7 700	14000 (joista 1400 teollisia säätiöitä)	28 000 kirkollista, 7-8000 hyväntekeväisyysäätiötä, 1500 apurahasäätiötä
<b>Varat yhteensä</b>	20 mrd EUR*	49 mrd EUR	Oma pääoma 90 mrd NOK	350 mrd DKK	apurahasäätiöt: 60 mrd EUR
<b>Työntekijöitä</b>	7 400	n.a.	34 000	n.a.	n.a.

	Iso-Britannia	Saksa	Itävalta	Sveitsi	Ranska	Yhdysvallat
<b>Rekisteri</b>	Charity Commission	Bundesland	Republik Österreich Firmenbuch	Handelsregister	Conseil d'Etat	Internal Revenue Service
<b>Säätiöitä, kpl</b>	164 108	20 150	660 täysin yleishyödyllisiä. Yhteensä 3257 säätiötä joista suuri osa perhesäätiöitä	12 909 (vain rekisterissä olevat)	2 264 yleishyödyllistä säätiötä (fondation publique)	98 746 yksityistä säätiötä
<b>Taseet yhteensä</b>	240 mrd GBP	100 mrd EUR (arvio)	n.a.	70 mrd CHF	14,3 mrd EUR	626 mrd USD
<b>Työntekijöitä</b>	897 000	150 000	n.a.	128 000	60 000	13 699 000

#### Taulukko 4. Tietoa eri maiden säätiökannasta

Lähde: European Foundation Center, maiden säätiö-yhdistykset, Foundation Center (USA), Nonprofit Almanac 2012 sekä maakohtaiset tutkimukset tämän julkaisun lähdeluettelossa. Valuutat on ilmoitettu lähteen ilmoittaman mukaisesti.

\*Suomessa taseisiin korjattu sijoitusten ja rahoitusarvopapereiden markkina-arvot.

tailtavuuteen Suomen säätiökentän ja -käsitteen kanssa<sup>8</sup>.

Tutkimuksissa on verrattu säätiöiden määrää, varallisuutta ja kasvuvauhtia maan väkilukuun ja bruttokansantuotteeseen. Näin arvioiden suhteellisen vahva säätiökenttä on Sveitsissä ja Italiassa. Säätiösektori on alikehittynyt maan kokoon nähden Ranskassa, Itävallassa ja Irlannissa. Suomi sijoittuu säätiöidensä kanssa keskikastiin Saksan ja Ison-Britannian kanssa. Säätiökentän kasvu on ollut voimakasta Espanjassa ja Portugalissa.

## VEROTUS

Suomessa säätiöiden omistaman tai harjoittaman liiketoiminnan tulo on verollista, poikkeuksena kuitenkin yleishyödylliseen toimintaan liittyvä pienimuotoinen myynti. Kilpailuneutraliteetti otetaan huomioon. Vuokratulot ovat pääosin verottomia, kuten myös pääomatulot. Lahjoitukset eivät ole verovähennyskelpoisia yksityishenkilön verotuk-

sessä, mikä poikkeaa lähes kaikista kehittyneistä maista.

Taulukossa 4 on yleiskuvaus lainsäädännöstä eri maissa. Laeissa ja säännöissä on lukuisia poikkeuksia, joita ei tässä selosteta. Tarkoituksena on antaa karkea yleiskuva maiden säätiöiden verotukseen.

Säätiöiden verotuksen yleisin piirre on se, että säätiöt saavat jotain veroetua useimmissa maissa. Tulonlähteiden verottomuus tai alhaisempi verotus vaihtelee maittain. Joissain maissa tarkoituksen toteuttamiseen liittyvä liiketoiminta on verotonta, Alankomaissa taas otetaan huomioon se, kilpaileeko säätiö tuloverotettavien kilpailijoiden kanssa. Useissa maissa sijoitustoiminnan tuotot ovat vähäisesti tai ei lainkaan verotettuja. Ranskassa säätiöt eivät maksa arvonlisäveroa hyväntekeväisyydessä käytetyistä tarvikkeista kuten lääkkeistä tai hoitotarvikkeista.

Joissakin maissa verottaja seuraa, että säätiön tuloja käytetään riittävässä määrin yleishyödylliseen

<sup>8</sup> Kiinnostunut lukija voi kysyä tekijältä tarkemmin näistä rajauksista sekä tutustua taustamateriaaliin, josta saattaa löytyä monipuolisempi vastaus kuin tässä esitetty. Liitteissä on esitetty lähdeosoitteet.

	Suomi	Ruotsi	Norja	Tanska	Alankomaat
<b>Laki</b>	Säätiölaki 1930 (uusi lakiehdotus voimaan 2015)	Stiftelselagen 1994	The Foundations Act 2001	Act lovbekendtgørelse no. 698 af 11. august 1992. Lov om erhvervsdrivende fonde 1991	Burgerlijk Wetboek Article 285 Book 2
<b>Valvova elin</b>	Säätiörekisteri	Länsstyrelse	Stiftelseilsynet	Oikeusministeriö/ Civilstyrelsen/ Ministry of Justice (ei-teolliset säätiöt)	Handelsregister
		Kammarkollegiet	Kaupparekisteri	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen	Yleisen syyttäjän virasto ja Arrondissementsrechts bank (=kärjäjäoikeus)
		Verottaja	Verottaja		
<b>Sijoitus-toiminnan sääntely</b>	Varat sijoitettava varmalla ja tuloa tuottavalla tavalla (uudessa laissa ehdotettu korvattavaksi suunnitelmallisella sijoitustoiminnalla)	"Acceptable manner", ei spekulatiivisia sijoituksia.	Tuottavuudesta ja turvaavuudesta määrätty. Vastuullista varainhoitoa edellytetään.	Oikeusministeriön ohjeet. Säätiöiden omistamien liiketoimintayhtiöiden varainkäyttöön eri rajoituksia.	Sijoitustuottoja ei veroteta, liiketoiminnan tuottoja verotetaan. Sijoitustoimintaa ohjaa rajanveto, mikä on sijoitusta tai liiketoimintaa.
<b>Veroetu</b>	Yleishyödylliset säätiöt pitkälti verovapaita. Ei vaatimuksia varainjaolle.	Täytyy käyttää yleisen tehtävänsä toteuttamiseen vähintään 80 % nettotuotoista viiden vuoden periodilla, jotta saa veroedun. / Yleishyödyllinen säätiötoiminta vapautettu erilaisten sijoitustuotteiden verotuksesta. Säätiöiden liiketoimintaa verotetaan.	Verottaja arvioi, onko taloudellista vai yleishyödyllistä toimintaa. Ei vaatimuksia varainjaolle.	Yleishyödylliseen tarkoitukseen annetut varat vähennyskelpoisia verotuksessa.	Valtiovarainministeriö seuraa, ettei säätiöillä ole tarkoitukseensa nähden liian suuria varoja. Jos on, harkitaan veroedun laajuutta. Vain yleishyödylliseen toimintaan tähtäävä sijoitustoiminta ja liiketoiminta on verovapaita, ja vain jos se ei kilpaile tuloveroa maksavien toimijoiden kanssa. Ei vaatimuksia varojen käytön suhteen, kunhan varallisuus suhteessa tarkoituksen laajuuteen.
<b>Lahjoitukset</b>	Ei verovähennyskelpoisia yksityishenkilöille. Yritysten lahjoitukset verovähennyskelpoisia tiettyyn rajaan asti ja tietyille yleishyödyllisille tahoille.	Verovapaalle säätiölle tehdyt lahjoitukset verovapaita myös lahjoittajalle.	Verovapaita lahjoittajalle tiettyyn rajaan asti, tietyin ehdoin.	Rajoitetusti verovapaita	Yksityinen tai yhtiölahjoittaja voi vähentää verotuksessa enintään 10 % tuloistaan.
<b>Teolliset säätiöt</b>	Pääomatulot verovapaita.	Saavat osingon tytäryhtiöistään verovapaasti.	Jos tuotot yleishyödylliseen toimintaan, eivät ole verotettuja.	Määritelty laissa, säätiön oma ilmoitus. Yli 10 % omistetuista yhtiöistä saatu osinko veroton. Muutoin veronalaisia elinkeinotulosta.	Viranomainen katsoo, että merkittävä teollinen omistus on ristiriidassa säätiön yleishyödyllisen luonteen kanssa.

#### Taulukko 5 ja 6. Yleistietoa säätiöiden verotuksesta eri maissa.

Lähde: European Foundation Center, Jatkola & Sälli: Säätiöiden valtiontuki ja valvonta (2010), maiden säätiö-yhdistykset sekä maakohtaiset tutkimukset tämän julkaisun lähdeluettelossa

	Iso-Britannia	Saksa	Itävalta	Sveitsi	Ranska	Yhdysvallat
<b>Laki</b>	The Charities Act (2006) (England and Wales). Northern Ireland in the Charities Act (2008). Charities and trustee investment (2005) (Scotland)	Art. 80-88 Bürgerliches Gesetzbuch BGB, lisäksi osavaltioiden (Bundesländer) lainsäädäntö.	BundesStiftungs und Fondsgesetz vom 27. November 1974, Bundeslage. Act 1993 (PSG)/ Bundesgesetz vom 14. Oktober 1993 über Privatstiftungen und Änderungen des Firmenbuchgesetzes. Bundesabgabenordnung (Privatstiftungsgesetz)	Art. 80,87, 89 Zivilgesetzbuch	Loi 87-571 sur le développement du mécénat – LDM (1987): fondations reconnues d'utilité publique, Hyvän-tekeväisyys-säätiöt. Loi relative au mécénat, aux associations et aux fondations, n°709, 1er Août 2003, Lahjoitukset hyväntekeväisyyteen.	Internal Revenue Code
<b>Valvova elin</b>	Charity Commission (England and Wales) Office of the Scottish Charity Regulator (OSCR) Charity Commission for Northern Ireland	Riippuu osavaltionlaista (Landesrecht) Tilinpäätökset osavaltion lain määräämälle valvojalle. Veroetujen saamiseksi tilinpäätös myös rahoitusviranomaisille.	Sisäministeriö, perhesäätiöille kaupparekisteri (Firmenbuch). Säätiön sääntömuutokset hyväksyy joko osavaltion tai liittovaltion viranomainen, riippuen säätiöstä ja lain määritelmistä. Verottaja	Commercial register, vain hyväntekeväisyys-säätiöille Säätiön tarkoituksen muuttaminen hyväksyttävä kantoin tai liittovaltion viranomaisella Valtio/Kantoni	Bureau des associations et fondations, Ministère de l'Intérieur. Myös Conseil d'Etat. Fondations publiques ja säätiöt, joilla merkittävä sijoitus-pääoma, joutuvat rekisteröitymään. Pääomasäätiöiden valvojana prefektuuri	Internal Revenue Service saa vuosittaiset raportit liittyen tilinpäätökseen, hallintoon, toimintaan. Lisäksi osavaltiokohtaisia viranomaisia jotka valvovat osavaltiolakien noudattamista.
<b>Sijoitus-toiminnan sääntely</b>	Sijoitustoimintaa ei veroteta eikä rajoiteta. Yleisperiaate ollut tähän asti, että tuotot käytetään hyväntekeväisyyteen mutta pääoma säilytetään.	Suurin osa osavaltiolaeista määrää, että säätiöiden pääomat eivät saa vähentyä, tietyin poikkeuksin. Osakeomistukset sallittu, tietyin ehdoin katsotaan liiketoiminnaksi.	Turvaava varainhoito, ellei nimenomaan säännöissä päätetty toisin. Muutokset sijoituksista tulee ilmoittaa valvovalle viranomaiselle. Kiinteistön myyntiin tarvitaan lupa. Yksityissä säätiöt eivät voi käyttää merkittävää valtaa yhtiöiden hallinnassa, muutoin liiketoimintaa.	Itsesääntelyn tyyppistä ohjeistusta, ei laissa rajoitettua.	Principe de spécialité: Säätiö voi omistaa enemmistön osakeyhtiöstä, jos omistus on linjassa säätiön mission kanssa. Tällöin kuitenkin riski siitä, että omistus katsotaan verotettavaksi liiketoiminnaksi.	Sijoitustoiminnalle ei rajoituksia. Säätiö voi olla aktiivinen omistaja yhdessä teollisuusyhtiössä, käyttäen äänivaltaa omistamisensa yhtiöissä.
<b>Veroetu</b>	Jos toiminta yleishyödyllistä, säätiö ei maksa tulo- tai pääomatuloveroja, kunhan tulot käytetään mission toteuttamiseen. Tämän käyttämisen täytyy tapahtua "kohtuullisella aikavälillä" tulojen syntyemisestä.	Verovapaita. Verotatus tarkistetaan kolmen vuoden välein. Ei minimivaatimusta laissa, mutta verottaja käytännössä edellyttää kaiken voiton jakamista mission toteuttamiseen, kohtuullisessa ajassa. Useita poikkeuksia tästä säännöstä.	Yleishyödylliset säätiöt pitkälti verovapaita, elinkeinotulot verotettuja tietyin säännöin. Yksityissä säätiöillä 25 % tai 12,5 % verokanta eri tuottolajeista.	Vain sellaista liiketoimintaa verotetaan, joka ei liity säätiön mission toteuttamiseen.	Tulovero: säätiön yleishyödylliseen toimintaan liittyvät tulot ja pääomatulot ovat verottomia. Aineettomista oikeuksista saadut tulot ja kiinteistötuotot verollisia. Tietyissä tapauksissa pääomasäätiöiden pääomatulot verollisia.	Säätiö ei maksa tuloistaan veroa, jos se jakaa hyväntekeväisyyteen vähintään 5 % nettovarallisuudestaan vuosittain. Jakamista tarkastellaan yli useamman vuoden, joten varojen jakaminen voi ajoittua toisin kuin tasaisesti vuosittain.
<b>Lahjoitukset</b>	Säätiöt ja lahjoittajat saavat veroedun lahjoituksista. Yksityishenkilöt voivat lahjoittaa työnantajan kautta, jolloin verovapaat lahjoitukset. Testamenttilahjoitukset vapaita perintöverosta.	Säätiölle verovapaita. Yksityislahjoittaja voi vähentää annetut lahjoitukset verotuksessaan, maksimimäärä on 20 % henkilön verotettavasta tulosta. Yhteisöt voivat vähentää enintään 20 % verotettavasta voitosta tai 0,4 % liikevaihdosta/ palkkasummasta.	Tieteisiin ja taiteisiin annetut lahjoitukset verovapaita 10 %:iin asti tuloista.	Verovapaita säätiölle.	Lahjoitukset ovat verovapaita säätiölle. Yksityislahjoittaja voi vähentää 66 % annetuista lahjoituksista verotuksessaan, maksimimäärä on 20 % henkilön tuloista. Yhteisöt voivat vähentää 60 % lahjoituksen määrästä, enintään 0,5 % liikevaihdosta.	Lahjoitukset ovat verotuksessa vähennettävissä 50 %iin lahjoittajan tuloista. Testamenttilahjoitukset verottomia.
<b>Teolliset säätiöt</b>	Tuotot osakeomistuksista ovat verovapaita.	Mikäli säätiöllä ei ole äänivaltaa, osakeomistukset ovat verovapaita.	Teolliset säätiöt sallittuja. Veroedun menetyksistä, jos omistaminen ei liity säätiön mission toteuttamiseen.	Teolliset säätiöt sallittuja. Veroedun menetyksistä, jos omistaminen ei liity säätiön mission toteuttamiseen.	Jos säätiö osallistuu yhtiön johtoon aktiivisesti, omistus on tällöin liiketoiminnan luonteista ja verotettavaa.	Ei esteitä, että säätiö omistaisi toimivan yhtiön.

toimintaan. Ruotsissa säätiön tulee käyttää yleisen tehtävänsä toteuttamiseen vähintään 80 prosenttia nettotuloistaan (yli viiden vuoden periodin mitattuna). Yhdysvalloissa edellytetään, että säätiö käyttää 5 prosenttia nettovarallisuudestaan tarkoituksensa toteuttamiseen joka vuosi (jakaminen arvioidaan kuitenkin yli pidemmän aikavälin, esim. 5 vuoden aikana.) Alankomaissa varojen käytölle ei ole säännöksiä, sen sijaan verottaja seuraa, etteivät säätiön varat kasva suuriksi verrattuna säätiön yleishyödyl-

liseen tarkoitukseen. Isossa-Britanniassa verottaja on julkaissut linjaukset, joilla se arvioi varojen käyttöä hyväntekeväisyyteen, tarkkoja vaatimuksia ei kuitenkaan ole.

