

# Rahoitusmarkkinoiden tila<sup>1</sup>

## 1. Johdanto

Rahoitusjärjestelmä takaa sen, että pääomaresursseja voidaan siirtää sinne, missä ne ovat tehokkaimmassa käytössä. Taloudelliset innovaatiot auttavat niukkojen resurssien siirtämistä suhteellisen alhaisesta hyötykäytöstä suhteellisesti hyödyllisempään käyttöön, mikä parantaa taloudellista tehokkuutta.

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

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on

1. Varojen allokointi mahdollisimmin tehokkaasti yli- ja alijäämäisen sektorin välillä. Rahoitusmarkkinoiden allokatiivisella tehokkuudessa tarkoitetaan sitä, että ylijäämäsektorin sijoitukset löytävät tiensä

alijäämäsektorille mahdollisimman pienin kustannuksin ja vähäisellä viiveellä. Allokatiivisesti tehokkailla markkinoilla ei ole tarpeettomia kaupankäyntikustannuksia tai veroja.

2. Informaation välittäminen. Informatiivisesti tehokkailla markkinoilla sijoittajat ovat ajantasaisesti perillä eri sijoituskohteiden ominaisuuksista, tuotoista ja riskeistä. Yrityksen toimintaedellytysten heikentymistä ei esimerkiksi pystytä peittelemään, koska yritys joutuu säännöllisin väliajoin toimittamaan markkinoille tilinpäätöstietonsa. Yrityksen osakkeiden tai velkakirjojen kurssien lasku markkinoilla on sijoittajille signaali siitä, että markkinat katsovat sen muuttuneen aikaisempaa riskisemmäksi tai kassavirroiltaan aikaisempaa vähemmän houkuttelevaksi sijoituskohteeksi.
3. Rahoitusvaateiden likvidisyyden parantaminen. Yritysten investoinnit ovat tyypillisesti useiden vuosien projekteja, mutta sijoittajat eivät välttämättä jaksaa odottaa

<sup>1</sup> Kirjoitus perustuu Liikesivistysrahaston vuoden 2003 vuosikokouksen yhteydessä pidettyyn esitelmään.

tuottoaan näin pitkään. Likvideillä rahoitusmarkkinoilta sijoittajat voivat realisoida osakkeensa tai velkakirjansa, minkä vuoksi rahoituksen saaminen pitkäaikaisempiinkin projekteihin on mahdollista.

4. Riskin hajauttaminen. Kaikkien munien laittaminen samaan koriin aiheuttaa sijoittajalla suuren riskin. Rahoitusmarkkinat mahdollistavat riskin ajallisen ja määrällisen hajauttamisen.

Miten suomalaiset rahoitusmarkkinat toimivat näiden tavoitteiden valossa vuonna 2003?

## 2. Pääomamarkkinoiden verotuksesta

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

Maamme rahoitusmarkkinat olivat 1980-luvun alkupuolelle asti vahvasti säännelty ja heikosti kehittyneet. Markkinat vapautettiin ripeässä aikataulussa vuosikymmenen toisella puoliskolla, minkä murrosvaiheen jälkeen Suomen talous ajautui syvään lamaan ja pankkisektori joutui kriisiin. Vaikka jälkikäteen katsottuna rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen olisi voinut tehdä hallitumminkin, on selvää, että markkinoiden perusrakenteita oli pakko muuttaa ja yritystoiminnan kansainvälistyessä kansallisten rahoitusmarkkinoiden hitaampi rakennemuutos olisi tuottanut omat ongelmansa. Rapatessa roiskuu – ja roiskui. Mutta suomalaisen talouselämän rakenne saatiin perustaltaan kestäväksi niiden välttämättömien päätösten ansiosta.

Poliittisessa päätöksenteossa vaikeita päätöksiä on helpointa tehdä, kun kaikki tunnista-

vat ja tunnustavat päätöksenteon välttämättömyyden. On helppo nähdä, että 1990-luvun alun talouskriisi maassamme mahdollisti monet kauaskantoiset talouspoliittiset päätökset, joiden hedelmiä nautimme yhä tänä päivänä. Näillä muutoksilla tarkoitan merkittäviä muutoksia muun muassa kirjanpito- ja arvopaperimarkkinalainsäädännössä sekä verotusjärjestelmässä.

