

Mikko Oinonen

PÄÄOMASIIJOITUS  
KANSAINVÄLISTYMISEN RAHOITUSKEINONA

Liiketalouden koulutusohjelma  
2010

# PÄÄOMASIOITUS KANSAINVÄLISTYMISEN RAHOITUSKEINONA

Oinonen, Mikko  
Satakunnan ammattikorkeakoulu  
Liiketalouden koulutusohjelma  
Kesäkuu 2010  
Ohjaaja: Sääski, Leena  
Sivumäärä: 47  
Liitteitä: 1

Asiasanat: kansainvälistyminen, rahoitus, pääomasijoittaminen

---

Opinnäytetyön aiheena oli tutkia yritysten kansainvälistymistä ja pääomasijoitusta keinona rahoittaa kansainvälistyminen. Tutkittaviksi asioiksi valittiin kansainvälistymisen problematiikka; millaisia haasteita ja mahdollisuuksia kansainvälistyminen asettaa, miten riskeihin voi varautua, miten kansainvälistyminen rahoitetaan ja millainen pääomasijoitus on yrityksen kansainvälistymisen rahoituskeinona. Lisäksi opinnäytetyössä tutkittiin Suomen rahoitusjärjestelmää ja yrityksen rahoitusstrategiaa keskittyen kansainvälistymiseen.

Opinnäytetyön aihe kumpusi globalisoituvasta yritysmaailmasta ja kansainvälisten markkinoiden tarjoamista kasvumahdollisuuksista. Suomalainen yritys, joka tähtää kasvuun, suuntaa monesti katseensa ulkomaille kotimaisten markkinoiden pienuuden vuoksi. Kansainvälistyminen sisältää mahdollisuuksien lisäksi riskejä ja rahoituksen tarpeen, joka voidaan täydentää pääomasijoituksella.

Opinnäytetyön tutkimusmenetelmäksi valittiin kirjoituspöytätytutkimus. Lisäksi suoritettiin asiantuntijahaastattelu. Haastattelun kohteena oli Suorat kasvusijoitukset -tiimin johtaja Henri Grundstén pääomasijoitustoimialalla toimivasta Suomen Teollisuussijoitus Oy:stä.

Opinnäytetyössä todettiin, että pääomasijoitus on keskeinen kansainvälistymisen rahoituskeino, ja kansainvälistyminen on lähes edellytys pääomasijoituksen tekemiseksi. Rahoituksen lisäksi pääomasijoittaja tarjoaa asiantuntijuutta, kontakteja, verkostoja ja tietämystä kansainvälistymisestä, jotka ovat merkittäviä tekijöitä yrityksen kansainvälistymisessä.

# VENTURE CAPITAL AS MEANS OF FINANCING INTERNATIONALISATION

Oinonen, Mikko

Satakunta University of Applied Sciences

Degree Programme in Business Administration

June 2010

Supervisor: Sääski, Leena

Number of pages: 47

Appendices: 1

Key words: internationalisation, financing, venture capital, private equity

---

The purpose of this thesis was to examine the internationalisation of Finnish corporations and venture capital as a means of financing the internationalisation process. The examined topics consisted of the challenges and opportunities presented by internationalisation, the risks involved and how to prepare for them, financing internationalisation and venture capital as a financing method. Furthermore, the Finnish finance system and financial strategies were examined from the point of view of internationalisation.

The subject of this thesis comes from corporate globalisation and the opportunities for growth provided by international markets. A Finnish corporation aiming for growth often seeks opportunities from abroad because of the small size of Finnish markets. In addition to opportunities, internationalisation also presents risks and financing needs that may be met by venture capital.

This thesis is a desk study. The data for the thesis was collected from related and topical literature and by interviewing the team leader of the direct investments venture capital team, director Henri Grundstén of Finnish Industry Investment Ltd.

The thesis observed that venture capital is a central means of financing internationalisation, and internationalisation is almost a prerequisite for making a capital investment into a Finnish corporation. In addition to financing, venture capital investors offer their expertise, contact network and knowhow of internationalisation. All of these can be valuable assets in the internalisation process.

# SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	5
1.1	Opinnäytetyön lähtökohta.....	6
1.2	Opinnäytetyön eteneminen ja rakenne.....	6
1.3	Keskeiset käsitteet.....	7
1.3.1	Velkainstrumentit .....	7
1.3.2	Johdannaiset .....	9
2	RAHOITUSSTRATEGIA JA PÄÄOMASIOITTAMINEN.....	10
2.1	Yrityksen rahoitusstrategia .....	11
2.2	Suomen rahoitusjärjestelmä.....	12
2.3	Mitä pääomasijoittaminen on.....	14
2.4	Pääomasijoitus yrityksen eri kehitysvaiheissa.....	16
3	YRITYSTOIMINNAN KANSAINVÄLISTYMINEN .....	18
3.1	Suomen kansainvälistyvä yritystoiminta.....	19
3.2	Suomi globalisoituvassa maailmassa.....	20
3.3	Yrityksen toimintojen ulkoistus .....	23
3.4	Toimintojen siirtäminen ulkomaille .....	26
3.5	Kansainvälisen toimintaympäristön erityiskysymyksiä .....	27
3.5.1	Yrityksen sisäinen pääoman siirtely .....	28
3.5.2	Valuuttariskeiltä suojautuminen.....	29
4	PÄÄOMASIOITUS KANSAINVÄLISTYMISEN RAHOITUSKEINONA.....	33
4.1	Pääomasijoituksen kriteerit.....	34
4.2	Sopivan pääomasijoittajan löytäminen .....	35
4.3	Vertailu muihin rahoituskeinoihin.....	36
4.4	Finanssikriisi ja pääomasijoittamisen lähitulevaisuuden näkymät.....	39
4.4.1	AIFM-direktiivi .....	40
4.4.2	Lähitulevaisuuden näkymät .....	41
5	YHTEENVETO .....	43
	LÄHTEET .....	45
	LIITTEET	

## 1 JOHDANTO

Pääomasijoittaminen on ajankohtainen aihe, joka on noussut suuren yleisön tietoisuuteen viime vuosien suurten yrityskauppojen seurauksena. Lainamarkkinat ovat kärsineet koko maailmaa koetelleen laskusuhdanteen kourissa, mikä on vahvistanut pääomasijoittamisen tärkeyttä kasvuvaiheessa olevien yritysten pääoman hankinnassa (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 4).

Suomen kotimarkkinat ovat pienet, joten usein kasvavan yrityksen on suunnattava kasvunsa ulkomaille (Järvenpää, Pellinen & Virtanen 2007, 18). Suomen kotimarkkinoilla on harvoin mahdollisuuksia sellaiseen kasvuun, jota pääomasijoittajat edellyttävät, mikä tarkoittaa sitä, että pääomasijoituksen kohteena olevalla yrityksellä on oltava tavoitteena kansainväliset markkinat. Poikkeuksia ovat lähinnä palvelualan yritykset, joilla on mahdollisuus saavuttaa kasvua kotimarkkinoiden varassa. ja joille kansainvälistyminen on tavallista haastavampaa. (Grundstén haastattelu 2010).

Kasvuvaiheessa oleva kansainvälistyvä yritys tarvitsee rahoitusta, ja yksi tärkeä kansainvälistymisen rahoituskeino on pääomasijoitus. Kansainvälistyminen sisältää myös kasvaneen riskin. (Grundstén haastattelu 2010.) Pääomasijoittajat tarjoavat oman pääoman lisäksi osaamistaan: perusosaamista, strategian luotsaamista ja operatiivisen tehokkuuden parantamista. Suomalaiset pääomasijoittajat ovat kansainvälisestikin verrattuna kokeneita ja menestyneitä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 4.)

Kansainvälistymistä on tapahtunut sekä sijoitustoiminnassa että rahastosijoittamisessa. Myös Suomen lainsäädäntö kehittyi eurooppalaisen lainsäädännön myötä. Tällä hetkellä kehitteillä on toimialaa koskeva direktiivi, Directive on Alternative Investment Fund Managers, joka muodostunee kuluvan vuoden aikana. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 4.)

## 1.1 Opinnäytetyön lähtökohta

Tämän opinnäytetyön tarkoitus on tarkastella yrityksen rahoitusta ja pääomasijoitusta rahoitusmuotona erityisesti yrityksen kansainvälistymisen näkökannalta. Työ on osa Satakunnan ammattikorkeakoulun liiketalouden koulutusohjelman tradenomin tutkintoa. Työn edetessä tutkin sitä, missä roolissa pääomasijoitus on yrityksen pyrkinessä kansainvälistymään ja miten se vertautuu muihin rahoituskeinoihin. Tarkastelu tapahtuu pääosin yleiseltä näkökannalta, mutta tutustun asiaan myös pääomasijoittajan näkökulmasta asiantuntijahaastattelun kautta (katso liite). Haastattelu suoritettiin 17.3.2010 Helsingissä, ja haastateltavana oli Suorat kasvusijoitukset -tiimin johtaja Henri Grundstén Suomen Teollisuussijoitus Oy:stä.

Käsittelen työssäni yrityksen kasvun haasteita: millaisia rahoitusstrategisia haasteita yritys kohtaa pyrkiessään kansainvälistymään, millainen on kansainvälisen yrityksen rahoitusjärjestelmä, millaisia ovat ulkomaanrahoituksen erityiskysymykset sekä miten riskit kartoitetaan ja miten niiltä suojaudutaan? Tarkastelen myös kansainvälistymiseen tiiviisti liittyvää ja siihen voimakkaasti vaikuttavaa ilmiötä, globalisaatiota, ja ilmiön yhteydessä monesti esille tulevaa ulkoistusta. Lisäksi tarkastelen pääomasijoittamisen prosessia yrityksen eri kehitysvaiheissa ja etenkin yrityksen kansainvälistymisessä ja luon katseeni myös pääomasijoittamisen mahdolliseen tulevaisuuteen.

Opinnäytetyö on kirjoituspöytä tutkimus ja käsittelee suomalaisten yritysten kansainvälistymistä yleisesti. En ole ottanut mitään maata tai talousaluetta erityistarkastelun kohteeksi. Tarkastelen myös euroalueen ulkopuolella kohdattavia valuuttariskejä, mutta verotuksen olen jättänyt sen moninaisuuden ja laajuuden vuoksi pois tämän työn piiristä.

## 1.2 Opinnäytetyön eteneminen ja rakenne

Opinnäytetyön ensimmäisessä luvussa on johdanto, jossa esittelen opinnäytetyön lähtökohdat, keskeiset käsitteet ja opinnäytetyön rakenteen. Toisessa luvussa tarkastellaan yrityksen rahoitusstrategiaa ja pääomasijoittamista yleisesti. Aloitan tarkastelemalla Suomen rahoitusjärjestelmää ja pääomasijoittamisen prosessia. Lisäksi käsitte-

len yrityksen rahoitusstrategian peruseriaatteita. Näiden lukujen on tarkoitus luoda pohja yrityksen kansainvälistymisen ja sen rahoittamisen tarkastelulle.

Kolmannessa luvussa tarkastelen yrityksen kasvun haasteita kansainvälisessä kehityksessä. Esittelen Suomen tilannetta globalisoituvassa maailmassa, globalisaation esittämiä haasteita ja mahdollisuuksia sekä ulkomaanrahoituksen erityiskysymyksiä. Lisäksi tarkastelen kansainvälisen yrityksen rahoitusjärjestelmää ja kansainvälisillä markkinoilla usein läsnä olevaa valuuttariskiä.

Neljännessä luvussa pureudutaan pääomasijoitukseen yrityksen kansainvälistymisen rahoituskeinona. Miten yrityksen kansainvälistyminen rahoitetaan, miten pääomasijoittaja löydetään ja miten pääomasijoitus vertautuu muihin sijoitusmuotoihin? Lisäksi tarkastelen ajankohtaisia asioita ja lähitulevaisuutta: miten finanssikriisi on vaikuttanut nykytilanteeseen ja millaiset ovat pääomasijoituksen lähitulevaisuuden näkymät?

Viides luku sisältää yhteenvedon ja loppusanat. Sitä seuraa lähdeluettelo liitteineen.

### 1.3 Keskeiset käsitteet

Yrityksen eri toimintojen rahoittamiseen liittyvät keskeisesti velkainstrumentit ja johdannaiset, jotka ovat yrityksen varainhankintakeinoja. Esittelen pitkä- ja lyhytaikaiset velkainstrumentit ja yleisimmät johdannaiset: optiot, termiinit, futuurit ja swapit. Luku 1.3 perustuu kokonaisuudessaan teokseen Martikainen & Martikainen (2006, 56–73).

#### 1.3.1 Velkainstrumentit

Oman pääoman lisäksi yritykset hankkivat vieraan pääoman ehtoista rahoitusta pankkilainoina tai jälkimarkkinakelpoisilla velkainstrumenteilla. Jälkimarkkinakelpoisuus tarkoittaa sitä, että sijoittajat voivat käydä keskenään kauppaa velkainstrumenteilla kuten osakkeilla.

