

Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja • Yritykset • 2021:16

Tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa: uhka vai mahdollisuus?



Työ- ja elinkeinoministeriö
Arbets- och näringsministeriet

Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisuja 2021:16

Tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa: uhka vai mahdollisuus?

Tero Luoma, tohtorikandidaatti, Hanken Svenska handelshögskolan

Työ- ja elinkeinoministeriö Helsinki 2021

Julkaisujen jakelu

Distribution av publikationer

Valtioneuvoston julkaisuarkisto Valto

Publikations-
arkivet Valto

julkaisut.valtioneuvosto.fi

Julkaisumyynti

Beställningar av publikationer

Valtioneuvoston verkkokirjakauppa

Statsrådets
nätbokhandel

vnjulkaisumyynti.fi

Työ- ja elinkeinoministeriö

© 2021 tekijä ja työ- ja elinkeinoministeriö

ISBN pdf: 978-952-327-721-2

ISSN pdf: 1797-3562

ISBN painettu: 978-952-327-705-2

ISSN painettu: 1797-3554

Taitto: Valtioneuvoston hallintoyksikkö, Julkaisutuotanto

Helsinki 2021

Paino: PunaMusta Oy, 2021



Painotuotteet
4041-0619



PEFC-sertifioitu

Tähän painopaperiin
käytetty puu on peräisin
kestävästi hoidetuista
metsistä ja valvotuista
kohteista

www.pefc.fi

Tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa: uhka vai mahdollisuus?

Työ- ja elinkeinoministeriön julkaisu 2021:16**Julkaisija** Työ- ja elinkeinoministeriö**Teema**

Yritykset

Tekijä/t

Tero Luoma

Kieli

suomi

Sivumäärä

54

Tiivistelmä

Suomen 430 miljardin euron arvoisesta yritysomaisuudesta 34 prosenttia on ulkomaisessa omistuksessa ja Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden osakekannasta 45 prosenttia on ulkomaisessa omistuksessa. Suomalaisten yhtiöiden omistusrakennetta voi pitää OECD-maihin verrattuna hyvin kansainvälisenä. Onko Suomi tytäryhtiötalous? Tutkimusmaailmassa tytäryhtiötaloutta on tutkittu vielä vähän. Yhteiskunnallisessa keskustelussa ilmiö nähdään usein uhkana.

Tässä raportissa analysoidaan eri näkökulmista, onko tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa uhka vai mahdollisuus? Raportin päähavaintona ei löydetty todisteita siitä, että Suomesta voisi ostaa yhtiöitä alihintaan. Vuosina 2009-2020 Helsingin pörssistä ostettiin ulos yhteensä 31 yritystä. Näistä 22 eli 70 prosenttia oli ulkomaisten ostajien yritysostoja. Yhtiöiden hinnoittelussa ei löydetty systemaattista alihinnoittelua Helsingin pörssissä ja kaupoissa maksetut preemiot vastaavat kansainvälistä tasoa. Kuitenkin suomalaisten yhtiöiden pieni koko suhteessa kansainvälisiin kilpailijoihin sekä vahvojen kotimaisten omistajien vähäisyys altistavat ulkomaisille yritysostoille elinkaaren eri vaiheissa.

Kansainvälinen pääoma ja osaaminen ovat tärkeitä Suomen yrityksille ja yhteiskunnalle. Kotimaisen ja ulkomaisen pääoman välillä ei vallitse vastakkainasettelu vaan positiivinen plussummapeli, jossa molemmat hyötyvät toisistaan.

Asiasanat

yritykset, tytäryhtiötalous, ulkomainen omistus, kotimainen omistus, omistajaosaaminen, pörssi, elinkeinot, omistajuus, pääoma, pääomamarkkinat, yrityskaupat, arvonmääritys

ISBN PDF 978-952-327-721-2**ISBN painettu** 978-952-327-705-2**Asianumero** VN/1009/2020**ISSN PDF** 1797-3562**ISSN painettu** 1797-3554**Hankenumero** TEM094:00/2020**Julkaisun osoite** <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-721-2>

Dotterbolagsekonomi och utländska företagsköp i Finland: ett hot eller en möjlighet?

Arbets- och näringsministeriets publikationer 2021:16**Utgivare** Arbets- och näringsministeriet**Tema**

Företag

Författare Tero Luoma**Språk** finska**Sidantal**

54

Referat

Av Finlands företagsegendom på 430 miljarder euro är 34 procent i utländsk ägo och 45 procent av aktiestocken i Helsingforsbörsnoterade bolag ägs av utlänningar. De finländska bolagens ägarstruktur är väldigt internationell jämfört med OECD-länderna. Är Finland på väg att utvecklas till en dotterbolagsekonomi? I forskningsvärlden har dotterbolagsekonomin ännu inte undersökts så mycket. I den samhälleliga debatten ses dotterbolagsekonomin ofta som ett hot.

Denna rapport ger olika synvinklar på frågan huruvida utländska företagsköp i Finland är ett hot eller en möjlighet. Enligt rapporten hittade man inga bevis på att man skulle kunna köpa finländska företag till underpris. Från Helsingforsbörsen köptes 2009-2020 ut sammanlagt 31 företag. Av dessa köptes 22, det vill säga 70 procent, av utländska köpare. I prissättningen av företagen hittades ingen systematisk underprissättning på Helsingforsbörsen och de betalade premierna ligger i linje med den internationella nivån. Eftersom de finländska bolagen är små i förhållande till de internationella konkurrenterna och eftersom det inte finns så många starka inhemska ägare gör detta det möjligt för utlänningar att köpa företag i Finland i de olika faserna av företagets livscykel.

Internationellt kapital och kunnande är viktiga för finländska företag och vårt samhälle. Det råder inga motsättningar mellan inhemskt och utländskt kapital, utan ett positivt plussummespel där båda drar nytta av varandra.

Nyckelord

företag, dotterbolagsekonomi, utländskt ägande, inhemskt ägande, ägarkompetens, börs, företag, näringar, ägarskap, kapital, kapitalmarknad, företagsköp, värdering

ISBN PDF 978-952-327-721-2**ISBN tryckt** 978-952-327-705-2**Ärendenummer** VN/1009/2020**ISSN PDF** 1797-3562**ISSN tryckt** 1797-3554**Projektnummer** TEM094:00/2020

URN-adress <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-721-2>

A subsidiary economy and foreign acquisitions in Finland: a threat or opportunity?

**Publications of the Ministry of
Economic Affairs and Employment 2021:16**

Subject

Enterprises

Publisher Ministry of Economic Affairs and Employment of Finland

Authors Tero Luoma

Language Finnish

Pages

54

Abstract

Of Finland's corporate assets worth EUR 430 billion, 34 per cent are in foreign ownership, while 45 per cent of the shares of companies listed on Nasdaq Helsinki are in foreign ownership. The ownership structure of Finnish companies can be considered very international compared with other OECD countries. Is Finland a subsidiary economy? In the academic world, there has been little research into the subsidiary economy. In social debate, the phenomenon is often perceived as a threat.

This report analyses different perspectives: are the subsidiary economy and foreign corporate acquisitions in Finland a threat or an opportunity? The principal finding of the report is that there is no evidence that companies can be bought from Finland at a price below value. In 2009–2020, a total of 31 companies were bought out from the Helsinki stock exchange. Of these, 22 companies, or 70 per cent, were acquired by foreign buyers. There was no systematic underpricing in the pricing of companies on Nasdaq Helsinki, and the premiums paid in the transactions correspond to the international level. However, the small size of Finnish companies in relation to international competitors and the low number of strong Finnish owners expose companies to acquisition by foreign buyers throughout the various stages of their life cycle.

International capital and know-how are important for Finnish companies and society. There is no conflict between domestic and foreign capital, but a positive-sum game in which both benefit from each other.

Keywords

enterprises, subsidiary economy, foreign ownership, domestic ownership, owner competence, stock exchange, companies, business, ownership, capital, capital market, mergers and acquisitions, valuation

ISBN PDF 978-952-327-721-2

ISBN printed 978-952-327-705-2

Reference number VN/1009/2020

ISSN PDF 1797-3562

ISSN printed 1797-3554

Project number TEM094:00/2020

URN address <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-327-721-2>

Sisältö

Johdanto	8
Analyysin tarkoitus ja tavoitteet	9
1 Mitä on tytäryhtiötalous?	11
2 Mikä on kotimainen yritys?	13
3 Tytäryhtiötalous meillä ja maailmalla	15
Irlanti – globaalien teknologiayhtiöiden työntekijä	15
Israel – teknologiayhtiöiden sarjakehittäjä	16
Tshekki – ulkomaista riippuvainen yritystalous	17
4 Tytäryhtiötalous tieteellisessä tutkimuksessa	18
Ulkomaalaisomistus historiallisessa kontekstissa	18
Tytäryhtiötalous tutkimuskohteena	19
Tytäryhtiötalous suomalaisessa tutkimusmaailmassa	19
5 Analyysia tytäryhtiötalouden taustatekijöistä	22
6 Keskustelu tytäryhtiötaloudesta Suomessa	25
7 Ulkomaiset yritysostot Suomessa: Helsingin pörssin yrityskaupat 2009–2020	28
Helsingin pörssin tuotto pärjää vertailussa verrokkimaihin	28
Markkinoilla ei esiinny systemaattista alihinnoittelua suomalaisyhtiöille	29
Yrityskauppojen preemiot vastaavat kansainvälistä tasoa	30
Käypä markkinahinta + käypä preemio = käypä yrityskauppahinta	32

8	Ulkomaiset yritysostot Suomessa – tapauskohtainen tarkastelu	34
	Eurooppalaiset yritysostot.....	34
	Cramo Oyj.....	34
	Ramirent Oyj.....	34
	Pöyry.....	35
	Kotipizza.....	36
	Amerikkalaiset yritysostot.....	36
	Uutechic.....	36
	Ahlstrom-Munksjo.....	37
	Tikkurila.....	38
	Aasialaiset yritysostot.....	40
	Amer Sports.....	40
	Okmetic.....	41
9	Johtopäätökset ulkomaisista yritysostoista Suomessa	42
	Suomalaiset yritykset ovat suupaloja kansainvälisille suuryrityksille.....	42
	Miten ostotarjousprosesseissa neuvotellaan?.....	43
10	Elämää osana kansainvälistä konsernia – teemahaastattelut	46
11	Tytäryhtiötalouden syyt, seuraukset ja yhteiskunnalliset vaikutukset	48
12	Suosituksat jatkotarkasteluun ja poliittiseen päätöksentekoon	51
	Kotimainen ja kansainvälinen pääoma täydentävät toisiaan.....	51
	Omistajuuden tyhjiöstä kohti omistajayhteiskuntaa.....	51
	Tytäryhtiötalous uhkasta mahdollisuudeksi.....	53

JOHDANTO

Tytäryhtiötalous on tunteita herättävä termi, jota käytetään erityisesti yhteiskunnallisessa keskustelussa kuvaamaan sitä mielikuvallista uhkaa, joka liittyy ulkomaalaisomistuksen lisääntymiseen ja siten kotimaisen omistajavallan vähenemiseen. Onko ulkomaalaisomistus todellisuudessa uhka vai mahdollisuus, ja mitkä ovat sen mukanaan tuomat vaikutukset yrityksille ja yhteiskuntaan? Näihin kysymyksiin ei ole yksiselitteisiä vastauksia. Tieteellisessä tutkimuksessa ulkomaalaisomistusta on tutkittu sekä Suomessa että maailmalla. Kuitenkin tytäryhtiötalouden tieteellinen määrittely ja tutkimus on vielä vajavaista.

Onko Suomi tytäryhtiötalous? Suomen koko 426 miljardin euron arvoisesta yritysomaisuudesta 34,5 prosenttia on ulkomaalaisomistuksessa ja Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden osakekannasta 45 prosenttia on ulkomaalaisomistuksessa. Suomalaisten yhtiöiden omistusrakennetta voi pitää OECD-maihin verrattuna hyvin kansainvälisenä. Aihe on siksi Suomelle yhteiskunnallisesti merkityksellinen ja sen laajempi ja syvällisempi ymmärtäminen on siksi tarpeen osana yhteiskunnallista päätöksentekoa.

Myydäänkö suomalaiset yhtiöt liian varhain ja liian halvalla ulkomaille? Vuosina 2009–2020 Helsingin pörssistä ostettiin ulos yhteensä 31 yritystä. Näistä 22 eli 70 % oli ulkomaiden ostajien yritysostoja. Listaamattomien yhtiöiden yrityskaupoissa ulkomaiden ostajien osuus on myös merkittävä. Suomalaisten yhtiöiden pieni koko suhteessa kansainvälisiin kilpailijoihin saattaa altistaa yhtiömme otollisiksi ostokohteiksi. Mittakaavaerosta, pääomamarkkinoiden heikommasta toimivuudesta sekä rakenteellisista syistä useimpien suomalaisten yhtiöiden on todennäköisesti vaikeampi olla ostajana kuin ostettavana.

Tämä raportti keskittyy tarkastelemaan ulkomaisomistusta Suomessa. Samalla on tärkeää ymmärtää, että vastavuoroisesti suomalaisyritykset omistavat liiketoimintaa ulkomailla ja ovat tehneet merkittäviä ulkomaisia yritysostoja. Tämä on tytäryhtiötaloutta toiseen suuntaan. Esimerkiksi Kone, Nokia, UPM, StoraEnso ja Fortum ovat tehneet historiassaan isoja yritysostoja ulkomailla ja ovat kansainvälisesti toimivia konserneja. Paremman kokonaiskuvan muodostamiseksi olisi tarpeen tarkastella myös suomalaisten omistuksia ulkomailla ja täten omistusten nettotasapainoa.

Kotimaista ja ulkomaista omistusta ei tule asettaa vastakkain. Molempia tarvitaan ja toinen täydentää toista. Ilman hyvää kotimaista omistajuutta ja vakaata omistusympäristöä, kansainväliset omistajat eivät päätyisi sijoittamaan Suomeen. Suomen kansainvälinen houkuttelevuus investoinneille, osajille ja myös omistajille on maamme kehityksen elinehto.

Analyysin tarkoitus ja tavoitteet

Tämä analyysi on tehty työ- ja elinkeinoministeriölle (TEM) erillistoimeksiantona osana Juha Sipilän johtaman Kotimaisen Omistamisen Ohjelma-työryhmän työtä. Analyysi käsittelee tytäryhtiötalouden ilmiötä ja viimeaikaisia ulkomaisia yritysostoja Suomessa. Työ pitää sisällään:

- Tytäryhtiötalouden lyhyen ilmiökuvauksen sekä aiheen tutkimuksellisen kirjallisuuskatsauksen
- Yleisen analyysin tytäryhtiötalouden taustatekijöistä, kuten pääoma-markkinoiden toiminnasta ja arvonmääritysten vaikutuksesta yhtiöiden omistusjärjestelyihin
- Lyhyen mediakatsauksen Suomessa käydyistä tytäryhtiötalouskeskustelusta ja esiin nostetuista näkemyksistä siitä, miten ilmiö vaikuttaa Suomen talouteen
- Laajemman tarkastelun Helsingin pörssissä listattujen yhtiöiden yritysostoista 2009–2020
- Tapauskohtaiset tarkastelut:
 - Amerikkalaisten Suomessa tekemien tytäryhtiöhankintojen case tarkastelun
 - Eurooppalaisten Suomessa tekemien tytäryhtiöhankintojen case tarkastelun
 - Aasialaisten Suomessa tekemien tytäryhtiöhankintojen case tarkastelun
- Tapauskohtaisten tarkastelujen yhteenveto ja johtopäätökset
- Täydentävät puoli-strukturoidut haastattelut aiheen asiantuntijoiden kanssa

Tämä raportti ei ole tieteellinen vertaisarvioitu julkaisu¹ vaan laadullinen analyysi ja raportin kirjoittajan näkökulma tarkasteltavaan ilmiöön sekä sen syihin ja seurauksiin. Raportin tarkoituksena on nostaa ilmiö tarkempaan tarkasteluun, lisätä yleistä ymmärrystä tytäryhtiötalouden vaikutuksista Suomessa ja antaa näkökulmia aiheesta koskevaan keskusteluun ja poliittiseen päätöksentekoon. Kirjoitussävyltään se pyrkii olemaan helposti ymmärrettävä ilmiökuvauksena laajemmalle kohdeyleisölle. Lähdeviittaukset on tehty TEM:n julkaisusarjan ohjeiden mukaisesti. Raportti on kirjoitettu joulukuun 2020 ja maaliskuun 2021 välisenä aikana, ja se julkistetaan yhdessä Kotimaisen Omistamisen Ohjelma-työryhmän raportin kanssa.

¹ Tämän raportin kirjoittamista ovat ohjanneet ja kommentoineet kirjoittajan akateemiset ohjaajat analyysin eri vaiheissa.

Haluan kiittää työ- ja elinkeinoministeriötä analyysin tilaamisesta sekä Kotimaisen Omistamisen Ohjelma-työryhmää, jossa ovat toimineet puheenjohtaja Juha Sipilä, varapuheenjohtaja Philip Aminoff ja jäseninä Sari Lounasmeri, Johanna Ikäheimo, Jenny Hasu, Kari Jussi Aho ja Jyrki Mäkyne, sekä työryhmän sihteeristöä. Kiitän analyysia varten haastattemiani anonyymeja asiantuntijoita. Väitöskirjani ohjaajat, Svenska Handelshögskolan Hankenin professorit Jaakko Aspara ja Janne Tienari, ovat olleet arvokas akateeminen apu. Erytiskiitos kuuluu työ- ja elinkeinoministeriön kaupalliselle neuvokselle Kari Virtaselle hyvistä keskusteluista ja yhteisistä oppikokemuksista raporteja kirjoitettaessa. Lopuksi kiitokset perheelleni Merjalle, Hugolle ja Hildalle.

Tässä raportissa esitetyistä näkemyksistä ja johtopäätöksistä vastaa luonnollisesti yksin kirjoittaja.

Tampereella 8. päivänä maaliskuuta 2021.