Yksi rahoitusmarkkinoiden informatiivisen tehokkuuden edellytyksistä on, että yrityksen tilinpäätös laaditaan sellaisten pelisääntöjen mukaisesti, että lopputuloksen eli tuloslaskelman ja taseen perusteella yrityksen sidosryhmät tietävät, miten yrityksellä menee. Tämä tänään yksinkertaiselta kuulostava ajatus ei ollut mitenkään itsestään selvä menneessä maailmassa. Kirjanpitolainsäädöstön muuttuminen merkittävästi 1990-luvulla on mahdollistanut suomalaisten yritysten houkuttelevuuden myös kansainvälisen pääoman edustajien näkökulmasta. Samalla erityisesti osakemarkkinoidemme likviditeetti on parantunut ja ulkomaalaisomistus Helsingin Pörssissä on noussut yli puoleen. Muistamme, että ulkomaalaisomistus vapautui vasta kymmenen vuotta sitten.

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

Verojärjestelmän muutos 1990-luvun alkupuolella on osaltaan mahdollistanut yritysten taserakenteiden ja pääomamarkkinoiden kehiti-

## DISCUSSION

tymisen nykyiselle tasolle. Kirjanpidon joustokohtien rajoittaminen ja yritysverokannan asettaminen kohtuulliselle tasolle on johtanut siihen, että yritysten maksavat verot muodostavat merkittävän osan valtion verotuloista. Veropäätöksillä voidaan nopeasti vaikuttaa yritysten sijoituspäätöksiin ja sijoittajien sijoituspäätöksiin. Ennen 90-luvun vaihteen verouudistusta yritykset tekivät mieluummin tehottomia investointeja kuin pyrkivät tuloksentekoon ja kohtuuttomaan veronmaksuun. Yhteiskunnassa pääoma ei allokoitunut niin tehokkaasti kuin mitä se tekee tänä päivänä. Verot luonnollisesti aina aiheuttavat kitkaa talouselämän kehitykselle, mutta järjestelmä on mahdollista rakentaa sellaiseksi, että se ei ohjaa pääomia väärin.

On tärkeää tiedostaa, että kansallinen päätöksentekovapautemme on veropäätöksissä merkittävästi kaventunut viime vuosien aikana. Kevään 2003 eduskuntavaalien alla ns. Arvelan työryhmän raportin ehdotuksia käsiteltäessä tuntui unohtuvan, että mahdollisuutemme rajoittaa pääomien liikkuvuutta ja suuryritysten sijoittumista on tänä päivänä hyvin pieni. Pääomavirroilla ei ole kotimaata, mikä tekee niiden hallitsemisen kansallisilla päätöksillä mahdolliseksi. Yritysten edun mukaista olisi, että kaikki verot yritysveroista osingoista perittäviin olisivat mahdollisimman pienet. Mutta käytännössä realismia on, että jotain veroja yritysten ja niiden omistajienkin pitää ja kannattaa maksaa.

Vaaleja edeltävissä keskusteluissa talouselämää koskevista kysymyksistä pinnalle nousi oikeastaan vain kysymys osinkojen verottamisesta eli avoimien -järjestelmän purkamisesta. Nokian pääjohtaja Jorma Ollilakin vastusti osinkojen verotusta yksittäisenä kysymyksenä. Mutta onko kohtuullista odottaa, että Arvelan esityksestä noukitaan vain rusinat pullasta eli

otetaan ehdotetut mieluisat kohdat kuten yritysverokannan lasku 25 prosenttiin, korkeimman marginaaliveroprosentin laskeminen 50 prosenttiin ja varallisuusveron poisto minkä lisäksi päätetään, että ehdotettu osinkojen verotus unohdetaan? Onko tämä realistista?