Pitkäaikaisia velkainstrumentteja (takaisinmaksuaika yli vuosi), joukkovelkakirjalainoja, ovat obligaatiot ja debentuurit. Osakkeen tavoin myös joukkovelkakirjoilla on nimellisarvo ja niillä voidaan käydä kauppaa jälkimarkkinoilla. Joukkovelkakirjoja on kiinteäkorkoisia, joiden korko pysyy koko laina-ajan samana, ja vaihtuvakorkoisia, joiden korko on riippuvainen viitekorosta. Viitekorkona voidaan käyttää euriborkorkoa, jonka määrittelee Euroopan Keskuspankki; pitkäaikaista viitekorkoa, joka perustuu pankin omien joukkovelkakirjojen markkinakorkoihin, tai pankin omaa prime-korkoa, joka perustuu pankin tekemiin päätöksiin. Joukkovelkakirjan liikkeellelaskija maksaa joukkolainan takaisin laina-ajan (maturiteetin) lopussa yhtenä tai useampana kuoletuksena. Lainaa, joka maksetaan kertasuorituksena laina-ajan lopussa, kutsutaan bullet-lainaksi. Niin sanottu nollakuponkilaina on laina, joka hankitaan alle nimellisarvon, mutta lunastetaan nimellisarvostaan erääntymispäivänä.

Obligaatiolainat ovat vapaasti siirrettävissä olevia haltijavelkakirjoja, joilla on tietty laina-aika. Obligaatiolainan liikkeellelaskijan on asetettava obligaatiolainalle vakuus, esimerkiksi pankkitakaus tai kiinteistökiinnitys. Suurimmat obligaatiolainat noteerataan pörssissä. Debentuurit poikkeavat obligaatioista siten, että niiden asema on huonompi, jos yritys tekee konkurssin. Debentuurilainat ovat täten riskialttiimpia.

Lyhytaikaisia velkainstrumentteja ovat lainat, joiden laina-aika on vuotta lyhyempi. Ne muodostavat lyhytaikaiset rahoitusmarkkinat. Tyypillisimpiä lyhytaikaisia velkainstrumentteja ovat saamistodistukset, kuten sijoitustodistukset, yritystodistukset ja kuntatodistukset. Sijoitustodistukset ovat pankkien liikkeelle laskemia nollakorkopapereita, jotka lunastetaan nimellisarvostaan eräpäivänä. Yritystodistukset ja kuntatodistukset ovat samankaltaisia saamistodistuksia, mutta niiden liikkeellelaskijoita ovat yritykset ja kunnat.

Välirahoitus (mezzanine) sisältää rahoituspääoman, joka sijoittuu oman ja vieraan pääoman väliin ja voi sisältää piirteitä molemmista. Tällaisia rahoitusinstrumentteja ovat optiolainat, vaihtovelkakirjalainat, pääomalainat ja jako-osattomat etuosakkeet. Välirahoitusta käytetään yrityksen saneerauksessa, yritystoiminnan vakauttamisessa, projektien rahoittamisessa ja yrityksen kehittämistilanteissa.



Optiolainat ovat osakesidonnaisia lainoja, joihin liittyy oikeus merkitä velallisyrittäjien osakkeita tiettyyn hintaan. Optiolainan korko on matala, mutta houkutin on mahdollisuus ostaa yrityksen osakkeita edulliseen hintaan tulevaisuudessa. Myös vaihtovelkakirjalainat ovat osakesidonnaisia, ja niihin liittyy oikeus vaihtaa velkakirja koonaan tai osittain yhtiön osakkeisiin ennalta määritellyin ehdoin. Vaihdon yhteydessä velkoja luopuu saamisoikeudestaan.

Pääomalainat voidaan laskea omaan pääomaan, jolloin yrityksen vakavaraisuus kasvaa. Pääomalainoille ei anneta vakuutta, ja niille saa maksaa lyhennyksiä vain silloin, kun yritykselle jää täysi kate sidotulle omalle pääomalle.

Yksi tyypillisistä välirahoitusinstrumenteista on jako-osaton etuosake, jolle maksetaan kiinteän koron kaltaista tuottoa. Jako-osattomaan etuosakkeeseen ei liity äänioikeutta. Jako-osattomilla etuosakkeilla on mahdollista varainhankintatilanteessa parantaa yrityksen vakavaraisuutta muuttamatta jo olemassa olevien osakkeiden omistajien asemaa yhtiössä.

### 1.3.2 Johdannaiset

Johdannaiskaupassa käydään kauppaa johdannaisinstrumenteilla, jotka ovat johonkin hyödykkeeseen, esimerkiksi valuuttaan, korkoon, raaka-aineeseen, osakkeeseen tai osakeindeksiin, sidottuja oikeuksia tai velvollisuuksia ostaa tai myydä tiettyjä hyödykkeitä tiettyyn hintaan tiettyyn ajankohtaan. Tunnetuimpia johdannaisia ovat optiot, termiinit, futuurit ja swapit.

Option haltijalla on oikeus ostaa tai myydä sovittu hyödyke tiettyyn hintaan, tietyssä ajankohtana tai tietyn ajanjakson kuluessa. Osto-optio oikeuttaa ostamaan myyjältä (asettajalta) osakkeen tai muun hyödykkeen sovittuun hintaan (toteutushinta). Vaihdoista myyjä voi maksaa osakkeen tosiasiallisen kurssin ja toteutushinnan erotuksen. Optiosopimusta solmittaessa option ostaja (haltija) maksaa oikeudestaan rahallisen korvauksen eli premion. Optiolainan yhteydessä asetettava optiotodistus, warrantti, oikeuttaa osto-option kaltaisesti merkitsemään tietyn yhtiön osakkeita tiettyä ajankohtana. Merkittävin ero osto-optioon on se, että warrantin asettaneen yhti-

ön on laskettava liikkeelle uusia osakkeita, kun sijoittaja haluaa käyttää merkintäoikeutensa. Myyntioptio on oikeus myydä option tarkoittama hyödyke. Myyntioption asettaja sitoutuu korvausta vastaan lunastamaan hyödykkeen sovittuun hintaan tai maksamaan tosiasiallisen kurssin ja toteutushinnan erotuksen.

Termiini on option kaltainen sopimus hyödykkeen kaupasta. Merkittävin ero on se, että termiinisopimus velvoittaa molempia osapuolia toteuttamaan kaupan, kun taas option haltijalla on oikeus, mutta ei velvollisuutta. Termiinisopimuksessa preemiota ei makseta sopimuksen tekohetkellä. Sen sijaan maksut suoritetaan erääntymishetkellä, jolloin sekä asettaja että haltija voivat joutua suorittamaan maksuja. Optiosopimuksissa vain asettaja voi joutua suorittamaan maksuja erääntymispäivänä.

Futuurit ovat termiinien kaltaisia sopimuksia. Termiineistä poiketen futuurien tiliasema selvitetään päivittäin eikä siis vasta erääntymishetkellä.

Swapit ovat koron- tai valuutanvaihtosopimuksia, joita välittävät usein pankit. Swapin avulla voi esimerkiksi muuttaa vaihtuvakorkoisen lainan kiinteäkorkoiseksi. Tällöin korkeampaa korkoa maksava maksaa korkovirtojen erotuksen toiselle osapuolelle.

## 2 RAHOITUSSTRATEGIA JA PÄÄOMASIOITTAMINEN

Investointipäätökset ovat yritystoiminnan keskeisimpiä rahoituskysymyksiä, sillä päätökset määrittävät, mihin tuotannollisiin kohteisiin yritys varojaan käyttää ja miten kannattavaa yritystoiminta on. Sijoittajat rahoittavat yritystä sijoittamalla varojaan yrityksen arvopapereihin ja saavat korvauksen sijoitukselleen rahavirtana tulevaisuudessa osinkoina ja osakkeen hinnan nousuna. Osakkeet antavat erilaisia oikeuksia omistajilleen, kuten oikeuden valvoa yrityksen päätöksiä. (Martikainen & Martikainen 2006, 80–81.)

Rahoitusstrategian suunnittelu ja luominen kuuluu yrityksen ylimmän johdon toimenkuvaan. Rahoitusstrategia ratkaisee yrityksen kauaskantoiset päätökset, joista

keskeisimpiä ovat pääomarakenteen suunnittelu ja voitonjaosta päättäminen. Nämä määrittelevät sen, miten yrityksen tulorahoitus voidaan turvata ja minkälaiset kasvu- ja kannattavuustavoitteet yrityksellä on. (Martikainen & Martikainen 2006, 107.)

## 2.1 Yrityksen rahoitusstrategia

Rahoitus on yrityksen keskeinen toiminto, eikä suinkaan irrallinen asia varsinaisesta liiketoiminnasta. Vastaukset, joita yritys löytää investointi- ja rahoituskysymyksiin, ratkaisevat pitkälti sen, tuottaako yritys omistajilleen lisäarvoa. (Knüpfer & Puttonen 2009, 15.) Rahoitusstrategian keskiössä on rahoitusbudjetti, joka voidaan tehdä hyvin lyhyelle, lyhyelle, keskipitkälle tai pitkälle aikavälille. Rahoitusstrategia muuttuu aikavälin mukaan: esimerkiksi hyvin lyhyelle aikavälille tehty kriisistrategia poikkeaa huomattavasti pitkän aikavälin suunnitelmasta. Rahoitusta hakiessaan yrityksen on tehtävä useita rahoitusstrategisia päätöksiä, kuten käyttääkö yhtä vai useampaa rahoittajaa ja mitä rahoittajia käytetään (rahoittajapolitiikka), toimitaanko kotimaisilla vai kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla (rahoituspolitiikka), kuinka suuri tuottovaahtimus asetetaan ja miten suojaudutaan riskeiltä (sijoituspolitiikka) sekä miten rahoitus johdetaan (rahoitusjohtopolitiikka). (Leppiniemi 2009, 55, 59.)

Rahoitusbudjettiin on jätettävä pelivaraa mahdollisten ympäristössä tai tuloissa ja menoissa tapahtuvien muutosten negatiivisten vaikutusten torjumiseksi. Pelivara koostuu jossain tietyssä ajassa käyttöön saatavista rahoitusvaroista. Pelivaran käyttönotolla voi olla erilaisia vaikutuksia yrityksen rakenteeseen, ja syvällisiä vaikutuksia on syytä välttää mahdollisimman pitkään. Pelivaraa voi saada turvautumalla toimintasuunnitelman ulkopuolisiin rahanlähteisiin, pienentämällä toimintasuunnitelman mukaista rahankäyttöä ja myymällä kiinteää omaisuutta. (Leppiniemi 2009, 65–68.)

Jos yrityksen strategiaan kuuluu laajentuminen ostamalla ja sulauttamalla yrityksiä, rahoitushallinnon tehtävä on tuoda esiin rahoitukselliset näkökulmat sekä investointi- ja disinvestointilaskelmat. Kansainvälisten investointien arviointi on tällöin samanaista kuin kotimaan investointien tapauksessa. (Järvenpää ym. 2007, 175.)

Rahoitusstrategisista päätöksistä keskeisimpiä on oman ja vieraan pääoman suhteen valitseminen. Vieraasta pääomasta päätettäessä on otettava huomioon se, että vieras pääoma kasvattaa oman pääoman sijoittajien tuloja vain, jos koko pääoman tuotto ylittää vieraan pääoman kustannukset. Vieraan pääoman kustannusten ollessa korkeammat kuin yrityksen koko pääoman tuoton niin sanottu vieraan pääoman vipuvaikutus (financial leverage) vähentää oman pääoman sijoittajille tulevaa voittoa. (Martikainen & Martikainen 2006, 108.)

Yritys hyötyy vieraan pääoman käytöstä muun muassa siksi, että vieraan pääoman aiheuttamat korot ovat vähennyskelpoisia verotuksessa. Tämä vähentää vieraan pääoman kustannuksia. Liiallinen velkaantuminen lisää kuitenkin yritystoiminnan riskiä. (Martikainen & Martikainen 2006, 109.)

Kansainväliset paineet ovat muuttaneet Suomen osingonjakopolitiikkaa aktiivisemmaksi. Suomalaisten yritysten maksamat osingot ovat tavanomaisesti olleet pienempiä, mutta ne ovat pysyneet melko vakaina yrityksen toiminnan kannattavuudesta huolimatta. Suomalaisten yritysten tavanomainen osingonjakopolitiikka lienee selitettävissä sillä, että tasaiseen osingonjakoon perustuva yritys toimii pienemmällä velkaisuusasteella kuin yritys, jonka osingonjakokäytäntö sallii suuremman vaihtelun. Osingonjako on muuttunut aktiivisemmaksi 2000-luvulla, ja osingot kuvastavat nykyään paremmin yrityksen tuloksen kehitystä. Seurauksena suomalaisten yritysten ja kansainvälisten yritysten osingonjakopolitiikan erot ovat kaventuneet. (Martikainen & Martikainen 2006, 112–113.)

## 2.2 Suomen rahoitusjärjestelmä

Rahoituslaitokset, kuten talletus- ja investointipankit, rahoitusyhtiöt, pääomasijoittajat ja muut rahoitusyhtiöt etsivät ja tutkivat uusia sijoituskohteita, kuten vastaperustettuja yrityksiä, uusien toimialojen yrityksiä ja yritysten investointihankkeita tavoitteenaan kartoittaa sijoituskohteiden riskejä ja arvioida niiden potentiaaliset tuotot. Tuottavimmilta vaikuttavat sijoituskohteet erotellaan sijoituskohteista, joiden tulevaisuuden näkymät ovat heikot. Kannattavan sijoituskohteen tunnusmerkkejä ovat muun muassa hyvä tuotantoteknologia, osaavat yrittäjät ja tehokkaat yritykset. Kan-

nattamattomat hankkeet ja yritykset pyritään karsimaan pois. (Hyytinen & Pajarinen 2005, 113.)