Tero Luoma

Kirjoittajasta

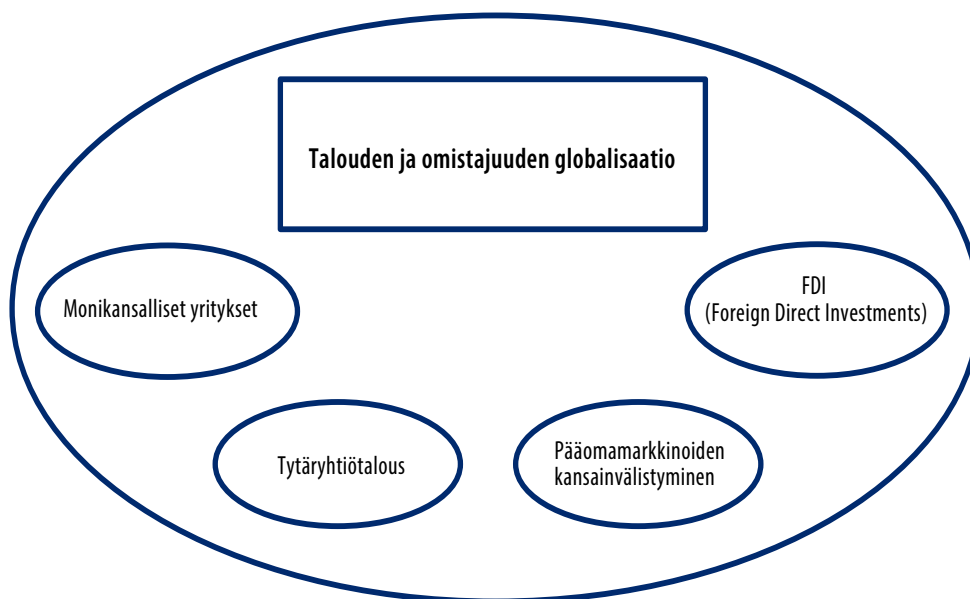
Tero Luoma on omistajuuden monitoimihenkilö. Hän on ammatiltaan omistaja Taaleri Pääomarahastot Oy:n sijoitusjohtajana ja osakkaana. Hän toimii useiden yhtiöiden hallituksissa ja on henkilökohtaisesti sijoittanut bisnesenkelinä suomalaisiin kasvuyrityksiin. Hänellä on kokemusta sekä kotimaisista että kansainvälisistä rahoituskierroksista ja exiteistä. Luoman esikoisteos Osaava omistaja – hyvän omistamisen käsikirja (Alma Talent, 2018) on ensimmäinen omistajuuden yleisteos Suomessa. Luoma tekee väitöskirjatutkimusta omistamisen johtamisesta Svenska Handelshögskolan Hankenilla ja on vieraileva luennoitsija eri yliopistoissa. Hän on Aalto-yliopiston kauppakorkeakouluun perustettavan maailman ensimmäisen omistajuuden professuurin ohjausryhmän puheenjohtaja ja idean isä. Luomalla on laajasti kokemusta eri omistajamuotojen neuvonantotehtävistä.

1 Mitä on tytäryhtiötalous?

Tytäryhtiötalous käsitteelle ei ole tutkimusmaailmassa yleistä määritelmää, vaikka käsitettä käytetään yhteiskunnallisessa keskustelussa varsin vakiintuneesti. Tässä raportissa tytäryhtiötalous käsitteenä tarkoittaa ilmiötä, jossa maan yritystoiminta on merkittävässä määrin ulkomaisten konsernien omistuksessa. Ilmiöllä kuvataan erityisesti omistamiseen liittyvän päätösvalan siirtymistä muualle ja tästä aiheutuvien välittömien ja välillisten vaikutusten merkitystä kyseisen maan yritystoiminnalle ja taloudelle. Tytäryhtiö sinänsä on kirjanpidollinen ja juridinen käsite ja kuvaa yhtiötä, jonka osake-enemmistö on toisen yhtiön omistuksessa muodostaen näin konsernirakenteen.

Kuvio 1 havainnollistaa tytäryhtiötaloutta osana suurempaa kokonaisuutta. Isossa kuvassa taustalla vaikuttaa suurempana trendinä yleinen talouden ja omistajuuden globalisaatio, jonka seurauksena sekä talouden vaihdantasuhteet että yritysten omistussuhteet kansainvälistyvät. Omistajuuden näkökulmasta sekä yksityissijoittajien että institutionaalisten sijoittajien kyky globaaliin hajautukseen on nykyisin helpompaa kuin koskaan aikaisemmin, mikä muodostaa omistusrakenteista entistä verkostoituneempia ja kansainvälisempiä.

Kuva 1 Tytäryhtiötalous osana talouden ja omistajuuden globalisaatiota



Tytäryhtiötalouden kanssa rinnakkaisina teemoina voidaan nähdä monikansallisten yritysten merkityksen kasvu taloudessa, pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen sekä suorien ulkomaisten investointien (FDI) houkuttelevuus. Tutkimusmaailmassa nämä kukin muodostavat oman tutkimusalueensa. Monikansallisia yrityksiä käsittelevä tutkimus tarjoaa näkökulmia tytäryhtiötalouteen sekä monikansallisten yritysten johtamisprosessien näkökulmasta että markkinoiden jakautumisnäkökulmasta. Pääomamarkkinoiden kansainvälistymistä käsittelevä tutkimus valottaa tytäryhtiötaloutta omistusrakenteiden ja pääoman allokaation näkökulmista. Suorien ulkomaisten investointien tutkimus toimii indikaattorina kansantalouden houkuttelevuudesta investointinäkökulmasta.

Käsitetarkastelulla voidaan havainnollistaa, että määritelmällisesti tytäryhtiötalous on eri asia kuin ulkomainen omistus. Taloudessa voi olla korkea ulkomaisten osakkeenomistajien osuus, jolloin omistajuus on kansainvälistä, mutta silti ulkomaalaisomisteisten tytäryritysten määrä voi olla suhteellisen pieni. Vastaavasti korkean kotimaisen omistajuuden rinnalla taloudessa voi olla merkittävä rooli ulkomaisomisteisillä tytäryrityksillä.

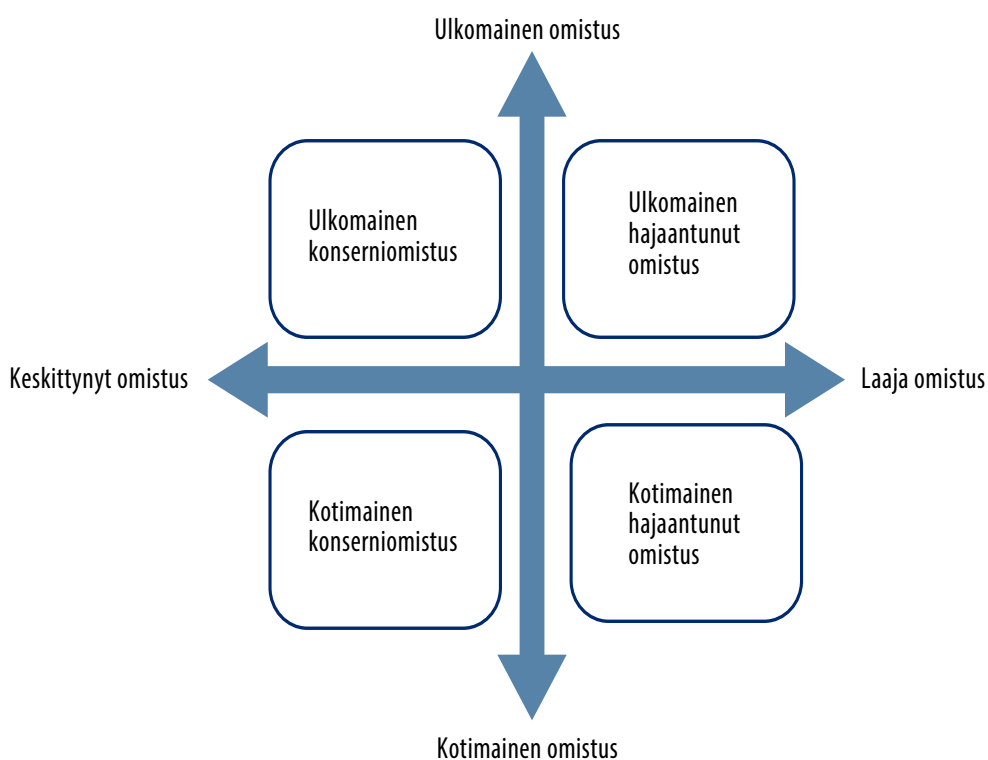
Lähes jokaisella maalla on oma Invest in-organisaationsa, jonka tehtävänä on ulkomaisten investointien houkuttelevuus maahan. Usein toiminta-ajatukseseen kuuluu investointien houkuttelu sekä uusien yksiköiden perustaminen kohdemaahan, jonka tarkoituksena on erityisesti uusien työpaikkojen luominen. Sen sijaan ulkomaisten yritysostojen edistäminen ei useinkaan kuulu Invest in-organisaatioiden tehtäviin. Onkin hyvä pohtia, miksi suorat ulkomaiset investoinnit nähdään tavoiteltavampina kuin ulkomaiset yritysostot?

2 Mikä on kotimainen yritys?

Mikä on kotimainen yritys ja mikä on vastaavasti ulkomainen yritys? Tämä määrittely ei ole niin yksinkertaista kuin kuvittelisi.

Yksi tapa määritellä on tarkastelemalla vain yrityksen kotipaikkaa. Tämän määritelmän mukaan suomalaisia yhtiöitä ovat Suomeen rekisteröityneet yritykset riippumatta omistajien kotipaikasta. Tämän määritelmän mukaan esimerkiksi Nokia Oyj on suomalainen yhtiö, vaikka sen osakkeenomistajien enemmistö on ulkomaisia sijoittajia. Nokia Oyj:ssa on hajaantunut omistus, eikä sillä ole selkeää omistajavaltaa käyttävää yksittäistä tahoa. Tällaisessa tapauksessa kyse ei ole tytäryhtiötaloudesta. Sen sijaan Nokia Oyj itsessään on monikansallinen konserni, jolla on tytäryhtiöitä ja omistuksia globaalisti ympäri maailmaa. Kun puhutaan tytäryhtiötaloudesta Suomessa, on samanaikaisesti huomioitava, että vastavuoroisesti moni suomalaisyritys toimii monikansallisena konsernina globaalisti, jolloin muiden maiden näkökulmasta asia näyttää tytäryhtiötaloutena.

Kuva 2 Yhtiön omistusrakenne voi olla hajaantunut tai keskittynyt, kotimainen tai ulkomainen.



Kuvio 2 havainnollistaa yritysten omistusrakenteita ja tytäryhtiötalouden määritelmää. Selkeitä tytäryhtiötapauksia ovat ulkomaalaiset konserniomistukset. Tyypillisimpiä tapauksia ovat usein globaalien monikansallisten konsernien maayhtiöt Suomessa. Esimerkkeinä voi mainita useita kaupan alan ketjuja kuten Gigantti, IKEA ja XXL. Vastaavasti teollisuudessa on ulkomaalaisten konsernien tytäryrityksiä Suomessa.

3 Tytäryhtiötalous meillä ja maailmalla

Tytäryhtiötalous ei ole vain suomalainen ilmiö. Aiheesta on käyty yhteiskunnallista keskustelua useissa maissa eri muodoissa. Tyypillisesti kotimainen omistus koetaan ulkomaista omistusta haluttavampana.

Tytäryhtiöilmiössä on hyvä havaita mittakaavaero kehittyneiden markkinoiden ja kehittyvien markkinoiden välillä. Kehittyvillä markkinoilla, joissa on merkittävä pula pääomasta, monikansallisten yritysten omistukset ja vahva rooli taloudessa on keskeinen yhteiskunnallinen aihe, jolla on omat historialliset yhteytensä jopa siirtomaa-aikojen asetelmiin asti. Tarkasteluun nousevat myös kansalliset intressit ja strategiset omistukset. Esimerkiksi Kiina on viime vuosina aktiivisesti pyrkinyt ostamaan Afrikassa oman intressinsä kannalta keskeisiä omaisuuseriä, kuten esimerkiksi satamia ja raaka-aineita. Karuimmillaan ilmiö näytetään silloin, kun kyky kotimaiseen omistajuuteen on olematonta ja maan luonnonvarojen omistus ja kontrolli ovat lähes kokonaan ulkomaisissa käsissä. Tällöin maa ja sen kansalaiset eivät omista juuri mitään, jalostusarvo on alhainen ja talous on vahvasti riippuvainen ulkomaisista toimijoista. Toisaalta voidaan todeta, että näissäkin tapauksissa ulkomainen pääoma tuo kohteeseen sekä rahalliset resurssit että osaamisen, jota kyseisestä maasta ei muuten löytyisi, mikä mahdollistaa talouden kasvua ja kehittymistä. Yhteiskunnallisesti tarkasteltuna ilmiöllä on täten sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia.

Seuraavaksi otetaan tarkasteluun Suomen kannalta kolme kiinnostavaa esimerkkiä; Irlanti, Israel ja Tshekin tasavalta.

Irlanti – globaalien teknologiayhtiöiden työntekijä

Irlanti on esimerkki taloudesta, joka on voimakkaasti pyrkinyt hyötymään tytäryhtiötaloudesta. Se on aktiivisesti houkutelut monikansallisten yritysten, erityisesti amerikkalaisten yhtiöiden, EMEA:n (*Europe, Middle East, and Africa*) toimintojen johtokeskuksia Irlantiin, Dubliniin. Tähän sekä historialliset siteet että kieliyhteys tarjoavat hyvän perustan, mutta pyrkimyksiä on edistetty valtion taholta voimakkaasti suosiollisella verotuksella. Ulkomaiset yhtiöt maksavat hyvin alhaisia veroja Irlannin ulkopuolisista tuloistaan. Irlanti on puolustanut tätä käytäntöään myös EU:n tuomioistuimissa suojellakseen ulkomaisia yrityksiä ja tärkeitä työpaikkoja. Tällä politiikalla on saatu maailman johtavat teknologiayritykset sijoittumaan Irlantiin ja on luotu kymmeniätuhansia työpaikkoja sekä kotimaisille että

kansainvälisille osaajille. Esimerkiksi Googlen Euroopan pääkonttori sijaitsee Dublinissa ja siellä työskentelee yli 75 eri kansallisuutta. Alkujaan yksikkö työllisti noin 100 työntekijää vuonna 2013, nykyisin se työllittää noin 8 000 työntekijää. Facebookin Euroopan pääkonttori työllittää yli 5 000 henkilöä Dublinissa ja Microsoftin noin 2 000 henkilöä.

Tytäryhtiötalouden näkökulmasta ulkomaisten, monikansallisten teknologiayritysten rooli Irlannin taloudessa on siten merkittävä, erityisesti niiden luomien työpaikkojen kannalta. Tytäryhtiötalous ei ole syntynyt ulkomaisten yritysostojen myötä vaan ulkomaiset yritykset ovat perustaneet Irlantiin tytäryhtiöitä, jotka toimivat usein noiden yritysten EMEA:n markkinoiden pääkonttorina. Työpaikkojen ympärille on syntynyt palveluliiketoiminnan ekosysteemi, josta maan pk-yritykset ovat hyötynyt. Omistajuus-näkökulmasta Irlannin samaa hyöty ulkomaalaisyhtiöiden tytäryhtiöistä on kuitenkin vähäinen. Tällä profiilillaan Irlantia voi kutsua ”globaalien teknologiayhtiöiden työntekijöiksi”.

Israel – teknologiayhtiöiden sarjakehittäjä

Israel on kansainvälisesti tunnettu esimerkki startup-taloudestaan. Se on yksi maailman johtavia ekosysteemejä kansainvälisille kasvuyrityksille. Se on systemaattisesti kyennyt kasvattamaan startup-yrityksiä kansainvälisiksi menestystarinoiksi, koska ekosysteemi pystyy yhdistämään ideoita, yrittäjyyttä, osaamista ja pääomaa. Erityisesti riskisijoitusmarkkinat lähtien alkuvaiheen yksityissijoittajista aina kansainvälisiin venture capital -rahastoihin ovat merkittävä menestystekijä israelilaisten kasvuyritysten taustalla. Tässä kansainvälisessä pääomassa amerikkalaisella pääomalla on oma keskeinen roolinsa. Kasvuyrityksiä myydään systemaattisesti exiteissä, useimmiten isommille kansainvälisille toimijoille tai sijoittajille ja irtautumisista palautuva pääoma kiertää uudelleen innovaatioihin ja uusyrittöimintaan.

Tytäryhtiötalouden näkökulmasta kyse ei ole niinkään tytäryhtiötaloudesta vaan vahvasta sijoittajavetoisesta ekosysteemistä. Kuitenkin toiminnan keskeisenä tekijänä on exitit, jotka pääosin suuntautuvat ulkomaille. Siten asiaa voi myös tarkastella siitä näkökulmasta, miten Israel pyrkii kokonaisvaltaisesti hyötymään ulkomaisista yritysostoista tuottamalla jatkuvasti hyviä ostokelpoisia kasvuyrityksiä. Systemaattisesti toteutettuna tämä on keino tuoda kansainvälistä pääomaa kansantalouteen. Osa yrityksistä jää myös yrityskaupan jälkeen Israeliin, kun taas osa päättyy ulkomaille. Omistajuuden näkökulmasta kiinnostavaa on erityisesti pääoman kierto myydyistä yrityksistä innovaatioihin ja uusyrittöimintaan sekä onnistumisten myötä lisääntyvä vauraus ja osaaminen. Tällä profiilillaan Israelia voi kutsua ”teknologiayhtiöiden sarjakehittäjiksi”.

Tshekki – ulkomaista riippuvainen yritystalous

Raportin kirjoittaja toimii Tšekin tasavallan kunniakonsulina ja on täten seurannut maan taloutta ja yhteiskunnallista kehitystä erityisellä kiinnostuksella. Tšekissä tytäryhtiötalous on herkkyyttä herättävä aihe johtuen maan historiasta. Ennen kommunismihallintoa ja maailmansotia osana Itävalta-Unkaria Böömi ja Määri olivat 1800-luvulla Euroopan vauraimpia teollisuusalueita ja yritykset paikallisesti omistettuja. Kommunistihallinnon aikaa voi kuvata totaalisenä tytäryhtiötaloutena, jossa omistusoikeudet olivat lähes olemattomat ja tuotantolaitokset oli kansallistettu valtion omistukseen, jota ohjattiin maan ulkopuolelta. Kommunismista vapautumisen jälkeen yritysten omistusrakenteet sekä talouden itsenäisyys ja riippumattomuus ovat rakentuneet uudelleen. Valtion omistuksen nopean yksityistämisen seurauksena, yksityisten ihmisten osakeomistus Tšekissä on nykyisin moniin maihin verrattuna korkea. On huomioitava, että rakenteiden uudistuminen alkoi vasta 1990-luvulla eli kolme vuosikymmentä sitten, mistä syystä omistajuus on maassa erilaista kuin sellaisissa maissa, joissa yksityinen omistajuus ja pääomat ovat vapaasti päässeet kehittymään vuosisatoja. Eroa voi tarkastella esimerkiksi vertailemalla Tšekin ja Ruotsin eroja omistajuudessa.