Miten Nokia vastaisi, jos sitä pyydetäisiin valitsemaan kahden vaihtoehdon välillä; ennen vaaleja käytössä olleen ja Arvelan esittämän kesken? Nokian omistuksesta 90 prosenttia on ulkomaisissa käsissä ja lopusta 10 prosentistaakin merkittävä osa on verovapaiden säätiöiden hallussa. Nokian kaltaista yritystä osinkojen verolle laittaminen ei juuri hetkauttaisi kun sen sijaan yritysveron lasku 25 prosenttiin, johtajien marginaaliveroprosentin laskeminen 50 prosenttiin ja optiomiljonäärien varallisuusveron poistaminen olisivat todennäköisesti tervetulleita muutoksia. Ja vastaavan kaltaisessa tilanteessa on moni suomalainen suuryritys tänä päivänä.

Suomalaiset yritykset kasvavat ja kansainvälistyvät. Merkittävimmät asiakkaat ovat jo ulkomailta. Eryyisesti tuotantoa siirretään alhaisemman kustannustason maihin. Osakeomistus kansainvälistyy. Yritysten hallitukseen ja toimintaan johtoon valitaan ulkomaalaisia. Enää ei ole itsestään selvää sekään, että yrityksen pääkonttori pysyy Suomessa.

Ulkomaisen verokilpailun ja suuryritysten edessä ei poliitikkojenkaan pidä tuntoa oloaan voimattomaksi. Selvää kuitenkin on, että yritys- ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisestäkään ei voida valita vain mieluisia piirteitä. Jos ja kun haluamme nauttia vapaista pääomavirroista ja likvideistä markkinoista, meidän täytyy hyväksyä se tosiseikka, että veropoliittisesti ei enää voida tehdä päätöksiä, jotka poikkeavat kansainvälisestä käytännöstä. On selvää, että osinkojen verotus on yksi sellainen kysy-

mys, josta pitäisi voida avoimesti keskustella kiihkottomasti eri näkökulmista ja kokonaisuus huomioiden.

### 3. Suomalaisista korkomarkkinoista

Euroopan unionissa rahoitusmarkkinat ovat integroituneet kiihtyvällä vauhdilla, mitä kehitystä on tukenut rahoituslainsäädännön yhdenmukaistaminen, sääntelun purkaminen, uudet rahoitustuotteet ja tekninen kehitys. Kilpailu rahoitusmarkkinoilla on kiristynyt ja erot eri toimialojen kuten pankkitoiminnan ja vakuutusalan välillä ovat kaventuneet. Voidaan sanoa, että rahoitusmarkkinamme ovat nykyään likvidit ja ne toimivat allokatiivisesti hyvinkin tehokkaasti ja tarjoavat luotettavaa informaatiota sekä ylijäämä- että alijäämäsektorille. Riskien hajauttaminen onnistuu helposti yli sijoitusluokka- ja maarakojen ja rahoitusmarkkinat toimivat tehokkaasti talouselämän shokkien vaimentajana (ks. esim. Jokivuolle, 2002).

Julkisesta keskustelusta saattaa jäädä sellainen mielikuva, että rahoitusmarkkinat itse aiheuttavat uusia shokkeja talouteen. Todellisuus on päinvastainen. Jos sallitaan, vertaan rahoitusmarkkinoita junaliikenteeseen<sup>2</sup>; niinä päivinä kun juna kulkee aikataulun mukaisesti, kukaan ei kiinnitä asiaan huomiota. Mutta sinä yhtenä syksyisenä aamuna kun juna on puoli tuntia myöhässä, muistuvat mieleen kaikki edellisten vuosien myöhästymiset. Samaan tapaan rahoitusmarkkinoilta mieliimme muistuvat muutamat ylilyönnit normaalin toimivan markkinan jäädessä ilman huomiota. Mutta samoin kuin liikenne ajautuisi kaaokseen ilman raide-

liikennettä, pysähtyisi talouselämä ilman toimivia rahoitusmarkkinoita.