Ongelmia tuottaa se, että investointien arviointi on kallista ja vaatii erityisosaamista. Lisäksi monesti yrittäjillä on sellaista tietoa omista kyvyistään ja hankkeensa tai yritysideansa tulevaisuudenodotuksista, jota potentiaalinen rahoittaja ei välttämättä ymmärrä. Rahoittajan arvion onnistuminen ratkaisee sen, panostetaanko lupaavaan, menestyksekkääksi osoittautuvaan yritykseen vai rahoitetaanko kannattamatonta liiketoimintaa. (Hyytinen & Pajarinen 2005, 113–114.)

Rahoitusjärjestelmän toimiminen on tärkeää, jotta varat kohdentuvat tuottavimpiin kohteisiin (Hyytinen & Pajarinen 2005, 120). Rahoitusyhtiöiden toimenkuvaan kuuluu investointien rahoittaminen sekä koneiden ja laitteiden hankinnan luotottaminen. Lisäksi ne rahoittavat käyttöpääomaa ja kuluttajien hankintoja tililuotoilla tai suorilla lainoilla. (Hautala 2003, 139.) Rahoitusyhtiöt hankkivat osake- ja joukkovelkakirjannein tai pankeilta lainaamalla rahaa, jota ne lainaavat edelleen yrityksille (Mishkin 1995, 355).

Hieman kärjistäen rahoitusyhtiöt toimivat päinvastoin kuin pankit: ne ottavat suuria summia lainaa ja lainaavat eteenpäin pieniä summia. Pankit sen sijaan kokoavat pieniä talletuksia, mutta lainaavat suuria summia. Rahoitusyhtiöt lainaavat pääosin samoilto toimijoille kuin pankit, mutta niiden toimintaa ei ole rajoitettu pankkien tapaan. Rajoitusten vähyys mahdollistaa lainojen räätälöimisen asiakkaan tarpeisiin paremmin kuin pankkilainojen tapauksessa on mahdollista. (Mishkin 1995, 355.)

Rahoituslaitosten tehtävä on myös valvoa tekemiään investointeja ja varmistaa, että rahoitus käytetään sovitulla tavalla väärinkäytösten estämiseksi, mutta valvonta ei ole aina tehokasta (Hyytinen & Pajarinen 2005, 115). Pääomasijoittaja voi valvoa rahoitusta eri tavoin. Pääomasijoittaja on usein hallituksen jäsenenä ylimmässä hallintoelimessä tekemässä päätöksiä ja kontrolloimassa rahojen käyttöä. Toinen keino on osakassopimus, jossa säädetään oikeuksia ja velvollisuuksia osapuolten kesken. Osakassopimuksessa määritellään muun muassa mitä oikeuksia pääomasijoittajalla on, oli se hallituksessa tai ei, ja mitä velvollisuuksia yrityksen henkilöstöillä ja

yrittäjillä on pääomasijoittajaa kohtaan. Osakassopimuksessa määritellään myös, mitä seuraamuksia on osakassopimuksen rikkomisesta. (Grundstén haastattelu 2010.)

Rahoitusyhtiöiden kaltaisia erityisluottolaitoksia perustettiin pankkien rinnalle täydentämään markkinoita. Ne ovat julkisen vallan omistuksessa olevia yhtiöitä, joiden tehtävä on kantaa rahoitusriskejä, jotka eivät kelpaa yksityisille sijoittajille. Erityisluottolaitoksia ovat muun muassa Finnvera Oyj, Teknologian tutkimuskeskus Tekes ja Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra. (Hautala 2003, 139.)

### 2.3 Mitä pääomasijoittaminen on

Pääomasijoittaminen vaikuttaa suomalaisten yritysten toimintaan lisäämällä näiden toimintamahdollisuuksia ja kehittää yritystoimintaa kiihdyttämällä Suomen kilpailukykyä, millä on myös työllistävä vaikutus (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 3). Pääomasijoittaminen on oman pääomanehtojen sijoitusten tekemistä julkisesti noteeraamattomiin yrityksiin, joiden kehittymismahdollisuudet ovat hyvät (Hautala 2003, 139). Pääomasijoitukset ovat määräaika- ja pitkäaika- ja riskinsietokykyisiä sijoituksia. Saadakseen irtautumisvaiheessa voittoa sijoitukselleen pääomasijoittaja sitoutuu sijoituskohteen kehittämiseen pitkäksi ajaksi ja tukee sijoituskohteena olevan yrityksen toimintaa ja strategisia päätöksiä asiantuntijaneuvoin. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 3.)

Pääomasijoitus on tarpeen yrityksen perustamisessa, toiminnan kasvattamisessa, yrityskaupan rahoittamisessa, yrityksen tervehtämisessä ja merkittävässä muutoksissa yritystoiminnassa, kuten sukupolvenvaihdoksissa tai muissa omistuksen uudelleenjärjestelytilanteissa. Pääomasijoittajan tavoite ei ole tulla pysyväksi omistajaksi, vaan tavoite on irtautua yrityksestä tietyn ajan sisällä (esimerkiksi 3–5 vuotta<sup>1</sup>). Pääomasijoittajan tuoma lisäarvo ilmenee rahoituksen lisäksi strategioiden luomisessa, rahoituksen kokonaisjärjestelyissä, hallitustyöskentelyssä, budjetoinnissa, markkinoinnissa, johtamisjärjestelmien kehittämisessä ja toimialatuntemuksen lisäämisessä. Lisäksi pääomasijoittajan osallistuminen parantaa yrityksen uskottavuutta ja mahdol-

---

<sup>1</sup> Hautala (2003, 140) mainitsee pääomasijoitusten määräajaksi 4–10 vuotta.

lisuutta saada muuta rahoitusta sekä mahdollistaa pääomasijoittajan yhteysverkon hyödyntämisen. Vastineeksi yrittäjät antavat osan osakekannastaan rahastojen omistukseen. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 9–10.) Pääomasijoittajat sijoittavat vähemmistöosakkuuksiin (Hautala 2003, 139).

Suomessa pääomasijoittaminen sisältää sekä alkuvaiheen rahoittamista että buyout-toimintaa, jolla rahoitetaan erityyppisiä yritysostoja, laajennushankkeita ja yrityksen tervehdyttämistoimia. Alkuvaiheen rahoittamisesta poiketen buyout-toiminnaissa yritys on jo liiketoimintansa vakiinnuttanut yritys, joten tuotto-odotukset ovat selvästi pienemmät kuin kasvuyritysten rahoittamistoiminnaissa. (Lauriala 2008, 149.) Pääomasijoitusten koko vaihtelee yrityksen rahoitustarpeen ja kehitysvaiheen mukaan. Alkuvaiheiden yrityksiin tehdään pienempiä sijoituksia (100 000–500 000 euroa) kuin liiketoimintansa vakiinnuttaneisiin yrityksiin ja yritysjärjestelyihin voidaan tehdä miljoonien eurojen pääomasijoituksia. Sijoitusprosessi on sama sijoituksen suuruudesta riippumatta. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 3, 13.)

Pääomasijoitus on oman pääoman ehtoista ja se tehdään yleensä osakepääoman korotuksen yhteydessä merkitsemällä osakkeita. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 9.) Pääomasijoitus voi olla osakesijoituksen lisäksi esimerkiksi vaihtovelkakirjalaina, optiolaina tai jokin välirahoitus- eli mezzanine-instrumenteista, jotka ovat erilaisten rahoitusinstrumenttien yhdistelmiä (Lauriala 2008, 149). Tavallisesti pääomasijoittajat tekevät sijoitukset pääomarahastoistaan, mutta osa sijoittajista tekee sijoituksia omasta taseestaan tai emoyhtiön varoista (corporate venturing) (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 9).

Pääomasijoituksia tekevät ammattimaiset pääomasijoitusrahastot ja muut institutionaaliset sijoittajat. Pääomasijoittajien tuotto-odotukset ovat suuremmat kuin muissa mahdollisissa sijoituskohteissa esimerkiksi julkisesti noteerattuihin osakkeisiin tai kiinteistöihin tehtyihin sijoituksiin nähden lisääntyneen riskin vuoksi, suhdanteista ja toimialasta riippuen yleensä n. 30–70 prosenttia. Riskiä vähennetään diversifioimalla eli kokoamalla sijoitussalkku, portfolio, jossa on sijoituksia useisiin pieniin ja kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin. Pääomasijoitusyhtiöt voivat suojautua riskeiltä muodostamalla sijoitussyndikaatin toisen pääomasijoitusyhtiön tai julkisen tahon kanssa. (Lauriala 2008, 148–150.)

Pääomasijoittaminen alkaa varojenkeruuvaiheella, jolloin rahastoon kerätään sijoittajilta varoja. Keskeisiä pääoman lähteitä ovat institutionaaliset sijoittajat, kuten eläke-rahastot, eläkevakuutusyhtiöt, vakuutusyhtiöt, julkiset lähteet, pankit, yritykset ja pääomarahastoihin sijoittavat rahastot. Tämän jälkeen etsitään sijoituskelpoisia kohteita. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 13; Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 10.) Pääomasijoittajat saavat lukuisia sijoituspyyntöjä, mutta suurin osa näistä karsiutuu jo alkuvaiheessa. Pääomasijoittajat etsivät ja arvioivat sijoitusehdotuksia tekemällä markkina-analyysyjä, teknologiatutkimuksia ja analysoimalla yhtiön johtoa. Pääomasijoittajien tehtäviin kuuluu myös tehtyjen investointien hallinnoiminen ja sijoituksista irtaantuminen. (Lauriala 2008, 149–150.)

Sijoituksista saadaan vastineeksi osa yrityksen osakekannasta. Pääomasijoituksen tavoite on yrityksen arvonnousu. Arvonnousu realisoidaan pääomasijoittajan irtautuessa yrityksestä esimerkiksi myymällä yritys tai listaamalla yritys pörssiin. Samassa yhteydessä pääomasijoittaja luopuu osuudestaan yrityksessä. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 9–10.)

## 2.4 Pääomasijoitus yrityksen eri kehitysvaiheissa

Pääomasijoittamisessa on olennaista yrityksen kehitysvaihe ja toiminta, johon rahoitus kohdistetaan. Nämä vaiheet ovat siemenvaihe, käynnistysvaihe, aikainen kasvuvaihe, nopea kasvuvaihe, siirtymävaihe, tervehdyttäminen sekä toimivan johdon yritysosto (MBO) ja ulkopuolisen ryhmän yritysosto (MBI). Siemenvaiheessa olevan yrityksen tuotteita ei ole vielä kaupallistettu, ja rahoitus kohdistuu tutkimus- ja kehitystyöhön ja yrityksen organisointiin. Käynnistysvaiheessa oleva yritys on toiminut lyhyen aikaa tai sitä ollaan perustamassa. Tällöin rahoitus kohdistuu tuotekehitykseen ja koemarkkinointiin. Aikaisessa kasvuvaiheessa annetaan rahoitusta yrityksen tuotannon aloittamiseen ja myyntiin. Nopeassa kasvuvaiheessa rahoitusta tarvitaan tuotannon lisäämiseen, markkinointiin ja tuotteiden jatkokehitykseen. Siirtymävaiheessa yksityinen yritys saa rahoitusta siirtyessään julkisille markkinoille. Tervehdyttämisen vaiheessa vaikeuksissa olevaa yritystoimintaa rahoitetaan, jotta siitä tulisi jälleen kannattavaa. MBO- ja MBI-rahoituksella mahdollistetaan yrityksen osto joko



toimivan johdon ja sijoittajien (Management Buy Out) tai ulkopuolisen ryhmän toimesta (Management Buy In). (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 12.)

Pääomasijoittajalle olennaisimmat yrityksen kehitysvaiheet ovat siemenvaihe, yritysjärjestelyt ja yrityksen kasvuvaihe. Kullakin vaiheella on omat erityispiirteensä, ja pääomasijoituksen määrä ja luonne riippuvat vaiheesta, jossa sitä tarvitaan. Siemenvaiheessa yrityksellä on idea tai tuote, jonka kehittäminen valmiiksi voi vaatia huomattavasti pääomaa ennen kuin idea alkaa tuottaa myyntituloja. Esimerkiksi bioalalla tuotekehityssykliä ovat pitkiä, ja myyntituloja saa odottaa vuosikausia. Tällöin pääomasijoitusta tarvitaan jo alkuvaiheessa. (Grundstén haastattelu 2010.)

Myös yritysjärjestelyt, omistusjärjestelyt, joissa irrotetaan yrityksestä osia omiksi kokonaisuuksiksi tai yhdistetään yrityksiä yhdeksi suuremmaksi kokonaisuudeksi, kaipaavat monesti pääomasijoitusta, ja tällöin pääomasijoittaja on aktiivisesti mukana järjestelyissä (Grundstén haastattelu 2010).