Muissa maissa lahjoittavat tahot, yksityishenkilöt tai yhteisöt, saavat lahjoituksista jonkinlaisen veroedun. Useimmiten lahjoitus on vähennettävissä verotettavasta tulosta tai verojen määrästä.

Rahallisten lahjoitusten lisäksi kolmannen sektorin toimintaa rahoitetaan **vapaaehtoistyöllä**. Yhdysvaltain voittoa tavoittelemattoman sektorin vapaaehtoistyön määrä vastasi 8,8 miljoonaa miestyövuotta vuonna 2010. Noin 6,8 prosenttia aikuisväestöstä teki jonkinlaista vapaaehtoistyötä keskimääräisenä päivänä, keskimäärin 2,5 tunnin ajan. Tämä ilmiö vahvistaa johtopäätöstä, että amerikkalaisten suora hyväntekeväisyyden rahoittaminen näkyy suurempana henkilökohtaisena sitoutumisena sosiaaliseen toimintaan.

Vapaaehtoistyötä ei pidä sekoittaa kolmannen sektorin osuuteen työllistäjänä. Voittoa tavoittelemattoman sektorin osuus **palkallisen** työn kokonaistarjonnasta oli vuonna 2010 noin 10,6 % työvoimasta Yhdysvalloissa. Suurin osa työntekijöistä oli terveydenhoito- ja sosiaalitoimen toimialoilla.



# OSA II : SÄÄTIÖIDEN OSAKEOMISTUS

”Kotimaisia, pitkäaikaisia  
– muutamia suuria ja paljon  
pieniä omistajia.”



# SÄÄTIÖIDEN OSAKEOMISTUS SUOMESSA

Säätiön toiminta alkaa siitä, että tietyt varat osoitetaan säätiön toimintaan. Tämä määritelmällinen lähtökohta tuo merkittävän eron säätiöiden ja yhtiöiden välille. Aloitteleva pieni säätiö omistaa usein varoja, joita pitää sijoittaa. Aloitteleva pieni yhtiö ei useimmiten sijoita varojaan arvopapereihin (eikä suuriakaan tuotannollinen yhtiö). Näin ollen säätiöillä, vaikka ne olisivat uusia tai pieniä, on sijoitettavia varoja ja säätiöt ovat useasti osakesijoittajia. Tässä tutkimuksessa ei ole kerätty koko säätiökentän yksityiskohtaisia tilinpäätöksiä ja omistuksia, vaan tutkimus on tehty laajan otoksen pohjalta. Useissa kohdin yritetään arvioida, mikä on koko säätiökentän ja vielä laajemmin koko kolmannen sektorin omistus pörssiosakkeissa<sup>9</sup>. Tässä arvioinnissa on otettu otoksen ulkopuolelle jääneiden säätiöiden varallisuus huomioon.

Tutkimusotoksen säätiöistä (872 säätiötä) tehtiin anonymisoitu haku Euroclear Finland Oy:n ylläpitämään rekisteriin siitä, mikä on säätiön osakesalkun sisältö vuoden lopussa vuosina 2000-2013. Seuraavaa tilastotietoa tarkasteltaessa tulee muistaa, että

- Kyseessä on vain otos Suomen säätiökentästä. Koska alkuperäinen otos tehtiin satunnaisotannalla (joka neljäs rekisterinumeron mukaan), otoksesta on jäänyt pois miljoonien sijoitusomaisuuden omaavia säätiöitä. Euroclear Finlandin julkisista tilastoista ilmenee, että kolmannen sektorin sijoittajien määrä on tämän tutkimuksen havaintoja selvästi suurempi.
- Tarkasteluperiodiin ajoittuu kaksi osakemarkkinan voimakasta muutosta: vuosituhaten vaihteen ns. teknokupla ja vuoden 2008 lopulla toteutunut ns. subprime-kriisistä johdettu osakearvojen lasku. Nämä voimakkaat heilahtelut ovat olleet omiaan saattamaan suorien osakesijoitusten kiinnostavuuden harkintaan: taitavat sijoittajat ovat saattaneet odottaa vaihtelun laantumista ja ovat hyödyn-

täneet sijoitusstrategiansa pitkäjänteisyyttä, kun taas toiset ovat saattaneet heilahtelujen jälkeen siirtyä pois suorasta osakesijoittamisesta.

- Tilastoa säätiöiden epäsuorasta osakeomistuksesta ei ole saatavissa. Säätiöiden osakerahastosijoitukset eivät sisälly tässä esitettyihin tietoihin.

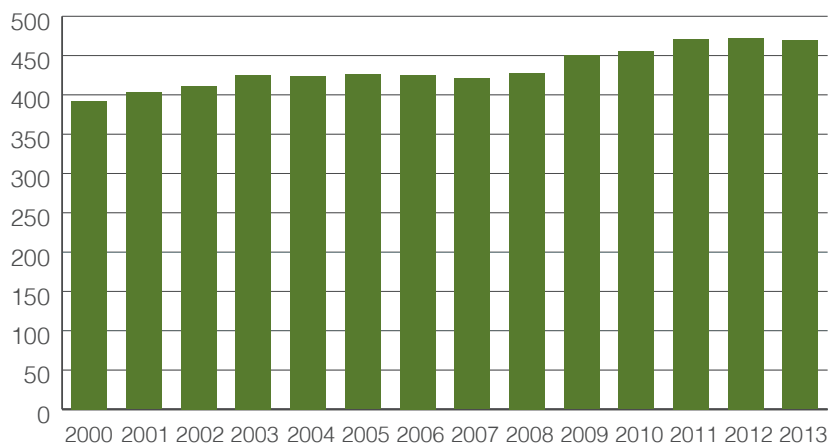
Lisäksi on muistettava, että seuraava tarkastelu ei sisällä osinkoja. Tiedot ovat vain osakeomistuksen määrästä, eivät tuotoista. Osakkeiden arvovaihtelut näkyvät omistusten vuosittaisissa arvoissa, mutta vuosittain ”systeemistä” poistuvat osingot. Osinkojen vaikutusta pohditaan tarkemmin sivuilla 37-38.

Otoksen säätiöistä osakesijoituksia oli 529:lla säätiöllä jossain vaiheessa tarkasteluperiodia, eli 343:lla säätiöllä otoksessa ei ollut suoria osakeomistuksia lainkaan viimeisen 13 vuoden aikana. Omistavien säätiöiden joukossa oli useita, joilla oli jonakin vuonna – esimerkiksi alkuvuosina – ollut 1-3 osaketta salkussaan, mutta muutaman vuoden tasaisen omistamisen jälkeen suorasta osakeomistamisesta oli luovuttu. Tyypillinen osake, jota tällä tavalla omistettiin, oli Elisa Oyj:n osake. Muita pieniä omistuksia olivat yhden yhtiön osakkeen salkut, jolloin oletettavasti kyseisellä säätiöllä lienee jonkinlainen ”suhde” yhtiöön. Tällaisia osakkeita ovat esimerkiksi paikallispuhelinyhtiöiden osakkeet.

Tutkimuksen alussa arveltiin pienempien säätiöiden sijoittavan osakerahastojen kautta: osakevalinta on työlästä ja osakkeiden hallinnointi hoituu helpommin ja halvemmin osakerahastojen kautta. Tiedettiin myös, että suurimpien säätiöiden joukossa on niitä, jotka eivät sijoituspolitiikkansa perusteella sijoita suoriin osakesijoituksiin. Tällaisia sijoittajia olivat Aalto-korkeakoulusäätiö sekä Teknoliateollisuuden 100-vuotissäätiö. Molemmat perustelivat sijoituspolitiikkaansa insider-riskillä, sillä näiden säätiöiden hallinnossa on suomalaisten pörssiyhtiöiden päättäjiä.

<sup>9</sup> Katso julkaisun lopussa Lähteet, termit ja kirjallisuus, kuva 2.

Tutkimusotoksessa olleiden osakesijoittajien määrä



**Kaavio 6. Tutkimusotosryhmässä olleiden osakesijoittajien lukumäärä vuoden lopussa 2000-2013, kpl**

**Tutkimusotoksessa N=872**

Kun tarkasteltiin osakeomistuksia eri kokoluokissa, havaittiin, että suurien osakeomistusten osuus laskee pienempien säätiöiden kohdalla. Tämä vahvistaa rationaalista oletusta, että pienen sijoittajan on suhteessa edullisempaa sijoittaa hajautetusti osakerahastojen kautta.

Suurimmat säätiöt ovat otoksessa hyvin edustettuina, mutta kokoluokassa "alle 100 miljoonaa" lienee lukuisia säätiöitä, joilla on osakesalkku ja jotka ovat jääneet otoksen ulkopuolelle. Toisaalta tiedetään, että koko säätiökenttä - suurimmat säätiöt myös - sijoittavat osakerahastoihin (suurimmat säätiöt pääasiassa ulkomailla, mutta erityiskohteisiin ja jo taseluokassa 100 miljoonaa euroa sijoitetaan kotimaassakin rahastojen kautta).

Kaikin tämän – tutkimusotoksen sekä sen ulkopuolelle jäävän aineiston – perusteella arvioitiin tässä luvussa esitetyt tiedot

- koko säätiökentälle
- koko kolmannen sektorin osakeomistukselle.

## SIOITTAJIEN LUKUMÄÄRÄ

Osakesijoittajien määrä tutkimusotoksessa (872 säätiötä) oli tasolla 400-500 säätiötä vuosittain. Jotkin säätiöt näkyvät osakeomistajina vain muutaman

vuoden ajan: osakkeita on peritty, saatu puhelinosakkeiden perusteella tai omistettu muusta syystä, joka ei sisälly säätiön sijoituspolitiikkaan. Nämä säätiöt poistuvat osakemarkkinalta tutkimusjakson aikana. Osakesijoittajien kokonaismäärä tutkimusotoksessa on kuitenkin noussut: **säätiösijoittajien määrä oli vuoden 2013 lopussa 470 sijoittajaa (tutkimusotoksesta 872 kpl), ja koko säätiökentän osakesijoittajien määrän voi arvioida olevan lähellä tuhatta sijoittajaa.**

## OSAKEOMISTUKSET HELSINGIN PÖRSSISSÄ YHTEENSÄ

Otoksen säätiöiden suorat osakeomistukset Helsingin pörssissä olivat vuoden 2013 lopussa 4,9 mrd euroa (kaavio 7 ja 8). Tämä otos edustaa noin 2,6 prosenttia pörssin markkina-arvosta. **Koko säätiökentän osakeomistusten määrä on arviolta 5-6 miljardia euroa.** Euroclear Finland Oy:n tietojen pohjalta arvioiden koko voittoa tavoittelemattoman sektorin osuus Helsingin pörssin osakeomistuksista vuoden 2013 lopulla oli 6-7 miljardia euroa<sup>10</sup>.

**Säätiöiden suora omistus Helsingin pörssissä on luokkaa 3 prosenttia, kolmannen sektorin omistus yli 3 prosenttia pörssin markkina-arvosta.** Mikäli otetaan huomioon myös sijoitukset osakerahastojen kautta, on säätiöiden ja kolmannen sekto-

<sup>10</sup> Tähän joukkoon sisältyvät myös seurakunnat, ammattiliitot ja muut tilastoluokka S15:n alle kuuluvat tahot. Katso julkaisun lopussa Lähteet, termit ja kirjallisuus, kuva 2. Koko pörssin jakauma katso taulukko 17, sivu 43.

## Tutkimusotosryhmän osakeomistus 2000-2013



## Säätiöiden ja työeläkeyhtiöiden osakeomistus Helsingin pörssissä vrt. Nasdaq Helsinki hintaindeksi



### Kaavio 7 ja 8. Tutkimusotosryhmän osakeomistus yhteensä vuoden lopussa 2000-2013, miljoonia euroja, ja indeksoitu osakeomistus vs. pörssin hintaindeksi ja työeläkeyhtiöiden omistukset Helsingin pörssissä

Työeläkeyhtiöiden tiedot alkaen vuodesta 2004, omistus indeksoitu 2004 pörssi-indeksin tasolle. Lähteet: Euroclear Finland Oy, TELA, Datastream

rin yhteenlaskettu suora ja epäsuora osakeomistus Suomessa selvästi suurempi<sup>11</sup>.

Positiivista on, että säätiöiden osakeomistus on pysynyt samalla tasolla kuin 2000-luvun alussa. Kaksi raskasta arvovaihteluperiodia ei ole aiheuttanut merkittävää tason romahdusta säätiöiden pörssiosakkeiden omistuksessa. Jos säätiöiden osakeomistusta vertaa Nasdaq Helsinki –hintaindeksiin (johon ei sisälly osinkotuotto), säätiöiden salkkujen arvonkehitys on ollut parempi kuin yleisindeksin arvonkehitys. (Osinkojen merkityksestä lisää tämän luvun lopussa).

## OSAKEOMISTUKSEN KESKITTYMINEN

Kuten säätiöiden taseen loppusumman kohdalla nähtiin, myös osakesalkku-varallisuus painottuu suurimpiin säätiöihin. Suurin säätiö omisti vuoden 2013 lopussa runsaan kymmenesosan koko tutkimusotosryhmän osakesalkkujen arvosta Helsingin pörssissä. **Kymmenen suurinta säätiötä omistivat yhteensä noin 60 prosenttia koko tutkimusotosryhmän osakesalkkujen arvosta.**

Kymmentä suurinta osakesalkkua tarkastellessa näkyvät vuoden 2000 jälkeisen teknokuplan ja vuoden 2008 finanssikriisin vaikutukset säätiöiden osakesalkkuihin. Samalla ajanjaksolla osakeomistus on koko säätiökentässä hajautunut (uusia osakesi-

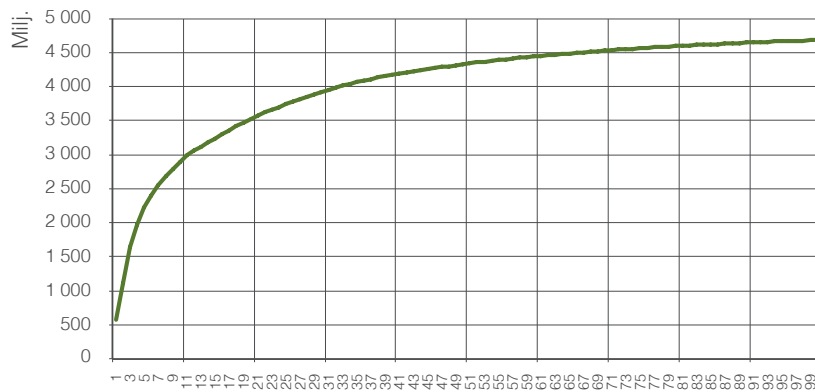
joittajia on tullut, toisaalta voimakkaassa osakepaimossa olleet ovat hajauttaneet muihin omaisuuslajeihin), mistä johtuen pylväiden kokonaisarvo on kauden lopussa alempi kuin 2010.

Suurimpien salkkujen kohdalla nähdään, että Nokian arvon lasku vuoden 2000 jälkeen vaikutti salkkujen arvoon merkittävästi. Sittemmin suomalaisista suuryhtiöistä yksikään ei ole edustanut pörssin arvosta vastaavaa osuutta: mikäli säätiö pyrki noudattamaan yleisindeksiä lähellä olevaa jakaumaa, oli Nokian paino merkittävä. Paradoksaalista kyllä tämä strategia on riskipitoinen (vaikka se mielletään neutraaliksi), jos suurimman osakkeen menestys on heikko.