Riskienhallintatehtävän toteuttamisen kannalta rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyys, syvyys ja laajuus ovat tärkeitä asioita. Valuutta-, korko-, osake- ja raaka-aine- ja luottomarkkinoilla vaihdetaan päivittäin miljardien eurojen edestä riskejä. Tämä riskienjakamisfunktio on yksi markkinoiden tärkeimpiä tehtäviä, sillä se mahdollistaa alkuperäisen riskiposition muokkaamisen. On huomattava, että tänä päivänä suurtenkaan yksittäisten yritysten konkurssit eivät vaaranna markkinoiden perustoimintaa. Lainanantajat ja osakkeenomistajat ovat pystyneet hajauttamaan ja tarvittaessa johdannaismarkkinoilla muuten suojaamaan portfolionsa siten, että yksittäiset epäonnistumiset eivät vaaranna koko positiota.

Suomalaiset rahoitusmarkkinat ovat tänään osa eurooppalaista markkinaa. Jos markkinamme onkin kehittynyt viime vuosina voimakkaasti, muutamissa kohdin kotimainen järjestelmämme on vielä jäljessä kansainvälistä kehitystä. EMU:n kolmannen vaiheen myötä Suomen rahamarkkinat eli lyhyen koron markkinat kokivat merkittäviä muutoksia. Euroalueen rahapolitiikasta vastaa nykyään eurojärjestelmä, johon kuuluvat Euroopan keskuspankki ja EU-maiden keskuspankit. Rahapoliittinen päätöksenteko on keskitetty EKP:n neuvostoon. Voidaan sanoa, että kansalliset rahamarkkinamme ovat nopeassa aikataulussa muuttuneet euromarkkinoiksi (ks. esim. Koskenkylä, 2002).

Suomalaiset pitkän koron markkinat eivät sen sijaan ole kehittyneet odotusten mukaisesti, sillä suomalaiset yritykset eivät ole kokeneet

<sup>2</sup> Esimerkin innoittajana on ollut se kokemus, jonka kirjoittaja on hankkinut toimimalla VR-yhtymä Oy:n hallituksen puheenjohtajana.

## DISCUSSION

yrittäjälainojen liikkeeselaskua tarpeelliseksi. Osaltaan tämä on johtunut siitä, että yrityssektorin tarve uudelle vieraalle pääomalle on vähentynyt tulo-rahoituksen ollessa riittävää. Toinen syy on ollut se, että pankit ovat pystyneet tarjoamaan edullisia luottoja yrityssektorille, mikä on ollut mahdollista kiitos hyvän kustannustehokkuuden. Alhaiset luottopreemiot ovat olleet mahdollisia myös pankkien varainhankinnan edullisuuden ansiosta. Rahoitusmarkkinoiden suppeus, sijoitusinstrumenttien vähyytys ja talletustilien verottomuus selittivät aikoinaan sen, miksi talletukset ovat olleet suurin kotitalouksien finanssivarallisuuden muoto Suomessa.

Mielenkiintoista on kuitenkin todeta, että samalla kun rahoitusmarkkinat ovat avautuneet ja laajentuneet, sijoitusinstrumenttien valikoima on räjähtänyt ja talletustilien tuotto on laitettu verolle, kotitalouksien pankkitalletusten määrä on edelleen kasvanut. Talletuspankkien keräämillä yleisön talletuksilla on rahoituksen välityksessä keskeinen rooli. Yleisön talletukset talletuspankeissa ovat noin 60 miljardia euroa, mikä vastaa lähes puolta bruttokansantuotestamme. Kotitalouksien talletukset muodostavat kolme neljäsosaa pankkien talletuksista. Huolimatta pankkitilien alhaisista tai jopa olemattomista tuotoista erilaiset sekki-, käyttely- ja määräaikaistilit ovat säilyttäneet yleisön keskuudessa suosionsa suhteessa muihin säästämismuotoihin. Tämä on mahdollistanut pankeille rahan edelleen lainaamisen muita markkinoita alhaisemmilla (riski)preemioilla.