Yritykset tarvitsevat rahoitusta voimakkaassa kasvuvaiheessa esimerkiksi ylittääkseen kansainvälistymisen kynnyksen. Tällöin yritys voi hyötyä pääomasijoituksen tuoman rahoituksen lisäksi pääomasijoittajan kansainvälisistä kontakteista ja verkostoista, joiden avulla kasvua voidaan vauhdittaa. Lisäksi pääomasijoittajalla voi olla kallisarvoista kokemusta kansainvälistymisestä ja osaamista, joka voi olla korvaamaton yrityksen kansainvälistymisessä. (Grundstén haastattelu 2010.)

Vaikka perusperiaate on sama, toimenpiteet ja menetelmät poikkeavat toisistaan vaiheesta riippuen. Esimerkiksi yritysjärjestelytilanteissa kyseessä ovat monesti suuryritykset, joiden liiketoiminta on pitkälti vakiintunut, kun taas siemenvaiheessa kyseessä saattaa olla perustamisvaiheessa oleva yritys. Perusperiaate on silti sama: yritykseen sijoitetaan rahaa ja saadaan vastineeksi omistusta, joka on tarkoitus myydä myöhemmin ja saada voittoa. (Grundstén haastattelu 2010.)

### 3 YRITYSTOIMINNAN KANSAINVÄLISTYMINEN

Tässä luvussa selvitän sitä, miksi yritys kansainvälistyy ja minkälaisia asioita yrityksen kannattaa ottaa huomioon kansainvälistyessään. Lisäksi kartoitan minkälaisia mahdollisuuksia tai uhkia kansainvälistyminen yritykselle tuo. Nämä ovat tärkeitä asioita myös pääomasijoittajille, ja yrityksen kansainvälistymistä ja liiketoimintasuunnitelmaa arvioidaan niin mahdollisuuksien kuin uhkienkin osalta rahoituspäätöstä tehtäessä.

Suomen rahoitusmarkkinat ovat viime aikoina globalisoituneet ja markkinaehtoistuneet. Tämä on nostanut tuotto-odotuksia Suomeen tehtävistä investoinneista kansainvälisille markkinoille tehtävien sijoitusten tasolle. Globalisoitumiskehitys on vähentänyt kotimaisten rahoitusinstituutioiden ja pankkien merkitystä, vaikka ne ovat yhä tärkeitä rahoittajia muun muassa pk-yrityksille paikallistietonsa antaman edun vuoksi. (Hyytinen & Pajarinen 2005, 120.)

Yritysten vientiin perustuva kasvu on helpottunut, mutta yritysten on myös löydettävä vastaus kansainvälisen kilpailun esittämiin haasteisiin. Kansainvälistyminen näkyy valtioiden välisissä rahavirroissa: kansainväliset yritykset voivat liikutella suuria rahasummia muutamassa sekunnissa maailman yhdeltä laidalta toiselle. (Järvenpää ym. 2007, 13.)

Yritysten kansainvälistyminen näkyy myös sijoitustoiminnassa. Suomesta ulkomaille ja ulkomailta Suomeen tehtyjen suorien sijoitusten määrä on kasvanut. Suomesta on tehty enemmän investointeja ulkomaille kuin ulkomailta on tehty investointeja Suomeen<sup>2</sup>, mikä kertoo suomalaisyritysten suuntautumisesta kohti kansainvälisempää liiketoimintaa. Kansainvälistyminen on johtanut myös suomalaisten yritysten omistuksen kansainvälistymiseen. Suorien sijoitusten määrä on kuitenkin vain osa arvopaperisijoituksista, ja arvopaperisijoitustoiminnan kansainvälistyminen on lisännyt

---

<sup>2</sup> Kiander, Pekkarinen, Vartia & Ylä-Anttila (2005, 21) mainitsee suomalaisten yritysten tehneen ulkomaille 2000-luvun alkupuoliskolla kaksi kertaa enemmän investointeja kuin ulkomaalaiset yritykset Suomeen.

paineita omaksua kansainväliset laskentakäytännöt ja siirtyä kansainväliseen sijoittajaviestintään. (Järvenpää ym. 2007, 20–21.)

### 3.1 Suomen kansainvälistyvä yritystoiminta

Viime vuosikymmeninä Suomen kansantalous on muuttunut toimialarakenteen muutosten lisäksi yritysten kiihtyvän kansainvälistymisen myötä. Yksi merkki Suomen voimakkaasta integroitumisesta maailmantalouteen on merkittävä kasvu Suomen ulkomaankaupan suhteessa BKT:hen. Tosin 2000-luvulla kasvu oli hitaampaa, mutta syy tähän saattoi piillä talouskasvun notkahduksessa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 39.)

Kansainvälistyminen näkyy myös ulkomaalaisomistuksen kasvuna pörssiyrityksissä. Samalla suomalaisten yritysten tekemät suorat sijoitukset ja arvopaperisijoitukset ulkomaisiin yrityksiin ovat lisääntyneet 1990-luvun jälkeen. Myös tässä yhteydessä oli notkahdus 2000-luvulla, mutta ulkomaisten yritysten tekemien suorien sijoitusten määrä Suomeen on jatkanut kasvuaan. Suomalaisten yritysten sijoitukset ulkomaille ovat kuitenkin pysyneet suurempina kuin ulkomaiset suorat sijoitukset Suomeen. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 39–40.)

Teollisuudessa kansainvälistyminen on edistynyt pisimmälle. Tästä kertoo ulkomaisen henkilökunnan kasvu, joka on ollut hyvin voimakasta. Myös muissa maissa olevan tuotannon työmääriä on lisätty. Suomessa sijaitsevien ulkomaisten yritysten henkilökunta on myös kasvanut, mikä on hyvä merkki Suomen asemasta kilpailussa yritysten sijainnista. Kansainvälistyminen ajaa yrityksiä toimimaan maihin, joissa tuotantokustannukset ovat edulliset. Seurauksena investointiasteet ovat supistuneet muun muassa Suomessa sijaitsevassa massa- ja paperiteollisuudessa sekä elektronikka- ja konepajateollisuudessa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 41–42.)

Yritysten ulkomainen tuotanto ei vaikuta syrjäyttävän kotimaista tuotantoa. Sen sijaan yritysten tekemät suorat sijoitukset vaikuttaisivat edistävän vientiä maasta. Ulkomaiset investoinnit eivät siis ole syrjäyttäneet kotimaisia investointeja. Ulkomaiset

suorat sijoitukset Suomeen lisäävät kilpailua ja parantavat tuottavuutta ja palkkatasoa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 41–42.)

Kansainvälistyminen on muuttanut Suomen investointiastetta. Investointiperusteisesta kasvusta on siirrytty osaamisperusteiseen kasvuun, mikä tarkoittaa sitä, että yritykset panostavat T&K-puolelle ja aineettomaan pääomaan kiinteistöjen, koneiden ja laitteiden sijaan. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 42.)

### 3.2 Suomi globalisoituvassa maailmassa

Globalisoituminen, maapalloistuminen, on sana, jolla kuvataan koko maailman yhteen kytkeytymistä taloudellisesti ja kansallisen säätelyn vähentämistä ihmisten, tavaroiden, pääomien, yritysten ja informaation vapaamman liikkumisen mahdollistamiseksi. Maailmaa on pienentänyt informaatioteknologian, tiedonvälityksen ja tavaraliikenteen tehostuminen, mikä on mahdollistanut yritysten toiminnan siellä, missä toiminta on edullisinta ja tehokkainta. Kansallisen säätelyn vähentäminen on mahdollistanut yritysten kansainväliset suurfuusioitumiset. (Hautala 2003, 223.)

Maailmanhistoriallisesti tarkasteltuna kaikki nopeat kasvuvaiheet maailmantaloudessa ovat ajoittuneet kausiin, jolloin talous on avautunut. Maailmantalouden ensimmäinen voimakas kasvukausi, ensimmäinen globalisoituminen, ajoittuu 1800-luvun puolivälissä alkaneeseen teolliseen vallankumoukseen, jolloin kauppa ja pääomat vapautuivat, ja voimakas siirtolaisuus alkoi. Teknologinen kehitys vauhditti ilmiötä rautateiden tarjotessa uusia logistisia ratkaisuja. (Ali-Yrkkö, Pajarinen & Ylä-Anttila 2005, 203.)

Viimeisten vuosikymmenien aikana koettu toinen globalisoitumisen aalto on kiihdyttänyt maailmantalouden kokonaiskasvua etenkin Aasian maissa. Suuret kehittyvät maat ovat hyötynneet erityisesti teollisuustuotannon ja teollisten tuotteiden viennistä. Länsimaiset yritykset ovat siirtäneet tavara- ja palvelutuotantoaan kehittyviin maihin, mikä on johtanut siihen, että Itä-Aasiasta on tullut eräänlainen maailman teollinen työpaja. (Ali-Yrkkö ym. 2005, 203–204.)

Maailmantalous on yhdentynyt viime vuosina nopeasti, ja sekä kansainvälinen kauppa että ulkomaiset suorat sijoitukset ovat viime vuosina kasvaneet selvästi nopeammin kuin maailman kokonaistuotanto. Tämä on laskenut kaupan esteitä ja vapauttanut pääomaliikkeitä. Muutosvoimia ovat ohjanneet talousalueet, kuten EU, NAFTA ja ASEAN, poistamalla tulleva ja alentamalla tariffeja ja muita kaupan esteitä, jotta pääoma saisi liikkua esteettömästi maasta toiseen. Muutosta on ajettu uskossa, että pääoman ja hyödykkeiden vapaa liikkuvuus vaikuttaa talouteen myönteisesti. Kriittistä huolimatta tutkimukset osoittavat, että talouksien avautuminen vaikuttaa positiivisesti kokonaistuottavuuteen ja tuotantoon. Hyödyt tulevat pääosin suoriin sijoituksiin liittyvän teknologian leviämisestä ja tuottavuuden kasvusta. (Ali-Yrkkö ym. 2005, 201–202.)

Käynnissä oleva globalisoituminen sai alkunsa 1980-luvulla alkaneesta yritystoiminnan kansainvälistymisestä ja liberalisoivasta politiikasta, jonka tavoite oli lisätä pääoman liikkuvuutta. Samoihin aikoihin teknologinen kehitys salli huomattavan kuljetus- ja tietoliikennekustannusten laskun. 1990-luvulla globalisoituminen eteni pidemmälle kuin koskaan aiemmin, ja tällä kertaa osallisina olivat miltei kaikki maailman maat. Suurilla kehittyvillä mailla, kuten Brasilia, Venäjä, Intia ja Kiina, on ollut mittava vaikutus niiden tultua mukaan maailmantalouteen. Suljetussa taloudessa ne eivät pystyneet hyödyntämään suhteellisiin etuihin perustuvaa erikoistumista. (Ali-Yrkkö ym. 2005, 202–203.)

Kansainvälinen yritys pitää pelikenttänään koko maapalloa. Ulkomailta etsitään aktiivisesti asiakkaita, yhteistyökumppaneita ja hankintalähteitä. Talouden maapalloistumisen myötä suomalaisyritysten toimintaympäristö on kansainvälistynyt nopeasti. Maapalloistuminen on moniulotteinen ilmiö, jota edistävät viestintäteknologian, erityisesti tieto- ja viestintäteknologian, nopea kehitys, kaupan vapaus, valtioiden poliittinen vakaus ja protektionismin rajoittaminen. Kulttuurivaikutusten kuljetusvälineinä toimivat tiedotusvälineet, joiden vaikutus on laajentunut ja joiden sisältö on yhdenmukaistunut kansainvälisten brändituotteiden myötä. (Järvenpää ym. 2007, 12–14.)

Maapalloistumista ajavat voimat koostuvat suurista yrityksistä ja sijoittajista, joiden intressit eivät rajoitu kansallisvaltion rajojen sisäpuolelle. Vaikutukset sen sijaan ulottuvat kaikkialle yhteiskuntaan. Tilanne pakottaa valtiot valitsemaan kahden vaih-

toehdon väliltä: avautua maailmalle ja pyrkiä hyödyntämään globalisaation suomia etuja tai käpertyä linnoituksen muurien sisälle. Suomi on päättänyt avautua globalisoituvalle maailmalle, mikä avaa yrityksille uusia mahdollisuuksia, mutta esittää myös uudenlaisia haasteita. (Järvenpää ym. 2007, 13.)

Suomalaisten yritysten kansainvälistyminen alkoi 1980-luvulla, ja kehitys on jatkunut nopeana. Suomen erikoistuneille ja osaamiseen keskittyneille yrityksille ulkomaille laajentaminen on mahdollisuus kasvattaa toimintaa. Nykyään yhä pienemmät yritykset kansainvälistävät toimintojaan. 1980-luvulla kansainvälistyminen koski lähinnä markkinointia ja tuotantoa ja 1990-luvulla logistiikkatoimintoja, alihankintoja sekä rahoitusta, mutta 2000-luvulla myös pääkonttoritoimintoja ja tutkimustoimintoja on siirretty ulkomaille. (Kiander, Pekkarinen, Vartia & Ylä-Anttila 2005, 20.)