Tytäryhtiötalouden näkökulmasta Tšekki on kiinnostava esimerkki talouden riippuvuussuhteiden tarkasteluun. Maan BKT:sta peräti 78 % tulee viennistä. Saksa tärkeimpänä vientimaana on tärkeässä painoarvossa maan taloudessa. Monen tšekkiyrityksen pääasiakkaat ovat saksalaisia ja yritysten kehitys on riippuvainen Saksan talouden kehityksestä. Vaikka tšekkiyritykset olisivatkin kotimaisessa omistuksessa, voi voimakas riippuvuussuhde syntyä myös asiakkuuksien muodossa ilman omistuksellista suhdetta. Toki ulkomaalaisomistus, etenkin saksalaisomistus, on maan taloudessa myös korostunut. Tytäryhtiönäkökulmasta on tärkeä ymmärtää, että tytäryhtiötaloudelle tyypillisten riippuvuussuhteiden olemassaolo ei aina edellytä omistuksellista yhteyttä ja siten varsinainen tytäryhtiöasetelmaa. Ulkomaalaisomistus ja tytäryhtiötalous ovat tuoneet maahan sekä pääomaa että osaamista, joka on välittynyt myös kotimaisesti omistettujen Mittelstand-yritysten prosesseihin ja laatuun esimerkiksi autoteollisuudessa. On jopa havaittavissa, että kansainväliset konsernit ovat tuoneet maahan T&K-toimintojaan tuotannon lisäksi, kun moni kotimainen yhtiö on jäänyt enemmän alihankintarooliin. Suomen kannalta Tšekki on kiinnostava verrokkimaa, koska molemmat ovat pieniä vientivetoisia talouksia. Tällä profiilillaan Tšekkiä voi kutsua ”ulkomaista riippuvaiseksi yritystaloudeksi”.

4 Tytäryhtiötalous tieteellisessä tutkimuksessa

Ulkomaalaisomistus historiallisessa kontekstissa

Ulkomaalaisomistuksen yhteiskunnallista uhkaa, ja joskus myös mahdollisuutta, on mietitty ja tutkittu taloustieteessä iät ja ajat. Merkantilismi oli talouselämää 1500-luvulta lähtien hallinnut ajattelutapa, jonka tavoitteena oli mahdollisimman ylijäämäinen kauppataase pitämällä vienti korkealla ja tuonti mielellään matalalla. Ajattelu lähti mahdollisimman suuresta omavaraisuudesta.

Oman valta-aseman korostaminen ja muiden maiden hallitseminen kärjistyi äärimmillään kolonialismiksi, jossa siirtomaiden hyväksikäyttö oli räikeää sekä orjuuden että omaisuuden riiston osalta. Vasta maailmansotien jälkeen kolonialismi sellaisenaan päättyi, mutta sen jättämät jäljet vaikuttavat yhä, erityisesti kehittyvillä markkinoilla.

David Ricardon 1800-luvulla esittämä ajatus maiden suhteellisesta edusta ja sen myötä kaikkia hyödyttävästä erikoistumisesta ja vaihdannasta herätti vihdoinkin ajattelemaan kansainvälisen yhteistyön etuja. Muutos aikaisempaan ajatteluun oli merkittävä. Kaikkea ei kannattanut tehdä itse ja tuonti ei ollut sinänsä pahasta vaan vaihdannassa osapuolilla oli yhteisiä intressejä.

Protektionismi eli omaa taloutta tulleilla ja muilla keinoilla suojelemaan pyrkivä ajattelu oli kuitenkin vallalla yhä kylmän sodan aikana ja yhä edelleen aika ajoin se nostaa päätään kauppapolitiikassa eri alueilla, esimerkiksi USA:n ja Kiinan välisissä suhteissa.

Vapaakauppa ja globalisaatio pääsivät vauhtiin vallitsevina ajatusmuotoina vasta 1990-luvun lopussa ja 2000-luvulla. Kansainvälinen yhteistyö lisääntyi ja talouksista tuli entistä enemmän keskinäisriippuvaisia.

Kun siis puhutaan ulkomaalaisomistuksesta ja tytäryhtiötaloudesta, on syytä pitää mielessä talouden viitekehys, jossa kullakin aikakaudella on toimittu. Pääomien kansainvälinen liikkuvuus, monikansallisten yritysten syntyminen, ulkomaisten investointien lisääntyminen ja omistusrakenteiden kansainvälistyminen ovat aikahorisontilla varsin nuori, 50–100 vuotta vanha ilmiö. Nykyisin sijoittaja voi kotikoneeltaan ostaa ja omistaa lähes mitä tahansa missä päin maailmaa tahansa, joten maailma on avoimempi, kansainvälisempi ja verkostoituneempi myös omistajuuden osalta kuin koskaan aikaisemmin.

Tytäryhtiötalous tutkimuskohteena

Ulkomaalaisomistus eri muodoissaan on herättänyt tutkimusmielenkiintoa vuosikymmenten ajan sekä Suomessa että maailmalla. Sen sijaan tytäryhtiötalous sellaisenaan on tutkimuksissa vielä melko määrittelemätön ja käsittelemätön ilmiö. Aihetta sivutaan ulkomaalaisomistusta koskevista tutkimuksista eri näkökulmista, mutta itsessään tytäryhtiötaloutta tutkivat artikkelit ovat vähäisiä. Käsitteellisesti suoraa käännostermiä englannin tai ruotsinkieleen ei yleisessä käytössä ole. Tytäryhtiötä käsittelevät hakusanat johtavat usein kirjanpidolliseen konsernirakenteen tarkasteluun.

Kuten yllä on kuvattu, tuottavuuden näkökulmasta erikoistuminen ja suhteellinen etu ovat yhä tutkimuksessa keskeisiä teemoja. Tällä teemalla on suora yhteys omistajuuteen ja omistajuuden kansainvälisyyteen, kun tarkastellaan, kenen kannattaa tuottaa ja omistaa mitään. Esimerkiksi Etna on tutkinut Suomen suhteellista etua².

Pääomamarkkinoiden ja omistusrakenteiden kansainvälistyminen on laaja tutkimuskokonaisuuksia, josta löytyy paljon tieteellisiä julkaisuja. Vaikutuksia on tarkasteltu sekä yhtiötasolla että laajemmin. Rafael La Portan ja kumppaneiden tutkimukset yritysten omistusrakenteista maailmassa avaavat tältä osin kokonaiskuvaa ja kehitystä³. Ulkomaalaisomistuksen maakohtaisia tutkimuksia on lukuisia.

Yhteiskunnallista näkökulmaa pääoman ja omistusrakenteiden kansainvälisyyteen on tuonut Thomas Piketty omilla analyyseillaan ja johtopäätöksillään⁴. Monikansallisille yrityksille löytyy taas omat tutkimusalueensa ja julkaisunsa sekä johtamisnäkökulmasta että rahoitusnäkökulmasta⁵.

Tytäryhtiötalous suomalaisessa tutkimusmaailmassa

Suomessa osuvin keskustelunavaus tytäryhtiötaloudesta on Antti Piipon Ekonomipäivillä 11.11.2013 pitämä puheenvuoro Tytäryhtiötalous – tapaus nimeltä Suomi, josta julkaistiin artikkeli Liiketaloudellisessa Aikakauskirjassa 2014⁶. Piipon artikkeli on yritysjohtajan näkökulma senhetkiseen tytäryhtiökeskusteluun. Alueellisen selvityksen tytäryhtiötaloudesta Satakunnassa laati Ari Karppinen 2009⁷.

2 <https://www.etla.fi/julkaisut/dp1090-fi/>

3 La Porta ja kumppanit, esim Corporate ownership around the world. Useita julkaisuja.

4 Esim Thomas Piketty 2013: Pääoma 2000-luvulla

5 Esim: International Journal of Multinational Corporation Strategy ja Journal of Multinational Financial Management

6 http://lta.lib.aalto.fi/2003/4/lta_2003_04_d6.pdf

7 https://tilastokeskus.fi/ajk/tapahtumia/2009-11-18_pori_karppinen.pdf

Onko omistamisella väliä? kysyi rahoituksen professori Vesa Puttonen kattavassa EVA:n raportissaan 2004. Puttosen mukaan ulkomainen omistus ei ole kansantaloudelle ongelma, kotimaisen omistuksen vähyys on. Hän halusi raportillaan kiinnittää huomiota siihen, että Suomi olisi hyvä paikka omistaa. Omistamisen tulevaisuuteen vaikuttavat asenteet, verotuksen taso ja se, onko meillä toimivat pääomamarkkinat. Suomalaisten yritysten ajautuminen ulkomaalaisomistukseen liian edullisesti ja liian aikaisessa vaiheessa ei ole Suomen etu, mutta protektionistisestikaan yrityskauppoihin ei hänen mukaansa pidä suhtautua. Ratkaisuksi Puttonen esittää toimivia pääomamarkkinoita, joilla kysyntä ja tarjonta aidosti kohtaavat. Jo silloin Puttonen oli huolissaan siitä, että suomalaisten oma kiinnostus sijoittaa suomalaisiin yhtiöihin oli rapautumassa. Suomen syrjäinen sijainti, suomalaisten pääomamarkkinoiden pienuus sekä suomalaisten yhtiöiden kansainvälisesti katsoen pieni koko rajaavat kansainvälisten sijoittajien mahdollisuuksia ja kiinnostusta sijoittaa pääomamarkkinoillemme. Puttosen raportti on yhä validi. Yksiselitteinen vastaus kysymykseen, ovatko ulkomaiset sijoitukset haitallisia vai hyödyllisiä, on vielä 2020-luvullakin epäselvä.

Suomalaisten yritysten omistusrakenteita käsitteleviä tutkimuksia on useita. Esimerkiksi Karhunen ja Keloharju (2001) tarkastelivat osakeomistusta Suomessa vuonna 2000. Timo Korkeamäki ja Ulf Jakobsson (2015⁸) tutkivat omistajuutta ja corporate governancea Suomessa. Heidän paperinsa analyysi on edelleen osuva. Kirjoittajat toteavat, että kontrolloivien omistajien puute on Suomen talouden ongelma ja hajaantunut ja heikko omistusrakenne voi johtaa omistajuuden valtatyhjiöön. Heidän mukaansa rajat ylittävät yrityskaupat tyypillisesti parantavat tuottavuutta, kun ostajat tuovat oman liiketoimintamallinsa ja osaamisensa suomalaisyritykseen. Löydös on linjassa laajemman tutkimuskirjallisuuden ja empiirisen aineiston kanssa.

Ylä-Anttila, Ali-Yrkkö ja Nyberg (2004)⁹ tekivät perusteellisen selvityksen ulkomaalaisomistuksesta Suomessa paperissaan *Foreign ownership in Finland – Boosting firm performance and changing corporate governance*. He nostivat esiin sen, kuinka ulkomaalaisten Suomesta ostamien yritysten lukumäärä suhteessa talouden kokoon on Suomessa ollut Euroopan korkeimpia ja kuinka ulkomaalaisomistus on tarkasteluajankohtana lisääntynyt dramaattisesti. Heidän mukaansa ulkomaalaisten investointien vaikutukset kotimaan talouteen ovat olleet pääosin myönteisiä. Yritysten tehokkuus on kasvanut: pääoman tuottoaste ja työn tuottavuus ovat suurempia yrityksissä, joissa on merkittävä ulkomaalaisomistus. Myös vaikutukset teknologiseen kehitykseen ovat tapaustutkimusten perusteella positiivisia. Olemassa olevan tiedon perusteella ei kuitenkaan voida tehdä varmoja päätelmiä ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen pitkän aikavälin kasvuvaikutuksista. Ulkomainen

8 Jakobsson ja Korkeamäki 2015: *Ownership and corporate governance in Finland: A review of development trends*

9 <https://econpapers.repec.org/paper/rifdpaper/904.htm>

omistus on muuttanut merkittävästi yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiä yhdysvaltalaisen mallin ja omistajavetoisen johtamisjärjestelmän suuntaan.

Edellisten lisäksi tytäryhtiötalouskeskustelua sivuttiin myös Kari Stadighin johtaman työryhmän Pääomamarkkinat ja kasvu-raportissa 2012¹⁰. Raportti painotti sekä kotimaisen että kansainvälisen pääoman merkitystä Suomen kehityksen kannalta.

10 https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/03/Paaomamarkkinat-ja-kasvu_130312.pdf

5 Analyysia tytäryhtiötalouden taustatekijöistä

Globalisaatio ei merkitse ainoastaan kilpailua yrityksistä vaan myös kilpailua omistajista¹¹, kirjoitti Pentti Vartia 2004 Vesa Puttosen EVAn raportin esipuheessa. Kilpailua voi kuvata kaksisuuntaiseksi. Toisaalta kansainvälisillä pääomamarkkinoilla yritykset kilpailevat parhaista omistajista ja toisaalta kansainväliset sijoittajat kilpailevat parhaista yrityksistä. Globalisaatio on lisännyt omistusrakenteiden kansainvälistä verkostoituneisuutta. Pääoma on institutionalisoitunut ja sijoitusvarallisuudesta yhä suurempi osa sijoitetaan globaalisti hajauttaen sekä maantieteellisesti että sijoitusinstrumenttien osalta. Esimerkiksi suomalaiset eläkeyhtiöt sijoittavat ensisijaisesti kansainvälisiin rahastoihin, esimerkiksi vaihtoehdoisten sijoitustensa osalta, koska suuret kansainväliset rahastot toimivat kokoluokaltaan ja hajautukseltaan paremmin niiden tarpeisiin kuin kotimaiset rahastot. Täten myös suomalainen pääoma on osana kansainvälistä pääomarakennetta.

Kansainvälisten pääomamarkkinoiden näkökulmasta Helsinki ei ole keskeinen finanssikeskus. Kansainväliset pääomavirrat kanavoituvat Euroopassa enemmän esimerkiksi Lontoon, Amsterdamin, Frankfurtin ja Tukholman kautta kuin Helsingin. Vahvempi pääomamarkkina parantaa yritysten rahoituksen saatavuutta ja hintaa, mikä mahdollistaa paremman aseman myös yrityskaupamarkkinoilla. Esimerkiksi ruotsalaiset pääomasijoitusyhtiöt keräävät noin 70 % pääomastaan kansainvälisiltä markkinoilta, kun Suomessa rahastojen pääoma tulee pääosin kotimaasta. Ruotsalaisrahastot ovat merkittävästi suurempia ja käyttävät siten suurempaa vaikutusvaltaa. Kuten Björn Wahlroos osuvasti totesi, ruotsalainen pääomasijoitusyhtiö EQT pystyy osallistumaan omistusjärjestelyihin, jotka ovat kokoluokaltaan suurempia kuin koko Solidium Oyj:n tase.

Mikäli monikansallinen yritys miettii Pohjoismaiden pääkonttorinsa sijaintia, on Tukholma tai Kööpenhamina monesti etusijalla¹². On kuvaavaa, että Big Four eli neljän suurimman tilintarkastus- ja konsultointiyhtiön liikevaihto on saadun tiedon mukaan noin neljä kertaa suurempi Ruotsissa kuin Suomessa, johtuen siitä, että Tukholmassa on enemmän palveltavia pääkonttoreita sekä suuremmat finanssimarkkinat¹³.

11 Pentti Vartia 2004, Vesa Puttonen (2004) Onko omistamisella väliä? Esipuhe. EVAn raportti.

12 <https://www.investstockholm.com/news/stockholm-no-1-city-for-nordic-headquarters/>

13 Haastattelutieto

Sijoitusmarkkinoilla tunnetaan home bias -ilmiö¹⁴, jonka mukaan sijoittajat sijoittavat mieluummin kotimarkkinaansa kuin ulkomaille. Lisäksi tiedetään, että suhdanteiden heikentyessä pääoma pakenee yleisesti syrjäisimmistä markkinoista, joissa on heikompi likviditeetti. Kun Suomen kotimainen pääomamarkkina on verrokkimaita pienempi ja asema pääomamarkkinoilla syrjäisempi, tekee tämä Suomen pääomamarkkinasta rakenteellisesti verrokkimaita heikomman ja haavoittuvaisemman.

Suomi on pieni kotimarkkina. Ruotsin markkinat ovat monelta osin noin 1,5-kertaiset Suomeen verrattuna. Suomalaisyhtiöiden on varhaisessa vaiheessa pyrittävä kansainvälistymään, koska kasvumahdollisuudet kotimaassa ovat rajalliset. Kuvitellaan, että suomalaisyhtiö ja ruotsalaisyhtiö kehittyisivät samaa tahtia ja olisivat molemmat markkinajohtajia omilla kotimarkkinoillaan. Jos pitäisi laajentua toiseen maahan, olisi suomalaisyritys lähtökohtaisesti altavastaaaja-asemassa pienemmän kokonsa takia. On myös perusteltua kysyä, miksi moni ruotsalainen tai norjalainen kaupan ketju on onnistunut rantautumaan Suomeen, mutta toiseen suuntaan naapurimaan valloitukset ovat vähäisempiä¹⁵. Yrityskauppatilanteessa suuremman on helpompi ostaa pienempi kuin pienemmän suurempi. Pieni koko altistaa helpommin yrityskaupan kohteeksi.

Yksi näkökulma on yritysten arvonmääritykset. Vaikka listatuilla markkinoilla näyttäisi analyysin perusteella olevan tehokkaiden markkinoiden hinnoittelu eli Helsingin Pörssistä ei voi ostaa yhtiöitä alihintaan ulos, voidaan kysyä, päteekö sama myös pörssin ulkopuolella listaamattomien yhtiöiden yrityskaupamarkkinoilla. Listaamattomien yhtiöiden arvostuseroista ei löydy aineistoa, jolla voitaisiin verrata mahdollista hintaeroa esimerkiksi Suomen ja muiden Pohjoismaiden välillä. Kuitenkin yrityskaupamarkkinoilla toimivien yleinen mielipide on, että jos yhtiö herättää kansainvälisen kiinnostuksen, on sen arvonmääritys korkeampi kuin jos siitä ovat kiinnostuneena vain kotimaiset kandidaatit. Jos päädytään kilpailutilanteeseen, ulkomainen ostaja on usein valmis maksamaan korkeamman hinnan ja päätyy ostajaksi. Vastaavalla tavalla tiedetään, että kasvuyritysten arvonmääritykset arvostuskertoimilla tarkasteltuna ovat suuremmat USA:ssa kuin Euroopassa. Esimerkiksi SaaS-liiketoiminnan markkinoilla on yleisesti tiedossa, että Suomessa arvostuskertoimet ovat alemmat kuin Euroopassa yleensä ja Euroopassa alemmat kuin USA:ssa.