Suurimpien säätiöiden osakesalkkujen arvot ovat vuoden 2000 jälkeen joko laskeneet arvossaan tai nämä säätiöt ovat hajauttaneet riskiään vähentämällä suoria osakeomistuksia. Vuoden 2008 kohdalla nähdään toinen osakemarkkinan arvojen lasku. Säätiöiden suurimpien salkkujen pienentymistä saattoi vahvistaa siirtyminen muihin omaisuuslajeihin tai osakerahastoihin hajautusmielessä. 2010-lukua lähestyttäessä myös moni perussalkkuun kuuluvana pidetty osake on kärsinyt Euroopan perusteellisuuden, kaupan alan tai median rakennemuutoksesta, mikä on vaikuttanut suurimpien säätiösalkkujen arvonkehitykseen. Kuitenkin voidaan todeta, että **suurimpien säätiöiden osakesalkut ovat finanssikriisin 2008 jälkeen palanneet vuoden 2007 suuruusluokkaan.**

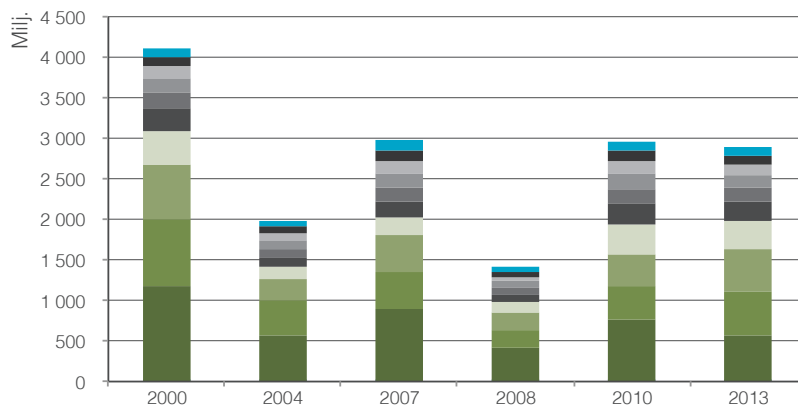
<sup>11</sup> Tässä hypoteesina, että pienemmille sijoittajille on järkevämpää sijoittaa osakerahastojen kautta, koska ne tarjoavat hyvän hajautuksen ja ovat kustannustehokkaita pienille salkuille. Tällöin myös pienet säätiöt suosivat rahastoja osakesijoitustensa välineinä suhteellisesti enemmän kuin suuret säätiöt. Ks. myös sivu 43 taulukko 17, sijoitusrahastojen osuus merkittävä.

### Osakeomistusten keskittyminen, sata suurinta säätiösijoittajaa



**Kaavio 9. Tutkimusotosryhmän osakeomistusten kumulatiivinen määrä, suurimmasta pienimpään, sata suurinta säätiöomistajaa vuoden lopussa 2013, miljoonia euroja.**

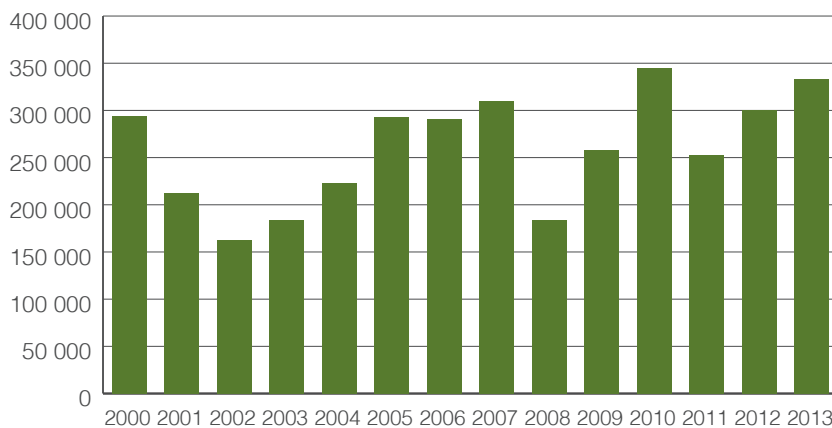
### Kymmenen suurinta osakesalkkua eri vuosina



**Kaavio 10. Kymmenen suurinta säätiöiden osakesalkkua Helsingin pörssissä eri vuosina, miljoonia euroja. Salkut voivat olla eri vuosina eri sijoittajien salkut.**

**(Katso myös alaviite 2, sivu 14)**

### Mediaanisalkku



**Otoksen säätiöiden mediaanisalkku oli vuoden 2013 lopulla vajaat 350 000 euroa.**

**Kaavio 11. Tutkimusotosryhmän mediaanisalkku, vuoden lopussa 2000-2013, euroja**



## KESKIMÄÄRÄINEN SÄÄTIÖN OSAKESALKKU

Otoksen säätiöiden mediaanisalkku oli vuoden 2013 lopulla vajaat 350 000 euroa (kaavio 11).

Tutkimusperiodilla keskimääräinen osakesalkku on pitänyt kokonsa tai jopa ollut aavistuksen kasvamaan päin, huolimatta periodille sattuneesta kahdesta osakemarkkinan laskusta.

Samaan aikaan hajautus on lievästi kasvanut toimialojen lukumäärän kautta. Erityisesti painotus yksittäisiin osakkeisiin on vähentynyt. Tästä tarkemmin alla kohdassa Osakeriskin hajautus.

## SIJOITUSVARALLISUUDEN JAKAUMA OMAISUUSLUOKITTAIN

Pelkkä osakesijoittaminen ei anna yleiskuvaa säätiöiden koko sijoitussalkun sisällöstä ja hoitamisesta. Tilastoa tästä aiheesta on vaikea saada, sillä säätiöiden tilinpäätökset eivät sisällä tarkkaa erittelyä kaikista arvopaperilajeista (esimerkiksi velka- ja osakearvopapereiden välillä). Säätiöt ilmoittavat tiettyjen omaisuuslajien markkina-arvon liitetiedoissa, mutta vain omaisuudesta, jolle on jotenkin voitu määrittää markkinahinta. Usein markkina-arvoja ei saada sijoitusyhtiöomistuksille, pääomasijoituksille tai kiinteistöomaisuudelle.

Jotta asiasta saataisiin suuntaa antavaa tietoa, haastateltiin suurimpia säätiösijoittajia. Tarkoituksena oli saada yleiskuvaa säätiöiden varallisuuden jakautumisesta eri omaisuuslajeihin. Haastatteluilla voitiin kerätä tietoa omaisuuslajeista, markkina-arvoista ja siten salkun todellisesta jakautumisesta. Lisäksi voitiin kysyä, miten sijoituksia hallinnoidaan ja miten sijoituspäätöksiä tehdään. Vertailuryhmäksi haastateltiin kaksi pienempää säätiötä, joilla on suoraa osakeomistusta.

Haastateltuja oli 14 suurta säätiötä, rahastoa tai yhdistystä. Asuntosäätiöt jätettiin haastattelijien ulkopuolelle, koska niiden varat ovat kiinni kiinteistö-

omaisuudessa. Haastateltujen säätiöiden taseiden loppusumma on 8,2 miljardia euroa ja sijoitusomaisuuden arvo 7,6 miljardia euroa. Ne edustavat noin 64 prosenttia koko säätiökentän arvioidusta sijoitusvarallisuudesta. Näitä käsiteltiin sekä tehdyn konsernitilinpäätöksen perusteella että sen omaisuuden perusteella, jota ryhmässä keskitetysti hoidetaan. Lisäksi haastateltiin kahta pienempää säätiötä vertailutiedon saamiseksi. Nämä säätiöt ovat taseltaan alle 10 miljoonaa euroa, mutta molemmilla on hajautettu sijoitussalkku. Pienillä säätiöillä ei ole kokonsa puolesta vaikutusta jakaumiin.

**Suurin osa säätiöiden varoista on osakesijoituksissa.** Painoon vaikuttavat suuresti ne säätiöt, joilla on merkittävät teolliset omistukset. Kiinteistöt ovat osa säätiöiden sijoitussalkkua ja ne koetaan säätiöille sopiviksi sijoituskohteiksi pitkäaikaisuutensa ja vakaan tuottonsa takia. Haastatteluissa ilmeni, että ne säätiöt, joilla on merkittävää kiinteistöomaisuutta, eivät sijoittaneet samassa määrin korkosijoituksiin – nämä omaisuuslajit katsottiin toistensa kaltaisiksi.

Muussa säätiökentässä sitoutuu paljon varoja kiinteistöihin. Suurimpien säätiöiden joukossa on asuntosäätiötä, joiden kiinteistöomaisuutta ei jatkuvasti päivitetä markkina-arvoihin, sillä kirjanpitolaki ei vaadi arvojen ilmoittamista liitetiedoissa. Tästä huolimatta pelkkien asuntosäätiöiden taseiden loppusumma oli yli 2 miljardia euroa vuoden 2012 lopussa.

## OSAKERISKIN HAJAUTUS

Tässä kappaleessa käsitellään ensin koko säätiöiden tutkimusotos (872 säätiön salkut), ja lopussa haastateltujen säätiöiden hajautusta koskevat tiedot.

Koko tutkimusotoksessa keskimäärin salkkuun sisältyi 5 osaketta (mediaani) vuonna 2000 ja 9 osaketta vuonna 2013<sup>12</sup>. Suurin osakelajien lukumäärä

Haastateltujen säätiöiden sijoitusvarat jakautuvat omaisuuslajeittain keskimäärin seuraavasti:

Osake	Korko	Kiinteistö	Vaihtoehtoiset, ml. pääomasijoitukset	Kassa
62 %	17 %	15 %	2 %	2 %

**Taulukko 7. Suurimpien säätiöiden varojen jakauma omaisuuslajeittain 2014. Markkina-arvoilla painotettuna. N=16.**

<sup>12</sup> Tämä on linjassa Keloharju et al. (2012) havaintoon: tavanomainen suomalaisen yksityishenkilön osakeomistus on 3 osaketta. Valtaosa säätiöistä on sijoittajina pieniä.

salkussa oli 60 kappaletta vuoden 2013 lopussa. Tavanomaisia omistusmääriä näyttävät salkuissa olevan myös 4, 7, 16 tai 20 osakelajia. Mediaanikokoisen salkun arvo on tarkastelujaksolla hieman kasvanut riippumatta arvojenlaskuista 2000-luvun vaihteen jälkeen ja vuonna 2008.

Pörssin määrittelemiä eri toimialoja salkuissa oli keskimäärin 4 eri toimialaa vuonna 2000 ja 5 toimialaa vuonna 2013. Vuonna 2000 pörssissä oli toimialaluokkia oli 16 ja vuonna 2013 toimialoja oli 10.

Suosituimmat osakkeet olivat välillä 2000-2010 UPM-Kymmene, Nokia ja Nordea, joita oli vuonna 2000 alle kahdessasadassa salkussa ja vuonna 2010 selvästi yli kahdessasadassa salkussa. Fortumin nousu suosituimpien joukkoon alkoi vuonna 2007, ja se oli vuoden 2013 lopussa säätiöiden suosituin osake. Muita suosittuja osak-

keita olivat Sampo, Elisa, Metso ja Wärtsilä vuoden 2013 lopussa.

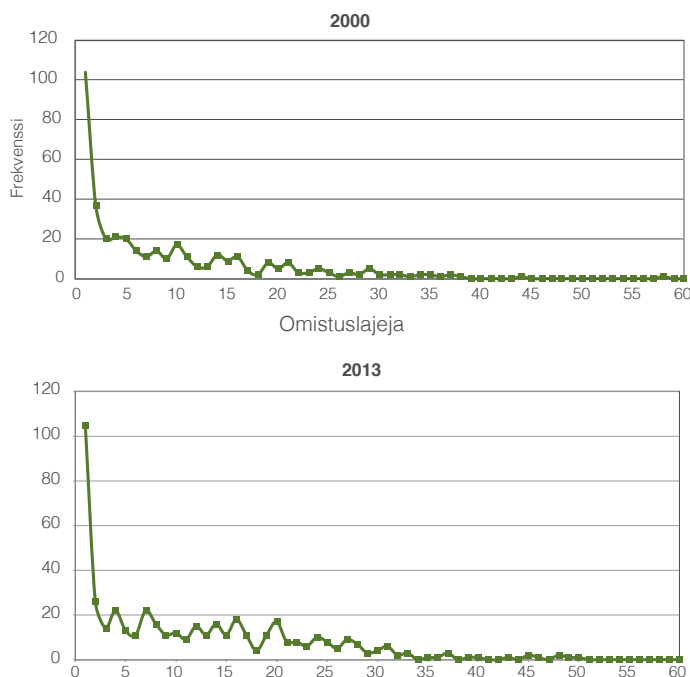
Euromääräisesti säätiökentän yhteenlasketun omistuksen painottuivat Nokiaan vuonna 2000. Nokia säilyi suurimpana yksittäisenä omistuksena vuoden 2009 loppuun asti, jonka jälkeen Koneen omistus on ollut arvoltaan suurin.

Hajautuksen määrä on kasvanut. Vuonna 2000 yhden osakkeen, Nokian, painoarvo suurissa säätiösalkuissa oli – indeksiä mukailleen – korkea. Vuonna 2013 yhden osakkeen painotus suurimpien säätiöosittajien osakesalkussa oli useimmiten keventynyt. Poikkeuksen muodostavat aiemmin kuvattut säätiöt, jotka ovat saaneet merkittäviä osuuksia pörssiyrityksissä perintönä.

**Tutkimusotoksen säätiöt olivat kuitenkin koko periodin ajan varsin riskiä sietäviä.** Säätiö-

Tutkimusotoksen säätiöt, N=872	2000	2013
Salkussa osakelajeja, kpl, mediaani	5	9
Salkun koko, euroa, mediaani	294 098	333 641
Toimialoja salkussa (mediaani)	4	5
Suosituimmat toimialat (Helsingin pörssin toimialaluokitus)	Telekommunikaatio Metalli ja konepajat Metsäteollisuus	Teollisuustuotteet ja -palvelut Rahoitus Perusteollisuus

**Taulukko 8 Tietoa koko tutkimusotoksen säätiöiden salkuista. N=872**



**Kaavio 12 ja 13. Salkkujen määrä, joissa oli kyseinen määrä eri osakelajeja, 2000 ja 2013.**



Osake	2000 Monessako salkussa
UPM-KYMMENE OYJ	195
NORDEA BANK FDR	169
NOKIA OYJ	161
METSO OYJ	148
ELISA OYJ	139
TELIASONERA FINLAND OYJ	119
WÄRTSILÄ OYJ ABP	106
SANITEC OYJ ABP	105
INSTRUMENTARIUM OYJ	104
HUHTAMÄKI OYJ	102

Osake	2013 Monessako salkussa
FORTUM OYJ	257
UPM-KYMMENE OYJ	249
SAMPO OYJ A	232
NORDEA BANK FDR	226
ELISA OYJ	223
NOKIA OYJ	218
METSO OYJ	211
VALMET	211
KONE OYJ B	201
WÄRTSILÄ OYJ ABP	168

**Taulukko 9 ja 10 Suosituimmat osakelajit 2000 ja 2013: monessako salkussa osaketta oli.**

Suurimmat osakkeet omistusten yhteenlasketulla arvolla mitattuna	2000 milj. euroa
NOKIA OYJ	3503
UPM-KYMMENE OYJ	372
HUHTAMÄKI OYJ	140
STOCKMANN OYJ ABP A JA B	205
PARTEK OYJ ABP	104
SANOMA OYJ	142
NORDEA BANK FDR	69
SANOMAWSOY OYJ A	65
STORA ENSO OYJ R JA A	61
WÄRTSILÄ OYJ ABP	58

Suurimmat osakkeet omistusten yhteenlasketulla arvolla mitattuna	2013 milj. euroa
KONE OYJ A JA B	753
WÄRTSILÄ OYJ ABP	459
HUHTAMÄKI OYJ	360
SANOMA OYJ	334
SAMPO OYJ A	293
UPM-KYMMENE OYJ	250
NOKIA OYJ	249
STOCKMANN A JA B	243
FORTUM OYJ	183
METSO OYJ	168

**Taulukko 11 ja 12. Suurimmat säätiökentän yhteenlasketut omistukset 2000 ja 2013, miljoonaa euroa.**

Suurimman osakkeen paino suurimmissa salkuissa	2000
NOKIA OYJ	83 %
NOKIA OYJ	95 %
NOKIA OYJ	62 %
NOKIA OYJ	76 %
NOKIA OYJ	70 %
NOKIA OYJ	71 %
PARTEK OYJ ABP	39 %
NOKIA OYJ	71 %
NOKIA OYJ	72 %
NOKIA OYJ	72 %

Suurimman osakkeen paino suurimmissa salkuissa	2013
WÄRTSILÄ OYJ ABP	17 %
KONE OYJ A JA B	94 %
HUHTAMÄKI OYJ	55 %
NOKIA OYJ	12 %
SANOMA OYJ	98 %
WÄRTSILÄ OYJ ABP	25 %
WÄRTSILÄ OYJ ABP	14 %
STOCKMANN OYJ	26 %
STOCKMANN OYJ	58 %
WÄRTSILÄ OYJ ABP	17 %

**Taulukko 13 ja 14. Suurin osakepaino, prosenttia osakesalkusta, suurimmilla osakesijoittajasäätiöillä, 2000 ja 2013.**

öiden poikkeama<sup>13</sup> Helsingin pörssin indeksin toimialajakaumasta oli 54-65 prosenttia eli varsin korkea. Kunkin säätiön omaksuma salkun hajautus oli myös hyvin pysyvä yli ajan.