Suomen ulkomaankauppa ja kansainvälinen sijoitustoiminta on vilkastunut. Ulkomaankauppa on viimeisen vuosikymmenen aikana ollut vientivoittoista, ja suomalaisten yritysten kansainvälinen kilpailukyky on hyvää luokkaa niiden toimintaloilla. (Järvenpää ym. 2007, 14.) Suomen tuonti kehittyvistä maista on lisääntynyt, mutta myös vienti kehittyviin maihin on kasvanut. Suorat sijoitukset Suomesta kehittyviin maihin sen sijaan ovat selvästi suuremmat kuin Suomeen tehtävät sijoitukset kehittyvistä maista. Globalisoituminen on vaikuttanut myös Suomen tuotantorakenteeseen supistamalla matalan osaamistason tuotantoa. (Ali-Yrkkö ym. 2005, 203–205.) Suomen suurimmat kauppakumppanit löytyvät läheltä, mutta huomattava osa viennistä suuntautuu myös kaukaisiin maihin. Voidaan todeta, että Suomen ulkomaankauppa on pitkälti maapalloistunut. (Järvenpää ym. 2007, 14–15.)

Suomalaiset, voimakkaasti kansainvälistyneet yritykset ovat vähentäneet työvoimaansa Suomessa, mutta toisaalta kansainvälistyminen on mahdollistanut voimakkaamman kasvun. Tämän tuloksena yritykset ovat lisänneet Suomessa olevan T&K-henkilöstön määrää. (Ali-Yrkkö ym. 2005, 201). Monet kansainväliset yritykset ovat laatineet henkilöstölleen koulutus- ja harjoitteluohjelmia, jotka sisältävät myös osallistumista erilaisiin projekteihin ja tiimitehtäviin (Järvenpää ym. 2007, 23).

### 3.3 Yrityksen toimintojen ulkoistus

Ulkoistus on toimintojen siirtämistä muille yrityksille. Teknologinen kehitys on mahdollistanut yritysten osatoimintojen ja yksittäisten työtehtävien ulkoistamisen, ja 2000-luvulla suurin osa Suomen yli kymmenen hengen yrityksistä ulkoisti toimintojaan<sup>3</sup>. Ulkoistamista harjoittavat erityisesti kaupan alan yritykset, mutta ulkoistus on yleistä myös teollisuudessa ja palvelualoilla. Suurin osa Suomen ulkoistuksista suuntautuu Suomeen ulkomaiden sijaan (taulukko 1). Kansainvälinen ulkoistus on yleisempää teollisuuden alalla kuin kaupan ja palvelualojen yritysten keskuudessa. Kaupan alalla ulkoistus on yleisintä, mutta kansainvälinen ulkoistus on kaupan alalla selvästi harvinaisempaa kuin teollisuudessa ja palvelualalla<sup>4</sup> (kuvio 1). (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 58–59.)

Taulukko 1: Ulkoistetut toiminnot ja niiden sijainnit

	Ulkoistanut	Ulkoistanut kotimaahan	Ulkoistanut ulkomaille
Valmistus- ja tuotantotoiminta	32,3 %	30,8 %	12,3 %
T&k-toiminta	22,6 %	22,3 %	6,6 %
Palvelutoiminnot	60,2 %	59,6 %	2,7 %

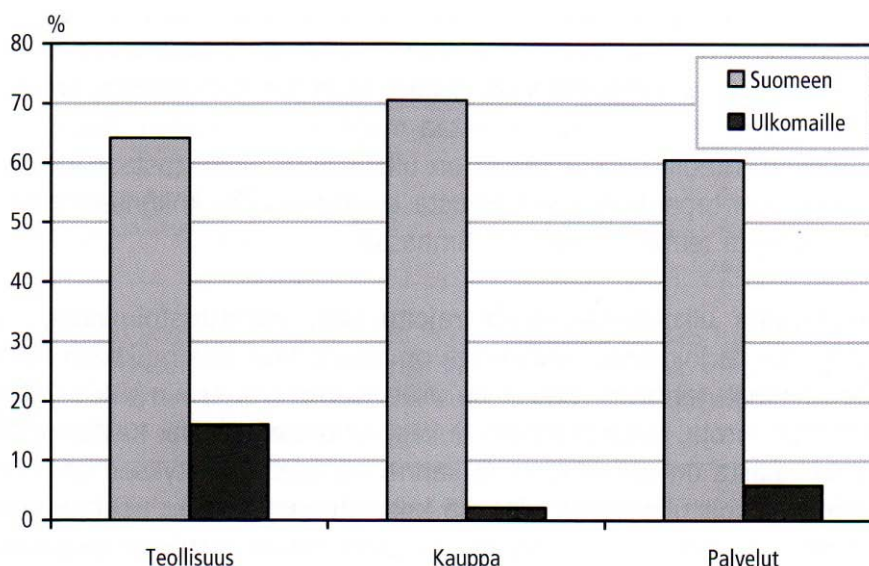
Lähde: Talousneuvoston sihteeristö 2006, 59 (Etla-tieto Oy:n kysely)

Kehittyvien talouksien mukaantulo maailmantalouteen on tehnyt mahdolliseksi pääosin teollisuusmaissa toimiville yrityksille uusinvestointien (greenfield) tekemisen ja uusien yksiköiden perustamisen kehittyviin maihin sekä toimintojen siirtämisen sinne, missä kustannustaso on edullisempi. Tuotantotoiminnan lisäksi siirretään muita toimintoja, muun muassa palvelutoimintoja. Tämän mahdollistaa kehitys informaatioteknologiassa ja informaation digitalisointi: yrityksen toiminnot voivat sijaita eri maissa, mutta toimia yhdistetyssä tietoverkossa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 55.)

<sup>3</sup> Vuonna 2006 tehdyn Etlatieto Oy:n globalisaatio- ja ulkoistuskyselyn mukaan jopa 2/3 yli 10 hengen yrityksistä oli ulkoistanut toimintojaan vuosituhannen alussa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 58.)

<sup>4</sup> Noin 15 % teollisuusyrityksistä on ulkoistanut toimintojaan ulkomaille. Palvelualoilla vastaava luku on alle 10 % ja kaupan alalla alle 5 %. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 59.)

Ulkoistus voi tapahtua myös kotimaassa. Tämä ei ole sinällään uusi ilmiö, sillä jo 1980-luvulla suuryritykset alkoivat ulkoistaa osan tuotantoketjunsä vaiheista. Monialayritykset pystyivät yksinkertaistamaan toimintaansa ja keskittymään omaan toimialaansa. Samalla niistä tuli myytyjen yksiköidensä tärkeitä asiakkaita. 2000-lukuun mennessä suomalaisista yrityksistä oli tullut kiinteä osa globaaleja klustereita. Nämä ovat globaaleilla markkinoilla toimivia yritysverkostoja, jotka kilpailevat yritysten tavoin ja limittyvät toisiinsa. Moni teollisuusyritys voi nyt keskittyä valmistamisen sijasta tuotteen suunnittelemiseen ja markkinointiin siirtämällä valmistustoiminnon partnereilleen ja alihankkijoilleen. Tämä on johtanut välituotteiden (komponentit, puolivalmisteet, osakokoonpanot) merkityksen kasvuun. Samaten palvelutoiminnot on pirstaloitu usean erikoistuneen tahon hoidettavaksi. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 55–56.)



Kuvio 1: Ulkoistuksen yleisyys eri sektoreilla (% sektorin yrityksistä)

Lähde: Talousneuvoston sihteeristö 2006, 59 (Etla-tieto Oy:n kysely)

Yritykset ulkoistavat tavallisesti palvelutoimintojaan, yleensä varsinaista liiketoimintaa tukevia toimintoja. Tämä viittaa siihen, että yritykset tahtovat luopua toiminnoista, jotka eivät ole osa niiden ydintoimintaa, kuten kirjanpito, vartiointi ja koneiden huolto. Tämä on johtanut selvään kasvuun liike-elämää palvelevassa toiminnassa, mutta havaittu kasvu on siinä mielessä harhaanjohtava, että suurin osa ulkoistetuista toiminnoista on aiemmin tehty yritysten sisäisesti. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 60.)



Ulkoistukseen on monia syitä, mutta yritysten tärkein tavoite on lisäkapasiteetin hankkiminen ilman omia investointeja. Näin säästyneen investointisumman voi käyttää muihin käyttö- tai investointikohteisiin. Toinen tärkeä tavoite on joustavuuden lisääminen ja siten pääomaa sitovien varastojen minimoimiseen. Kolmanneksi tärkein syy ulkoistukseen ovat kustannussäästöt, joita voidaan saada ulkoistamalla valmistus. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 62.)

T&K-toiminnan ulkoistamisessa pätevät samat periaatteet. Tärkein tekijä on kuitenkin ollut teknologian tai osaamisen hankkiminen ulkoistamalla ja valjastamalla siten käyttöön muiden yritysten teknologiaa. Ulkoistaminen mahdollistaa myös tutkimus- ja tuotekehitystoimintojen kapasiteetin lisäämisen, mikä nopeuttaa tuotekehitysprosessia ja saattaa siten tuotteet nopeammin markkinoille. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 62.)

Ulkoistuskehitys on johtanut klustereiden rakenteiden muuttumiseen ja pirstaloitumiseen yhä pienempiin osiin sekä yritysten ja klustereiden hajautumiseen eri maihin. Verkostojen ytimessä ovat tavallisesti yritykset, joilla on vahva jakeluketju, tuotemerkki tai olennainen teknologia. Globaalit tuotantoverkostot voidaan jakaa tuottajavetoisiin ja ostajavetoisiin verkostoihin. Näistä ensimmäisen kaltaiset keskittyvät T&K-toimintaan, tuotannon hallintaan ja brändin hallintaan, ja jälkimmäisen kaltaiset verkostot keskittyvät suunnitteluun, markkinointiin ja jakelukanavien hallintaan. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 55–57.)

Kestokulutushyödykkeiden ja investointitavaroiden tuotantoverkostot ovat tuottajavetoisia. Tuottajavetoiset alat vaativat yleensä isoja investointeja tehtaisiin, mikä hankaloittaa kilpailijoiden tuloa markkinoille. Tuottajavetoisilla aloilla on tyypillistä, että muutama suuryritys hallitsee globaaleita markkinoita. Tuottajavetoiset yritykset toimivat maailmanlaajuisesti, minkä vuoksi niiden alihankkijoiltakin vaaditaan kykyä toimia useissa eri maissa. Nokia ja Toyota ovat esimerkkejä tällaisista tuottajavetoisista yrityksistä. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 57.)

Ostajavetoiset tuotantoverkostot keskittyvät yleensä vähittäiskauppaketjun tai brändin ympärille. Ydinyritykset eivät osallistu varsinaiseen tuotantotoimintaan, vaan

hyödyntävät globaalia tuotantoverkostoa. Tuotannon sijaan ydinyritykset keskittyvät brändin tai tuotteen suunnitteluun, tuotekehitykseen ja jakeluun. Ajatus onkin kilpailuttaa varsinainen valmistus, sillä mahdollisia valmistajia on paljon ja alalle on suhteellisen helppo tulla. Tästä syystä ostajavetoisten tuotantoverkoston valmistus tapahtuu yleensä alhaisen kustannustason maissa. Esimerkkejä ostajavetoisista tuotantoverkostoista ovat IKEA ja Nike. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 57.)

Suomen maailmanlaajuisesti toimivat veturiyritykset ovat yleensä tuottajavetoisia. Esimerkiksi Kone, Metso, UPM-Kymmene ja yllämainittu Nokia toimivat aloilla, joissa tuottaja on jalostusketjun keskiössä. Laajalti ulkomaille levinneitä ostajavetoisia ketjuja Suomessa ei juuri ole. Harvat ostajavetoiset ketjut keskittyvät Suomen naapurimaihin ja Baltiaan. Vähittäiskauppaketjujen hankintayksiköt toimivat globaalisti, mutta kauppojen ja ketjujen omat merkit ovat nousseet kansainvälisten tuotemerkkien rinnalle. Ostajavetoisten verkoston tuotteiden jalostusarvo ei synny valmistuksessa, vaan suunnittelussa, markkinoinnissa ja jakelussa, minkä ansiosta valmistus on helposti kilpailutettavissa. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 58.)

### 3.4 Toimintojen siirtäminen ulkomaille

Suomalaisten yritysten kansainvälistyminen on ollut nopeaa. Viime vuosikymmenen alkupuoliskolla suomalaisyritysten ulkomailla olevan henkilöstön määrä kasvoi 288 000 henkilöstä 350 000 henkilöön. Samaan aikaan n. 7000–12 000 työpaikkaa siirtyi Suomesta ulkomailla sijaitseviin tytäryrityksiin. Suurin osa työpaikoista on liittynyt tuotantotoimintaan, mutta myös palvelutoimintoja on siirretty. Pääosa ulkomaisen henkilöstön lisäyksestä johtuu kuitenkin siitä, että suomalaiset yritykset ovat laajentaneet toimintaansa ulkomailla. Suomen kilpailukyvyistä T&K-markkinoilla kertoo se, että tutkimus- ja tuotekehitystoimintaa puolestaan on siirretty ulkomaille vähän. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 62–63.)