Jos suomalaiset yritykset ovat pystyneetkin nauttimaan edullisista pankkilainoista, tilanne tulee lähivuosina väistämättä muuttumaan. Tulevaisuudessa suomalaisten kotitalouksien taloudellinen käyttäytyminen tulee järkeistymään, millä on suuria vaikutuksia pankkien va-

rainhankinnan rakenteeseen, riittävyyteen ja kustannuksiin. Se, että kansalaiset oppivat vertailemaan eri säästövaihtoehtoja keskenään ei yksin riitä. Samalla markkinoilta vaaditaan mm. eri sijoitusvaihtoehtojen veroneutraliteettia. Tässä kohdin parhaillaan työskentelevä ns. Louekosken siva-työryhmä on avainasemassa. Selvää on, että markkinoiden kehittyminen edellyttää sellaista rohkeaa suhtautumista eri säästövaihtoehtoihin, joka menee yli perinteisten vakuutusyhtiö- ja pankkiraja-aitojen.

Perinteisen rahoituskatteen osuus pankkien ja muiden finanssitavaratalojen tuotoista todennäköisesti pienenee neuvonta- ja varallisuudenhoitopalvelujen merkityksen kasvaessa. Yritysten näkökulmasta kehitys tarkoittaa sitä, että niiden tulee opetella vieraan pääoman ehtoisen markkinan pelisäännöt. Ja vaikka kotitaloudet jatkossakin pitäytyisivät pankkitileillä, muuttuvat pankkilainojenkin korot riskiä vastavaksi Baselin komitean ehdottamien pankkien vakavaraisuusvaatimusten tullessa voimaan lähivuosien aikana.

### 4. Markkinoiden informaatiotehokkuudesta

Markkinoiden informaatiotehokkuus on kasvanut julkisesti noteerattujen yritysten sitoutuessa raportoimaan kehityksestään neljännesvuosittain. Nokia on omaehtoisesti aloittanut käytännön, jossa se raportoi kehityksestään kvartaalien välilläkin ns. 'mid-quarter-updaten' muodossa. Yritys raportoi taloudellisesta kehityksestään kahdeksan kertaa vuodessa. Miksi ihmeessä?

Jos suomalaiset rahoitusmarkkinat ovatkin teknisesti kehittyneet dramaattisesti viimeisen 20 vuoden aikana, on syytä uskoa, että kaikki osapuolet eivät ole henkisesti pysyneet mukana kehityksen kelkassa. On hienoa, että rahoitusmarkkinamme on teknisesti kehittyneet siihen

tilaan, jossa ne nyt ovat mutta se ei yksin riitä, jos järjestelmän osapuolet eivät ymmärrä markkinoiden toimintaa. Pääomamarkkinoista elää monta myyttiä, joista tässä käsittelen yhtä, pääomamarkkinoiden lyhytnäköisyyttä.

Vielä 1980-luvulla jotkut yritysjohtajat ilmoittivat julkisesti pitävänsä omaa pääomaa vierasta pääomaa edullisempänä. Nyt on opittu, että asia on nimenomaan päinvastoin; oma pääoma on aina kalliimpaa kuin vieras pääoma. 1990-luvun väärinkäsityksenä tuntui olevan, että pääomamarkkinat ja siellä toimivat sijoittajat toimivat jotenkin lyhytnäköisemmin kuin yritykset. Vielä 2000-luvulla puhutaan kvartaalikapitalismista, vaikka ilmeisesti pitäisi jo alkaa puhua puolikvartaalikapitalismista.

Miksi rahoitusmarkkinoilla vaaditaan, että yritykset raportoivat tuloskehityksestään neljännesvuositain? Eikö harvempi tahti riittäisi? Harvempikin tahti voisi varmasti olla mahdollinen, mutta tällöin yritysten osakkeet ja joukkovelkakirjat eivät olisi sijoittajien näkökulmasta yhtä houkuttelevia. Osake- ja korkosijoittajat vaativat nykyistä korkeampaa riskipreemiota, sillä he kokisivat positionsa aikaisempaa riskisemmäksi – joutuisivathan he odottelemaan yritysten uutisia useiden kuukausien ajan.