Haastateltujen säätiöiden kohdalla osakeriskiluokan sisällä vallitsivat seuraavat jakaumat:

Suursäätiöiden osakeriskistä	
kotimaassa	ulkomailla
68 %	32 %

**Taulukko 15. Kuinka paljon koko osakeriskistä kotimaassa ja ulkomailla. Markkina-arvoilla painotettuna. N=16.**

**Säätiöiden osakesijoitukset painottuvat kotimaahan.** Tämä on osin tietoista valintaa, osin seuraus siitä, että jotkut suursäätiöt omistavat merkittäviä osake-eriä kotimaisissa yhtiöissä, joita ei myydä. Tällöin ulkomainen hajautus koskee vain pientä osaa osakeriskistä.

Ulkomaisista osakesijoituksista keskimäärin 55 prosenttia toteutetaan osakerahastojen kautta. Osuus on suurempi, jos ruotsalaisia osakesijoituksia ei lasketa – tätä kaukaisempia osakesijoituksia toteutti vain kolme suursäätiötä suorien osakesijoitusten muodossa.

**Suursäätiöiden sijoituspolitiikka suosii sijoittamista suoriin osakesijoituksiin.** Suorien osakesijoitusten osuus koko salkusta oli 74 prosenttia. Haastateltu joukko jakautuu selvästi kahtia: kahdella suurella säätiöllä ei ole sijoituspolitiikkansa mukaisesti lainkaan suoria osakkeita – loppuilla on. Näillä kahdella on kuitenkin osakeriskiä rahastojen kautta<sup>14</sup>.

Suursäätiöllä suoria osakkeita	74 %
--------------------------------	------

**Taulukko 16. Osakeriskiluokan sisällä jakauma: kuinka paljon osakeriskistä suorina osakesijoituksina. Markkina-arvoilla painotettu. N=16.**

Suorien osakkeiden vaihtoehto on sijoittaminen rahastojen kautta. Vain kuusi prosenttia kotimaan osakesijoitusten euromäärästä on tehty rahastojen kautta. Jakauma sijoittajien strategioissa oli selvä:

- Kaksi suursäätiötä sijoittaa strategiansa mukaisesti vain rahastoihin (rahastojen osuus kotimaassa ja ulkomailla siis 100 prosenttia), muut suursäätiöt sijoittavat kotimaassa

”Ulkomaille sijoitettaessa noudatamme toimialajahautusta, mutta kotimaassa tärkeämpää on yhtiön ymmärrys ja luottamus. Haluamme pitää riskisijoitukset lähellä, hajautettu riski voi olla kauempanakin.”

”Haluamme olla hajautusmielessä eksoottisissa kaukaisissa kohteissa rahastojen kautta. Näissä verotus ei ole tekijä, sijoitamme kasvuosuuksiin emmekä saa kassavirtaa. Mutta kotimaassa sijoitustoimikuntamme haluaa tuntea kohteet itse.”

”Sijoitamme myös ulkomaille suorien osakkeiden kautta. Varainhoitaja esittää osakevalinnat. Sijoitamme rahastoihin vain kassavaramme. Rahastot ovat likvidejä.”

rahastojen kautta vain murto-osan osakeriskistään, tai eivät lainkaan (rahastojen osuus kotimaassa 0-20 prosenttia; yhdellä sijoittajalla oli 50 prosenttia).

- Ulkomaisissa osakesijoituksissa rahastojen osuus on keskimäärin 50 prosenttia. Kuusi säätiötä sijoitti ulkomaille yksinomaan rahastojen kautta. Joillakin säätiöillä on konsulttiivisen varainhoitosopimuksen avulla luotu suorien osakkeiden globaali salkku.
- Ruotsiin tehdyt osakesijoitukset toteutetaan monesti suorina osakesijoituksina, mutta useimmilla suursäätiöillä ei ole Ruotsi-salkkua, vaan Ruotsi on osana kansainvälistä salkkua.

Haastatelluilla säätiöillä oli keskimäärin 16 yhtiön osaketta suorien osakeomistusten salkussa. Lukumäärä vaihteli nollan ja kolmenkymmenenviiden osakkeen välillä. Kahdeksalla sijoittajalla oli ns. perintöosakkeeksi katsottu osake-erä, joka edustaa useiden (kymmenten) prosenttien osuutta yhtiössä, ja jota säätiö ei myy.

<sup>13</sup> Cremers & Petäjästä 2009 mukainen Active Share, laskettuna toimialapoikkeamista

<sup>14</sup> Haastateltujen antamat omaisuuslaji- ja maantieteelliset jakaumat ovat pitkälti linjassa Petersenin 2006 tekemän kyselytutkimuksen kanssa, johon vastasi 207 suomalaista säätiötä.

Yllä tarkastellaan vain osakeriskiä. Jos tarkasteluun otetaan myös kiinteistöt, painottuu sijoitussalkku vielä enemmän kotimaahan. Saatujen tietojen mukaan säätiöiden kiinteistöomaisuus on kotimaista ja vaihtoehtoiset sijoitukset ovat pääosin kotimaisia<sup>15</sup>.

**Jos lasketaan kotimaisten osakesijoitusten ja kiinteistöjen osuus yhteen, sekä oletetaan pääosan korko- ja kassasijoituksista olevan eurovaluutas-  
sa, on kotimaan sijoitusten osuus vähintään 79 prosenttia sijoitusomaisuudesta.**

Keskittyminen kotimaahan johtuu osittain myös pääomatulojen verottomuudesta kotimaassa. Ulkomaisten sijoitusten osalta, riippuen maidenvälisistä verosopimuksista, menetetään lähdevero tai muu pääomatulovero kohdemaahan.

Säätiöiden hajautus poikkeaa suomalaisten institutionaalisten portfoliosijoittajien hajautuksesta. Esimerkiksi eläkeyhtiöt hajauttavat voimakkaasti ja seuraavat markkinaindeksin osakepainoja<sup>16</sup>. Ne myös käyvät kauppaa aktiivisemmin<sup>17</sup>. Toisaalta valtio ja perheomistajat voivat sijoittaa harvoin kohteisiin suurilla painoilla, ja sijoittajina ne ovat hyvinkin pysyviä ja harvoin kauppaa käyviä. Säätiöt sijoittuvat siten hajautusakselilla näiden kahden sijoittajatyypin väliin.

## SIJOITUSTEN HALLINTO JA SIJOITUSPOLITIIKAT

Haastattelujen pohjalta voidaan vahvistaa käsitys, että suurimmilla säätiöillä on resursseja käytettävissä sijoitussalkun hoitoon. Resurssien käyttäminen tähän tarkoitukseen on niille perusteltua, sillä pienikin tuoton lisäys on merkittävä erä euroissa. Nämä säätiöt ovat voineet järjestää sijoitusresurssinsa ammattimaisesti ja suunnitelmallisesti. Haastattelujen tulos edustaa säätiöitä sellaisina kuin ne sijoittajina haluavat olla: sijoittavat pitkäaikaisesti, tukevat kotimaista omistusta, ymmärtävät pitkällä aikavälillä omistuskohdeiden liiketoimintaa.

Muusta säätiökentästä voi arvioida mm. varainhoitajien kanssa käytyjen keskustelujen pohjalta:

“Ei volatiliteetti ole pahasta. Sitä paitsi osakkeen volatiliteetti on eri asia kuin osinkojen volatiliteetti. Me kestämmme kyllä kaikenlaista volatiliteettia.”

- Seuraava säätiökokoluokka, 10-100 miljoonan taseen omaavat säätiöt, toiminee sijoittajana suunnilleen samoilla periaatteilla kuin suurimmat säätiöt. Sijoitussalkun koko perustelee ammattimaisen salkunhoidon.
- Alle 10 miljoonan euron säätiöt käyttäneet enemmän tai yksinomaan rahastoja sijoitusvälineinä.
- Pienet säätiöt eivät usein omaa sijoitusvarallisuutta, vaan varat ovat kiinni toiminnassa, esim. kiinteistöinä, vuokramajoina, soppakeittöinä tai nuorisoasemina. Tällä lukumääräisesti suurella joukolla ei liene pörssiosakesijoituksia ja omaisuus (jos sitä on) on kotimaisessa kiinteässä omaisuudessa.

Kaikilla suurilla säätiösijoittajilla oli sijoitusvaliokunta (nimi vaihtelee, esim. finansrådet, taloustoimikunta). Tämä valiokunta voi olla hallituksen jaos tai sitä konsultoiva elin. Useimmissa säätiöissä valiokunta tekee juoksevat sijoituspäätökset. Pienissä vertailusäätiöissä valiokuntaa ei ole, vaan hallitus käsittelee sijoituspäätökset. Kuten aiemmin todettiin, pienikokoisissa säätiöissä useiden hallintoportaiden ylläpitoa ei pidetä perusteltuna.

Kuudessa säätiössä oli hallituksen ulkopuolelta kutsuttuja asiantuntijoita sijoitusvaliokunnassa. Muissa säätiöissä hallitukseen oli valittu jäseniä talousosaamisen perusteella, ja nämä istuivat sijoitusvaliokunnassa.

Haastattelujen säätiöiden sijoitusstrategiat ovat monitahoisia. Kaikki noudattavat jonkinlaista portfolioajattelua, vaikka salkussa olisi painotuksia joihinkin osakkeisiin tai kotimaahan:

- Vain neljä suurta säätiötä ilmoitti pyrkivänsä maantieteellisesti ja toimialoitain **laajalti ja klassisesti hajautettuun** salkkuun, jossa osakeriskiluokassa oli paljon hajautusta helpotavia eriä kuten rahastoja.
- Monet säätiöt painottuivat enemmän **osakevalitsijoiksi**, ja osakevalinnassa otetaan huomioon koko osakesalkun maantieteellinen ja toimialahajautus.

<sup>15</sup> Vaihtoehtoisissa mm. kotimaisia private equity –rahastoja ja metsää

<sup>16</sup> Cohen, Gompers ja Vuolteenaho 2002

<sup>17</sup> Grinblatt & Keloharju 2000

Sitä, miksi monet säätiöt perustavat salkkunsu koostumuksen omaan osakevalintaan, perusteltiin seuraavasti:

- Haluamme tuntea omistetut yhtiöt ja ymmärtää niiden liiketoimintaa. Sijoitamme näkemyksellisesti pitkän aikavälin kehityskulkuhin, jotka saattavat suosia tiettyjä yhtiöitä.
- Säästämme kuluja muodostamalla osakesalkkumme itse.
- Uskomme, että olemme nopeampia reagoijia kotimaan markkinoilla kuin kaukaisilla. Siksi voimme hyvin olla kotimaassa osakevalitsijoita.
- Seuraamme yhtiöiden liiketoiminnan maantieteellistä hajautusta ja pidämme sitä riittävänä hajautuksena.

Kaikilla haastatelluilla säätiöillä oli konsultatiivinen varainhoitaja neuvonantajana, joillakin kaksi varainhoitajaa.

On merkillepantavaa, että monet suuret säätiöt olivat haluttomia luonnehtimaan sijoitusstrategiaansa hyvien osingonmaksajien etsimisenä. Tunnistettiin, ettei osinko ole ainoa tuottotekijä, vaan osingon tuijottelu voi johtaa siihen, ettei ajoissa tunnisteta arvonalaskuriskia. Kuitenkin myönnettiin, että muutoin hyvien sijoituskohteiden maksama runsas osinko on säätiölle käytännöllinen tapa realisoida tuottoa, ja säätiöt ovatkin joissain yhtiöissä ottaneet kantaa osakkeiden takaisinostoa vastaan.

Lähes kaikki suuret säätiöt kuvailivat itseään pitkäaikaisiksi sijoittajiksi. Toisaalta ei haluta ottaa kantaa, pysyisikö nyt ostettu osake salkussa yli vuoden ajan. Sijoitustoiminnan liikkumavaraa ei haluta rajata etukäteisillä linjauksilla, mutta todellisuudessa osakkeiden omistajat myönnettiin verrattain pitkiksi.

## KAUPANKÄYNTI OSAKKEILLA JA SIOITUSHORISONTTI

Tutkimusaineistossa säätiöiden salkkujen vaihtuvuus on maltillista. Korrelaatio salkun osakelajimäärän välillä vuosina 2000-2013, 2000-2006 ja 2006-2013 oli korkea: 64 prosenttia, 82 prosenttia ja 80

prosenttia. Osakelajit myös pysyivät pitkälti samoina 2-5 vuoden aikavälillä, joskin koko tarkastelupe-riodilla muutokset olivat suurempia<sup>18</sup>.

Tätä havaintoa tukevat haastattelututkimuksen vastaukset. Suurimmat säätiöt kuvaavat itseään pitkäaikaisiksi sijoittajiksi. Säätiöt voivat marginaalisesti muuttaa osakemääriä, vaikka muutoksia salkun osakevalintoihin ei tehdä. Kauppaa ei kuitenkaan käydä päivittäin. Osakevalintaa tehdään siten, että osakkeen pitoaika oli lähtökohtaisesti yli vuoden.

Verolainsäädäntö vaikuttaa kaupankäynnin tahtiin. Mikäli osakesalkun vaihtuvuus kasvaa, verottaja voi tulkita sijoitustoiminnan elinkeinotoiminnaksi ja verottaa sitä.

Useilla suurilla säätiöillä on osakeomistuksia, jotka eivät muutu. Päätös voi johtua historiallisista tai perhesyistä. Vaikka joillakin säätiöillä olisi tavoite pitkällä aikavälillä kasvattaa hajautusta, ei nopeita muutoksia tällaisiin merkittäviin omistuksiin haluta tehdä. Syynä on kyseisen osakkeen markkinan vaka-kaus ja ns. "overhangin"<sup>19</sup> välttäminen. Näin ollen omistukset osakesalkuissa on pitkäaikaisia.

Pienillä sijoittajilla tulee suhteellisesti isoja muutoksia, kun salkun ainoa osake fuusioituu/myydään. Suuressa päässä vaihtuvuutta on koko ajan vähän, mutta esimerkiksi Nokia-omistukset ja muut suur-omistukset pysyvät osakelistalla vuosia – määrää tarkistetaan, mutta usein vain marginaalisesti.

**Koska säätiösijoittaja on arviolta ainakin tuhat, tuovat nämä monilukuisuutensa avulla kaupankäynnin lisää markkinalle, vaikka olisivat yksittäisinä toimijoina markkinalla harvoin.** Lisäksi kaupankäynnin verkkaisuus voi olla hyvä markkinan ääriilikkeiden aikana – säätiöomistajat eivät vahvista markkinaheilahteluja, jos niillä ei ole tarvetta säätää salkkunsu rakennetta lyhyin väliajoin.

## MITEN OSINGOT VAIKUTTAVAT TARKASTELUUN?

Säätiöiden osakevalinnoista esitetään usein näkemys, että säätiöt suosivat hyviä osingonmaksajia. Vaikka tämä ei ole taitavalle säätiösijoittajalle suinkaan ratkaiseva tekijä, tulee osingonmaksukyky esiin osakkeiden arvioinnissa. Hyvä osinko on kriteeri kenelle tahansa sijoittajalle joko kassavirran tai informaationvälittäjänä vuoksi.

Oletetaan, että säätiöt saavat keskimäärin 3-6 prosentin osinkotuoton osakkeille. Velkasijoitukset

<sup>18</sup> Kuten sivulla 35 todettiin, myös salkun hajautustason korrelaatio aiempaan hajautukseen on korkea.