Teknologian ja hyödykkeiden standardoiminen mahdollistaa valmistuksen siirtämisen myös vähemmän kehittyneisiin maihin. Lisäksi standardihyödykkeillä on suhteellisen kiinteä kustannusjakauma, ja pääoma- ja raaka-ainekustannukset ovat samalla tasolla kansainvälisen vaihdannan vuoksi. Täten yritys voi tehdä päätöksensä

työvoimakustannusten ja verotuksen perusteella, mikä suosii alhaisen kustannustason maita. (Kiander ym. 2005, 18.)

Yrityksillä on useita erilaisia syitä siirtää toimintaansa ulkomaille. Tuotannon kustannussäästöt ovat suurin syy tuotantoalalla, mutta myös joustavuuden lisääminen ja kohdemaan logistisen sijainnin hyödyntäminen ovat tärkeitä motiiveja toiminnan siirtämiseen. Joustavuuteen ja logistiikkaan liittyvistä ratkaisuista koituu sekä rahallisia että ajallisia säästöjä. Joskus kyse on lähes pakosta: vaaditut toimitusajat ovat niin lyhyitä, ettei niihin voi yltää Suomesta käsin. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 64–65.) Lisäksi yrityksille voi olla eduksi sijoittua lähelle markkinoita, raaka-aineita, luonnonvaroja ja osaamiskeskuksia (Hautala 2003, 233; Kiander ym. 2005, 18).

T&K-toiminnan siirtämisen syitä ovat kustannussäästöjen lisäksi markkinoillepääsy ja asiakastarpeiden huomioonottaminen. Kehittyvissä maissa on mahdollista säästää kustannuksissa, mutta T&K-toimintaa on siirretty myös teollisuusmaihiin, joissa henkilöstökustannukset ovat Suomea suuremmat. Tällöin on saatettu tavoitella esimerkiksi toiminnan keskittämistä koituvia säästöjä henkilöstökustannuksista säästämisen sijaan. T&K-toimintaa on voitu myös siirtää lähemmäksi valmistusyksiköitä helpomman vuorovaikutuksen ja tuotteiden asiakaslähtöisen räätälöinnin mahdollistamiseksi. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 65.)

Toimintoja siirretään myös toiseen suuntaan, ulkomailta Suomeen. Sama yritys on saattanut siirtää osan toiminnastaan Suomesta ulkomaille ja osan ulkomailla tapahtuneesta toiminnastaan Suomeen. Yksi kymmenestä yrityksestä, joka on siirtänyt toimintaansa ulkomaille, on siirtänyt toimintaa myös ulkomailta Suomeen. (Talousneuvoston sihteeristö 2006, 63.)

### 3.5 Kansainvälisen toimintaympäristön erityiskysymyksiä

Kansainvälisen yrityksen rahoitusjohdon tehtävä on hallita yrityksen varallisuutta ja sijoittaa sitä kannattaviin kohteisiin, suojautua valuuttariskeiltä ja siirtää rahaa konsernin yksiköiden välillä. Konsernin rahoitusjohdon tehtävä on konsernin rahoitusrakenteen suunnittelu, ulkomaisten yksiköiden ohjeistaminen ja valvominen rahoitus-

asioissa, arvopaperikauppa sekä pankki- ja sijoittajasuhteiden hoitaminen. (Järvenpää ym. 2007, 162.)

Yrityksen pääomaa sijoitetaan tavoitteena kasvattaa omistajien varallisuutta. Kansainvälisen yrityksen rahoitusjohtamisessa on kaksi pääasiaa: on kerättävä pääomia yrityksen sisä- ja ulkopuolelta pitäen pitkän aikavälin rahoituskulut niin pieninä kuin mahdollista sekä valmisteltava investointipäätöksiä ja valvottava niiden kannattavuutta. Kaikki tämä on tehtävä liiketoimintastrategian ja rahoituspäätöksiin liittyvien periaatelinjausten mukaan. (Järvenpää ym. 2007, 161.)

Yritysten rahoitusympäristö heijastaa rahamarkkinoiden markkinaehtoistumista ja integroitumista. Pankit ja pörssit ovat sulautuneet suuremmiksi ja kansainvälisemmiksi toimijoiksi (esimerkiksi Helsingin ja Tukholman pörssien yhdistyminen OMX-pörssiksi), ja rahoituksen säätely on vähentynyt. Osakekauppa on silti hajautunutta Yhdysvaltoihin verrattuna, mutta rahoitusmarkkinoiden ja niihin liittyvien palveluiden integroituminen kuuluu Euroopan talousalueen yhdistymisen tavoitteisiin. EU on edistänyt pankkitoiminnan yhdentymistä, jonka seurauksena on syntynyt pankkikonsernejä, kuten pohjoismaiset Nordea ja Handelsbanken. Myös suomalaisomisteiset pankit, kuten Osuuspankki ja Aktia, tarjoavat kansainvälisten pankkikonsernien tapaisia palveluita yhteistyöpankkiverkoston avituksella. (Järvenpää ym. 2007, 167–168.)

### 3.5.1 Yrityksen sisäinen pääoman siirtely

Kansainvälisen yrityksen monimuotoisuus luo rahoitusjohdolle uusia tehtäviä. Yrityksellä, jolla on yksiköitä eri maissa, on mahdollisuus siirrellä rahaa, voittoja ja pääomaa eri yksiköiden välillä. Siirtelymekanismeja ovat esimerkiksi siirtohinnoittelu, yrityksen sisäiset lainat, osingonjako, yrityksen sisäisen maksuliikkeen nopeuttaminen tai hidastaminen, käyttömaksut ja rojaltit. (Järvenpää ym. 2007, 174–179.)

Sisäinen lainaaminen on keino rahoittaa ulkomaisia toimintoja suorilla lainoilla (direct loans), pankin välityksellä tapahtuvilla lainoilla (back-to-back financing) ja vastavuoroisilla lainoilla (parallel loans), jossa yritykset rahoittavat ristiin toistensa ty-

täryrityksiä. Suora lainaus tapahtuu kahden yrityksen kesken, mutta muissa tarvitaan kolmantena osapuolena pankkia. (Järvenpää ym. 2007, 181.)

Pääomien siirtely ei ole täysin vapaata, sillä moni valtio on asettanut rajoituksia, joiden tarkoitus on vähentää yritysten pelivaraa muun muassa verotuksen suhteen. Yrityksillä on kuitenkin pelivaraa verotuksen, pääoman siirtelyn ja yrityksiin liittyvän toiminnan säätelyn suhteen. Yritykselle on edullista siirtää voittoja matalan verotuksen maihin tai tappiollisiin yrityksiin voittojen tasauksen vuoksi. Yritys voi myös rahoittaa suuren riskin sijoituskohteita, joihin saatava rahoitus on kallista, pienin kustannuksin saaduilla pääomilla. Lisäksi yrityksellä on mahdollista käyttää toimintaansa ja sen mahdollista siirtämistä painostuskeinona politiikassa estääkseen yritykselle epäedullisten rajoitusten asettaminen. (Järvenpää ym. 2007, 180–181.)

Kansainvälisen konsernin intresseissä on minimoida verot, kun taas valtiot haluavat turvata maassa tapahtuvan liiketoiminnan verojen maksun. Veroviranomaiset tarkkailevat kansainvälisten konsernien sisäisiä kauppvoja varmistaakseen legitiimit tuloveronsa joskus sillä seurauksella, että yritystä verotetaan kaksinkertaisesti. Veroista aiheutuvat ristiriidat voivat olla mutkikkaita ja ne voivat vaikuttaa haitallisesti investointihalukkuuteen. (Järvenpää ym. 2007, 183–184.)

### 3.5.2 Valuuttariskeiltä suojautuminen

Jos kansainvälisessä kaupassa on käytössä useampi kuin yksi valuutta, on otettava huomioon se, miten valuutat korreloivat esimerkiksi US dollarin tai euron kanssa ja miten ne seurailevat kurssimuutoksia. (Järvenpää ym. 2007, 171.) Valuuttariski onkin yksi merkittävimmistä ulkomaankauppaa käyvien suomalaisten yritysten ja ulkomaille sijoittavien sijoittajien rahoitusriskeistä, sillä euroalueen yhdistymisestä huolimatta suurin osa Suomen ulkomaankaupasta käydään yhä euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa, ja samalla suomalaisten tekemät investoinnit ulkomaille ja ulkomaiset arvopaperisijoitukset ovat kasvaneet sekä rahallisessa arvossa että lukumäärässä.. Valuuttariskiä on vähentänyt osittain se, että euroa on viime vuosina alettu käyttää yhä useammin laskutusvaluuttana, mutta odotuksista huolimatta euro ei ole osoittautunut toivotun vakaaksi valuutaksi. (Niskanen & Niskanen 2007, 409–410.)

Mitä laajempaa kansainvälinen liiketoiminta on, sitä tärkeämpää on valuuttariskien jatkuva tarkkaileminen ja hallinta. Kurssiriskien ja politiikan seuranta ovat rahoitus- asiantuntijoiden tai erityisen valuuttatiimin tehtäviä, ja suojautumiskeinoista päättää yleensä yrityksen hallitus. (Järvenpää ym. 2007, 171.)

Valuuttamarkkinoiden vakautta on pyritty edistämään muodostamalla valuutta- alueita, kuten euroalueen poliittis-taloudellisen yhdentymisen luoma EMU (European Monetary Union), jonka ansiosta eurosta on tullut vahva valuutta. Euro- alueen rahapolitiikkaa hoitaa Euroopan keskuspankki. Suomi ryhtyi käyttämään eu- roa vuoden 2002 alussa. (Järvenpää ym. 2007, 165.) Kirjoitushetkellä euroa koettelee Kreikan talouskriisi, joka on laskenut euron arvoa suhteessa muihin päävaluuttoihin. Tämä on saanut hätäisimmät ennustamaan euron tuhoa, mutta jotkut näkevät arvon- laskun tarpeellisenä, sillä taantumasta ensimmäisenä kärsineen Yhdysvaltain dollarin arvon laskiessa eurosta oli tullut kenties liian vahva. Lisäksi euron arvon lasku näh- dään hyödyllisenä tekijänä viennille, joka kohdistuu euroalueen ulkopuolelle. Suo- men viennistä kaksi kolmasosaa kohdistuu euroalueen ulkopuolelle. (Helsingin Sa- nomat 2010.)

Kahden valuutan vaihtosuhteeseen vaikuttavat muun muassa erot inflaatioasteessa ja korkotasossa sekä maahan liittyvät tekijät, kuten valuutan arvosta huolehtivan kes- kuspankin luotettavuus, talouskasvu ja alueelliset riskitekijät. Korkea inflaatio johtaa valuutan suhteellisen arvon laskemiseen, voimakas talouskasvu tai suuret odotukset taas nostavat valuutan arvoa. Epävakaat taloudelliset tai poliittiset olot vaikuttavat valuutan arvoa heikentävästi. Keskuspankin nauttima luottamus taas riippuu sen ky- vystä huolehtia valuutan vakaudesta ja keskuspankin aiemmasta toiminnasta. Kes- kuspankilla on mahdollisuuksia vaikuttaa aktiivisesti valuutan arvon muodostumi- seen: devalvointi laskee keskuspankin hallinnassa olevan valuutan vaihtoarvoa, re- valvointi taas korottaa sitä. Jos keskuspankki ei vaikuta valuutan arvoon aktiivisesti, valuutta kelluu ja sen kurssi määräytyy markkinoiden kysynnän ja tarjonnan mukaan. (Järvenpää ym. 2007, 161, 164.)

Käytössä oleva valuuttakurssijärjestelmä liittyy olennaisesti valuuttakurssin määräy- tymiseen. Itsenäisesti kelluvat eli kysynnän ja tarjonnan mukaan vaihtelevat valuut- takurssijärjestelmät ovat käytössä Yhdysvalloissa, Japanissa ja euroalueella, mutta

suurin osa maailman valuutoista on kytketty johonkin toiseen valuuttaan tai valuuttakoriin. Kelluvan valuutan arvon määräytyminen riippuu monista asioista, ja näiden seuraamiseen on kehitetty useita teorioita. Näistä tärkein on ostovoimapariteettiteoria. Ostovoimapariteettiteorian mukaan valuuttaan vaikuttavat maiden väliset hintasuhteet ja muutokset kilpailukyvyssä. Ostovoimapariteettiteoria toimii erityisen hyvin pitkällä aikavälillä, mutta tuottavuuslukujen huomattavat erot ja äkkinäiset talouspoliittiset muutokset voivat tehdä teoriasta epäluotettavan lyhyellä aikavälillä. (Niskanen & Niskanen 2007, 415–416.)

Valuuttakurssien vaihtelusta johtuvia riskejä arvioidaan positiomittauksin (exposure measures), joiden avulla suojaudutaan rahoitusympäristön muutoksilta tavoitteena saavuttaa tilanne, jossa yrityksen myyntituotot tai velat pysyvät pitkälti samoina kurssiheilahteluista huolimatta. Valuuttariskit kohdistuvat kassavirtoihin ja taseeseen, ja suojauksen määrä vaihtelee täydellisen suojautumisen ja täydellisen valuuttariskien kantamisen välillä. Joskus suojautuminen voidaan tehdä jopa kahteen kertaan, mikä luo itsessään valuuttariskejä. (Järvenpää ym. 2007, 171–172.)