Osakekurssi ei heijastele pelkästään yrityksen nykyhetken tulosta vaan kaikkien tulevien tulosten nykyarvoa. Osakkeenomistaja ottaakin riskin yrityksen tuloskehityksestä useiksi vuosiksi tulevaisuuteen, vaikka hän suunnittelisikin pitävänsä osakkeen vain lyhyen aikaa. Juuri tästä riskinotosta hänelle maksetaan suurempana tuotto-odotuksena (ks. Saarnio et al., 2000). Mitä tiheämmin ja luotettavammin yritys sitoutuu kertomaan tuloskehityksestään, sitä turvallisemmin mielin sijoittaja voi yrityksen osakkeita ja velkakirjoja omistaa.

## 5. Kohti omistajalähtöistä johtamista

Julkisuudessa näkee silloin tällöin yritysjohdon haastatteluja, joissa toimiva johto pitää neljännesvuosiraportointia stressaavana. Sitä se varmasti onkin, onhan järjestelmän tarkoitus pitää yrityksen johto jatkuvasti hereillä ja vaatia selityksiä välittömästi, jos etukäteen annetuissa tavoitteissa ei pysytä. On markkinoiden oikeus vaatia raportointia sitä vastaan, että yritykselle on annettu pääomat edelleen sijoitettavaksi. On helppo olla samaa mieltä OKO:n pääjohtaja Antti Tanskasen kanssa hänen kummastellessaan yrityksiä, jotka vastustavat sellaista kvartaalikapitalismia, jossa yritykset kaikessa yksinkertaisuudessaan sitoutuvat raportoimaan tuloskehityksestään kolmen kuukauden välein.

On luonnollista, että yritysjohto kokee tehtävänsä hetkittäin myös stressaavana, sillä markkinat eivät halua antaa liikaa pääomia yritysjohdon käyttöön ilman näyttöjä siitä, että pääomia todella pystytään käyttämään tehokkaasti. Markkinoilla on *sijoittajia*, jotka käyttäytyvät lyhytnäköisesti ja vaativat lyhyen aikavälin tuloksia pitkän aikavälin tulosten kustannuksella. Markkinoilla on *kokemattomia analyytikoita*, jotka eivät ymmärrä yritystoiminnan yksityiskohtia. Markkinoilla on *tilanteita*, joissa yritysten osakkeista maksetaan selvästi niiden todellista arvoa enemmän tai vähemmän. Mutta yhtä varmasti kuin on olemassa sekä hyviä että huonoja yrityksiä, markkinoilla on myös *pitkän aikavälin tulosta arvostavia sijoittajia ja analyytikoita*, jotka ymmärtävät erilaisten yritysten liiketoimintaa hyvin. Pitkällä juoksulla nämä sijoittajat menestyvät. Pitkällä juoksulla arvopereiden arvot heijastavat vain ja ainoastaan yritystoiminnan todellista arvoa. Pitkällä juoksulla rahoitusmarkkinoilta edullisimmin pääomaa saavat ne yritykset, joiden johto on omil-

## DISCUSSION

la näytöillään saanut sijoittajat luottamaan siihen, että yritys pystyy sijoittamaan pääomia tuottavasti riskitaso huomioiden.

Suomalaisittain on mielenkiintoista havaita, että yritys, jonka johdon kyvykkyyteen todennäköisesti luotetaan enemmän kuin minäkään toisen yrityksen on itse oma-aloitteisesti aloittanut vaadittua tiheämmän raportoinnin. Kvartaaliraportointia kritisoivat johtajat löytyvät aivan toisista yrityksistä. Samoista osoitteista löytyvät tahot, jotka kritisoivat omistajalähtöistä johtamista yritystoiminnan lähtökohtana.

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

Kehitys on viime vuosina mennyt kohti terveempää ja talousteoreettisesti perusteltua tilannetta, jossa tunnustetaan yrityksen olemassaolon perustaksi lisäarvon tuottaminen omistajille. Puhutaan omistajalähtöistä johtamisesta. Omistajalähtöisen kehityksen taustalla on eri intressiryhmien voimat ja niiden kehittyminen. Johtamis- ja omistustrategioiden sisältöön vaikuttavat ennen muuta johdon, omistajien ja muiden sidosryhmien keskinäiset voimasuhteet, yrityksen taloudellinen tilanne ja kehitysvaihe sekä yhteiskunnallis-taloudelliset instituutiot ja niiden kehitys.