<sup>19</sup> Overhang-tilanne saa osakkeen hinnan painumaan, kun muut sijoittajat ennakoivat osaketta pian myytävän voimakkaasti. Suuret myynnit painavat osakkeen hintaa pörssissä alaspäin. Jos tulevasta myynneistä tiedetään etukäteen, paine hintaan toteutuu pelkän odotuksen voimin. Overhang voidaan välttää, jos suuromistaja toteuttaa myynnejä hitaaseen tahtiin eikä ole pakotettu tai sitoutunut myymään tiettyssä ajassa.

“Emme halua sitoa käsiä ennaltapäätettyihin sijoitus-horisontteihin, mutta on selvää, että ostamme osakkeita lähtökohtaisesti yli vuoden omistusta varten.”

ovat tyypillisesti lyhyemmän aikavälin sijoituksia, joloin voidaan olettaa 1-2 prosentin tuotto. Kiinteistöjen vuokratuotot voivat olla tasolla 3-5 prosenttia. Lisäksi säätiöllä voi olla tuottamatonta omaisuutta, esimerkiksi kiinteistö omassa käytössä tai taidekokoelma. Jos pääomasäätiöt käyttävät missionsa toteuttamiseen esimerkiksi 3-4 prosenttia omaisuutensa arvosta vuosittain, kattaisi omaisuuden kassavirtatulo suurin piirtein säätiön yleishyödyllisen toiminnan. Tällöin säätiöt eivät sijoita saatuja osinkoja takaisin markkinalle, vaan osakesalkku pysyy samanlaisena; vain sen arvo muuttuu osakkeiden arvojen muuttuessa.

Suuri osa säätiöistä ei uudelleensijoita kassavirtatuloja ja ne myös valikoivat osakkeita, joiden arvonnoususta hyvä osingonmaksu vienee pitkällä aikavälillä suuremman osan kuin ns. kasvuosakkeiden arvonnoususta. Näin ollen säätiöt eivät ole radikaalisti vähentäneet osakesijoituksiaan, vaikka niiden osakesalkkujen markkina-arvo ei ole selkeästi viime vuosina kasvanut.

## AKTIIVISUUS PÖRSSIYHTIÖIDEN OMISTAJANA

Säätiökenttä olisi pitkän sijoitushorisonttinsa ja suuren sijoitusomaisuutensa puolesta luonteva toimija omistajakentässä. Säätiöt ovat kuitenkin olleet varovaisia osallistumaan aktiivisena omistajaryhmänä tai omistajina.

Omistajat voivat osallistua omistamansa yhtiön hallintoon eri tavoin:

1. yhtiökokouksiin osallistuminen ja siellä äänestäminen, jos äänestyksiä on;
2. edellisen lisäksi johdon ja hallituksen puheenjohtajan tapaamiset ja keskustelut;
3. edellisten lisäksi osallistuminen yhtiön hallituksen nimittämiseen, joko epämuodollista reittiä tai toimimalla omistajien nimitystoimikunnassa;
4. osallistuminen yhtiön hallitustyöhön jäsenenä.

Suurimmista säätiöistä moni osallistuu salkkuyhtiöidensä yhtiökokouksiin. Jos salkussa on joitakin keskeisiä omistuksia (kuten perheyhtiö), näiden

ns. perintöosake-yhtiöiden yhtiökokouksiin aina osallistutaan. Osa säätiöistä osallistuu kaikkiin yhtiökokouksiin periaatteesta, muttei käytä siellä puheenvuoroja – vaikuttaminen tapahtuu etukäteen keskustelemalla johdon tai hallituksen kanssa.

Keskustelemalla vaikuttaminen on harvinaista yhtiöissä, jotka ovat säätiölle vain portfoliosijoituksia: seitsemän säätiötä kuudestatoista ilmoitti ylipäänsä joskus keskustelewansa yhtiöiden johdon kanssa. Suurin osa säätiöistä katsoo olevansa portfoliosijoittaja, joka osallistuu muiden omistajien joukossa tiedotus- ja keskustelutilaisuuksiin, ja joka halutessaan pikemmin luopuu osakkeen omistuksesta kuin osallistuu yhtiön strategiaan päätöksiin. Lähes kaikki säätiöt kuvailivat pääasialliseksi vaikutuskanavakseen osakkeiden myynnin.

Vain pari säätiötä osallistuu omistamiensa keskeisten salkkuyhtiöiden nimitystoimikuntatyöhön.

Kuudella säätiöllä on joko säätiön henkilöstöä, luotohenkilö tai epäsuora (omistusyhteisön kautta) edustus omistettujen yhtiöiden hallituksessa.

Syitä verrattain passiiviseen omistajuuteen mainitaan useita:

- Yleisin syy on se, ettei säätiön säädekirjassa ole mainintaa omistajan roolissa toimimisesta. Viranomaisen valvoo, että säätiön toiminta vastaa säätiön tarkoitusta. Sen sijaan ei ole olemassa suosituksia sille, miten säätiöiden tulisi toimia väistämättömässä ja kasvavassa omistajan roolissaan. Sijoittajan ja omistajan rooli ei nouse esiin säädekirjoissa.
- Säätiöt ovat tarkkoja hallinnon kuluista. Omistajuuden pohtimiseen tarvitaan aikaa ja osaamisresursseja.
- Kaikki säätiöt eivät koe olevansa ammattitaitoisia omistajuusasioissa. Toisaalta suurten säätiöiden joukossa on myös vastakkaisia näkemyksiä: mikä kasvattaa sijoittajaa toimimaan omistajana ellei parikymmenvuotinen toiminta omistajana ja sijoittajana?
- Jotkut liike-elämässä toimineet säätiöjohtajat toteavat myös, että säätiöiden omistajuus voi osoittautua kuitenkin konformistiseksi. Yhtiöiden muutospaineesiin ja niistä johtuviin kriiseihin ei reagoida ajoissa, sillä ei haluta toimia aggressiivisesti. Diplomaattisuus on tavanomaista yleisempää säätiövaikuttajien keskuudessa.
- Säätiöomistajuus on sirpaloitunutta. Valtaosa säätiöistä edustaa omistukseltaan pientä osaa

pörssiyhtiöstä. Pieni omistus ei anna aihetta vaikuttamiseen.

- Vaikuttaminen ryhmänä aiheuttaa pohdintoja. Moni säätiö kokee, että yhteisvaikuttaminen esimerkiksi SRNK:n kautta johtaa myös kuluihin, joita säätiöt eivät halua uhrata. Toisaalta usea pitäisi yhteisvaikuttamista hyvänä: säätiökenttä osallistuisi vaikuttamisen talkoisiin ja saisi positiivista näkyvyyttä keskustelussa.

## OMA HALLINTOTAPA

Säätiöt, kuten kaikki suuret omistajat, vaikuttavat hyvän hallintotavan edistämiseen. Ne edellyttävät omistajina hyvää hallintotapaa yhtiöiltä ja toisaalta voivat edistää hyvän hallintotavan toteutumista omilla valinnoillaan.

Hyvän hallintotavan periaatteita tulee säätiöiden kohdalla soveltaa: säätiöillä ei ole omistajia eikä yhtiökokousta, mikä vaikuttaa hallinnon järjestämiseen ja säätiön jatkuvaan valvontaan. Toisaalta monet periaatteet kuten avoimuus raportoinnissa, johdon ja hallituksen eriyttäminen ja hallituksen työskentely erikoistuvien valiokuntien avulla ovat sovellettavissa säätiöihin.

Kohdassa Hallinnon tyyppillisiä piirteitä (osa I) käsiteltiin säätiökentän hallintomalleja. Näistä voidaan todeta, että säätiöiden hallinto perustuu usein kustannusten järkiperäistämiseen. Säätiökentässä on suuri joukko pieniä säätiöitä, jotka eivät allokoivaroja hallinnon järjestämiseen. Suurimpien säätiöiden hallinnon sen sijaan odotetaan olevan esimerkiksi yritysmaailman käytäntöjä vastaavaa.

Haastatelluista suursäätiöistä kuudella oli valtuuskunta (tai muu hallituksen yläpuolella oleva toimiva elin). Valtuuskunnan luonne kuitenkin vaihteli, eikä se ole kaikilta osin verrattavissa yhtiökokoukseen: se ei joissakin säätiöissä osallistu hallituksen nimitykseen, ja toisaalta säätiön hallitus voi valita valtuuskunnan jäsenet. Hallintovaltasuhteet poikkeavat siis osakeyhtiöistä merkittävästi. Kahdessa suuressa säätiössä on valtuuskunta tai jäsenistö, jossa on laaja joukko ihmisiä, joiden valikoimaan säätiö ei voi nopeasti vaikuttaa.

Kahdeksassa suursäätiössä tilintarkastajan valitsee säätiön hallitus, muissa valtuuskunta.

Hallituksen valinta on haastatellussa säätiöjoukossa ja yleisemminkin varsin moninaista, kun yhtiökokous-elintä ei ole. Osassa suuria säätiöitä jäsenistö tai valtuuskunta valitsee hallituksen, joka puolestaan valitsee tai hyväksyy jäsenistön. Osalla hallitus täydentää itse itseään. Jos säätiöllä on jokin merkittävä taustayhteisö kuten liitto, puolue, yliopisto tai valtio,

”Säätiökentässä ei ole osaamista vaikuttamiseen, esimerkiksi hallitusvalintoihin.”

”Tottakai säätiökentässä on osaamista. Säätiöt ovat toimineet omistajina kymmeniä vuosia, mikä muu antaa paremmin näkemystä, mitä sijoituksille pitäisi tehdä?”

”Säätiöt eivät ole nopeita ja aggressiivisia omistajia. Sitäkin joskus tarvittaisiin, mutta säätiökenttä on perinteisesti kovin kohteliasta.”

”Olemme valppaita omistajia, mutta omistussuutemme ei anna aihetta suurempaan vaikuttamiseen.”

hallituksen jäsenet (tai valtuuskunnan, joka nimittää hallituksen) valitsee tällainen taho.

Haastatelluissa suurissa säätiöissä oli kaikissa hallituksen valiokuntia yhtä lukuun ottamatta. Valiokunta keskittyi sijoitusten ja talousasioiden hoitoon (sijoitusvaliokunta, rahavalio-kunta, finansrådet tai muu vastaava nimitys). Kahdessa suursäätiössä oli toimitusjohtajan ja talousjohtajan lisäksi sijoitusasiantuntija, muissa suursäätiöissä toimitusjohtaja tai talousjohtaja vastaa sijoitustoiminnasta. Noin puolessa säätiöistä valiokunnassa oli hallituksen ulkopuolelta valittuja sijoitusalan asiantuntijoita, joskin niissä valiokunnissa, jotka muodostuivat hallitusjäsenistä, hallitukseen oli valittu talousasiantuntijoita tätä työtä silmälläpitäen.

Oikeusministeriön selvityksessä (Tervonen 2012) todetaan, että vain 17 prosenttia säätiöistä pitää tilinpäätöstään nähtävillä internetissä. Tämä lienee suurin poikkeama yhtiöiden raportoinnista. Haastatelluissa säätiöissä tilanne oli samankaltainen: useimmat eivät esitä täyttä tilinpäätöstä netissä. Syitä tähän ei haastatelluissa saatu; katsotaan, että kiinnostuneet saavat tilinpäätöstiedot pyytämällä. Säätiöiden näkökulma on se, etteivät tilinpäätökset ole säätiöiden kohdalla oleellisia, koska yleisö ei arvioi säätiöitä taloudellisin perustein. Tiedottaminen painottuu apurahojen jakoon tai missiosta kertomiseen. Pörssi-yhtiöiden normiin tottunut yksityishenkilö, toimittaja tai poliitikko taas ihmettelee tiedonsaannin hankaluutta.



# OSA III : SÄÄTIÖT OSANA SIJOITTAJAKENTTÄÄ

” Harkittujen liikkeiden instituutio-  
sijoittajia, varallisuus ja valta  
jakautunut lukuisille toimijoille”





# SÄÄTIÖT SIJOITTAJANA JA OMISTAJANA

Säätiöitä haluttiin tarkastella myös muiden Helsingin pörssin sijoittajien rinnalla. Millaisen lisän sijoittajakirjoon säätiöt tuovat? Millaiseen joukkoon säätiöitä verrataan? Miten eri omistajat osallistuvat markkinan kaupankäyntiin ja yhtiöiden omistajuuteen?

Monipuolinen sijoittajakunta takaa markkinan toiminnan erilaisissa tilanteissa<sup>20</sup>. Parhaimmillaan sijoittajien sijoitushorisontti, sijoituskohteet, sijoitustekniikat ja näkemykset ovat hyvinkin erilaisia – vain tällöin toteutuu kauppoja ja markkina toimii. On myös tärkeää, että nämä erilaiset sijoittajatyypit ovat riittävän suuria tuottamaan toivottua vastapainoa yhden sijoittajatyypin voimakkaille liikkeille.

## KETKÄ OVAT SUURIA OMISTAJIA HELSINGIN PÖRSSISSÄ?

Tavanomaisesti esitetään osakeomistusten rahamääräiset arvot sijoittajaryhmittäin. Tämä antaa hyvän kuvan sijoittajaryhmien panoksesta yleisesti kotimaisen omistuksen eteen sekä näiden laajasta vaikutusvallasta pörssi-yhtiöissä. Tämä tarkastelu ei kuitenkaan anna kuvaa siitä, onko omistaja keskittänyt omistuksen muutama yhtiöön, vai toimiiko se kaikissa passiivisena omistajana, ja onko sillä mahdollisuuksia osallistua yhtiön hallintoon.

Helsingin pörssissä eri tyyliä omistajia edustavat perheomistajat, eläkeyhtiöt, säätiöt, valtio, piensijoittajat, liiketoiminnalliset yhtiöt, osuustoiminnalliset tai ammatilliset yhteenliittymät, yrittäjä-henkilöomistajat sekä sijoitusyhtiöt. Sijoitusrahastojen osuus omistuksesta on laskettu piensijoittajien kanssa samaan ryhmään ”Hajautunut”, koska rahastot eivät ole aktiivisia omistajia ja ne lähtökohtaisesti kokoaavat pieniä sijoituspuroja yhteisesti sijoitettaviksi. Ulkomaalaisomistus on esitetty yhtenä ryhmänä.

Tarkastellaan ensin eri sijoittajaryhmien kokonaisomistusta Helsingin pörssissä (taulukko 17). Osa ryhmistä julkaisee tiedot omistuksistaan, osalla tieto on arvioitu.

Pääomien määrällä mitattuna ulkomaalaisomistus on suurin yksittäinen omistajaryhmä. Koska ulkomaiset sijoittajat ovat lähes poikkeuksetta suuria instituutioita, on tämä sijoittajajoukko lukumäärältään pienehkö, 10 000 sijoittajaa<sup>21</sup>. Nämä vaikuttavat suuresti osakkeiden kaupankäyntiin ja hinnanmuodostukseen, mutta ne osallistuvat harvoin yhtiöiden hallintoon Suomessa. Suomalaisten pörssi-yhtiöiden aktiivinen omistajuus jää kotimaisten omistajien jaettavaksi.

Eläkeyhtiöt ja valtio ovat painavia sijoittajia Helsingin pörssissä. Eläkeyhtiöillä on hyvät resurssit varainhoitoon ja ne sekä käyttävät omaa organisaatiotaan että hyödyntävät varainhoitopalveluja. Eläkeyhtiöillä on omistusta laajassa joukossa suomalaisia osakeyhtiöitä. Joissakin harvoissa yhtiöissä eläkeomistaja on ankkuriomistajan tyyppinen, pitkäaikainen sijoittaja, ja sillä on edustus yhtiön hallituksessa. Lisäksi eläkeyhtiöt tuovat pörssiin likviditeettiä, sillä ne ovat aktiivisia kaupankävijöitä suomalaisissa pörssiosakkeissa. Eläkeyhtiöt ovat ilmaisseet halunsa hajauttaa sijoituksia osakkeista uusiin omaisuuslajeihin ja Suomesta ulkomaille: eläkeyhtiöiden osakesijoituksista on suomalaisissa noteeratuissa osakkeissa tällä hetkellä noin 22 prosenttia ja koko sijoitusomaisuudesta suomalaisten noteerattujen osakkeiden osuus on noin 10 prosenttia. Tutkimusten mukaan eläkeyhtiöt myötäilevät yleisindeksin jakaumaa hajautuksessaan<sup>22</sup>.