Arvostuskertoimien merkitystä voi havainnollistaa esimerkin kautta. Kuvitellaan kolme SaaS-yhtiötä, suomalainen, englantilainen ja amerikkalainen. Jokaisen toistuva vuositulo (ARR Annual Recurring Revenue) on 5 miljoonaa euroa. Jos suomalainen yhtiö arvostetaan 5 kertaa ARR, englantilainen 10 kertaa ja amerikkalainen 20 kertaa, on suomalaisen yhtiön velaton arvo 25 miljoonaa euroa, englantilaisen 50 miljoonaa euroa ja amerikkalaisen 100

14 <https://www.investopedia.com/terms/h/homebias.asp>

15 <https://www.aamulehti.fi/kolumnit/art-2000007480855.html>

miljoonaa euroa. Yhtiöt ovat liiketoiminnaltaan samankokoisia, mutta markkina-arvojen eron myötä yritysjärjestelyt ovat mahdollisia vain yhteen suuntaan. Yleisesti puhutaan kerroin-arbitraasista, jos kykenee ostamaan yhtiöitä omaa kerrointa edullisemmalla hinnalla.

Ulkomaisten, erityisesti pohjoismaisten, pääomasijoittajien vahva asema Suomen markkinoilla tarkoittaa sitä, että potentiaalisimmat kasvuyritykset päätyvät yleensä varhaisessa vaiheessa ulkomaalaisomistukseen, koska kotimainen pääomamarkkina ei kykene niiden kasvupolkua kannattelemaan. Yhtiöistä maksetaan kyllä käypä hinta, mutta ne ostetaan varhaisessa vaiheessa. Usein, jos yhtiö on kyennyt kehittämään toimivan konseptin Suomessa, on luontevaa, että seuraavana omistajana on pohjoismainen pääomasijoittaja, joka kykenee auttamaan kansainvälistymisessä Pohjoismaissa.

Huomio kannattaa kiinnittää myös myyjiin. Onko niin, että suomalainen omistaja tyytyy liian vähään? Onko niin, että yrittäjälle riittää, kun on omakotitalo, mökki ja elämän mukavuudet hankittuna? Miksi ottaa suurempaa riskiä kansainvälisestä voimakkaasta kasvusta? Suomalaisista yrityksistä vain pieni osa on kasvuhaluja¹⁶. Leimaava piirre on myös osinkojen arvostus. Suomessa listayhtiöt maksavat markkina-arvoonsa suhteutettuna korkeampia osinkoja kuin ulkomaiset verrokkiyhtiönsä. Onko niin, että suomalainen omistaja suosii enemmän osinkotuloa kasvun, investointien ja yritysostojen sijasta?

Pieni markkinakoko, pieni kotimainen pääomamarkkina, syrjäinen asema finanssimarkkinoilla, ulkomaisten sijoittajien vahva asema Suomessa, mahdolliset arvonmäärityserot ja myyjien halu myydä ovat kaikki tekijöitä, jotka osaltaan ja yhdessä selittävät Suomen alttiutta tytäryhtiötaloudelle ja ulkomaisille yritysostoille.

16 <https://www.talouselama.fi/uutiset/pienyrittysten-kasvuhalu-lophti-mieluummin-jaadaan-tekemaan-pitkaa-paivaa-kun-palkataan-edes-osa-aikainen/21caee17-3ffe-3b44-9213-bb7f6f6062c5>

6 Keskustelu tytäryhtiötaloudesta Suomessa

Tytäryhtiötaloudesta käytävä julkinen keskustelu näyttää nousevan pintaan säännöllisesti erityisesti merkittävien ulkomaisten yritysostojen yhteydessä¹⁷. Yleisesti keskustelu on ollut pääsääntöisesti yksittäisiä keskustelunavauksia, mutta laaja-alaista ja analyttistä tarkastelua ulkomaisen omistuksen vaikutuksesta Suomen talouteen ei ole tehty.

Keskustelun sävyssä ulkomainen omistus esitetään tyypillisesti uhkaavana, negatiivisena ilmiönä suhteessa puolustettavaan kotimaiseen omistajuuteen. Itse tytäryhtiötalous-käsitettä käytetäänkin yhteiskunnallisessa keskustelussa ensisijaisesti uhkakuvana talouden kehityksestä. Yksittäisiä positiivisiakin julkaisuja löytyy, kuten kannanotto lääkealan ulkomaisten yhtiöiden merkityksestä Suomessa¹⁸. Lääkeyhtiö Bayer on Suomen suurimpia yhteisöveron maksajia¹⁹.

Digitaalisista lähteistä löytyvissä artikkeleissa tytäryhtiötaloudesta varoittaa pääsääntöisesti poliitikko²⁰ ja toisena ryhmänä keskusteluun ovat osallistuneet professorit ja akateemiset tutkijat²¹. Erityisen aktiivisesti aiheetta on kommentoinut perustellusti professori Vesa Puttonen, joka EVAn raporttinsa ja tutkimustensa myötä on perehtynyt aiheeseen syvästi²². Sen sijaan on huomattavaa, että yritysjohtajat eivät ole aiheesta juurikaan käyttäneet aktiivisesti puheenvuoroja puolesta tai vastaan. Poikkeuksina esimerkiksi Björn Wahlroos käytti tytäryhtiötaloutta uhkakuvana kritisoidessaan poliittista päätöksentekoa verouudistuksen osalta²³ ja Antti Piippo laati aiheesta laajemman artikkelin Liiketalouden Aikakauskirjaan²⁴.

17 <https://fi.wikipedia.org/wiki/Tyt%C3%A4ryhti%C3%B6talous>

18 <https://www.verkkouutiset.fi/tytaryhtiotalous-on-mahdollisuus/#990f6be0>

19 <https://www.iltalehti.fi/talous/a/564cabe0-b4f5-4c26-9c66-232e6438c402>

20 <https://www.maaseuduntulevaisuus.fi/politiikka/artikkeli-1.336018>

21 <https://research.aalto.fi/fi/clippings/onko-suomesta-tulossa-tyt%C3%A4ryhti%C3%B6talous-rahoituksen-professorilla->

22 <https://www.eva.fi/blog/2004/09/02/onko-omistamisella-valia/>

23 <https://www.mtvuutiset.fi/artikkeli/wahlroos-verouudistus-vie-suomen-tytaryhtiotalouden/2122292>

24 http://lta.lib.aalto.fi/2003/4/lta_2003_04_d6.pdf

Työmarkkinajärjestöistä SAK on ilmaissut huolensa Suomen luisumisesta tytäryhtiötaloudeksi ja on korostanut lääkkeenä kotimaisia työllistäviä investointeja²⁵. EK sen sijaan ei näe tytäryhtiötaloudessa mörköä vaan painottaa pääomien, tavaroiden, ihmisten ja työn vapaata liikkuvuutta tärkeänä osana globalisaatiota, koska se on lähtökohtaisesti kaikkien edun mukaista. Enemminkin ongelma on se, ettei Suomi houkuttele tarpeeksi ulkoismaista pääomaa ja investointeja. Silloinen EK:n puheenjohtaja, Keskon pääjohtaja Mikko Helander muistutti vuonna 2019, että myös supisuomalaiseksi mielletyn Keskon B-osakkeesta enemmistö on ulkomaalaisomistuksessa²⁶. Kesko on myös itse kunnostautunut yritysostoissa ulkomailla²⁷.

Mediassa aihetta on käsitelty valtamedioiden pääkirjoituksissa^{28,29}, mikä kuvastaa aiheen yhteiskunnallista painoarvoa. *Kauppalehden* päätoimittaja Arno Aho vaati, että kotimaista omistusta on vahvistettava, koska se vähentää tytäryhtiötaloutta ja hyvien yritysten myyntiä ulkomaille³⁰. Jyrki Vesikansa muistutti *Iltalehden* pääkirjoituksessaan 2018 siitä, kuinka tytäryhtiössä tehdään helpommin leikkauksia ja tuotekehitys valuu ulkomaille³¹. Raflaavimmin asian esitti *Dagens Industri*, joka väitti etusivullaan Neleksen ostotarjouksen yhteydessä, että Finlands industri är vår. *Helsingin Sanomat* vastasi pääkirjoituksessaan³² puolustuen suomalaista omistusta. Yleisimmin aiheen kirjoituksia löytyy talousmedioista³³, erityisesti sijoittamiseen liittyvillä näkökulmilla, ja varsinkin silloin, kun jokin suomalainen yritys ostetaan pois Helsingin pörssistä³⁴. Lisäksi puolueiden medioissa ja eri blogeissa on aihetta käsitteleviä artikkeleita³⁵.

Tunteiltaan voimakkain ulkomaalaisomistukseen liittyvä keskustelu on viime vuosina käyty todennäköisesti Carunan tapauksen ympärillä, kun valtion enemmistöomistuksessa oleva Fortum Oyj myi sähköverkot ulkomaalaisten pääomasijoittajien omistukseen ja uusi omistaja on tehnyt sähkön siirtohintoihinsa merkittäviä hinnankorotuksia. Keskustelussa on

25 <https://www.sak.fi/ajankohtaista/uutiset/ihalainen-suomen-luisuminen-tytaryhtiotaloudeksi-es-tettava-ja-voimavarat-suunnattava-tyollistaviin-investointeihin>

26 <https://ek.fi/ajankohtaista/blogit/mikko-helander-kesko-halytyskellojen-pitaisi-soida-kun-suhdannehuipulla-veroaste-on-korkea/>

27 <https://www.lansi-uusimaa.fi/uutissuomalainen/2334868>

28 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tytaryhtiotalous-vahvistuu/36a4db01-965b-3dc2-882c-ee06c-7d0c7ee>

29 <https://www.savonsanomat.fi/paakirjoitus-mielipide/3240463>

30 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kotimaista-omistusta-vahvistettava/979c6cd8-03e9-4ca6-b141-9a421263fb8f>

31 <https://www.iltalehti.fi/paakirjoitus/a/0816b57c-a1c2-4363-9055-7a5dc8009213>

32 <https://www.hs.fi/paakirjoitukset/art-2000007005180.html>

33 <https://www.talouselama.fi/uutiset/hyva-paha-tytaryhtiotalous/d827f539-1824-33a0-81c5-083dcde01f65>

34 <https://www.talouselama.fi/aiheet/tytaryhtiotalous>

35 <https://www.soininvaara.fi/2020/07/20/kotimaisen-omistuksen-tukeminen-vai-tytaryhtiotalous/>

noussut esiin erityisesti kaksi kärkeä. Ensinnäkin kansallisesti tärkeää monopoliasemassa olevaa infrastruktuuria ei saisi kommentoijien mukaan yksityistää yksityisomistukseen. Toiseksi ongelmana nähdään se, että Suomen kaksi suurinta sähköverkkoyritystä Caruna ja Elenia ovat ulkomaalaisomistuksessa. Myös Fennovoiman ydinvoimalan yhteydessä on pidetty tiukasti kiinni siitä, että venäläisomistus ei saa ylittää yhtiössä 49 % rajaa.

Positiivisena esimerkkinä sen sijaan yleisimmin käytetään Turun telakan tapaus, jossa saksalainen perheyrittäjä Meyer tuli telakan omistajaksi, ja on kyennyt täyttämään telakan tilauskirjan ja täten luomaan työpaikkoja. Edellisen omistajan, korealaiskonserni STX:n omistuksessa telakka oli ajautunut kriisitilanteeseen ja tarvittiin Suomen valtion vahvaa puuttumista, jotta omistusjärjestely saatiin toteutettua. Aiheesta käytiin aikanaan kiivasta keskustelua siitä, kuka olisi telakalle sopivin omistaja ja pitäisikö Suomen valtion olla Turun telakan omistaja. Poliittinen paine tapauksen ympärillä oli kova ja omistajuuskeskustelu oli valtakunnan ykkösaihe. Korealaiskonsernista käytettiin kriittisiä puheenvuoroja huonosta ulkomaisesta omistajasta. Meyer on vastaavasti nähty liki messiasmaisena pelastajana. Tytäryhtiönäkökulmasta on syytä huomioida, että sekä STX että Meyer edustavat tytäryhtiötaloutta Suomessa. Molemmat ovat omistajina ulkomaisia konserneja. Tapaus on hyvä esimerkki siitä, kuinka omistajalla on merkitystä ja kuinka uudessa osaavammassa omistuksessa omistettava kohde voi olla merkittävästi aikaisempaa arvokkaampi.

Yritysomaisuuden lisäksi Suomessa on käyty vastaavaa keskustelua esimerkiksi metsän omistuksen siirtymisestä ulkomaalaisten institutionaalisten sijoittajien omistukseen³⁶. Samoin kiinteistömarkkinoilla on ollut nähtävissä kansainvälisen institutionaalisen pääoman roolin kasvu etenkin kasvukeskuksissa, mutta aihe on herättänyt vähemmän huolia julkisessa keskustelussa verrattuna yritysomistukseen ja metsäomistukseen.

On myös huomionarvoista sävyero Helsingin pörssissä listattujen pörssiyhtiöiden ja listaamattomien yritysten yrityskauppojen uutisointien välillä. Kärjistäen, kun listayhtiö myydään, keskusteluun nousee huoli tytäryhtiötaloudesta ja ulkomaalaisomistuksesta. Harmittellaan sitä, että tämäkin yhtiö lähti ulkomaille, vaikka toisaalta sijoittajat ovat tyytyväisiä saamaansa preemioon. Näin viimeksi esimerkiksi Tikkurilan tapauksessa. Sen sijaan listaamattomia yrityksiä siirtyy ulkomaalaisomistukseen lähes jatkuvasti, esimerkiksi pääomasijoittajien myyminä. On aivan normaalia tehdä exit ulkomaille. Näistä tapauksista lähinnä uutisoidaan onnistuneena yrityskauppana. On totta, että listaamattomat yritykset ovat usein kooltaan pienempiä ja omistus pohjaltaan kapeita, joten niiden vaikuttavuus on rajallisempi, mutta tytäryhtiönäkökulmasta samasta asiasta on viime kädessä kyse. Toisessa nähdään ongelma, toisessa onnistuminen.

36 <https://yle.fi/uutiset/3-11675533>

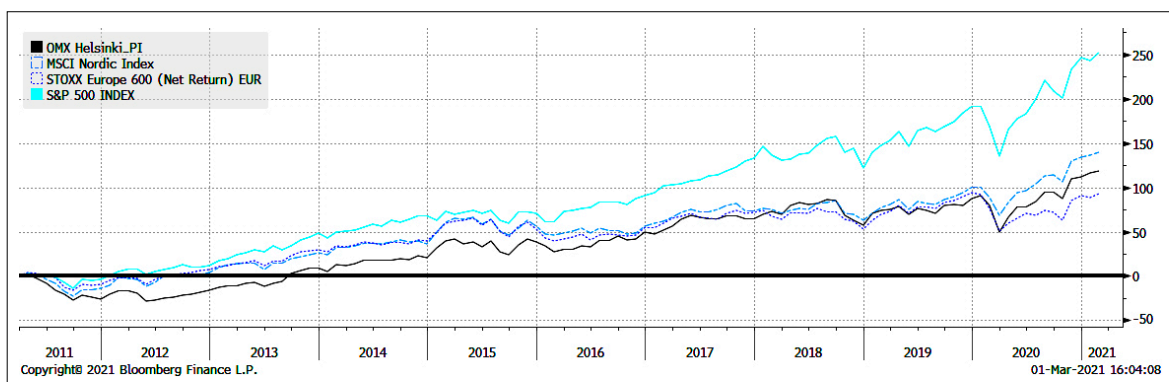
7 Ulkomaiset yritysostot Suomessa: Helsingin pörssin yrityskaupat 2009–2020

Tässä kappaleessa tarkastellaan Helsingin pörssissä tapahtuneita yritysostoja ja haetaan erityisesti vastausta kysymykseen, ovatko suomalaiset yritykset jollain mittarilla alihinnoiteltuja ja siten erityisen houkuttelevia kohteita ulkomaisille yritysostajille? Yleisindeksitasolla tehtävä vertailu ei anna vastausta yksittäisiin tilanteisiin, koska indeksien sisällöt vaihtelevat esimerkiksi toimialojen suhteen. Kuitenkin niiden kautta voidaan tarkastella markkinatason kehitystä. Parempi analyysi tilanteesta saataisiin, kun verrattaisiin kutakin yhtiötä suhteessa sen verrokkiyhtiöihin. Lisäksi on huomioitava, että Helsingin pörssin indeksin suurimpien yhtiöiden, kuten Nokia, KONE, Sampo ja Nordea omistusrakenne on kansainvälisempi kuin listan pienempien yhtiöiden.

Helsingin pörssin yhtiöiden osakekannasta 45 prosenttia oli ulkomaalaisomistuksessa eli Suomen suurimpien yhtiöiden omistusrakennetta voi tällä mittarilla pitää OECD-maihin verrattuna hyvin kansainvälisenä.

Helsingin pörssin tuotto pärjää vertailussa verrokkimaihin

Kansainvälisessä vertailussa Helsingin pörssi on tuotoilla mitattuna pärjännyt eurooppalaista yleisindeksiä paremmin kymmenen vuoden tarkastelujaksolla ja jäänyt vain hieman jälkeen Pohjoismaiden yleisindeksin kehityksestä. Huomioitavaa on kuitenkin merkittävä ero Yhdysvaltoihin nähden, erityisesti vuoden 2015 jälkeen, jolloin S&P500 indeksin tuotto on tehnyt selvää pesäeroa Eurooppaan ja Suomeen. Tarkemmassa tarkastelussa ero johtuu erityisesti suurten amerikkalaisten teknologiayritysten menestyksestä, kun taas Euroopan indeksissä vaikuttaa eurooppalaisen finanssisektorin alisuoriutuminen.