Omistajalähtöisen johtamisjärjestelmän tehtävä on kannustaa yritysjohtoa ajattelemaan ja toimimaan kuten osakkeenomistajat. Omis-

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

Omistajalähtöinen strategia on sellainen, joka maksimoi omistajalisäarvon tuoton tulevaisuudessa. Perinteiseen strategian laadintaan verrattuna omistajalähtöisen strategian laadinnassa käytetään enemmän kvantitatiivista analyysia eri strategioiden tuottoja arvioitaessa. Yleisen käsityksen mukaan aikaisempaa systemaattisemmat päätöksentekomenetelmät ovat tulossa strategiseen suunnitteluun aikaisempaa vahvemmin. Yksi syy tälle on omistajien vaikutusvallan kasvu yritysten johtamisessa.

### 6. Rahoitusmarkkinoiden roolista

Yritykset eivät ole olemassa rahoitusmarkkinoita varten. Päinvastoin, rahoitusmarkkinat ovat olemassa yrityksiä ja niiden omistajia varten. Toisin kuin julkisuudessa käytävästä keskustelusta voisi päätellä, rahoitusmarkkinat eivät ole alttari, jolle uhrataan muiden kuin osakkeenomistajien edut. Päinvastoin, rahoitusmarkkinat on se mekanismi taloudessa, joka mahdollistaa kehittyvän yritystoiminnan ja sen, että sijoittajat voivat saada säästöilleen mahdollisimman hyvän tuoton.

Rahoitusmarkkinoiden ja talousteorian logiikka mahdollistaa sen, että yritystoiminnan lähtökohta on terveellä, omistajalähtöisellä poh-

jalla. Tämä on edellytys sille, että varat allokoituvat tehokkaasti yli- ja alijäämasektorin välillä ja rahoitusmarkkinat pystyvät toimimaan tehokkaasti. Hyvät investointikohteet saavat rahoitusta ja tehotomassa käytössä oleva pääoma vaaditaan takaisin sijoittajille. Tehokkaasti toimivat rahoitusmarkkinat mahdollistavat sen, että yritystoimintaa ja reaali-investointeja pystytään suunnittelemaan pitkäjänteisesti ja tuotto-riski-suhteessa oikein perustein. Pääosalle yrityksiä pörssilistautuminen ei ole missään olosuhteissa tarpeellinen saati välttämätön vaihtoehto. Nämäkin yritykset voivat kuitenkin hyötyä siitä informaatiosta, jota rahoitusmarkkinat tarjoavat. Miten muuten yritys voi perustaa päätöksensä investoinneista, optimaalisesta pääomarakenteesta ja osinkopolitiikasta kuin perustaen päätökset talousteoriaan ja sen pohjalta toimiviin rahoitusmarkkinoihin? Oman ja vieraan pää-

oman kustannukset määräytyvät rahoitusmarkkinoilla, oli yritys julkisesti noteerattu tai ei.

Liiketaloustieteellinen osaaminen ja liikesivistys lähtee rahoitusmarkkinoiden toiminnan ymmärtämisestä. Julkisuudessa usein havaittava pörssimarkkinoiden ja yritystoiminnan vastakkainasettelu on talouselämän kehityksen kannalta haitallista ja voi perustua vain joko tahalliseen tai tietämättömyyteen perustuvaan väärinymmärrykseen. ■

### Kirjallisuutta

**JOKIVUOLLE, E.** (2002). Financial markets: Shock absorbers or shock creators? *The Finnish Journal of Business Economics* 51:2, 181–186.

**KOSKENKYLÄ, H.** (Toim.). Suomen Rahoitusmarkkinat 2002. Suomen Pankki, Tutkimuksia A:102.

**SAARNIO, A., PUTTONEN, V., & ERONEN, A.** (2000). Omistajalähtöinen johtaminen. Yritysjohdo markkinoiden ristitulella. WSOY Ekonomia-sarja.