Valtio on pitkäaikainen omistaja, joka ei käy juurikaan pörssikauppaa. Kaupat, joita toteutuu enintään muutama vuodessa<sup>23</sup>, liittyvät merkittävän omistusosuuden hankintaan tai myymiseen. Valtio ei hae tuottoa kaupankäynnistä eikä se toteuta näkemystään taktisilla omistuksen muutoksilla. Näin ollen valtio ei lisää likviditeettiä markkinalla, vaan pikemminkin ankkuriomistukset poistavat kaupankäynnistä osan osakekannasta joissakin yhtiöissä. Toisaalta valtio ei joudu myymään markkinaheilaheluissa, vaan se tasapainottaa markkinan ääritilanteita tarjoamalla pysyvyyttä omistuspohjassa.

20 Viime vuosina dokumentoitu mm. Chordia, Roll & Subrahmanyam 2011

21 Lähde: Euroclear Finland Oy huhtikuu 2014. Osakesijoittajien lukumäärä Suomessa yhteensä 871 408 kpl.

22 Mm. Cohen, Gompers & Vuolteenaho 2003 ja Cremers & Petäjistö 2009

23 Yksi myynti tai hankinta toteutetaan useina kauppoina markkinoilla, mutta kyseessä on yhdensuuntainen omistuksen muutos, ei lyhytaikainen, taktinen omistustason vaihtelu. Solidium Oy raportoi kaupat kokonaisuutena keskihintoihin vuosikertomuksissaan.

Perheiden merkitys pörssiomistajina on kasvanut. Vaikka listautujia on viime vuosina ollut harvassa, ovat perheet hankkineet omistusosuuksia pörssi-yhtiöissä toimiakseen aktiiviomistajana muiden pörssi-sijoittajien puolesta. Jos uudet pienet pörssi-yhtiöt osoittautuvat kasvuyrityksiksi, nousee perheomistajien osuus pörssissä näiden yhtiöiden kasvun myötä tulevina vuosina.

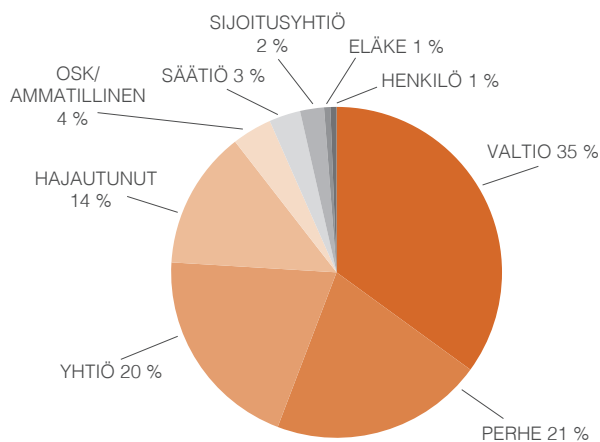
Voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen omistus pörssissä on 3 prosentin luokkaa, joka on lähellä eläkeyhtiöiden omistuksen kokoluokkaa (4 prosenttia). Kolmannen sektorin omistus pörssiosakkeissa on arvioitu olevan 6-7 miljardia euroa, kun eläkeyhtiöiden omistus on noin 10 miljardia euroa. Säätiöiden omistus on noin 5-6 miljardia euroa. Vaikutusvalta on eläkeyhtiöiden tapauksessa keskittynyt muutamaaan suureen eläkeomistajaan, säätiökentässä osakesijoituksia tekevät sadat eri säätiöt.

Suomeen sijoittavien kotimaisten rahastojen lukumäärä on yli neljäkymmentä ja Suomeen sijoittavat myös Pohjoismaarahastot, kasvuyritysrahastot tai toimialateemarahastot – yhteensä siis sadat sijoitusrahastot. Nämä kokoavat kotitalouksien (ja myös instituutiosijoittajien) varoja tehokkaan sijoitushallinnan alle, kanavoivat pienistä puroista merkittäviä sijoitusvolyymeja pörssiin, ja tuovat markkinalle ammatti-maista arvonäkemyksiä ja likviditeettiä. Sijoitusrahastot ovat puhtaasti portfoliosijoittajia eivätkä osallistu omistajuuskeskusteluun. Piensijoittajien omistustavat vaihtelevat, mutta piensijoittajien pääomat ovat hajautuneita eikä suoraa vaikutusmahdollisuutta pörssi-yhtiöiden hallintoon vastaavasti ole.

Sijoittajaryhmien vaikuttavuuden ja aktiivisuuden arvioimiseksi koostettiin karkea arvio siitä, millaisia ovat yhtiöiden **pääomistajat**. Pääomistajaksi katsottiin sijoittaja, jolla on yli 5 prosentin<sup>24</sup> omistusosuus ja joka on suurin omistaja yhtiössä. Lisäksi tarkasteltiin 2. ja 3. suurimpia omistajia. Tarkastelussa otettiin huomioon myös omistajatyypin yhteissummat, esimerkiksi perheenjäsenten tai muutoin samoin toimivien omistajien osuudet suurimpien omistajien listalla<sup>25</sup>. Ulkomaalaisten omistajien kohdalla kirjattiin vain ne omistajat, jotka ovat liputtaneet omistuksen yhtiössä, ja omistus kirjattiin tiedetyn omistajan mukaiseen omistajatyypin.

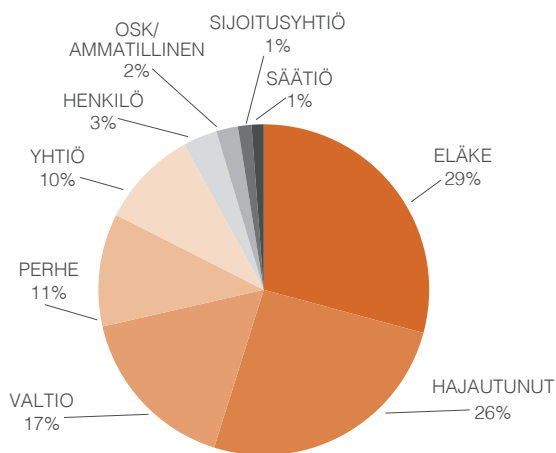
Pörssin 126 yhtiötä jakautuivat pääasiallisen omistajan mukaan jaoteltuna taulukon 1 mukaan.

Jos otetaan tarkasteluun näiden täten hallittujen yhtiöiden markkina-arvot, jakautuu pörssi seuraavasti yhden pääomistajan mukaan<sup>26</sup>:



**Kaavio 14. Helsingin pörssin markkina-arvojen jakauma yhtiön pääomistajan mukaisesti 2013.**

Jos otetaan huomioon myös toiseksi ja kolmanneksi suurimmat omistajat<sup>27</sup>, jakautuu pörssin markkina-arvo seuraavasti:



**Kaavio 15. Helsingin pörssin markkina-arvojen jakauma yhtiön kolmen suurimman omistajan mukaisesti 2013.**

Kolmea suurinta omistajaa tarkastellaan, koska suurimmat omistajat pitävät hyvän tavan mukaisesti yhteyttä yhtiötä koskevissa asioissa – suurin omistaja harvoin päättää itsekseen asioista. Yhtiöissä,

<sup>24</sup> Viiden prosentin raja valittiin erottelamaan vaikutusvaltainen omistus täysin hajautuneesta. Prosenttitasolla ei katsottu olevan merkitystä (onko taso 5, 10 vai 20 % ja onko se äänistä vai osakkeista) siksi, että useimmissa tapauksissa pääomistaja on selkeästi määriteltävissä. Lisäksi otettiin huomioon nimitystoimikuntamenettely, joka antaa vaikutusvaltaa suurimmille omistajille prosenttiomistuksesta riippumatta.

<sup>25</sup> Rajanveto tulkinnoissa on väistämättä epäselvää. Tarkoituksena on esittää keskustelupohjaa, ei tarkkaa tiedettä. Vaihtoehtoisia luokituksia kokeiltiin monille yhtiöille, mutta johtopäätökset eivät näiden muutosten takia muuttuneet.

<sup>26</sup> Kuten Murto, 2005 tarkastelee.

<sup>27</sup> Markkina-arvosta on jaettu tällöin kolmasosa kullekin 3 suurimmalle sijoittajalle.

joissa on nimitystoimikunta hallitusnimityksiä varten, on useimmiten kolmen suurimman omistajan edustaja toimikunnassa.

Eläkeyhtiöt ovat tällä tavoin laskettuna pörssin vaikutusvaltaisain omistajaryhmä. Vaikka valtio on joissakin yhtiöissä toiseksi suurin omistaja, ei tämä lisäys valtion painoarvoon ole läheskään niin suuri kuin eläkeyhtiöiden painoarvon nousu, kun tarkasteluun otetaan kolme suurinta omistajaa. Eläkeyhtiöiden painon nousu tässä tarkastelussa syö osuutta valtion ja perheomistajien painolta.

Useissa yhtiöissä on pääomistajan jälkeen hajautunut omistus, toinen perheomistaja tai sijoitusyhtiö.

Säätiöt ovat verrattain harvassa suuryhtiössä suurimpien omistajien listalla, joten niiden painoarvo jää tässä tarkastelussa pieneksi. Useita perheomistajia on erityisesti pienemmissä pörssi-yhtiöissä. Lukumääräisesti tarkasteltuna per-

heomistaja on noin kolmasosassa pörssi-yhtiötä, joko suurimpana toiseksi tai kolmanneksi suurimpana omistajatyypinä. Perheyhtiöiden ryhmään voitaneen lisätä henkilö-(yrittäjä)omisteiset yhtiöt. Rahastojen ja varainhoitajien omistus pörssissä on euromääräisesti lisääntynyt, mutta ne harvoin käyttävät omistajavaltaa, ja niillä on tyypillisesti lyhyt sijoitushorisontti.

## RAHASTOJEN JA VARAINHOITAJIEN SIOITUSHORISONTTI JA OMISTAJUUS

Viime vuosina on kiinnitetty huomiota siihen, että eri sijoittajaryhmien sijoitushorisontit lyhenevät ja omistajavallan käyttö heikkenee. Nämä asiat tapahtuvat samasta syystä: omistus tapahtuu välikäsien kautta<sup>28</sup>. Näitä välikäsiä ovat rahastoyhtiöt, varainhoitajat ja eläkeyhtiöt, jotka hoitavat nykyisten ja tulevien eläkeläisten varoja.

### Taulukko 17. Nasdaq Helsinki -pörssin omistajaryhmien omistukset, 2013 lopussa.

Lähteet: Euroclear, TELA, Omistajaohjaus, Suomen Sijoitustutkimus, Bloomberg, yhtiöiden vuosikertomukset. Tiedot ovat per 31.12.2013 mikäli tieto on ollut saatavissa, muutoin on käytetty viimeisintä tietoa. Tilastossa on mukana Nordean ja TellaSoneran omistukset, vaikka ne tilastoidaan Tukholman pörssiin. Tarkkaa lukua on käytetty vain niistä omistajista, joista tarkka tilastotieto on saatavissa.

Omistajatyppi	pörssiosakeomistukset Suomessa, mrd euroa	osuus pörssin markkina-arvosta
Ulkomaalaisomistus	121	55 %
Sijoitusrahastot ja piensijoittajat	39	18 %
Perheomistajat	20	9 %
Valtio	17,7	8 %
Teollinen omistaja	10,0	5 %
Eläkeyhtiöt	9,9	4 %
Voittoa tavoittelemattomat yhteisöt	7	3 %
Osuuskunta tai ammatillinen liittymä	3	1 %

omistajatyppi	yhtiötä kpl	prosenttia yhtiöistä
ELÄKE	3	2 %
HAJAUTUNUT	5	4 %
HENKILÖ	14	11 %
OSK/ AMMATILLINEN	7	6 %
PERHE	63	50 %
SÄÄTIÖ	8	6 %
SIOITUSYHTIÖ	5	4 %
VALTIO	13	10 %
YHTIÖ	8	6 %

### Taulukko 18. Nasdaq Helsinki -pörssin jakauma eri tavoin omistettuihin yhtiöihin, 2013 lopussa. Jakauma laskettu yhtiöiden kappalemäärästä.

<sup>28</sup> Useita tutkimuksia, mm. John Kay 2012: "The Kay review of UK equity markets and long-term decision making", raportti Ison-Britannian hallitukselle, ja Edelman, Thomas & Thompson 2014: "Shareholder voting in an age of intermediary capitalism", European Corporate Governance Institute.

- Pienten osakeomistusten hallinnointi maksaa: säilytys maksaa, reagoiminen osakeanteihin tai osallistuminen yhtiökokouksiin vaatii aikaa, sijoituskohteiden seuraaminen vaatii aikaa ja taitoja. Näistä syistä rahastosijoittamisen kasvu on ollut perusteltua. Rahastojen kautta piensijoittajat saavuttavat paremman osakesalkun hajautuksen ja suursijoittajat voivat ulkoistaa erityissijoituskohteiden hoidon.
- Samaan aikaan varakkaat yksityishenkilöt (ja yhteisöt) ovat siirtäneet varojaan varainhoitajan hoidettavaksi. Uskotaan, että varainhoitaja osaa sijoittamisen paremmin ja on paremmin toimintavalmiudessa, kun tarvitaan toimenpiteitä. Riskienhallinta on parempaa, kun varojen hoitajasta johtuva riski on hajautettu.
- Myös eläkeyhtiöitä mitataan neljännesvuositain. Vaikka ne panostavat omistustyöhön ja vaikuttavat lopullisten edunsaajien, eläkeläisten, intressien mukaisesti, eivät suomalaiset eläkeyhtiöt ole halunneet ryhtyä näkyväksi ankuriomistajiksi muutostilanteissa oleviin, omistajuutta kaipaaviin yhtiöihin.

Vaikka omistusketjun päässä olevan sijoittajan sijoitushorisontti olisi pitkä, voi siis osakerahaston, eläkeyhtiön tai varainhoitajan tavoite olla lyhyemmän aikavälin menestys. Rahastoja markkinoidaan saavutetun tuoton perusteella, ja näitä tuottolukuja raportoidaan kuukausittain. Varainhoitajat raportoivat asiakkailleen samalla tavoin. Eläkeyhtiöt raportoivat neljännesvuosittain.

Näin voidaan olla tilanteessa, jossa ns. alkupe- räiset sijoittajat eivät ole neljännesvuosiraportoinnin otteessa, mutta sijoituksia tekevät ovat. Tämä voi johtaa ns. lyhyeen horisonttiin pääomamarkkinoilla, englanniksi "short-termism".

Mitä lyhyestä horisontista seuraa? Markkinan toiminnan kannalta on olennaista, että markkinalla on lukuisia erilaisia toimijoita, joiden näkemyksiä

markkina aggregoi toteutuvien kauppajen avulla. Jos valtaosa sijoittajista toimii täysin samoin motiivein, voi markkinan toiminta heiketä. Kaikki ovat joko "myyntilaidalla" tai "ostolaidalla". Kauppajen syntymiseen – jotka ovat markkinan ydin – tarvitaan kaksi eri laidoilla olevaa toimijaa.

Säätiökenttä voi olla markkinan tukena siten, ettei se useimmiten ole samojen myyntipaineiden kohteena kuin monet muut toimijat. Säätiöt eivät sijoita velkarahoituksella, niitä ei koske neljännesvuosiraportointi, eikä niillä ole vakavaraisuussäännöksiä, jotka ohjaisivat sijoituspäätöksiä. Markkinaturbulenssin aikoina säätiöt voivat olla verrattain rauhallisia: niiden ei ole pakko rynnätä myymään ja ne saattavat jopa tuoda markkinalle ostovoimaa. Tämä on markkinan toiminnalle tärkeää: kaikki sijoittajat eivät voi olla samoin motiivein varustettuja. Säätiöt tuovat pidemmän aikavälin arvönäkemyksiä tilanteisiin, joissa muiden toiminta voi pakosta keskittyä vain lyhyeen likviditeettipaineeseen.