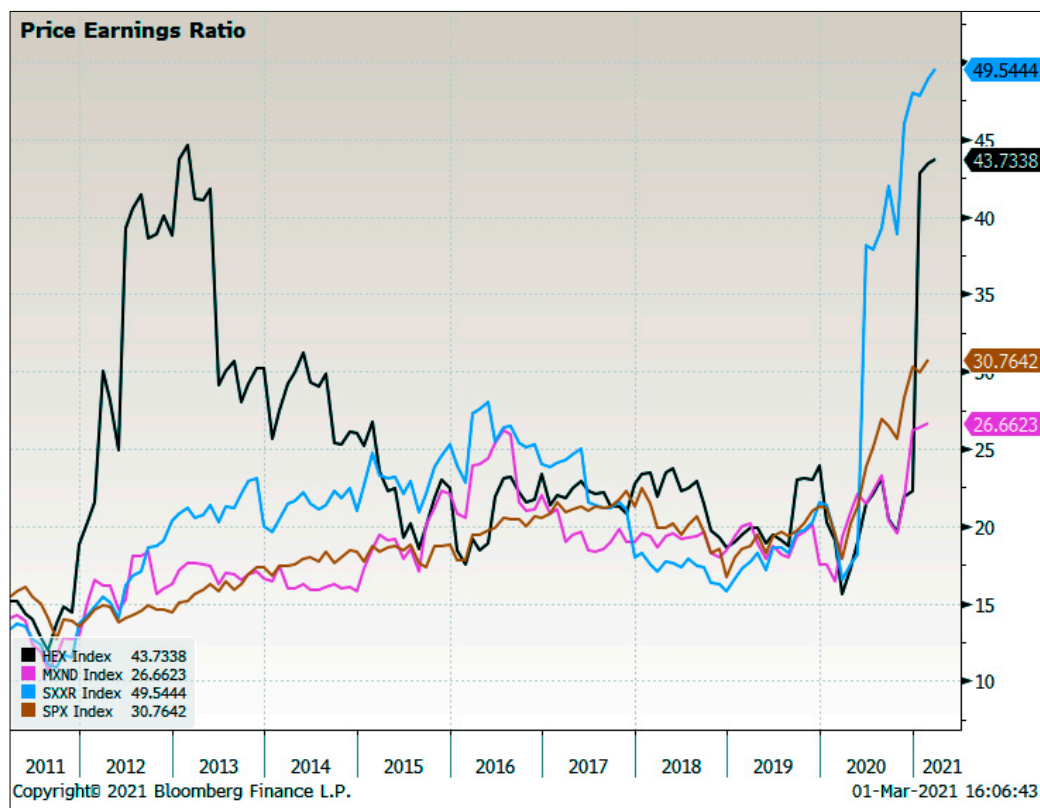
Kuva 3 Helsingin pörssin tuottohistoria verrattuna Pohjoismaihin, Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin

Historiadataan pohjautuen voidaan osoittaa (kuvio 3), että Helsingin pörssi ei ole tuottanut alituottoa suhteessa muihin markkinoihin, mikä voisi olla mahdollista esimerkiksi siitä syystä, että suhdannevaihteluissa pääoma pakenee herkemmin reuna-alueiden pörsseistä. Tuottomielessä voi todeta, että Helsingin pörssi on pystynyt tarjoamaan kilpailukykyiset eurooppalaiset tuotot tarkastelujaksolla.

Markkinoilla ei esiinny systemaattista alihinnoittelua suomalaisyhtiöille

Onko Helsingin pörssin yhtiöt hinnoiteltu halvemmalli kuin muissa maissa? Kuvio 4 kuvastaa p/e lukuun perustuvaa hinnoittelua indeksitasolla eri pörsseissä kymmenen vuoden aikahorisontilla. Valkoisella kuviossa on Helsingin pörssi, vihreällä Pohjoismaat, ruskealla Eurooppa 600-indeksi ja sinisellä SP500-indeksi eli Yhdysvallat. Kuvassa Helsingin pörssin p/e hinnoittelu on pääsääntöisesti ollut kymmenen vuoden ajanjaksolla muita markkinoita korkeampi, joten ainakaan tällä perusteella ei voida sanoa, että Helsingin pörssistä olisi ostettavissa yhtiöitä alihintaan suhteessa muihin maihin, vaan huomio on päinvastainen eli Helsingin pörssi hinnoittelee tällä mittarilla yhtiöt hyvinkin kilpailukykyisesti. Jälleen kerran on tärkeää ymmärtää, että indeksien sisällöt vaihtelevat merkittävästi, joten yhden mittarin perusteella ei voi tehdä systemaattista johtopäätöstä, mutta alihinnoittelun merkkiä ei tällä tavalla tarkasteltuna esiinny. Paremmen tarkastelun saisi tehtyä siten, että tarkastelisi kutakin yhtiötä suhteessa verrokkiyhtiöihinsä, jolloin vääristymien merkitys vähenisi.

Kuva 4 Helsingin pörssin p/e hinnoittelun kehitys verrattuna Pohjoismaihin, Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin



Tämän tarkastelun perusteella voidaan lähteä siitä oletuksesta, että Helsingin pörssissä yhtiöt hinnoitellaan kansainvälisessä vertailussa käypään arvoonsa, eikä esiinny systemaattista kerroinalennusta Suomen ja vertailumarkkinoiden välillä, jolla perusteella suomalaisyhtiöt olisivat alihinnoiteltuja.

Yrityskauppojen preemiot vastaavat kansainvälistä tasoa

Taulukko 1 kuvaa Helsingin pörssistä 2009–2020 tehtyjä yritysostoja. Tänä aikana pörssistä on poistunut yrityskaupalla yhteensä 31 yhtiötä eli keskimäärin noin 3 yhtiötä vuodessa. Näistä yhdeksän on ollut suomalaisen yhtiön ostoja ja 22 kappaletta eli noin 70 % ulkomaisen yhtiön ostoja. Ulkomaisten yritysostojen osuutta voi täten pitää erittäin merkittävänä.

Osto- tarjous	Kohdeyhtiö	Ostaja	Ostajan kotimaa	Preemio tarjoushetkeen	EV/EBITDA ennen tarjousta
2020	Tikkurila	PPG	USA	66,2 %	8,1
	Ahlstrom-Munsgo	Spa Lux Moldco (Bain jne)	Luxemburg	24,0 %	7,3
2019	Cramo	Boels	Hollanti	31,2 %	4,2
	Hoivatilat	Aedifica	Belgia	26,0 %	10,7
	Silmäasema	Coronaria	Suomi	7,5 %	6,1
	Ramirent	Loxam S.A.S	Ranska	65,4 %	4,3
	DNA	Telenor	Norja	7,4 %	9,7
2018	Pöyry	ÅF Ab	Ruotsi	45,7 %	7,1
	Kotipizza	Orkla	Norja	38,6 %	10,8
	Amer Sports	ANTA Sports	Kiina	38,9 %	12,9
	Technopolis	Kildare European Partners	Luxemburg	13,7 %	15,1
	Tecnotree	Viking Acquisitions Corp	USA	26,6 %	2,5
2017	Affecto	CGI Group	Iso-Britannia	29,3 %	8,4
	Sponda	The Blackstone Group	Luxemburg	20,7 %	18,9
	Comptel Corporation	Nokia	Suomi	28,8 %	13,1
	PKC Group	Motherson Sumi Systems	Viro	51,1 %	5,7
2016	Norvestia	CapMan	Suomi	21,0 %	NA
	Okmetic	Natl Silicon Ind	Kiina	29,6 %	NA
	Biotie Therapies	Acords Therapeutics	USA	95,1 %	
2015	Talenom	Alma Media	Suomi	14,3 %	7,6
	Turvatiimi	Atine Group	Suomi	-5,1 %	NA
	Ixonos	Tremoko	Suomi	4,3 %	NA
2014	Vacon	Danfoss	Tanska	13,1 %	12,8
	Oral Hammaslääkärit	CapMan	Suomi	9,0 %	8,1
	Pohjola Pankki	OP-Pohjola	Suomi	18,1 %	NA
	Rautaruukki	SSAB	Ruotsi		7,3
2013	Stonesoft Corporation	McAfee Inc	USA	128,4 %	19,4
	Oral Hammaslääkärit	Atine Group	Suomi	3,2 %	5,9
2011	Aldata Solutions	Symphony Technology	USA	32,6 %	13,1
2009	Tamfelt	Metso	Suomi	20,3 %	9,1
	Larox	Outotec	Suomi	36,6 %	NA
	High			128,4 %	19,4
	Average			31,9 %	9,4
	Median			26,6 %	8,1
	Low			-5,1 %	2,5

Ulkomaisista yritysostoista viidessä ostajana oli amerikkalainen yhtiö, viidessä pohjoismainen yhtiö, kahdeksassa muu eurooppalainen yhtiö ja kahdessa kiinalainen ostaja. Eurooppalaisten ostajien painoarvo oli täten yli puolet ajanjakson yritysostoista. Tätä voi pitää luonnollisena, koska suurin osa yritysostoista oli luonteeltaan teollisia yritysjärjestelyitä, jossa suurempi alan toimija osti suomalaisen yrityksen osaksi kokonaisuutta.

Tarjoushetken osakekurssin päälle maksettava hinta eli premio oli keskiarvoltaan noin 32 % ja mediaaniltaan noin 27 %. Tätä voi pitää tyypillisenä tasona, koska kansainvälisessä tutkimuskirjallisuudessa premio on tyypillisesti ollut noin 30 % yhtiön tarjoushetken hinnasta. Ainakaan premion perusteella ei voida väittää, että suomalaiset yritykset myytiin liian halvalla.

Korkein premio on maksettu Stonesoftista, jossa amerikkalaisen ostajan tarjous oli noin 128 % yli kurssihinnan. Lisäksi aineistosta voidaan todeta, että yleisesti ulkomaiset ostajat ovat maksaneet 2009–2020 korkeamman premion kuin kotimaiset ostajat. Aineisto on toki rajallinen, mutta tässä otoksessa ulkomaisten ostajien esiintyminen on ollut yhtiöiden omistajille hyvä asia, koska tämän seurauksena omistajat ovat saaneet yrityksestään korkeamman hinnan.

Käypä markkinahinta + käypä premio = käypä yrityskauppahinta

Ylläolevassa tarkastelussa ei ole löydetty viitteitä siitä, että Helsingin Pörssissä suomalaisyhtiöt systemaattisesti alihinnoiteltaisiin suhteessa verrokkimarkkinoihin. Tarkempaa tarkastelua tarvitaan, mutta tämän analyysin puitteissa voidaan lähteä oletuksesta, että systemaattista alihinnoittelua ei esiinny ja täten yhtiöt saavat markkinoilla verrokkimaihinsa nähden käyvän markkina-arvon.

Toiseksi, tarkastelu osoitti, että Helsingin pörssissä tehdyissä yrityskaupoissa premioiden mediaani vastaa kansainvälisten tutkimusten tasoa, joten myöskään premion alihinnoittelua ei esiinny.

Kun yhdistetään oletus siitä, että markkinat hinnoittelevat yhtiöt lähtökohtaisesti Helsingin pörssissä käypään arvoonsa ja yrityskaupoissa maksetut premiot vastaavat yleistä kansainvälistä tasoa, voidaan näiden yhdistelmänä todeta, että

käypä markkinahinta + käypä premio = käypä yrityskauppahinta

Jos yhtälö pätee, voidaan sen perusteella kumota väitteet siitä, että suomalaisia pörssi-yhtiöitä voisi systemaattisesti ostaa alihintaan. Yhtälön ollessa totta, yhtiöiden omistajat saavat yrityskaupassa käyvän korvauksen omistuksestaan. Lisäksi on huomioitava, että aineiston perusteella ulkomaiset yritysostajat ovat maksaneet yrityskaupoissa suomalaisia kauppia korkeampia preemioita, joten ulkomaisten ostajien olemassaolo markkinoilla on ainakin joissain tapauksissa johtanut senhetkisten omistajien kannalta parempaan lopputulemaan taloudellisesti.

8 Ulkomaiset yritysostot Suomessa – tapauskohtainen tarkastelu

Tässä osiossa tarkastellaan astetta tarkemmin yhteensä yhdeksän ulkomaisten tekemää merkittävää yritysostoa Suomessa. Tapauksista neljä on eurooppalaisten ostajien tekemiä yrityskauppoja, kolme amerikkalaisten ja kaksi aasialaisten vastaten viime vuosikymmenten alueellista ostojen tasapainoa. Tikkurilan tapaus käydään läpi syvällisemmin johtuen sen ajankohtaisuudesta.

Eurooppalaiset yritysostot

Cramo Oyj

Marraskuussa 2019 hollantilainen Boels-konserni teki julkisen ostotarjouksen konevuokraamo Cramo Oyj:sta. Kauppahinta oli noin 600 miljoonaa euroa. Alkuperäinen preemio oli 31,2 % tarjouksentekohetken osakekurssiin, mutta lopullinen preemio korotuksen jälkeen oli 36,1 %. Cramo poistui Helsingin pörssistä kesäkuussa 2020.

Kyse oli alan konsolidoinnista eurooppalaisella tasolla. Uusi Boels-Cramo Group on Euroopan toiseksi suurin konevuokraamokonserni ja alan kymmenen suurimman yhtiön joukossa maailmassa. Yhdistetyllä kokonaisuudella on toimintaa 17 Euroopan maassa ja 7 500 työntekijää. Sen yhdistetty liikevaihto oli 2019 noin 1,3 miljardia euroa, josta Cramon osuus on noin puolet. Yhtiöt täydensivät maantieteellisesti toisiaan, koska Cramo kattaa Pohjoismaat sekä Baltian ja Boels Keski- ja Itä-Euroopan sekä Britannian. Ennen Cramon ostoa Boels oli vuonna 2017 tehnyt merkittävän yritysoston Iso-Britanniassa.

Koska kaupantekohetkellä yhtiöiden konevuokraamoliiketoimintojen koko oli melko lähellä toisiaan, voi spekulointina pohtia, olisiko omistusjärjestely voinut tapahtua toiseen suuntaan, jonka seurauksena Cramo olisikin säilynyt suomalaisena listayhtiönä suuremmassa kokoluokassa.

Ramirent Oyj

Kesäkuussa 2019 ranskalainen pörssilistattu konevuokraamokonserni Loxam teki julkisen ostotarjouksen suomalaisesta Ramirent Oyj:sta. Kauppahinta oli noin 970 miljoonaa euroa.

Preemio oli 65,4 % tarjouksentekohetken osakekurssiin eli tuplasti yli yleisen preemiotason. Loxamin liikevaihto oli ennen ostoa 1 483 miljoonaa euroa vuonna 2018, sillä oli noin 8 000 työntekijää ja se toimi 13 maassa Euroopassa. Ramirentin liikevaihto oli 712 miljoonaa euroa, työntekijöitä oli noin 2 900 ja toimintaa yhdeksässä maassa Euroopassa.

Kyse oli alan konsolidoinnista eurooppalaisella tasolla. Yhtiöt täydensivät maantieteellisesti toisiaan ja kokonaisuus muodosti liikevaihdoltaan noin 2,2 miljardin euron Euroopan suurimman konevuokraamon. Loxam oli ennen Ramirentin ostoa toteuttanut yli 20 yrityskauppaa viimeisen kymmenen vuoden aikana, joten yritysostot ja toimialan konsolidointi oli keskeinen osa sen strategiaa.

Loxam oli Ramirentiä kokoluokaltaan noin tuplasti isompi, joten yritysosto toiseen suuntaan ei olisi ollut mahdollinen. On huomionarvoista, että sekä Ramirentin että Cramon myynnit ulkomaille tapahtuivat samana vuonna noin puolen vuoden sisällä. Ottaen huomioon, kuinka kauan suuremmat yrityskauppaprosessit kestävät, on ilmeistä, että toimialan järjestelykeskusteluita käytiin ainakin osittain samanaikaisesti. Suomen kannalta on huomioitavaa, että Helsingin pörssistä katosi lyhyessä hetkessä koko konevuokraamotoimiala ja yhteensä noin 1,6 miljardin euron arvoiset yritykset ulkomaalaisomistukseen. Yhdessä Ramirent ja Cramo kattoivat laajasti Pohjoismaiden ja Baltian markkinat, joten niiden keskinäiselle yhdistymiselle kilpailuviranomaiset tuskin olisivat antaneet suostumusta.

Pöyry

Joulukuussa 2018 suomalainen konsulttiyhtiö Pöyry ja ruotsalainen insinööritoimisto ÅF ilmoittivat yhdistyvänsä. Varsinainen yhdistyminen tapahtui helmikuussa 2019. Pöyryn valuaatioksi omistusjärjestelyssä muodostu 611 miljoonaa euroa. Preemio oli 45,7 % tarjouksentekohetken osakekurssiin nähden eli yli yleisen preemiotason. Pöyryn vuosiliikevaihto järjestelyn hetkellä oli noin 553 miljoonaa euroa ja ÅF:n 13,5 Ruotsin miljardia kruunua. Yhdessä yhtiöt muodostivat liikevaihdoltaan järjestelyhetkellä noin 19 miljardin kruunun kokonaisuuden, jolla oli yhteensä 14 550 työntekijää. Pöyry työllisti järjestelyn hetkellä 4 650 työntekijää ja ÅF 9 900.

Omistusjärjestelyssä tavoitteena oli luoda vahva Pohjoismainen ja kansainvälinen insinööri- ja konsulttitoimisto. Uuden kokonaisuuden hallitus- ja johtoryhmäpaikkoja jaettiin sekä Pöyryn että ÅF:n henkilöille, kuitenkin ÅF:n ottaen vahvemman aseman. Yhtiön pääkonttoripaikaksi määrittyi Tukholma. Kokoluokkaerosta ja aloitteellisuudesta johtuen oli selvää, että ÅF oli fuusiossa kuskin paikalla ja Pöyry fuusion kohteena. Vuonna 2019 molemmat aikaisemmat nimet poistuivat käytöstä ja konsernin nimeksi tuli AFRY. Nykyisin AFRY:lla on 16 000 työntekijää yli 40 maassa ja konsernin liikevaihto oli 2019 noin 2 miljardia euroa. Yhtiö on listattu Tukholman pörssiin ja sen markkina-arvo on noin 27 miljardia Ruotsin kruunua (noin 2,7 miljardia euroa).

Järjestelyä voi pitää hyvänä esimerkkinä Suomi-Ruotsi järjestelyistä, jossa ruotsalainen yhtiö on markkinoiden kokoluokan verran, eli noin 1,5-2 kertaa suomalaisyhtiötä suurempi ja paremman pääomamarkkinan tukemana kykenee toteuttamaan yritysjärjestelyn kuskin paikalla.