Valuuttariskit uhkaavat kansainvälistä liiketoimintaa ja myös pelkästään kotimaassa toimivia yrityksiä. Esimerkiksi kotimaassa toimiva yritys voi tarvita tuotantohyödykeitä, joiden hinta riippuu jonkin valuuttakurssin kehityksestä. Valuuttariskejä on kolmea päätyyppiä: transaktioriskit, translaatoriskit ja taloudelliset riskit. (Niskanen & Niskanen 2007, 419–420.)

Transaktioriskit liittyvät yksittäiseen maksutapahtumaan, esimerkiksi voittojen kotiuttamiseen. Tällöin riski muodostuu siitä, että valuutan kurssi voi poiketa maksuhetkellä suurestikin sopimushetkellä vallinneesta kurssista. Transaktioriskiltä voidaan suojautua positioiden avulla esimerkiksi ottamalla myyntisaatavien suuruinen velka-positio samassa valuutassa. (Niskanen & Niskanen 2007, 420.)

Translaatoriski liittyy tilinpäätöstilanteessa tehtäviin kurssimuutoksiin ulkomaanvaluuttamääräisistä summista kotimaanvaluuttamääräisiin summiin. Tämä voi johtaa valuuttatilanteesta riippuen suuriinkin voittoihin tai tappioihin ja vaikuttaa siten myös osinkoihin. Translaatoriskeiltä suojautumisen tarpeellisuudesta ollaan montaa

mieltä, mutta joissain tapauksissa translaatoriskeiltä kannattaa suojautua. (Niskanen & Niskanen 2007, 420.)

Taloudellinen riski syntyy silloin, kun yrityksen koko arvo ja siten kilpailuasema on riippuvainen jostain valuuttakurssista. Valuuttakurssin vaihtelu voi vaikuttaa siihen, miten kilpailukykyisesti yritys voi tuotteensa hinnoitella. Taloudellista riskiä on vaikea mitata, mutta siltä kannattaa silti yrittää suojautua. (Niskanen & Niskanen 2007, 420–421.)

Valuuttariskien välttämiseksi on hyvä luoda yksityiskohtaiset periaatteet, joissa käyvät ilmi suojauksen tavoitteet ja rajat, joiden puitteissa toimitaan. Suojautumisstrategian tavoitteet ovat yleensä valuuttavaihteluiden vaikutusten, valuuttavaihteluihin liittyvien yllätysten ja valuuttahallinnon kustannusten minimointi. Kustannukset riippuvat suojautumiskeinosta, ja keinon valinta perustuu näkemykseen siitä, miten valuuttakurssin ennakkoidaan käyttäytyvän suunnittelujakson aikana. Laskutus kannattaa hoitaa vahvistuvalla valuutalla, ostot päinvastoin. Lisäksi yritys voi tehdä ennakoivia valuutanostosopimuksia ja hankkia osto-optioita. (Järvenpää ym. 2007, 174–175.)

Yritys voi suojautua valuuttariskeiltä yrityksen sisäisin ja ulkoisin keinoin (pankkipalveluiden avulla). Sisäisiä menetelmiä ovat muun muassa netting, jossa yrityksen eri maissa sijaitsevat yksiköt ajoittavat velkoihin ja saataviin liittyvät transaktiot siten, että transaktioriski on mahdollisimman pieni. Myös valuuttalainoilla voi suojautua kurssimuutosriskeiltä ottamalla lainaa samassa valuutassa, jossa yrityksellä on saatavia. Lisäksi yritys voi ajoittaa koronmaksut valuuttamääräisten saatavien kanssa. Ulkoisia suojautumiskeinoja ovat muun muassa termiinit, optiot, futuurit ja valuuttaswapit. (Niskanen & Niskanen 2007, 421.) Sovittamalla yhteen tulot ja menot valuuttatileille voidaan minimoida kurssimuutoksista tulevia riskejä esimerkiksi ottamalla saatavien määrää vastaava valuuttamääräinen luotto. Muita yleisesti käytettyjä suojautumiskeinoja ovat valuuttatermiinit (n. 2/3 tapauksista), valuuttaoptiot (n. 1/3), valuuttafutuurit ja valuutanvaihtosopimukset. Jotkin yritykset kattavat termiineillä pitkät riskit ja optioilla lyhyet. Tyypillisimpiä ovat termiinit 1–12 kuukauden lunastusajalla. (Järvenpää ym. 2007, 174.)



Valuuttakaupan lisäksi käydään kauppaa valuuttajohdannaisinstrumenteilla. Valuuttanvaihtosopimuksia ovat muun muassa termiinisopimukset, optiosopimukset ja valuuttafutuurit. Valuutta- ja koronvaihtosopimukset (swapit) perustuvat näkemyseroihin korkojen ja valuuttakurssien kehityksestä. Niistä yleisin on korkoswap, mutta kauppaa käydään myös korko-optioilla ja korko-forward-sopimuksilla. (Järvenpää ym. 2007, 166–167.)

Valuuttajohdannaiset, kuten optiot ja futuurit, ovat myös soveliaita sijoituskohteita osaaville sijoittajille. Jotta näistä saataisiin rahallista hyötyä, yrityksen rahoitusjohdon pitäisi osata ennustaa valuuttakurssien käyttäytyminen paremmin kuin markkinoilla toimivat ekonomistit ja analyytikot. (Järvenpää ym. 2007, 175.)

#### 4 PÄÄOMASIJOTUS KANSAINVÄLISTYMISEN RAHOITUSKEINONA

Kansainvälistyminen on keskeisessä asemassa pääomasijoittamistoiminnassa. Suomen kotimarkkinat tarjoavat harvoin sellaisen kasvumahdollisuuden, että se täyttäisi pääomasijoituksen edellytykset, joten pääomasijoituksen kohteena olevalla yrityksellä tulee olla tavoitteena kansainväliset markkinat lähes poikkeuksetta. Tavoite pyrkiä kansainvälisille markkinoille on lähes perusedellytys pääomasijoituksen kohteelle. (Grundstén haastattelu 2010.)

Poikkeuksen muodostavat palvelualan yritykset, jotka ovat viime aikoina herättäneet enenevässä määrin kiinnostusta pääomasijoituksen kohteena. Palvelualan yrityksillä on mahdollisuus pelkän kotimarkkinan varassa saavuttaa kasvua ja tulla pääomasijoittamisen kohteeksi, mutta haasteen kansainvälistymiselle asettaa palvelun pake-toimisen ja ulkomaille viemisen hankaluus. (Grundstén haastattelu 2010.)

#### 4.1 Pääomasijoituksen kriteerit

Pääomasijoituskohteita arvioidaan kriteereiden perusteella, joiden mukaan voidaan määritellä, kannattaako yritykseen sijoittaa ja millaiset tuotto-odotukset ovat. Kriteereiden mukaan arvioidaan riskien ja odotettavan tuoton suhdetta (risk-reward ratio), mikä vaikuttaa pääomasijoittajan päätökseen sijoittaa yritykseen. Jos riski on korkea, myös tuotto-odotuksen on oltava korkea. Riskit ja niiden arviointi vaikuttavat pääomasijoittajan niin sanottuun sisäänmenohintaan, joka määräytyy omistuksen arvioitun irtautumisvaiheessa olevan arvon mukaan. (Grundstén haastattelu 2010.) Rahoittajat huomioivat yrityksen tuottojen epävarmuuden rahan hinnassa: mitä epävarmempi investointi sitä korkeampi kompensatio rahoittajan ottamalle riskille ja täten sitä suurempi rahan kustannus (Knüpfer & Puttonen 2009, 16).

Lähtökohtaisesti pääomasijoittajat eivät ole kiinnostuneita yrityksestä, jonka suunnitelmissa ei ole merkittävä liikevaihdon kasvu viiden vuoden sisällä. Yrityksellä tulee olla hyvät kasvunäkymät. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 8.) Pääomasijoittamisessa on kolme pääkriteeriä: offering, markkina ja management team. Kriteerit ovat pääpiirteittäin samat kaikille toimijoille, vaikka kukin pääomasijoittaja voi lisätä kriteeristöön oman vivahteensa tai kriteerin, joka liittyy pääomasijoittajakoh- taiseen erikoistumisalaan tai toimialafokukseen. Yhteistä on se, että pääomasijoituksen tekemiseksi pitää olla tuottonäkymää. (Grundstén haastattelu 2010.)

Offering sisältää sen lisäarvon, joka yrityksellä on tarjottavana, tuotteen ja/tai teknologian. Offering arvioidaan erityisesti kilpailukyvn ja suojattavuuden kannalta. Tuotteella tai teknologialla pitää olla kilpailukykyä eli jotain ylivertaisuutta olemassa oleviin tuotteisiin tai teknologioihin verrattuna. Suojattavuus on erityisen tärkeä uuden teknologian tapauksessa. Suojattavuus voi ilmetä esimerkiksi patentissa tai siinä, että teknologian kehittäminen kestää pitkään ja maksaa paljon. Kääntäen huonosti suojatun tai helposti kopioitavan tuotteen kilpailukyky ei ole kestäväällä pohjalla. (Grundstén haastattelu 2010.)

Toinen kriteeri koostuu markkinoista. Markkinoita arvioidessa kysytään, onko niitä ylipäättään olemassa – voidaanko olla varmoja siitä, että kysyntää ja asiakkaita on?

Arvioidaan sitä, minkä kokoiset markkinat ovat ja millä nopeudella ne kasvavat tai kasvavatko ne ylipäättään. Lisäksi on tärkeää arvioida sitä, onko markkinoille mahdollista päästä vai onko pääsyyn esteitä (entry barriers). (Grundstén haastattelu 2010.)

Kolmas kriteeri on management team, joka sisältää yrityksen johtotiimin ja sen taustajoukot. Tähän kriteeriin kuuluvat siis toimitusjohtaja, perustaja, hallitus, jne. Näitä toimijoita arvioidaan sen perusteella, millainen kyky niillä arvioidaan olevan hyödyntää tuotteen tai teknologian markkinamahdollisuus. Toimijoita voidaan arvioida aiemman toiminnan perusteella (track), ja pääomasijoittaja voi käyttää toiminnassaan keräämäänsä kokemusta ja aineistoa perusteena arvioidessaan ihmistyyppisiä johtajajä yrittäjäominaisuuksien kartoittamiseksi. (Grundstén haastattelu 2010.)

Kansainvälistymisessä on enemmän riskejä, joten myös tuotto-odotukset ovat korkeammat. Maakohtaiset riskit ovat em. kriteereihin verrattuna taustalla, mutta nekin otetaan huomioon. Poliittiset riskit tai yrityksen kohdemarkkina-alueen epästabiilius voivat olla este pääomasijoituksen tekemiselle. Jotkin toimijat, kuten Finnvera Oyj:n vienninrahoitusyksikkö, tekevät hyvinkin tarkkoja analyyskejä maakohtaisista riskeistä ja käyttävät niitä perusteena päätöksilleen. (Grundstén haastattelu 2010.)

#### 4.2 Sopivan pääomasijoittajan löytäminen

Kansainvälinen kilpailu on koventunut sitä mukaa kun kansainväliset rajat ovat auenneet. Ei ole takuita siitä, että ylivertainen teknologia tai idea tuo menestyksen, ellei kansainvälistymistä tehdä osaavasti, hyvien yhteistyökumppaneiden kanssa ja riittävin resurssein. (Herranen 2009, 386.) Oikean pääomasijoittajan valinta voi olla siis kriittisen tärkeää.

Oikean pääomasijoittajan löytäminen nopeuttaa pääomanhankintaprosessia ja säästää kustannuksia. Yrityksen kannattaa perehtyä pääomasijoittajiin ja tehdä sijoituspyyntö sijoittajalle, joka on erikoistunut yrityksen toimialaan ja kasvuvaiheeseen. Lähtökohteisesti sijoittajat ovat kiinnostuneempia yrityksistä, joilla on jo kaupallistamiskelpoinen tuote, koska riski on suurempi ideavaiheessa. Jotkin pääomasijoittajat ovat

erikoistuneet alkuvaiheessa olevien yritysten rahoittamiseen, mutta lähtökohtaisesti sijoitukset ovat pienempiä aloittelevien ja aikaisissa kasvuvaiheissa olevien yritysten tapauksessa. Suuret sijoitukset kypsempiin ja laajentuviin yrityksiin ovat houkuttelevia, koska niiden tuotoilla on helpompi kattaa sijoitusprosessin kulut. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n www-sivut 23.2.2010.)

Pääomasijoittajan valinnassa tärkeimmät kriteerit ovat kohdeyrityksen kehitysvaihe, toimiala, rahoitustarve ja yrityksen sijainti (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 11.) Suurin osa pääomasijoittajista on erikoistunut monelle toimialalle, mutta osa pääomasijoittajista on erikoistunut hyvinkin pitkälle. Suurten yritysten corporate venturing -yksiköt ovat erikoistuneet sijoittamaan suuryrityksen toimialalle tavoitteenaan saavuttaa taloudellisen tuoton lisäksi strategista hyötyä. Myös ”bisnesenkelit” eli sijoituslalla toimivat yksityishenkilöt tekevät sijoituksia, mutta nämä ovat kooltaan pienempiä kuin sijoitusyhtiöiden tekemät sijoitukset. Osa pääomasijoittajista tekee sijoituksia vain alueellisesti, mutta suurin osa tekee sijoituksia koko maahan. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n www-sivut 23.2.2010.) Suomessa toimivia julkisia pääomasijoittajia ovat Suomen Teollisuussijoitus Oy, Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra ja Finnvera Oyj:n tytäryhtiö Veraventure Oy (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 6).