## YHTEENVETO

Helsingin pörssissä omistus on keskittynyt eri tavoin kuin useimmissa länsimaissa. Valtio on arvolla mitattuna suurin yksittäinen omistaja pörssiyhtiöissä, ja keskustelua käydään, tuleeko valtion pitkällä aikavälillä pysyä aktiivisena sijoittajana. Eläkeyhtiöt omistavat suuren osan – kuten muissa länsimaissa – ja Suomessa eläkeomistukset ovat keskittyneet muutama yhtiöön. Eläkesijoittajat jatkanevat kuitenkin omistustensa kansainvälistä hajautusta pois Suomesta. Perheomistus keskittyy kooltaan pienempiin suomalaisiin yhtiöihin, mutta omistajuus on aktiivista. Rahastojen ja varainhoitajien rooli omistajana on passiivinen. Tässä ympäristössä näyttää siltä, että erilaisten pitkäaikaisten, ammattimaisten sijoittajaryhmien kasvu eläke- ja valtio-omistajien rinnalle Helsingin pörssissä olisi tervetullutta. Nämä täydentäisivät erilaisin sijoituskäytöksin nykyisten suurimpien sijoittajien ohella osakkeiden arvomuodostusta.

# YHTEENVETO SÄÄTIÖIDEN MERKITYKSESTÄ PÄÄOMAMARKKINALLE SUOMESSA

## SIOITTAJIEN LUKUMÄÄRÄ JA SIOITUSVARAT

Säätiöitä on Suomessa noin kolmetuhatta. Säätiöt tuovat merkittävän sijoittajaryhmän Helsingin pörssiin. Arviolta tuhannella säätiöllä on suoria osakesijoituksia Suomessa ja lisäksi osakeomistusta osakerahastojen kautta. Säätiötoiminta alkaa varallisuudesta, joka on osoitettu säätiön toimintaan. Näin useimmilla säätiöillä, toisin kuin esimerkiksi aloittelevilla tai pienillä yhtiöillä, on sijoitettavia varoja ja ne ovat useasti osakesijoittajia.

Säätiöiden nettovarallisuus oli vuoden 2012 lopussa noin 16 miljardia euroa ja sijoituksiin kohdistetut varat noin 12 miljardia euroa. Säätiöiden kokonaisvarallisuudesta suurin osa, arviolta yli 70 prosenttia, on Suomessa: kotimaisissa osakkeissa ja kiinteistöissä. Suurimmat säätiöt muodostavat itse aktiivisesti omaa arvonäkemystä pörssiosakkeista, mutta ne hyödyntävät myös sijoitusasiantuntijoiden näkemyksiä osakevalinnassaan. Keskisuuret säätiöt käyttävät osakerahastoja osakesijoitustensa välineinä ja vahvistavat myös sitä kautta pörssin likviditeettiä ja sijoittajapohjaa.

Tuhat osakevalintaa tekevää sijoittajaa on merkittävä lisä suomalaiselle pääomamarkkinalle. Mitä enemmän harkittuja, erilaisia näkemyksiä, sitä paremmin osakkeiden hinnoittelu markkinalla toimii.

## HYVÄN HALLINNOINTITAVAN JA OMISTAJUUDEN EDISTÄMINEN

Suomessa on aktiivinen hyvän hallinnointitavan edistämiskulttuuri. Suursijoittajat, erityisesti eläkeyhtiöt ja valtio, ovat olleet aloitteellisia hyvien käytäntöjen edistämiseksi. Ne osallistuvat yhtiöiden hallintoon nimitystoimikuntien (valtio ja eläkeyhtiöt) tai hallitustyön (eläkeyhtiöt) kautta. Eläkeyhtiöt ovat myös julkistaneet toimintaperiaatteensa omistajina. Suomalaista, aktiivista ja pitkäjänteistä omistajuutta toivotaan lisää.

Säätiöt sopivat näihin toiveisiin hyvin: ne pysyvät Suomessa ja toimivat pitkäjänteisesti. Säätiöiden varallisuus on kuitenkin jakautunut monen toimijan kesken, joten perusteita toimia suurimpien aktiivisten omistajien joukossa on vain harvalla säätiöllä. Suurista

säätiöistä monet ovat tietoisesti jättäneet omistamisen työn muille omistajaryhmille. Joillakin säätiöillä on kuitenkin merkittäviä osake-eriä, ja säätiö on muutamassa pörssiyhtiössä aktiivinen omistaja.

Useimmiten kuitenkin säätiöt kokevat, että omistaja-vaikuttaminen ei sisälly alkuperäiseen säätiön tarkoitukseen, eikä siihen voida siten panostaa. Samalla tavoin omassa hallinnossaan säätiöt ovat keskimäärin konservatiivisia. Säätiöt toteavat, etteivät niitä koske samantyyppiset avoimuuden vaatimukset kuin pörssiyhtiöitä tai eläkeyhtiöitä.

## KAUPANKÄYNNIN AKTIIVISUUS

Säätiöt omistavat osakkeita pitkäjänteisesti ja ne hyödyntävät sijoitustoiminnassaan sitä, että ne voivat kärsiä ajoittaisia osakekurssien laskuja joutumatta myymään. Vastaavasti ne ovat verrattain verkkaisia osakekaupan kävijöinä. Vuosina 2000-2013 säätiöotoksen osakesalkut muuttuivat verrattain hitaasti. Lähes kaikissa tutkimuksen haastatteluissa toistui toteamus: säätiöt ovat pitkäaikaisia omistajia, osakkeet valitaan pitoajaksi, joka keskimäärin on yli vuosi. Lisäksi todetaan, ettei suurimmalla osalla säätiöistä ole resursseja eikä halua aktiivisen osakekaupan pyörittämiseen.

Suurimpien säätiöiden haastattelut osoittavat, että monilla suurilla säätiöillä on osakeomistuksia, jotka eivät muutu. Osakesalkuissa on erittäin pitkäaikaisia omistuksia, verrattuna esimerkiksi eläkeyhtiöiden tai sijoitusrahastojen omistuksiin. Säätiöt ovat kuitenkin monilukuisuutensa takia hyvä kaupankäynnin lisä markkinalle, vaikka kukin säätiö olisi markkinalla verrattain harvoin.

# SUMMARY IN ENGLISH

**N**on-profit organisations have become more prominent in society in the last few decades. They control increasing amounts of wealth and produce many goods and services that complement the public sector in most western countries. Finland is following the example of many European countries by rewriting the Finnish legislation concerning charitable foundations. The new law is expected to become effective in 2015.

To understand the role of an important investor group previously overlooked, The Finnish Foundation for Share Promotion mandated a survey to look into Finnish foundations as investors. This study presents detailed information about foundations' financials, rules, age and other characteristics. In addition, information about foundations' share portfolios in Helsinki Stock Exchange and their development in 2000-2013 is presented.

There are some 3000 Finnish foundations that control assets worth 20 billion euros in total. The assets are heavily concentrated into the largest foundations (50 largest control 77 per cent of all assets). Thus the foundation community overall is very fragmented. As equity investors, most of the smaller foundations act like retail investors, investing either very passively or investing through investment funds.

Among the largest foundations investment styles vary. Some foundations, despite their significant wealth, do not own shares. These investors do not see it as their role to be a large shareholder in companies, or they perceive the insider risks to be too large. Some foundations strive for efficient diversification, and use investment funds to achieve that goal. However, most of the largest foundations are active direct shareholders and take part in discussions with the management, in board nominations or even in board work.

Over 70 per cent of foundations' assets are invested in Finland (equity, real estate holdings and euro-denominated fixed income assets). This is partly due to favorable tax treatment, partly to the preference for investment items that a foundation can understand and follow over long term. Investing overseas is mostly done through investment funds.

Foundations' share portfolios are relatively stable: holdings from year to year show high correlation with previous years' holdings. Interviews with the largest foundations confirm this finding: investment policies allow for short or long holding periods, but in practice shares are bought with the intention of keeping them longer than one year. This trend is fortified by the fact that many foundations are important block-holders in listed companies: such holdings are rarely sold.

As corporate governors foundations are conservative. Often the board is the sole governing body of a foundation. The absence of owners as a control mechanism is seldom mitigated by existence of other forms of oversight of the board. Less than a fifth of foundations publish their financial information on their webpage. Foundations note that the non-profit sector is not subject to similar requirements of transparency as listed companies or pension insurers are.

Foundations bring relatively little volume to the share trading activity on the Nasdaq Helsinki Exchange. This is due to limited administrative resources, perceived long term nature of investments and tax reasons. However, as there are some three thousand foundations in Finland, in aggregate they increase trading and bring diverse independent valuation to the market.



# LÄHTEET, TERMIT JA KIRJALLISUUS

## KÄYTETTYJÄ TERMEJÄ

**J**ulkaisussa on käytetty seuraavia käsitteitä. Ulkomaisen keskustelun seuraamista varten on suluissa esitetty myös termin englanninkielinen vastine.

### APURAHASÄÄTIÖ (GRANT-MAKING FOUNDATION)

Säätiö, joka ei tee itse (esim. lääketieteellistä tutkimusta), vaan jakaa varoja muualla tehtävään työhön. Työ voi olla mitä tahansa yleishyödyllistä toimintaa. Säätiö arvioi kohteet ja jakaa apurahoja säädekirjan mukaisella tavalla.

### HELSINGIN PÖRSSI Nasdaq Helsinki –pörssi.

### LAHJOITUSSÄÄTIÖ (DONATIONS-BASED FOUNDATION)

Säätiö, joka rahoittaa toimintansa yleisöltä saatavilla lahjoituksilla.

### TARKOITUS (MISSION)

Säätiön säädekirjassa määrätty säätiön tarkoitus. Tarkoitus tähtää tyypillisesti hyväntekemiseen, joka voidaan nähdä varsin laajana käsitteenä. Tarkoitus voi olla tietyn taidelajin tarjoaminen yleisölle, syrjäytyneiden avustaminen, kahvilan ylläpitäminen urheilupuistossa. Tarkoitus tulee erottaa liiketoiminnasta: säätiön tarkoitus voi olla vähäosaisten auttaminen, jota toimintaa tuetaan ylläpidetään liiketoiminnalla, esimerkiksi yksityisellä sairaalatoiminnalla.

Tarkoitus liitetään nykyisin myös säätiön sijoitustoimintaan: ”mission-based investing” eli tarkoituksen mukainen sijoittaminen viittaa sijoitusvalintoihin, jotka ottavat säätiön tarkoituksen huomioon. Sotaveteraanisäätiö voi sijoittaa ase- tai tiedusteluteknologiaan, syöpäsäätiö lääketieteellisuuteen. Tarkoitusta voidaan siis toteuttaa koko taseella, ei pelkästään vuosittain käytettävillä varoilla.

### PÄÄOMASÄÄTIÖ (ENDOWED FOUNDATION TAI PELKKÄ ENDOWMENT, KUTEN HARVARD UNIVERSITY ENDOWMENT)

Säätiö, jolla on merkittävä sijoitusomaisuus, jonka tuotoilla tarkoitusta toteutetaan.

### PÖRSSIN MARKKINA-ARVO

Pörssiyritysten osakekannan markkina-arvojen summa. Nasdaq Helsinki –pörssin yhtiöistä Nordea ja TeliaSonera ovat listattuja sekä Helsingissä että Tukholmassa ja niillä on merkittävä omistajakunta näissä maissa. Näiden osalta voidaan markkina-arvo laskea kuuluvaksi joko täysin Ruotsiin, täysin Suomeen tai jakaa markkina-arvo puoliksi maiden välillä. Helsingin pörssille saadut arvot vuoden 2013 lopussa olivat edellä mainituilla tavoilla noin 160 mrd euroa, 200 mrd euroa tai 180 mrd euroa. Eri yhteyksissä voidaan käyttää eri kantalukua. Esimerkiksi tarkasteltaessa Nordean ja TeliaSoneran pääomistajia on myös ruotsalaiset omistajat otettu huomioon ja näin ollen otetaan huomioon ruotsalainen markkina-arvokin. Euroopan Unionin tilastoissa yhtiöiden markkina-arvot lasketaan vain yhteen maahan, näissä tapauksissa Ruotsiin.

### SOCIAL VENTURE CONNECTION, THE SOCIAL VENTURE EXCHANGE, ”SVX”

Ontario Securities Commissionin hyväksymä elektroninen portaali, jossa säätiöt ja hyväksytyt rahoittajat voivat jakaa tietoa ja neuvotella rahoituksesta. <http://www.svx.ca/>

### SRNK

Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta r.y. Nykyisin noin 160 apurahasäätiön yhdistys, joka tuottaa jäseninä oleville säätiöille ja apurahan hakijoille tiettyjä palveluita ja toimii kokoavana säätiökentän edustajana jäseniä koskevissa asioissa. Katso [www.saatiopalvelu.fi](http://www.saatiopalvelu.fi)

### SÄÄTIÖKONSERNI

Taloudellinen kokonaisuus, jossa säätiö omistaa osakeyhtiöitä. Useat tällaiset säätiöt laativat konsernitilinpäätöksen. Tässä julkaisussa on otettu mukaan koko säätiön omistama varallisuus eli konsernitilinpäätöksen tiedot, vaikkakin osakeyhtiölaissa konserni-käsite rajataan tilanteeseen, jossa suomalaisella **osakeyhtiöllä** on määräysvalta toisessa kotimaisessa tai ulkomaisessa yhteisössä tai säätiössä.



#### SÄÄTIÖPÄÄOMA

Säätiölle kertynyt ja/tai testamentteilla ja lahjoituksin tullut pääoma, jonka tuotoilla rahoitetaan säätiön tarkoituksen toteutumista. Usein säätiöpääoma ilmoitetaan velattomana omaisuuden arvona.

#### TEOLLINEN SÄÄTIÖ (INDUSTRIAL FOUNDATION)

Säätiö, joka omistaa merkittävän osuuden kaupallisella markkinalla toimivasta osakeyhtiöstä. Omistus on voinut tulla säätiöön yrittäjän testamentin myötä. Tyypillisesti nämä säätiöt eivät omista muita yhtä merkittäviä omistuksia. Näitä säätiöitä on mm. Tanskassa, Sveitsissä, Ruotsissa ja Hollannissa.

#### TOIMINNALLINEN SÄÄTIÖ (OPERATIVE FOUNDATION)

Säätiöllä itsellään on resurssit tarkoituksensa toteuttamiseen: ihmisiä, kiinteistöjä, osaamista ja organisaatio. Tällainen säätiö ei jaa apurahoja, vaan toimii tarkoituksen saavuttamiseksi omin voimin.

#### TRUST

Isossa-Britanniassa yhteisömuoto joka vastaa säätiö-käsitettä. Trust voi myös olla perhesäätiö, tai verotusjärjestelyjä varten perustettu säätiö, jonka tarkoitus ei ole yleishyödyllinen.

# SÄÄTIÖTUTKIMUKSEN TIETOKANNAT

Tässä julkaisussa esitetyt tilastot perustuvat kahden tietokantaan.

## Oikeusministeriön otos säätiörekisterin tiedoista

Ensimmäinen tietokanta on oikeusministeriön keräämä tietokanta otoksesta, johon kuuluu 937 suomalaista säätiötä. Otoksen hetkellä (vuoden 2012 lopussa) säätiörekisterissä oli 2850 säätiötä. Otos on poimittu seuraavasti:

Patentti- ja rekisterihallituksen säätiörekisteristä on poimittu satunnaisotoksena rekisteröimisnumeron mukaisessa järjestyksessä joka neljäs säätiö. Rekisteröimisnumerot annetaan rekisteröimisajan perusteella, joten otos kattaa koko säätiörekisterin olemassaolon vuodesta 1933 alkaen. Tämä poiminta tuotti 699 säätiötä.

Otokseen lisättiin kaikki Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunnan jäsenet, tuolloin 120 säätiötä. Osa näistä kuului jo aiempaan satunnaisotokseen.

Otokseen lisättiin taseen loppusumman, oman tai vieraan pääoman perusteella suurimmat säätiöt, jotka eivät vielä olleet otoksessa.

Lisäksi lisättiin ne säätiöt, jotka olivat vastanneet oikeusministeriön kyselyyn säätiöiden taloudellisista tiedoista. Vastaajia oli noin 600 ja osa oli jo otoksessa. Tämän lisäyksen jälkeen oikeusministeriön otoksen suuruus oli 937 säätiötä.