Kotipizza

Marraskuussa 2018 norjalainen elintarvikekonserni Orkla ASA teki julkisen ostotarjouksen pizzaketju Kotipizza Oyj:sta. Kotipizza oli historiassa nähnyt eri omistusmuodot alkaen yrittäjäomistajasta konseptin kehittäjänä, sen jälkeen suomalaisen pääomasijoittajan kasvuvaihe ja lopulta listautuminen Helsingin pörssiin listayhtiöksi. Nyt yhtiö päätyi osaksi ulkomaista konsernia. Tarjottu ostohinta oli 146 miljoonaa euroa. Premio oli 38,6 % tarjoushetken osakekurssiin nähden, eli hieman yli yleisen premiotason. Kotipizzan liikevaihto oli 106 miljoonaa euroa ja sillä oli 300 yrittäjää ja 1 700 työntekijää³⁷.

Orkla-konsernin liikevaihto ostohetkellä oli 4,2 miljardia euroa, käyttökate 620 miljoonaa euroa ja työntekijöitä 18 000³⁸. Sen markkina-arvo ostohetkellä oli noin 7,5 miljardia euroa. Yhtiö on listattu Norjan pörssissä ja sen pääkonttori on Osllossa. Mittakaavaa kuvastaa, että Kotipizzan ostohinta vastasi noin 3 % Orklan ostohetken markkina-arvosta. Sille Kotipizzan osto oli kevyt suupala. Ostolla se halusi vahvistaa markkina-asemaansa Suomessa.

Olisiko ostajana voinut olla jokin suomalainen elintarvikeyhtiö? Listatuista yhtiöistä HKScanin markkina-arvo on raportin kirjoitushetkellä maaliskuussa 2021 noin 203 miljoonaa euroa ja Atrian noin 217 miljoonaa euroa. Niillä ei olisi ollut kykyä ostaa. Mittakaavaero Orklaan on merkittävä. Sen sijaan kaupan alan toimijoista esimerkiksi Kesko, jonka markkina-arvo on noin 8,0 miljardia euroa, tai S-Ryhmä olisi sen halutessaan voinutkin hankkia.

Amerikkalaiset yritysostot

Uutechnic

Joulukuussa 2020 Helsingin pörssin tuntemattomimpiin yhtiöihin kuulunut sekoittimia valmistava Uutechnic Group ilmoitti saaneensa julkisen ostotarjouksen amerikkalaiselta

37 <https://yle.fi/uutiset/3-10519945>

38 <https://www.op.fi/documents/20556/30794978/Markkinointiesite/48c6b73e-734b-e58a-6027-8190e314a45d>

SPX Flow:lta. Yhtiön osakekannan arvoksi tuli kaupassa 34 miljoonaa euroa. Premio oli 39,5 % tarjoushetken osakekurssiin nähden eli hieman yli yleisen preemiotason. Yhtiön pääomistajat pitivät hintaa riittävän hyvänä. UTG:n liikevaihto 2019 oli 16,8 miljoonaa euroa.

SPX Flow on New Yorkin pörssilistattu globaali konserni, jonka markkina-arvo on noin 2,7 miljardia dollaria ja liikevaihto 1,5 miljardia dollaria vuonna 2019. Varsinaisena ostajana toimi SPX Flow Technology Germany GmbH eli konsernin saksalainen tytäryritys. Uutechnic oli hyvin pieni pörssiyritys, joten kauppaa ei voi pitää kokoluokaltaan merkittävänä. Havainnollistavaa on, että SPX Flow konserni on liikevaihdoltaan noin sata kertaa suurempi yritys ja kauppasumma vastasi noin prosenttia sen markkina-arvosta. New Yorkissa SPX Flow:n osakekurssin desimaalitkaan tuskin liikahtivat tämän kokoluokan kaupan myötä.

Ahlstrom-Munksjo

Syyskuussa 2020 suomalainen kuitupohjaisia materiaaleja valmistava Ahlstrom-Munksjo Oyj otti vastaan amerikkalaisen sijoitusyhtiö Bain Capitalin johdolla tehdyn julkisen ostarjouksen³⁹. Ostajakonsortio koostui laajemmasta sijoittajaryhmästä, jossa mukana oli myös Ahlström Capital, joten omistajasuku oli sekä myymässä että ostamassa. Aiemmin Ahlstrom-Munksjo oli perinteisesti ollut Ahlströmien suvun omistuksessa ja listattuna Helsingin pörssissä. Ostotarjous oli epätyypillinen muihin ostarjouksiin verrattuna siltä osin, että tarjoajana oli sijoittajien konsortio, jonka strategiana oli ostaa yhtiö ulos pörssistä ja pyrkiä tekemään parannustoimet yhtiön kehitykseen pörssin ulkopuolella uutena pääomistajana.

Premio oli 24 % tarjoushetken osakekurssiin nähden eli hieman alle yleisen preemiotason. Lisäksi kun pääomistaja oli osittain jatkamassa yhtiön omistajana, sai tarjottu premio markkinoilla kritiikkiä alhaisuudestaan sekä siitä, oliko kaupassa huomioitu riittävästi vähemmistöomistajien intressit.

Järjestelyä perusteltiin sillä, että toimialalla on tapahtumassa merkittäviä liikkeitä, joissa tarvitaan suurempia pääomia⁴⁰. Täten voidaan kysyä, eikö yhtiö Helsingin pörssissä listattuna ollessaan kykenisi saamaan käyttöönsä riittäviä pääomia? Pörssilistautumisia on usein perusteltu paremmalla pääsillä pääomaan listattuna yhtiönä, mutta tässä tapauksessa

39 <https://www.ahlstrom-munksjo.com/fi/Sijoittajat/ostotarjous-ahlstrom-munksjon-osakkeista/>

40 <https://www.talouselama.fi/uutiset/miksi-ahlstromin-suku-myy-kalleutensa-amerikkalaiselle-korppikotkakapitalistille-tassa-selitys/20671ae3-9941-4419-8a90-d00350583aa2>

suunta kulkee nimenomaan päinvastoin. Pääomasijoitusyhtiö Bain Capital on onnistunut aiemmissa kohteissaan Pohjoismaissa tuomaan kohdeyhtiöihin lisää strategista osaamista, joten sen tuoma lisäarvo lienee merkittävä ero suhteessa hajaantuneempaan ja passiivisempaan pörssi-yhtiön omistajarakenteeseen.

Tikkurila

Joulukuussa 2020 alkoi tapahtua liikehdintää Tikkurila Oyj:n ympärillä. Ensin PPG Industries teki yhtiöstä julkisen ostotarjouksen 25 euroa osakkeelta, jossa preemio oli 66 % yli tarjoushetken osakekurssin⁴¹. Tammikuussa 2021 Akzo Nobel ilmoittautui mukaan kilpailuun tarjoamalla 31,25 euroa osakkeelta eli noin 13 % PPG Industriesin tarjousta enemmän⁴². Preemio alkuperäiseen tarjoushetken osakekurssiin oli tällöin 108 %. Ennen sitä PPG Industries oli jo korottanut omaa tarjoustaan 27,75 euroon osakkeelta. Helmikuussa PPG Industries nokitti Akzo Nobelin tarjouksen iskemällä pöytään 34 euroa osakkeelta tarjouksen⁴³. Tämän tarjouksen pohjalta järjestely on nyt toteutumassa ja Tikkurila on päätyttyä osaksi amerikkalaista PPG Industries-konsernia. Preemio nousi lopulta 126 % yli alkuperäisen tarjoushetken osakekurssin, joka on suunnilleen sama kuin Stonesoft Oyj:stä maksettu preemio eli Helsingin pörssin korkeimpia. Ostokilpailua ja sen myötä nousutta hintaa voi pitää Suomen mittakaavassa harvinaisena ja erittäin onnistuneena omistajien kannalta.

Asiaa kannattaa kuitenkin tarkastella tarkemmin. Taulukko 2 osoittaa Tikkurilan ja sen listattujen verrokkiyhtiöiden markkina-arvoja ja keskeisiä tunnuslukuja ennen ensimmäistä ostotarjousta.

41 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tikkurilasta-ostotarjous-melkoisella-preemiolla-amerikkalaisyhtio-ppg-tarjoaa-osakkeista-66-prosenttia-korkeampaa-hintaa-eiliseen-kurssiin-verrattuna/98d91165-ac67-44c4-9b55-aeddd98bfd59>

42 <https://www.hs.fi/talous/art-2000007746340.html>

43 <https://news.cision.com/fi/tikkurila/r/ppg-industries--inc--korottaa-tarjousvastiketta-34-00-euroon-osakkeelta-ja-muuttaa-tiettyja-muita-ta,c3279303>

Yhtiö	Markkina-arvo (milj. Euroa)	P/E		EV/EBITDA	P/B	Liikevaihdon kasvu		Osinko-%	ROCE	EBIT-%
		2020e	2021e	2020e	2020e	2020e	2021e	2020e	2020e	2020e
Akzo Nobel N.V	22 547	23,5	20	16,8	2,7	-8 %	5 %	2,3 %	10,5 %	12,6 %
Axalta Coating Systems Ltd	5 590	23,8	16,6	12,4	4,5	-18 %	15 %	0,0 %	8,6 %	13,7 %
Kansai Painto Co. Ltd	6 667	58,7	37,2	20,3	2,8	-16 %	10 %	1,1 %	4,8 %	6,3 %
PPG Industries Inc	28 502	25,3	21,2	15,5	5,7	-10 %	9 %	1,5 %	12,8 %	13,6 %
RPM International Inc	9 815	21,7	19,9	14,3	7	6 %	1 %	1,7 %	16,5 %	13,6 %
Sherwin-Williams Company	55 490	29,8	27,2	21,4	15,2	2 %	5 %	0,7 %	19,4 %	17,3 %
<i>Mediaani</i>		24,6	20,6	16,1	5,1	-9 %	7 %	1,3 %	11,7 %	13,6 %
<i>Keskiarvo</i>		30,5	23,7	16,8	6,3	-7 %	8 %	1,2 %	12,1 %	12,9 %
<i>Tikkurila</i>	617	13,9	15,5	7,3	3,2	3 %	0 %	5,0 %	22,6 %	11,0 %
<i>Ero mediaaniin</i>		-43 %	-25 %	-54 %	-38 %					

Ensinnäkin on ymmärrettävä yhtiöiden kokoluokka markkina-arvoilla mitattuna. Tikkurilan markkina-arvo ennen ostotarjousta oli noin 0,6 miljardia euroa. PPG Industriesin markkina-arvo oli 28,5 miljardia ja Akzo Nobelin 22,5 miljardia euroa. Tässä mittakaavassa Tikkurila oli markkinoilla pikkutekijä rajallisella markkina-alueellaan. Tikkurila vastaa markkina-arvoltaan noin kahta prosenttia markkina-arvolla mitattuna, kun se on osa PPG Industries-konsernia ($0,6/28,5+0,6=0,02$). Kun tästä perspektiivistä asiaa tarkastelee, voi todeta, että ostajille ei luultavasti ollut erityinen ongelma, vaikka joutuivatkin korottamaan alkuperäistä tarjoustaan.

Toinen keskeinen huomio kiinnittyy yhtiöiden arvostuskertoimiin. Sekä tulos pohjaisilla kerroinlukuilla (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT) että tase pohjaisilla kerroinluvulla (P/B) Tikkurila oli selvästi alihinnoiteltu suhteessa alan kansainvälisiin verrokkiyhtiöihinsä. Esimeriksi PPG Industriesin P/E-luku oli 25,3X kun se Tikkurilalla oli 13,9X. Miksi asia oli näin? Mistä johtui Tikkurilan arvostusero kilpailijoihinsa? Pääoman tuotolla mitattuna (ROCE) Tikkurila oli alansa paras, liikevaihdon kasvu verrokkiryhmän kärkipäätä 2020 ja kannattavuus (EBIT-%) oli kilpailukykyisellä tasolla. Voisi siis sanoa, että itse liiketoiminta oli varsin hyvässä kunnossa, joten oliko näin merkittävä arvostusero markkina-arvojen arvostuskertoimissa perusteltavissa ainoastaan liiketoiminnasta johtuvilla syillä?

Lopullinen kaupan preemio 126 % on erinomainen. Osakkeenomistajille onnittelut prosessin kuluessa nousseesta ostohinnasta. Kun kuitenkin huomioidaan lähtötilanteen aliarvostus, noin 40 %, on loppukauppahinta hieman maltillisempi, mutta yhä yleiseen preemiotasoon nähden erinomainen.

Aasialaiset yritysostot

Amer Sports

Joulukuussa 2018 Mascot Bidco teki julkisen ostotarjouksen urheiluvälinekonserni Amer Oyj:n osakkeista. Mascot Bidco oli ostotarjousta varten koottu sijoittajakonsortio, jonka muodostivat kiinalainen Anta Sports Products Limited, FountainVest Partnersin sijoitusyhtiö FV Fund, kanadalaisen liikemiehen ja joogavarusteyhtiö Lululemonin perustajan Chip Wilsonin sijoitusyhtiö Anamered Investments ja kiinalainen Tencent⁴⁴. Anta Sports on Hongkongin pörssissä listattu urheilutuotekonserni, jolla on vahva asema urheilutuotemarkkinoilla Kiinassa. Amer-konserni oli kansainvälisesti tunnettuja kuluttajabrändejä hallinnoivana yhtiönä harvinaisuus Helsingin pörssissä.

Amerin kauppahinta oli 4,6 miljardia euroa eli kyseessä oli Suomen mittakaavassa erittäin merkittävä yrityskauppa. Preemio oli 39 % tarjoushetken osakekurssiin nähden eli hieman yli yleisen preemiotason. Amerin liikevaihto vuonna 2018 oli noin 2,7 miljardia euroa. Ostokonsortio viesti tarjouksen yhteydessä, että omistusmuutoksella ei ole välittömiä vaikutuksia Amerin toimintaan ja yhtiön pääkonttori säilyy Helsingissä⁴⁵. Suomalaiset kotitaloudet kuittasivat Amerin myynnistään noin 536 miljoonaa euroa ja esimerkiksi Maa- ja vesitekniikan tuki ry yhdistyksenä noin 200 miljoonaa euroa⁴⁶.

Yksi Amerin suurimmista yksityistä omistajista Ilkka Brotherus kuvasi tunteitaan tarjouksen suhteen ristiriitaisiksi: ”Tarjous herätti vähintäänkin ristiriitaisia tunteita. Amer Sports on kuitenkin maailman ykkönen, johtava brändi monissa segmenteissä. Helsingin pörssissä ei ole yhtään sen veroista kulutustavarayhtiötä, enkä usko, että niitä sinne tuleekaan.”⁴⁷

44 <https://www.is.fi/taloussanommat/porssiuutiset/art-2000005940343.html>

45 <https://www.talouselama.fi/uutiset/jattitarjous-julki-nain-paljon-amer-sport-sista-luvataan-maksaa-ostajat-aikovat-sailyttaa-paakonttorin-helsingissa/ae22da00-1cce-3ccc-83a5-fed002709fec>

46 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ilkka-brotherus-nettoaa-sata-miljoonaa-amer-kaupassa-suomalaisille-kotitalouksille-puolen-miljardin-potti/bdfb9734-f018-4595-a5e2-0cc57d1972f0>

47 <https://www.talouselama.fi/uutiset/lontoo-monaco-paaoma-pakenee-veroja-va-roittaa-ilkka-brotherus-ja-kertoo-jattikaupasta-olisin-ollut-tyytyvainen-amerin-omistaja/e5f6ac5c-cf00-49bd-90f7-23ab201a43f0>

Okmetic

Huhtikuussa 2016 kiinalainen NSIG (National Silicon Industry Group) teki julkisen ostotarjouksen Helsingin pörssissä listatusta piikiekkovalmistaja Okmetic Oyj:sta. NSIG on kiinalainen teollisuuden holdingyhtiö, joka keskittyy puolijohdelaitteiden ja -materiaalien investointeihin ja kehittämiseen. Yhtiö pyrkii muodostamaan merkittävän kansainvälisen toimijan puolijohdealalle sijoittamalla Kiinaan ja ostamalla ulkomaisia yrityksiä⁴⁸.

Tarjouksen kokonaisarvo oli 170 miljoonaa euroa⁴⁹. Preemio oli 29,6 % tarjoushetken osakekurssiin nähden eli linjassa yleisen preemiotason kanssa. Okmeticin liikevaihto 2015 oli noin 85 miljoonaa euroa.

NSIG:n osakkeenomistajana vaikuttavat Kiinan valtion tukema sijoitusrahasto, Kiinan valtionyhtiö ja Kiinan valtion sijoitusyhtiö sekä tutkimusinstituutti. Yritysosstolla ostettiin piikiekkualan strategista osaamista Euroopasta. Okmeticin osaaminen oli kansainvälisesti kilpailukykyistä ja se oli suhteellisen pieni suomalainen pörssiyhtiö, jonka omistajina oli hajaantuneesti suomalaisia institutionaalisia sijoittajia. Niille kelpasi markkinastandardia vastaava preemio ilman suurempia intohimoja yhtiötä kohtaan.

48 <https://www.is.fi/taloussanomat/porssiuutiset/art-2000001907787.html>

49 https://www.okmetic.com/sites/default/files/attachments/groups/bravo_press_conference_presentation_fin_0.pdf

9 Johtopäätökset ulkomaisista yritysostoista Suomessa

Ulkomaisia yritysostoja Helsingin pörssistä on keskimäärin noin kolme tapausta vuodessa. Määrä on vaihdellut vuosittain, riippuen ensisijaisesti suhdanteesta ja yleisestä yritys-kauppamarkkinan aktiviteetista. Näillä määrillä ei voida osoittaa selkeää trendiä ulkomaisten yritysostojen lisääntymisestä viime vuosina. Koko ilmiön tarkastelu tulisi tehdä sekä listaamattomien että listattujen yhtiöiden osalta, jolloin voitaisiin paremmin nähdä kehitysmuutokset.