Oikeusministeriön materiaalia kehitettiin tutkimusta varten. Säätiöiden lisäksi materiaaliin lisättiin sellaiset suuret yhdistykset ja rahastot, jotka hallinnoivat säätiöityä pääomaa tai jotka pitävät luonnetaan säätiön tyyppisenä. Merkkinä tästä on näiden tahojen jäsenyys Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunnassa. Tällaisia tahoja oli 10. On myös huomattava, että jotkin rahastot ja yhdistykset ovat rekisteröityneet säätiörekisteriin ja siten olivat jo aiemmissa otoksissa (Kordelinin rahasto, Liikesivistysrahasto). Tässä julkaisussa kaikki nämä sisällytetään käsitteeseen "säätiö". Lisäksi lisättiin satunnaispoiminnalla säätiöitä niiltä toimialoilta, joista oli otoksessa varsin kapea edustus (noin kymmenen säätiötä per toimiala). Näitä lisäyksiä oli 20 säätiötä.

Tämän jälkeen otoksen tietoja tarkasteltiin kriittisesti ja poistettiin sellaiset säätiöt, jotka eivät olleet rekisteröineet säätiörekisteriin lainkaan tilinpäätöstietoja välillä 2010-2012. Näiden lisäysten ja poistojen jälkeen tietokannassa oli 889 säätiötä.

Oikeusministeriö oli koonnut lainvalmistelua varten seuraavat tiedot:

- Säätiöiden säännöt yksityiskohtaisesti
- Säätiöiden tilinpäätöstiedot vuosilta 2010-2012. niistä 937 säätiöstä, jotka olivat alkuperäisessä tietokannassa. Lainvalmistelua varten laaditut julkaisut ovat oheisessa lähdeluettelossa. Oikeusministeriön keräämiä tietoja täydennettiin siten, että tallennettiin säätiöiden sijoitus- ja rahoitusomaisuuden markkina-arvot tilinpäätöstietoihin. Näin saatiin parempi kuva säätiöiden omaisuudesta.

Säätiörekisteri toimitti tutkimuskäyttöön ns. vertailutiedot kaikista säätiörekisterissä olevien säätiöiden taloudellisista tunnusluvuista vuosilta 2011-2012. Tämän koko säätiökentän kattavan tiedon avulla voitiin arvioida koko säätiökentän kokoa, jakaumaa ja varallisuutta vuosina 2011-2012, siis myös sen osan, joka jäi oikeusministeriön otoksen ulkopuolelle.

Tietokannan sääntöosuuden koosti OTK Markus Tervonen oikeusministeriöstä (lukuun ottamatta lisättyjä 30 säätiötä, joiden säännöt kerättiin tähän julkaisuun). Tilinpäätösten täydentämisen tekivät KTM Eeva Ahdekivi ja tutkimusavustaja, KTK Jarkko Aalto. Säätiötietojen täydentämisessä saatiin merkittävää apua säätiörekisterin OTK Juha Viertolalta.

## Euroclear Finland Oy:n tietokanta

Säätiöiden sijoituksia arvioitiin Euroclear Finland Oy:ltä saatujen anonymisoitujen omistustietojen avulla. Otokseen poimittiin 872 numeroidun säätiön osakesalkkujen sisältö vuoden lopussa vuosina 2000-2013. Koko säätiökentästä laadittiin sekä kokonaistilastot että arviot säätiöiden omistusten muutoksista kyseisinä vuosina.

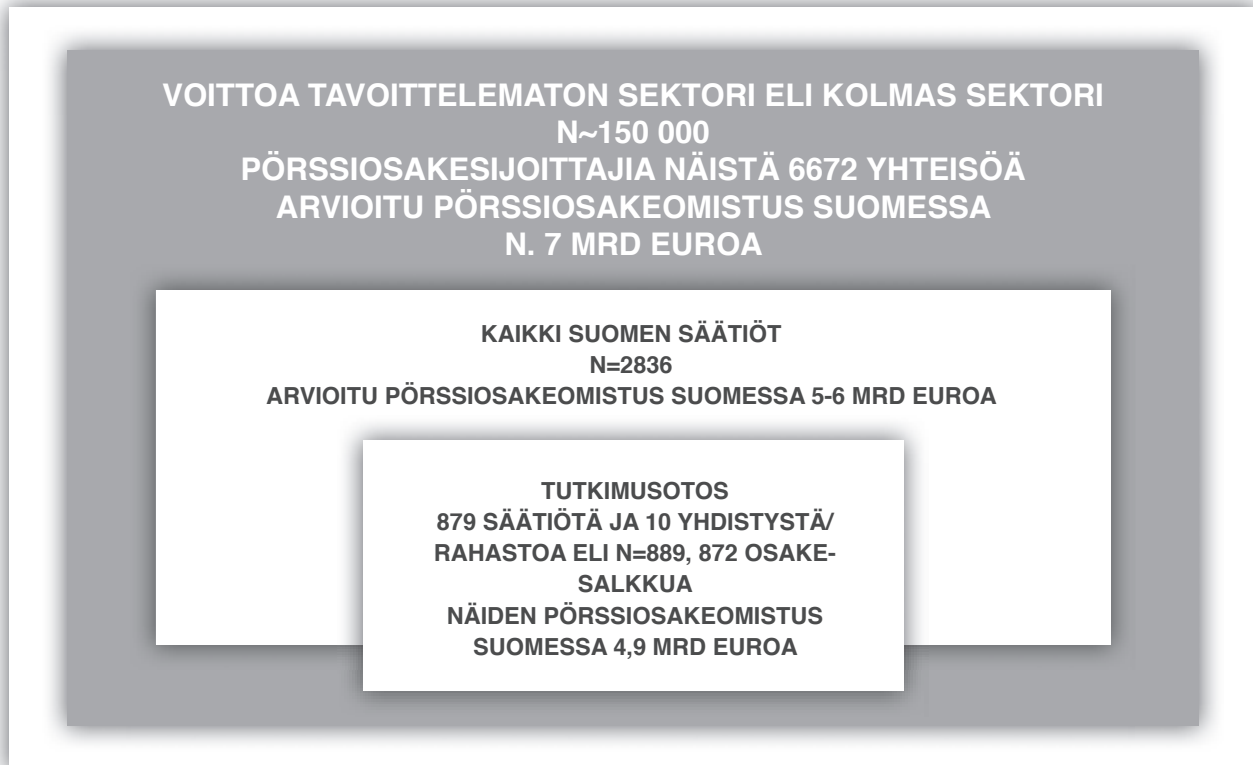
Analyytit toteutti KTM Eeva Ahdekivi.

## Käsitelty sektori ja sen osajoukot

Tilastollisesti seurataan usein koko kolmatta sektoria eli voittoa tavoittelemattomia yhteisöjä. Siksi sen osuus koko pörssin markkina-arvosta on esi-

tetty tässä julkaisussa. Muutoin julkaisu käsittelee vain säätiöitä (tietyin lisäyksin) ja tutkimusotos on osajoukko säätiöistä, lisättynä muutamalla yhdistyksellä ja rahastolla. Selvyyden vuoksi alla kuvaus eri joukoista, joihin on viitattu tässä tutkimuksessa:

**Kuva 2. Voittoa tavoittelematon sektori ja tutkimuksessa tarkastellut osajoukot**



Lähde: Euroclear Finland Oy, tiedot vuoden 2013 lopussa.

## LÄHTEET JA KIRJALLISUUS

Euroclear Finland Oy:n tietokannat ja tilastot suomalaisesta arvo-osuusjärjestelmästä huhtikuun 2014

Säätiörekisterin tietokannat, Patentti- ja rekisterihallitus

European Foundation Center tilastot 2014 [www.efc.be](http://www.efc.be)

Foundation Center [www.foundationcenter.org](http://www.foundationcenter.org)

Charity Commission [www.charity-commission.gov.uk](http://www.charity-commission.gov.uk)

### HAASTATTELUT

Arrakoski-Engardt, Annamari, toimitusjohtaja. John Nurmisen Säätiö, 17.3.2014 (ja sähköpostikeskustelua)

Aura, Johan, toimitusjohtaja. Svenska folkskolans vänner r.f., 12.2.2014

Bergh, Kaj-Gustaf, toimitusjohtaja. Föreningen Konstsamfundet r.f., 24.2.2014

Enright, Kathleen, toimitusjohtaja. Grantmakers for Efficient Operations GEO, 2.6.2014

Elfving, Christian, toimitusjohtaja. Sigrid Jusélius Stiftelse, 14.1.2014

Fagerholm, Jannica, toimitusjohtaja. Signe och Ane Gyllenbergs stiftelse, 19.3.2014

Hansmann, Henry, professori, Yale Law School. 16.6.2014

Jauhiainen, Jyrki, OTT ja Tervonen, Markus, OTK. Oikeusministeriö, 4.9.2014 ja 30.1.2014 (lisäksi useita sähköpostikeskusteluita)

Lounasmeri, Sari, toimitusjohtaja. Suomen Pörssisäätiö. 26.3.2014

Mutanen, Stefan, toimitusjohtaja, ja Holmström, Christer, talousjohtaja. Samfundet Folkhälsan i svenska Finland r.f., 24.1.2014

Mäenmaa, Arto, toimitusjohtaja. Jenny ja Antti Wihurin rahasto, 4.3.2014

Perälä, Johanna, KHT. PwC, 20.11.2013

Salonen, Hilikka, talousjohtaja. Koneen Säätiö, 31.3.2014

Savela, Heleena, toimitusjohtaja. Helsingin Sanomain Säätiö, 7.2.2014

Sunell, Ralf, sijoitusjohtaja. Suomen Kulttuurirahasto, 31.1.2014

Suvikumpu, Liisa, toimitusjohtaja. Säätiöiden ja rahastojen neuvottelukunta r.y. (SRNK), 11.9.2013.

Tervonen, Markus, OTK. Oikeusministeriö, 25.10.2013 (sekä useita sähköpostikeskusteluita)

Tuomala, Jari, partner, Bridgespan Group. 2.5.2014

Vesterinen, Johanna, toimitusjohtaja. Liikesivistysrahasto, 26.3.2014

Viertola, Juha, OTK. Patentti- ja rekisterihallitus, 22.11.2013

Wallgren, Dag, toimitusjohtaja. Svenska litteratursällskapet i Finland r.f., inklusive Svenska kulturfonden, 24.2.2014

Wiklund, Henry, kamarineuvos. 4.12.2013, 16.1.2014 ja 28.8.2014.

Vain sähköpostitse:

Bom, Marianna, talousjohtaja. Aalto-korkeakoulusäätiö, tammikuu 2014.

Sibakov, Mervi, intendentti. Teknologiateollisuuden 100-vuotissäätiö, tammikuu 2014.

## KIRJALLISUUS JA TUTKIMUKSET

Ahdekivi, Eeva, 2014, Foundations as owners – characteristics, governance and investment style. Working paper, Aalto University.

Anheier, Helmut K., 2001, Foundations in Europe: A comparative perspective. Civil Society Working Papers.

Arrow, Kenneth J., 1963, Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, *The American Economic Review* 53, 941–973.

Ben-Ner, Avner, 2002, The shifting boundaries of the mixed economy and the future of the nonprofit sector, *Annals of Public and Cooperative Economics*.

Bon, Dorian, and Richard L Fox, 2014, The Life Span of a Private Foundation: Perpetual or Limited.

Brown, Jeffrey R., Stephen G. Dimmock, Jun-Koo Kang, and Scott J. Weisbenner, 2014, How University Endowments Respond to Financial Market Shocks: Evidence and Implications, *American Economic Review* 104, 931–962.

Chordia, Tarun, Richard Roll, and Avanidhar Subrahmanyam, 2011, Recent trends in trading activity and market quality, *Journal of Financial Economics* 101, 243–263.

Cohen, Randolph B., Paul A. Gompers, and Tuomo Vuolteenaho, 2002, Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions, *Journal of Financial Economics* 66, 409–462.

Core, John E., Wayne R. Guay, and Rodrigo S. Verdi, 2006, Agency problems of excess endowment holdings in not-for-profit firms, *Journal of Accounting and Economics* 41, 307–333.

Cremers, K. J. Martin, and Antti Petajisto, 2009, How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, *Review of Financial Studies* 22, 3329–3365.

Edelman, Paul H, Randall S Thomas, and Robert B Thompson, 2014, Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism. ECGI Law Working Paper.

Fack, Gabrielle, and Camille Landais, 2012, Charitable giving and tax policy: a historical and comparative perspective Conference Volume Paris School of Economics Editors, C.

Fama, Eugene F, and Michael C Jensen, 1983, Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics* XXVI.

Fisman, Raymond, and R. Glenn Hubbard, 2003, The role of nonprofit endowments, *The governance of not-for-profit organizations* I.

Glaeser, Edward L., and Andrei Shleifer, 2001, Not-for-profit entrepreneurs, *Journal of Public Economics* 81, 99–115.

Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju, 2000, The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set, *Journal of Financial Economics* 55, 43–67.

Hansmann, Henry B., 1987, Economic theories of nonprofit organization, *The nonprofit sector: A research handbook*.

Hansmann, Henry B., 1990, Why do universities have endowments?, *The Journal of Legal Studies* 19, 3–42.

Hansmann, Henry B., and Steen Thomsen, 2013, Managerial Distance and Virtual Ownership: The Governance of Industrial Foundations. ECGI Working Paper Series in Finance.

Herrmann, Markus, and Gunter Franke, 2002, Performance and Policy of Foundation-owned Firms in Germany, *European Financial Management* 8, 261–279.

Hines, James R., Jill R. Horwitz, and Austin Nichols, 2010, The Attack on Nonprofit Status: A Charitable Assessment, *Michigan Law Review* 108, 1179–1221.

Jatkola, Vesa, and Kirsti Sälli, 2010, Säätiöiden valtiontuki ja valvonta. Valtiontalouden tarkastusvirasto.

Jauhiainen, Jyrki, 2012, Säätiölainsäädännön uudistaminen: Selvitys kansainvälisestä säätiöoikeudesta. Oikeusministeriö, Helsinki.

Jauhiainen, Jyrki, 2013, Uusi säätiölaki - Säätiölain uudistamistyöryhmän mietintö. Oikeusministeriö, Helsinki.

Kay, John, 2012, The Kay review of UK equity markets and long-term decision making *Final Report (July)*.

Keloharju, Matti, Samuli Knupfer, and Elias Rantapuska, 2012, Mutual fund and share ownership in Finland, *Liiketaloudellinen Aikakauskirja* 2, 178–198.

Murto, Risto, 2005, Mistä Suomelle omistajat?, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 3, 1–6.

Männikkö, Marko, and Kirsti Sälli, 2014, Jälkiseurantaraportti: Säätiöiden valtiontuki ja valvonta. Valtiontalouden tarkastusvirasto.

Petersen, Tommy, 2006, Investments of Finnish foundations, Helsinki School of Economics

Ravi, Aparna, 2013, Foundations in France *The FEBS journal*.

Roeger, Katie L., Amy S. Blackwood, and Sarah L. Pettijohn, 2012, *The Nonprofit Almanac 2012*. 2012th ed. Vol. 52 (Urban Institute).

Rose-Ackerman, Susan, 1996, Altruism, nonprofits, and economic theory, *Journal of economic literature* XXXIV, 701–728.

Tervonen, Markus, 2012, Säätiölainsäädännön uudistaminen- selvitys kansallisten säätiöiden säännöistä ja käytännöistä. Oikeusministeriö, Helsinki.

Thomsen, Steen, 2013, Industrial Foundations in the Danish Economy. Copenhagen Business School Discussion Papers, Copenhagen Business School, Copenhagen.

Weisbrod, Burton A, 1988, *The Nonprofit Economy*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Viren, Matti, 2014, *Yleishyödylliset Yhteisöt Suomessa: Verot, Lahjoitukset ja Avustukset Tutkimuksen Kohteena*. Svenska Handelshögskolan, Helsinki.

---

Kuvituskuvat: shutterstock.com



# SÄÄTIÖT OMISTAJINA



Fabianinkatu 14, 00100 Helsinki, [www.porssisaatio.fi](http://www.porssisaatio.fi)  
Voit tilata tätä kirjaa Pörssisäätiön verkkokaupasta [www.porssisaatio.fi](http://www.porssisaatio.fi)