Suomalaiset yritykset ovat suupaloja kansainvälisille suuryrityksille

Keskeisin ulkomaisia yritysostoja koskeva realiteetti ymmärrettäväksi meille suomalaisille on kokoluokkaero. Ostaja on aina isompi. Joissain tapauksissa kokoero on valtava, satakertainen, kuten Uutechnicin tapauksessa. Maailmalta löytyy lähes jokaiselta alalta globaaleja jättejä, joille suomalaisten yritysten ostaminen on suupala ilman sen suurempia uhrauksia. Osakekurssi ei asiaa juuri edes noteeraa, jos Suomesta on ostettu yhtiö, joka on markkina-arvoltaan murto-osia ostajan mittakaavasta. Me helposti ajattelemme yhtiömme suurempina kuin ne lopulta ovatkaan. Tikkurilan tapaus havainnollistaa tämän hyvin. Vaikka yhtiö on Suomessa tunnettu ja maalihyllysten markkinajohtaja, oli sen markkina-arvo ostotarjoushetkellä 0,6 miljardia euroa. Yhtiö ei ollut edes yksisarvinen, jos sitä verrataan startup- ja kasvuyrityksiin. Ostaja PPG Industries oli markkina-arvoltaan ostohetkellä 28,5 miljardia euroa. Alan verrokkeina on myös Sherwin-Williams Company, jonka markkina-arvo on noin 55,5 miljardia euroa. Näitä yhtiöitä Suomessa ei tunne juuri kukaan.

Ulkomaalaisostoissa on myös tapauksia, joissa ostaja on liiketoiminnaltaan lähes samaa kokoluokkaa kuin ostettu yhtiö. Näin esimerkiksi Cramon tapauksessa. Pöyryn tapauksessa ÅF oli ratkaisevasti suurempi, joten omistusjärjestelyn toteutuminen toiseen suuntaan olisi ollut mahdottomuus. Rakenteellisesti mietittäessä tilanne on usein tämä, erityisesti listaamattomien yhtiöiden osalta, sillä ruotsalainen tai muu pohjoismainen verrokkiyhtiö on suuremman kotimarkkinansa johdosta juuri ratkaisevasti suurempi kuin suomalaisyritys, jolloin se toimii yrityskaupassa ostajana ja suomalainen yhtiö kohteena. Kokoeron ei tarvitse olla edes merkittävä, kun se määrittää suunnan ja neuvotteluaseman. Kun kehityksen taustalla on lisäksi ruotsalaisilla yhtiöillä paremmat pääomamarkkinat tukemassa

transaktioita ja niiden rahoitusta, korostuu kauppasuunta entisestään. Näistä syistä lähes kaikissa tapauksissa selvää on, että yrityskauppa ei olisi kokoeron vuoksi voinut tapahtua päinvastaiseen suuntaan. Koolla on merkitystä.

Aineiston perusteella tyypillistä ostettavaa Helsingin pörssistä ovat markkina-arvoltaan noin 0,5-1,0 miljardin euron yhtiöt. Toki aineistosta löytyy hyvin pieniä, alle 100 miljoonan euron kauppvoja, ja myös Amerin tapaisia miljardien jättikauppvoja, mutta peruskauppa-kohde on alle miljardin euron makupala. Rakenteellisesti voi kysyä, tuleeko noin miljardin kokoluokassa suomalaisyhtiöille eteen jonkinlainen kasvukynnys eli onko markkinoilla riittävästi kotimaisia pääomia tarjolla tukemaan yhtiön kasvua miljardiluokassa vai onko luonnollista, että tässä kohtaa ulkomaisen pääoman rooli lähtee korostumaan? Mielenkiintoisia tapauksia tältä osin seurattavaksi ovat esimerkiksi QT Group Oyj sekä Revenio Group Oyj, jotka ovat kyenneet kasvamaan kiittävästi Helsingin pörssissä vahvassa kotimaisessa omistuksessa.

Miten ostotarjousprosesseissa neuvotellaan?

Suomalaisten ostettujen yhtiöiden suurimpia omistajia ovat useimmissa tapauksessa olleet suomalaiset institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkeyhtiöt. Tyypillisesti ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ne ovat jo etukäteen ilmoittaneet suostuvansa ostotarjouksen hyväksymiseen, koska suurimmilta omistajilta on kysytty kanta omistusjärjestelyyn etukäteen. Aineistosta ei löydy tapausta, jossa ainakaan julkisesti, suomalaiset institutionaaliset sijoittajat olisivat voimakkaasti lähteneet vastustamaan ostotarjousta tai esittämään vaatimusta korkeammasta hinnasta.

Julkisilla tiedoilla ei pääse käsiksi siihen, onko vahvoja vaatimuksia esitetty ennen ostotarjouksen julkistamista osana neuvotteluprosessia, koska tällaiset keskustelut ovat salaisia. Toisaalta tarkasteltaessa asiaa institutionaalisen sijoittajan silmin, yksittäinen yhtiö on yksi rivi heidän hajaantuneessa kansainvälisessä kymmenien miljardien eurojen salkussaan ja institutionaaliset sijoittajat määrittelevät mieluummin itsensä kansainvälisiksi portfolio-sijoittajiksi kuin yksittäisten yritysten omistajiksi⁵⁰. Silti suurella osalla suomalaisia yrityksiä ne ovat yhtiön suurimpia yksittäisiä omistajia. Portfoliosijoittajan näkökulmasta yksittäisten yhtiöiden asioihin ei kohdistu kovin suurta intressiä eikä aikapanosta, joten jos tarjous on markkinaehtoinen, kotiutetaan voitot ja siirretään pääomat seuraaviin kohteisiin.

Kritiikki julkisia ostotarjouksia kohtaan on noussut useimmiten suurempien henkilöomistajien suulla. Amerin tapauksessa Ilkka Brotherus esitti julkisen kritiikkinsä, mutta

50 <https://www.hs.fi/visio/art-2000007849288.html>

puolsi hallituksen ohella tarjouksen hyväksymistä. Tikkurilan tapauksessa lopullinen kauppahinta nousi useaan otteeseen ensimmäiseen tarjoukseen verrattuna kohteesta syntyneen tarjouskilpailun seurauksena. Tietämättä totuutta voi esittää kysymyksen, mikä rooli yhtiön pääomistajalla eli Paasikiven suvun Oras Investilla oli kauppahinnan nostoneuvotteluissa ja olisiko tätä tapahtunut ilman, että yhtiöllä oli kasvollista ankkuriomistajaa.

Piensijoittajien mahdollisuudet vaikuttaa ostotarjoustilanteissa ovat usein varsin rajatut, vaikka tarjouksien ehtona on yleensä se, että 90 % osakkeenomistajista hyväksyy tarjouksen. Vaihtoehtona on lähinnä myydä heti tarjouksen ehdoilla tai myydä myöhemmin, viime kädessä lunastusmenettelyssä. Viivyttämisestä saatava hyöty on usein vähäinen. Toisaalta on aktivistisijoittajia ja pieniä yksityissijoittajia, jotka tarkoituksella pyrkivät hyötymään ostotarjoustilanteista heittäytymällä vaikeaksi. Yhtiöiden hallitukset ovat tyypillisesti esittäneet puoltonsa ostotarjouksen hyväksymiselle jo etukäteen julkistushetkellä. Vihamielisiä valtausyrityksiä ei Suomessa ole oikeastaan esiintynyt. Tuoreena tapauksena Neles Oyj:n hallitus suositteli Alfa Lavalin ostotarjouksen hyväksymistä, kun Alfa Laval ja Valmet kävivät taistelua Nelesin omistuksesta lokakuussa 2020. Ostotarjous ei lopulta mennyt läpi, joten Nelesissä on nyt suurimman omistajan Valmet Oyj:n ja toiseksi suurimman omistajan Alfa Lavalin välinen ristiriita yhä voimissaan⁵¹. Maaottelutermein tilannetta voisi kuvata erätauoksi. Hallituksen tehtävänä on näissäkin tilanteissa huolehtia yhtiön kokonaisedusta eikä yksittäisen omistajan eduista.

Neuvottelunäkökulmasta voi esittää kysymyksen, kuinka vahva on yhtiöiden vastarinta ja kyky puolustaa omaa asemaansa ostotarjoustilanteessa? Jos omistusrakenne koostuu pääasiallisesti osakkeenomistajista, joille markkinaehtoinen preemio on riittävä ja pääomat voidaan helposti siirtää seuraavaan kohteeseen, ei ainakaan omistajista muodostu vahvaa vääntövoimaa neuvotteluihin. Jos yhtiön hallituksen kokoonpano on suurelta osin yhtiöstä riippumaton, on hallitus helposti ajettu tilanteeseen, jossa suunnilleen markkinaehtoisesta preemion sisältävän tarjouksen saapuessa se on pakotettu sitä puoltamaan, jos sillä ei ole esittää osakkeenomistajille vahvaa suunnitelmaa, miten muulla tavalla yhtiö olisi preemiota arvokkaampi. Hallitus harvoin haluaa ottaa tällaista riskiä, joten puoltamalla ostotarjousta se turvaa selustansa ja siirtää asian osakkeenomistajien päätettäväksi. Jos kilpailevaa ostotarjousta ei ilmaannu, jää varsinainen neuvotteluasema vajavaiseksi. Lopputuloksena voi olla tilanne, jossa yhtiö, jolla olisi merkittävä tulevaisuuden kasvupotentiaali, päättyy ostettavaksi keskimääräisellä 30 % markkinapreemiolla. Toki täydellisten markkinoiden puolustajat toteaisivat, että tämä potentiaali olisi markkinoilla jo hinnoiteltu yhtiön osakekurssiin, mutta onko aina näin?

51 <https://www.neles.com/fi/sijoittajat/osake/osakkeenomistajat/>

Osaavatko suomalaiset neuvotella? Onko meillä osoittaa ulkomaille tehtyä yrityskauppaa, jota voisi pitää törkeän ylihintaisena huippudiilinä? Oliko Björn Wahlroosin neuvottelema Sampo-pankin myynti tanskalaiselle Danske Bankille neljällä miljardilla eurolla sellainen unelmadiili⁵²? Suomen näkökulmasta keskeinen kysymys kuuluu, onko meillä riittävästi omistajia, joilla riittää itsetuntoa todeta, että me emme myy, elleivät ehdot ole poikkeuksellisen hyvät.

52 <https://www.hs.fi/talous/art-2000004439090.html>

10 Elämää osana kansainvälistä konsernia – teemahaastattelut

Tässä osiossa avataan yhtiön omistusrakenteen merkitystä johdon näkökulmasta. Näkökulmat pohjautuvat kahteen esimerkkihaastatteluun, jotka valottavat omalla urakokemuksellaan johdon roolia osana kansainvälisesti omistettua konsernia. Kahden tapauksen pohjalta ei voida tehdä kattavia johtopäätöksiä, mutta ne tarjoavat tässä analyysissä tärkeän tarkastelukulman kansainvälisten konsernien johtamiskäytäntöihin. Aihepiiri olisi mielenkiintoinen tutkimuskohde laajemmalla aineistolla.

Ensimmäinen keskustelu käytiin pitkän uran amerikkalaisten monikansallisten konsernien Suomen ja Euroopan toimintojen johdossa työskennelleen henkilön kanssa. Hän kuvaa yksittäisen maayhtiön roolia osana amerikkalaisjohtoista konsernia erittäin rajatuksi. Hän kiteyttää kokemuksensa perusteella johtamisen kolmeen näkökulmaan:

1. Markkinaosuus koettiin arvokkaimmaksi omaisuuseräksi, jota tuli vaalia ja suojella. Tärkeintä oli säilyttää markkinaosuus suhteessa kilpailijoihin kyseisellä markkinalla. Kilpailussa pärjääminen suhteessa kilpailijoihin oli johdon tärkein tulosvastuu ja raportoinnissa seurattiin tarkasti myynnissä ja markkinoilla tapahtuvia muutoksia. Jos tässä ei onnistu, tyypillisesti johto vaihtuu.
2. Toinen tärkeä painopiste oli pitää kiinteät henkilöstökulut (headcount) alhaalla. Henkilöstömäärää ja henkilöstökuluja seurattiin tarkasti ja toisinaan konsernitasolta ohjeistettiin sopivat työntekijäluvut. Säännöllisesti tietyin väliajoin käytettiin ylhäältä annettua juustohöylää leikkurina osastokohtaisesti ja paikallisen johdon tehtävänä oli toimeenpanna tämä toimeksianto.
3. Kolmas keskeinen osa-alue oli kiinteiden kulujen (fixed costs) välttäminen. Tämä kohdistui erityisesti kiinteistöihin, mutta yleisesti kaikkiin kiinteisiin kuluihin. Oli säilytettävä joustavuus ja kyky reagoida markkinoilla tapahtuviin muutoksiin. Kiinteistöjä ei haluttu omistaa ja sopimuksista piti olla kyky päästä tarvittaessa irti.

Toinen haastatelluista on toiminut sekä ruotsalaisomisteisen että amerikkalaisomisteisen konsernin suomalaisen tytäryhtiön toimitusjohtajana. Nyt hän toimii suomalaisen ja norjalaisen pääomasijoittajien omistaman kasvuyhtiön toimitusjohtajana. Hän kuvaa johdon näkökulmasta suurimpana erona sidosryhmien määrää. Osana konsernia tytäryhtiön toimitusjohtaja asioi asiakkaiden, tavarantoimittajien ja konsernin johdon kanssa. Muu tulee ulkopuolelta annettuna. Itsenäisessä yhtiössä sidosryhmät ovat laajemmat ja johdon

vaikutusmahdollisuudet monipuolisemmat. Hän listaa viisi keskeistä eroavuutta ulkomalaiskonsernin tytäryhtiön ja itsenäisen yhtiön johtamisen välillä:

1. "Konsernibyrokratian" määrä on usein merkittävästi suurempi kuin suomalaisen tytäryhtiön kokoluokka edellyttäisi.
 - a. Johdon ajankäyttö painottuu helposti konsernin sisäiseen raportointiin ja konsernin sisäisten compliance-asioiden varmistamiseen yms. sellaisiin asioihin, jotka eivät suoranaisesti tuo hyötyä paikallisten asiakkaiden tai henkilöstön näkökulmasta.
 - b. Tulee helposti "turhaa" henkilöstön tekemisen kontrollointia. Suomessa ihmisiin voi pääsääntöisesti luottaa ja luottamuksen osoittaminen, ilman tarpeettoman vahvaa kontrollointia, lisää yleensä henkilöstön sitoutuneisuutta ja vastuuntuntoa. Prosessien on toki oltava kunnossa.
2. Fokus on usein lyhyen tähtäimen liikevaihdon kasvussa enemmän kuin pitkän ajan asiakasarvon kasvattamisessa.
3. Konsernitason päätöksien tekeminen on hitaampaa ja prosessi voi välillä olla hyvinkin epäselvä.
4. IT-järjestelmistä yms. työkaluista päätetään usein konsernitasolla. Ei pystytä välttämättä valitsemaan optimaalisimpia työkaluja paikallisen tarpeen mukaan.
5. Suomi on ison konsernin näkökulmasta usein markkina-alueena suhteellisen pieni eikä siten välttämättä priorisoitu. Tämä voi mm. vähentää konsernin intressiä tehdä tuotteisiin tai palveluihin paikallisia räätälöintejä.

Kuten sanottu, sekä johtamisnäkökulman että laajemmin työntekijänäkökulman muutosten tutkiminen olisi kiinnostava tutkimusnäkökulma tytäryhtiötalouteen. Ovatko urakehitysmahdollisuudet suomalaisilla työntekijöillä, etenkin nuorilla, paremmat vai heikommat kansainvälisissä tytäryhtiöorganisaatioissa kuin itsenäisissä kotimaisissa yhtiöissä? Pääkonttoreissa on lähtökohtaisesti yhtiön parhaat työpaikat, joten onko urapolku Suomesta ylimpiin johtotehtäviin vaikeampi, mikäli pääkonttorit ovat siirtyneet pois Suomesta?

Omistusmuutoksen vaikutuksista erilaiset näkökulmat ovat arvokkaita. Esimerkiksi Akseli Rehon avoin haastattelu⁵³ heidän tapauksessaan tapahtuneista muutoksista on yksi esimerkki siitä, kuinka asiat voivat muuttua omistajavaihdoksen myötä. Erilaiset kokemukset, sekä positiiviset että negatiiviset, syventäisivät tytäryhtiötalouden käytännön vaikutusten ymmärtämistä yleisessä keskustelussa.

53 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yrityskauppa-yhdysvaltoihin-teki-akseli-rehosta-miljonarin-mutta-sitten-arki-uuden-omistajan-kanssa-yllatti-siina-kohtaa-rytisi/58748db5-b14a-42a9-aba1-723e9bd1e1b3>

11 Tytäryhtiötalouden syyt, seuraukset ja yhteiskunnalliset vaikutukset

Ovatko ulkomaiset yritysostot ongelma Suomen kannalta? Yksiselitteisen vastauksen antaminen kysymykseen on vaikeaa. Asia näyttäytyy eri tavalla eri osapuolille.

Taulukko 3 pyrkii tarkastelemaan yleisellä tasolla niitä vaikutuksia, mitä yritysostotilanteessa eri sidosryhmille tapahtuu sekä välittömästi kaupan hetkellä että myöhemmin kaupan jälkeen tulevaisuudessa. On huomioitavaa, että eri sidosryhmien lopputulema omistusjärjestelystä on riippuvainen toisen tahon toiminnasta, jolloin vaikutukset eivät kaikilta osin ole omissa käsissä.

Myyjien näkökulmasta asia on usein suoraviivaisin. Myyjä saa kaupantekohetkellä rahat omistuksestaan ja maksaa myyntivoittoverot, mikäli kauppa on ollut voitollinen. Tappiollisessa kaupassa myyjä saa myyntitappion perusteella verohyödyn, jonka voi myöhemmin vähentää muualla. Myyjä on lähtökohtaisesti itse saanut päättää, myykö vai ei, jolloin hän on oletettavasti tyytyväinen järjestelyyn. Toki on toisinaan tilanteita, joissa vähemmistöomistajat voivat olla pakotettuja myymään vasten tahtoaan, jos pääomistaja tai enemmistö päättää myydä.

Jos tarkastellaan puhtaasti taloudellisesta näkökulmasta, myyjällä on tulevaisuuden osalta kaksi vaihtoehtoa: a) joko hän kykenee sijoittamaan saamansa pääomat tuottavammin kuin mitä ne olisivat tuottaneet aiemmassa yhtiössä, jolloin hänen tulevaisuutensa on parempi, tai b) hän ei kykene sijoittamaan saamaansa pääomaa tuottavammin, jolloin hänen tulevaisuutensa on heikompi eikä myyntiä olisi kannattanut tehdä. Myyjän maksamat mahdolliset myyntivoittoverot kaupasta vähentävät hänen kykyään sijoittaa tulevaisuudessa, joten ne tulee yleisesti huomioida tarkastelussa.

Sidosryhmä	Välittömästi	Tulevaisuus	Kommentti
Myyjät	Saa rahat heti, maksaa verot	+ Sijoittaa pääomat tuottavammin - Sijoittaa pääomat huonommin	Maksaa verot, tulevaisuus omissa käsissä
Yhtiö	Omistajat vaihtuu	+ Yhtiö menestyy paremmin - Yhtiö menestyy huonommin	Omistajavalta vaihtuu, mutta yhtiö ei ole kaupan osapuoli
Ostajat	Maksaa kauppahinnan ja varainsiirtoveron	+ Yhtiö menestyy paremmin - Yhtiö menestyy huonommin	Ostaja maksaa kauppahinnan, tulevaisuus omissa käsissä
Valtio	Saa verotuloja heti	+ Saa enemmän verotuloja, jos Yhtiö+Myyjät tuottavat paremmin = Saa samat verotulot - Saa vähemmän verotuloja, jos Yhtiö+Myyjät tuottavat vähemmän kuin ennen kauppaa	Varmin voittaja, jos uusi pääoma on lisä talouteen
Asiakkaat	Ei välitöntä muutosta	Hyötty jos uusi omistaja parempi, häviää jos huonompi	Tulevaisuus avoin. Vaikutuksia mahdoton mitata.
Työntekijät	Ei välitöntä muutosta	Hyötty jos uusi omistaja parempi, häviää jos huonompi	Tulevaisuus avoin. Vaikutuksia mahdoton mitata.

Yhtiön näkökulmasta omistusjärjestely tarkoittaa omistajien vaihtumista. Jos omistusjärjestelyyn ei liity esimerkiksi osakeantia, ei yhtiö varsinaisesti ole osapuoli omistajien välisessä kaupassa. Kuitenkin uusi omistaja merkitsee omistajavallan muutosta, jonka seurauksena useimmiten myös tapahtuu henkilömuutoksia hallituksessa ja mahdollisesti johdossa. Välittömät vaikutukset ovat kuitenkin usein vähäiset. Tulevaisuuden osalta yhtiö on uusien omistajien omistuksessa joko parempi tai huonompi kuin aiemman omistajan omistuksessa olisi ollut. Tätä vaihtoehtoista kehityskulkua ei kuitenkaan voi tietää.

Omistajat maksavat ostohetkellä kauppahinnan myyjille ja varainsiirtoverot. Omistajavalta siirtyy heille ja tulevaisuus on heidän käsissään. Jos he pystyvät omistajaosaamisellaan omistamaan paremmin kuin aikaisempi omistaja, voivat he luoda omistaja-arvoa suhteessa ostohintaan, mutta epäonnistuessaan he eivät kykene ylläpitämään kehitystä ja omistaja-arvo laskee. Tällöin kauppaa ei olisi kannattanut tehdä.

Valtio saa kaupasta välittömästi verotuloja vähimmillään varainsiirtoveron, mutta myyntivoiton tapauksessa myyntivoitosta maksettavan veron. Tappiollisessa kaupassa verottaja joutuu myyntitappion verojen osalta mahdollisesti kompensoimaan myyjän verotuloja muista lähteistä. Valtion osalta tulevaisuuden taloudelliset vaikutukset koostuvat kahdesta lähteestä. Ensinnäkin myyjien kaupasta saaman pääoman sijoituksen tuotoista valtio saa tulevaisuudessa osansa. Toiseksi valtio saa verotuloja yhtiöltä sekä sen uusilta omistajilta tulevaisuudessa riippuen yhtiön kehityksestä. Näiden lähteiden eli myyjien, yhtiön ja

ostajien tulevaisuuden tuottojen verojen nettovaikutus määrittää sen, saako valtio enemmän vai vähemmän verotuloja tulevaisuudessa kuin olisi saanut ilman omistusjärjestelyä. Jos oletetaan, että ostajien pääoma on ulkomailta tullutta, eikä se ole aikaisemmin ollut tuottojen osalta Suomen verotuksen piirissä, on talouteen tullut pääoma positiivinen lisäys valtion kannalta. Valtion verotulojen vaikutusten arvioiminen edellyttäisi syvällisempää analyysia, koska uusi omistaja voi kyetä esimerkiksi verovähennyksillä ja verosuunnittelulla pienentämään maksettavan veron määrää tulevaisuudessa. Kuitenkin voidaan todeta, että uudet omistajat saavat yhtiön menestymään paremmin kuin aikaisemmat omistajat ja myyjät pystyvät sijoittamaan pääomansa tuottavasti, lähtökohtaisesti valtio hyötyy omistusjärjestelystä lisääntyneinä verotuloina. Asian todellista toteutumista pitäisi tarkastella tutkimusaineistolla.

Asiakkaille omistusmuutos harvoin näkyy välittömästi merkittävästi. Tulevaisuuden osalta palvelu ja yhteistyö saattaa joko parantua tai heikentyä, riippuen uudesta omistajasta. Asiakas hyötyy, jos hänen näkökulmastaan palvelu paranee ja häviää, jos palvelu heikenee. Nämä ovat aina subjektiivisia kokemuksia ja näiden kokonaisvaikutuksia on mahdoton mitata.

Työntekijöille omistusmuutos ei myöskään välttämättä vaikuta välittömästi. Tulevaisuuden osalta muutokset voivat olla moninaisia sekä koko organisaation että yksittäisen työntekijän kannalta. Jotkut voivat olla positiivisia ja toiset negatiivisia, riippuen tarkastelukulmasta. Jos yhtiö päätyy osaksi ulkomaisomisteista konsernia, voi yhtiön pääkonttorin paikka vaihtua, johtotehtävät siirtyä muualle ja ainakin johdon raportointisuhteet, päätösvalta ja prosessit muuttua. Pahimmassa tapauksessa voi tulla leikkauksia tai yksiköiden lakkauttamisia. Positiivisessa skenaariossa uusi omistaja voi esimerkiksi tehdä merkittäviä uusia panostuksia, kasvattaa organisaatiota rekrytoinneilla tai sitouttaa henkilöstön uudella kannustinohjelmalla, jota ei aiemmin ole ollut tarjolla. Monimuotoisuudestaan johtuen vaikutukset työntekijöihin ovat niin tulkinnallinen kokonaisuus, että sen kokonaisvaikutuksia on mahdoton mitata.

12 Suositukset jatkotarkasteluun ja poliittiseen päätöksentekoon

Kotimainen ja kansainvälinen pääoma täydentävät toisiaan

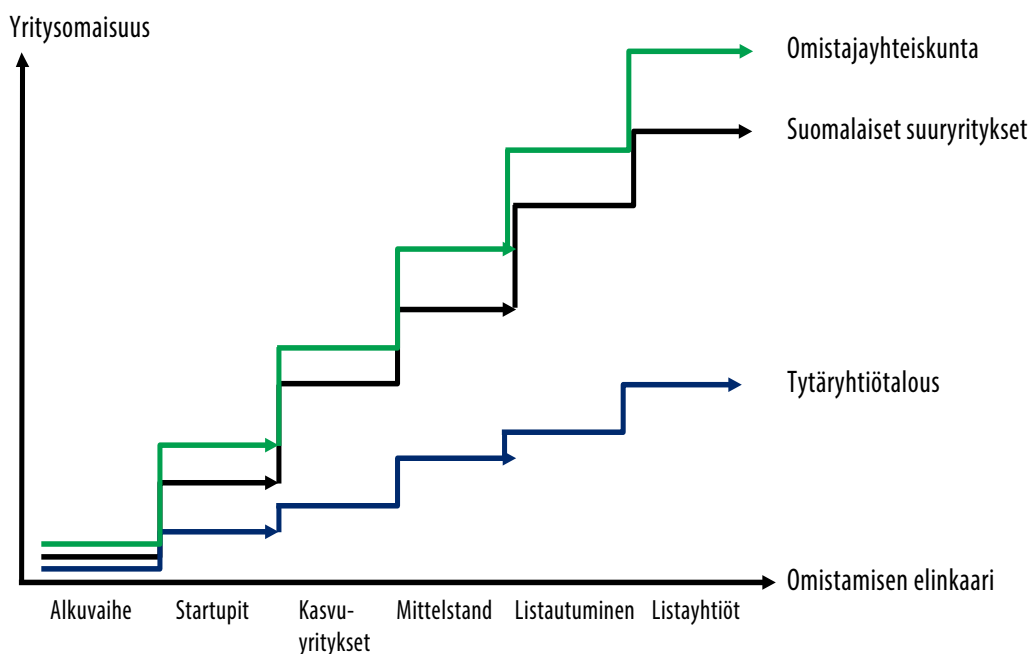
Ulkomaalaisomistus on 34,5 % Suomen yritysomaisuudesta. Asiaa voi konkretisoida miettimällä, että joka kolmas omakotitalo Suomessa olisi ulkomaalaisomistuksessa. Onko se vähän vai paljon? Kansainvälisesti vertailtuna osuus on korkea, mutta prosenttiosuus ei ole kaikki kaikessa. Prosenttiosuudelle ei ole määriteltävissä ideaalia tasoa tai tavoitetta. Kansantalouden tasolla pätee sama kuin yksittäisen yrityksen tasolla: On arvokkaampaa omistaa 20 % 100 miljoonan yhtiöstä kuin 100 % 10 miljoonan yhtiöstä. Oleellista on, että kokonaiskaku kasvaa eli pääoma kansantaloudessa lisääntyy. Ensisijainen päämäärä on kasvattaa pääoman kokonaismäärää ja vasta toisena tulee kotimaisuusaste.

Kotimaisen ja ulkomaisen pääoman välillä vallitsee positiivinen suhde. Kyse ei ole nollasummamelistä, jossa toinen syrjäyttäisi toisen vaan kyse on plussummamelistä, jossa toisen läsnäolo vahvistaa toista. Jos kotimainen pääoma ei ole kiinnostunut omistamaan suomalaisia yrityksiä, on selvää, että se ei ole houkuttelevaa myöskään kansainvälisille sijoittajille. Tästä syystä kotimaisen omistajuuden merkitys korostuu. Pääomamarkkinoilla kotimaisten omistajien osaaminen ja verkostot ovat tärkeässä roolissa, kun mukaan halutaan houkuttaa kansainvälistä pääomaa. Ulkomaista pääomaa ja omistusta ei pidä estää tai syrjiä missään muodossa. Ulkomaiset omistajat tuovat Suomen talouteen sekä pääomaa että osaamista, jota täällä ei muuten olisi.

Omistajuuden tyhjiöstä kohti omistajayhteiskuntaa

Tytäryhtiötaloutta voi pitää yhtenä ilmentymänä laajemmasta omistajuuden tyhjiöstä, jossa yritystoiminnan kotimainen omistajuus on läpi yrityssektorin heikkoa. Omistajuuden tyhjiössä yksityisen pääoman puute johtaa pääomamarkkinoiden heikkouteen ja valtio joutuu ottamaan roolia yhtiöiden omistajana. Historiasta johtuen Suomi on yhä pääomaköyhä maa ja valtiolla on ollut korostunut painoarvo teollisuus- ja elinkeinopolitiikassa myös yhtiöiden omistajana. Viimekädessä valtio ei kuitenkaan voi olla ainoa ratkaisu Suomen omistamattomuuden ongelmiin.

Kuva 5 Yritysomaisuuden kehittyminen omistamisen elinkaaren eri vaiheissa



Kuvaaja 5 havainnollistaa yritysomaisuuden kehittymistä yhtiöiden omistamisen elinkaaren eri vaiheissa. Musta polku kuvastaa yrityksen matkaa alkuvaiheesta eri vaiheiden kautta suomalaiseksi suuryritykseksi. Näitä menestystarinoita tarvitsemme lisää. Sinisellä kuvattu tytäryhtiötalous kuvastaa omistajuuden tyhjiön aikaansaamaa poistumaa elinkaaren eri vaiheissa. Jos startup-rahoitus on Suomessa heikkoa, päätyvät parhaat yritykset jo varhaisessa vaiheessa ulkomaalaisomistukseen eivätkä täten siirry seuraavaan vaiheeseen, jolloin kotimaisten kasvuyritysten määrä on vähempi. Jos kasvuyritysten rahoitusmarkkina on Suomessa heikkoa, päätyvät jälleen parhaat yritykset pois putkesta, jolloin jäljellä on jälleen vähemmän seuraavan vaiheen kotimaisia yrityksiä. Täten potentiaalisten listayhtiöiden määrä vähenee ja Helsingin Pörssin sijoittajien potentiaalinen vaihtoehtokirjo vähenee. Listayhtiöiden poistumiset listalta pienentävät tarjontaa loppupäässä. Lopputuloksena syntyy kapeampi putki ja vähemmän vaihtoehtoja elinkaaren eri vaiheissa, koska parhaat ovat poistuneet muualle. Esimerkiksi kymmenestä eniten Business Finlandin tukea saaneista Nuorista Innovatiivista Yrityksistä (NIY) puolet eli viisi on päätynyt jo varhaisessa vaiheessa kansainvälisten yhtiöiden haaviin. Yksikään nopeimmin kasvaneista yrityksistä ei ole listautunut Helsingin Pörssiin⁵⁴. Ilmiö on relevantti, koska ulkomaalaisomistukseen päätyneet yhtiö harvoin palaa kotimaiselle pääomamarkkinalle.

⁵⁴ <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/parhaat-kasvuyhtiöt-laistavat-porssin-ulkomainen-ostaja-on-houkuttelevampi-vaihtoehto/06d80775-3ea2-400b-a765-5beba9f31420>

Vihreällä kuvataan omistajayhteiskuntaa, jossa omistajuuden elinkaaren eri vaiheet ovat vahvasti pääomitettuja ja yhtiöt kykenevät kasvamaan kotimaisen omistajuuden vauhdittamana vaiheesta seuraavaan. Omistajayhteiskunnan visiota ja siihen tarvittavia toimenpide-ehdotuksia on esitelty Kotimaisen Omistamisen Ohjelmassa.

Tytäryhtiötalous uhkasta mahdollisuudeksi

Verotuksella on keskeinen rooli omistajuuden kansainvälisessä kilpailukyvyssä sekä pääomien kertymisessä. Mitä korkeampi kokonaisverotus omistamiseen kohdistuu, sitä hitaammin pääomat kasvavat ja sitä heikommat ovat kannusteet pääoman käyttämiselle investointeihin. Koska Suomessa on pula yksityisestä kotimaisesta pääomasta, tulisi tätä kasvattaa suosiollisella veropolitiikalla. Liian korkea verotus ja suuri julkinen sektori heikentävät suomalaisen omistajuuden kansainvälistä kilpailukykyä.

Omistajaosaamisessa ja omistajuuden asenteissa tarvitsemme oppeja ulkomailta. Erityisen arvokasta osaamista kertyy kansainvälisen menestystarinan rakentaneille tiimeille, jotka pystyvät kanavoimaan osaamistaan, verkostojaan ja pääomiaan uusiin kasvuyrityksiin. Supercell, Wolt ja muut menestystarinat ruokkivat ekosysteemiä ja uusia yksisarvisia. Yrittäjyyden arvostus, kyky ottaa riskiä, oikeat osaajat ja kunnianhimo kansainväliseen menestykseen ovat tärkeä perusta.

Kansallisten intressien näkökulmasta ei kannata olla sinisilmäinen⁵⁵. Omistaminen on yksi keino käyttää valtaa ja vaikutusvaltaa, ja aina omistuksia ei hankita vain taloudellisin perustein. Valtiovallalla ja Huoltovarmuuskeskuksella on oma roolinsa tilannekuvan ylläpitämisestä ja tarvittaviin toimenpiteisiin ryhtymisestä riittävän ajoissa, mikäli riskejä on havaittavissa. Kansainväliset sijoittajat ovat kiinnostuneita esimerkiksi suomalaisesta infrastruktuurista^{56 57 58}.

Tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa: uhka vai mahdollisuus? Vastaus on sekä että. Suomi tarvitsee kansainvälistä pääomaa ja osaamista. Ulkomaalaisomistus on

55 <https://www.is.fi/kotimaa/art-2000005845221.html>

56 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/paaomasijoittaja-etsii-suomesta-sijoituskohteita-miljarditolkulla-varsinkin-energia-ala-kiikarissa-suomi-on-erityisen-kiinnostuksen-kohteena/ffbd1bcf-28dc-410e-a0fd-839897debb27>

57 <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ranskalainen-paaomasijoittaja-ostaa-energiayhtio-nevelin-aiomme-kasvattaa-yhtiota-investoida-ja-palkata-lisaa-henkilokuntaa/0b7e30ef-6f33-4ef6-bc0d-631cd-fe942fb>

58 Esimerkiksi: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/valtio-luopui-spondasta-ja-lopulta-suomen-logistiikan-solmukohdat-paatyivat-kiinan-hallintaan/e6962d39-5a91-4e34-8916-16ae8fa27781>

Suomessa merkittävä ja se on tuonut tärkeän lisäarvon sekä yrityksille että yhteiskunnalle. Suomen on oltava turvallinen ja houkutteleva ympäristö kansainvälisille omistajille ja investoinneille. Kotimaisen ja ulkomaisen pääoman välillä ei vallitse vastakkainasettelu vaan positiivinen plussummapeli, jossa molemmat hyötyvät toisistaan. Siksi panostaminen kotimaiseen omistajuuteen edistää pääomamarkkinoiden ja koko Suomen talouden kasvua sekä kansakunnan vaurastumista. Jos emme tässä onnistu, ovat riskinä tytäryhtiötalouden negatiiviset vaikutukset, jossa kotimaisten yhtiöiden määrä elinkaaren eri vaiheissa vähenee ja omistajuuden vaikutusvalta yhtiöiden pääkonttoreiden ja päätöksenteon osalta valuu valtiomme ulkopuolelle.

Tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa: uhka vai mahdollisuus?

Tässä raportissa analysoidaan eri näkökulmista, onko tytäryhtiötalous ja ulkomaiset yritysostot Suomessa uhka vai mahdollisuus? Raportin päähavaintona ei löydetty todisteita siitä, että Suomesta voisi ostaa yhtiöitä alihintaan. Kansainvälinen pääoma ja osaaminen ovat tärkeitä Suomen yrityksille ja yhteiskunnalle. Kotimaisen ja ulkomaisen pääoman välillä ei vallitse vastakkainasettelu vaan positiivinen plussummapeli, jossa molemmat hyötyvät toisistaan.

Verkkojulkaisu
ISBN pdf: 978-952-327-721-2
ISSN pdf: 1797-3562

ISBN painettu: 978-952-327-705-2
ISSN painettu: 1797-3554

Sähköinen versio: julkaisut.valtioneuvosto.fi
Julkaisumyynti: vnjulkaisumyynti.fi