#### 4.3 Vertailu muihin rahoituskeinoihin

Yrityksillä on sisäisiä ja ulkoisia rahoitusmahdollisuuksia. Sisäisiä rahoitusmahdollisuuksia voidaan parantaa muun muassa maksimoimalla myynnin kassavirta, nopeuttamalla myyntisaamisten maksamista, vähentämällä sitoutunutta pääomaa käyttämällä alihankkijoita, suunnittelemalla maksut ja tarkkailemalla liiketoiminnan yleiskulua. Ulkoisia rahoituskeinoja ovat muun muassa omistajien ja johtajien omat varat, pankkien luotolliset tilit, lainat, avustukset sekä factoring- ja leasingrahoitus. (Suomen pääomasijoitusyhdistys 2007, 9.)

Yrityksillä on nykyään paitsi kotimaisia rahoitusmuotoja myös useita ulkomaisia vaihtoehtoja. Kurssiriskien hallinnassa on hyvä ottaa huomioon valuuttalainojen mahdollisuus. Oman pääoman ehtoista rahoitusta voi saada osakemarkkinoilta kirjau-

tumalla pörssiin tai sitten myymällä yritys ulkomaiselle yritykselle, josta tulee toiminnan rahoittaja. Osakemarkkinoilta saatava rahoitus on kansainvälisten sijoittajien rahaa, sillä pörssien osakkeiden omistus on pääosin ulkomaisilla säätiöillä. Osa suomalaisista yrityksistä on kirjautunut myös Yhdysvaltain osakemarkkinoille, muun muassa Nokia, Metso, Stora Enso ja UPM Kymmene. (Järvenpää ym. 2007, 168.)

Jos konsernirahoitusta ei ole saatavilla, on yleistä turvautua lyhytaikaiseen vieraaseen pääomaan. Yleisin rahoittaja on pankki etenkin pienten kasvuyritysten tapauksessa. (Järvenpää ym. 2007, 169.) Jos yrityksellä on edellytyksiä (vakuuksia, takauksia) saada pankkilainaa, lainaa otetaan mielellään pääomasijoituksen sijasta, sillä pääomasijoitus on lainaa kalliimpi vaihtoehto. Yritys voi saada esimerkiksi Finnvera Oyj:ltä takauksen, jolloin pankki hoitaa rahoituksen. (Grundstén haastattelu 2010.)

Rahoitusvaihtoehtoja tarjoavat muun muassa Elinkeino-, liikenne- ja ympäristökeskukset, jotka voivat tukea kansainvälistymisoperaatioissa. Tuotekehitys- sekä kehitys- ja tutkimustyön kansainvälistymiseen voidaan hakea rahoitusta teknologian kehittämiskeskus Tekesiltä. Asiantuntijaverkosto Finpro ei tarjoa varsinaista rahoitusta, mutta se tarjoaa kansainvälistymiseen liittyviä palveluita, asiantuntemusta ja tietoja siitä, mistä rahoitusta kansainvälistymiseen voi saada. (Grundstén haastattelu 2010.)

Pk-ryitykset voivat hakea rahoitusta myös Euroopan unionilta avustusten, lainojen ja takuiden muodossa. Euroopan unioni tarjoaa (epäsuoraa) tukea myös nimenomaan pk-yritysten kansainvälistymiseen. (Euroopan komissio 2009, 2, 15.) Lisäksi EU sijoittaa pääomasijoitusrahastoihin, jotka rahoittavat pk-yritysten alku- ja laajentumisvaihetta osana kilpailukyvyn ja innovoinnin puiteohjelmaa (CIF) GIF-rahoitustukimekanismin kautta (Access2Finance-www-sivut 27.4.2010).

Pääomasijoitus eroaa muista, perinteisemmistä rahoitusmuodoista sen saamiseksi vaaditun arvioinnin syvyyden osalta. Pääomasijoittaja arvioi yritystä eri kriteerein kuin esimerkiksi pankki. Siinä missä pankki keskittyy arvioimaan yrityksen taloudellista tilannetta lainanantohetkellä, pääomasijoittajaa kiinnostaa yrityksen kasvumahdollisuudet. Lisäksi pääomasijoituksen hakuprosessi, vakuuksien tarve sekä pääoman ja koron takaisinmaksu hoituvat eri tavalla. Esimerkiksi pankkilaina edellyttää vakuuksia ja sitä, että lainasta maksetaan korkoa. Vakuuksien edellyttäminen voi suu-

ressa rahoitustarpeessa asettaa rajoituksen lainarahan saatavuudelle. Lisäksi näin saatu rahoitus on maksettava takaisin ja maksuvaikeuksissa oleva yritys voidaan pahimmassa tapauksessa hakea konkurssiin. Sen sijaan pääomasijoitus on vakuudeton, ja pääomasijoittajan ”korko” on kohteen arvon kasvusta irtautumisvaiheessa saatu voitto. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 7, 10.)

Yksi pääomasijoituksen eduista on se, että pääomasijoitus on oman pääoman muotoista rahoitusta (tai mezzanine-rahoituksen tapauksessa oman ja vieraan pääoman välimuoto), joten se tarjoaa kasvualustan lisäksi taloudellisen puskurin, parantaa omavaraisuusastetta ja täten lisää myös pankkilainan saatavuutta (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 10, 27).

Pääomasijoitus on rahoitusvaihtoehtoista kalleinta, koska siinä annetaan rahoituksen vastineeksi omistusta, joka voi olla erittäin arvokasta irtautumisvaiheessa (Grundstén haastattelu 2010). Pääomasijoituksen merkittävin ero muihin rahoitusmuotoihin nähden on se, että pääomasijoittaja osallistuu aktiivisesti sijoituskohteen toimintaan ja valvontaan sijoituksen jälkeen esimerkiksi hallituksen jäsenenä tai neuvonantajana (Lauriala 2007, 151). Tämä on merkittävä lisäarvo etenkin kansainvälistymisessä, jossa riskit ovat suuremmat ja asiantuntevat neuvot ja kansainväliset verkostot arvokkaita (Grundstén haastattelu 2010). Pääomasijoitusten kohteena olevat yritykset ovatkin kasvaneet keskimäärin nopeammin kuin muut (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007, 8).

Toinen merkittävä ero on se, että pääomasijoitus on määräaikainen. Sijoitukset tehdään tietyksi ajaksi, esimerkiksi 10 vuodeksi, jonka jälkeen suurin osa sijoituksista myydään ja tuotto jaetaan sijoittajille. Määräaikana yrityksen arvoa kasvatetaan mahdollisimman suureksi, ja tuotto-odotukset ovat suuret. (Lauriala 2007, 151.) Määräajan lopulla pääomasijoittaja suorittaa irtautumisen ja realisoi tuottonsa (Grundstén haastattelu 2010).

Kolmas tärkeä ero on se, että pääomasijoittaja käy kauppaa pääosin pörssiin noteeraamattomilla arvopapereilla, esimerkiksi vaihtovelkakirjalainoilla, optio-oikeuksilla sisältävillä pääomalainoilla, ei-noteeratuilla osakkeilla, etuosakkeilla tai jonkinlaisella em. sijoitusinstrumenttien yhdistelmällä. Pääomasijoittamisen sijoituskriteerit ovat

poikkeavia. Pääomasijoittaja käy usein kauppaa julkisesti noteeraamattomilla arvopapereilla, mikä aiheuttaa likviditeettihankaluuksia ja ongelmia kohdeyhtiön arvomäärityksessä. Myös kohdeyhtiöiden hallinnoiminen aiheuttaa haasteita. Pääomasijoittajat pyrkivät sijoittamaan yrityksiin, joilla on parhaat edellytykset kasvuun, ja näiden etsimisessä ja arvioimisessa käytetään erilaisia ulkopuolisia asiantuntijoita. Sijoituskriteereistä tärkeimpiä ovat johdon tausta, kokemus, visio ja näyttö onnistumisesta. Hyvä johtoryhmä voi olla ratkaiseva rahoituksen saamisessa, sillä kyvykäs ja sitoutunut johtoryhmä on osoitus yrityksen suuresta potentiaalista. Muita huomiota otettavia asioita ovat kohdemarkkinoiden olosuhteet, kohdeyhtiön teknologian taso, markkinoiden ymmärtäminen, liiketoimintasuunnitelma, markkinoiden tunteminen, penetraatioaste ja pääomamarkkinat ja suhdanteet. (Lauriala 2007, 151–153.)

#### 4.4 Finanssikriisi ja pääomasijoittamisen lähitulevaisuuden näkymät

Finanssikriisin tuoma laskusuhdanne on vaikeuttanut pääomasijoitustoimintaa hiljentämällä markkinoita ja hidastamalla hankevirtaa. Aktiviteetin vähentymisen lisäksi myös pääomasijoitusten kohteena olleet yritykset ovat joutuneet vaikeuksiin ja niitä on jouduttu jatkorahoittamaan enemmän kuin oli alun perin suunniteltu. (Grundstén haastattelu 2010.)

Finanssikriisi on vaikuttanut pääomasijoitustoimintaan myös lisääntyneen sääntelyn myötä, ja pääomasijoitustoimintaan vaikuttaa erityisesti AIFM-direktiivi (Alternative Investment Fund Managers), joka on työn alla EU:n komissiossa ja sen valmisteluvissa elimissä (Grundstén haastattelu 2010). Suomen pääomasijoitus ry:n puheenjohtajan Heikki Westerlundin mukaan ilmiöön liittyy myös ylisääntelyä. Westerlundin mukaan toimialan olemassa oleva sääntely on pääomasijoittajien hyväksymää, mutta uutta sääntelyä ammattimaiset sijoittajat eivät tarvitse, ja vaarana on ”aikaisen vaiheen pääomasijoittamisen vaikeutuminen ja väheneminen entisestään.” (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 4.)

Lähitulevaisuudenkin näkymät ovat vielä auki. Merkkien mukaan laskusuhdanne on taittumassa nousuun, mutta sen lopullisia vaikutuksia pääomasijoitustoimintaan ja yritysten kansainvälistymisen rahoittamiseen ei voida vielä kokonaan määrittellä pää-

omasijoitustoiminnan pitkien syklien vuoksi. Kaikki vaikutukset eivät ole nähtävissä, sillä ne ilmenevät pääomasijoitustoimialalla viiveellä. (Grundstén haastattelu 2010.)

#### 4.4.1 AIFM-direktiivi

Vuonna 2008 alkanut finanssikriisi johti syyllisten etsintään ja vaatimuksiin finanssialan voimakkaammaksi sääntelyksi. Finanssikriisin syyksi katsottiin liiallinen likviditeetti, korkojen alhaisuus ja sääntelyn alaisten pankkien toiminta. Samalla todettiin, ettei pääomasijoitustoimialalla ollut systemaattista riskiä. Euroopan komissiolle esitettiin vaatimuksia hedge fund- ja pääomarahastojen sääntelystä, ja Euroopan pääomasijoitusyhdistys, EVCA, nimesi työryhmän edustamaan toimialaa. Talouskriisin pahentuessa komissio käynnisti direktiiviehdotuksen koskien sijoitusrahastojen hoitajia. Aikataulu oli nopea: työryhmä nimettiin lokakuussa 2008, ja direktiivi annettiin 30.4.2009 ajatuksella, että olemassa olevan sijoitusrahastodirektiivin ulkopuolelle jääneet sijoitusrahastojen hoitajat tulisivat myös sääntelyn piiriin. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 11.)

Valmisteilla olevan AIFM-direktiivin lisäämä sääntely on herättänyt paljon keskustelua ja kiihkeää lobbausta (Grundstén haastattelu 2010). Direktiivi asettaisi private equity -rahastot hedge-rahastojen velvoitteiden alaisuuteen. Suomen näkökulmasta tämä tarkoittaisi sitä, että rahastolain tarkoittamien sijoitusrahastoyhtiöiden ulkopuolelle jäisivät muut rahastoja hallinnoivat yhtiöt, muun muassa pääomarahastojen hallinnointiyhtiöt. Direktiivi vaatisi toimiluvan hankkimisen ja siihen liitetyn tiedonantovelvoitteen, joka muiden velvoitteiden ohella aiheuttaisi huomattavia lisäkustannuksia, jotka lankeavat loppujen lopuksi rahaston sijoittajien maksettaviksi. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 12.) Tämä vaikeuttaisi erityisesti pienempien pääomasijoittajien toimintaa. Direktiivi voisi estää uusien toimijoiden tulon alalle, mikä voisi olla tuhoisaa yritystoiminnan, innovaatiotoiminnan ja yrityskannan uusiutumisen kannalta, koska alkuvaiheen yrityksiin sijoittavat pääosin pienemmät pääomasijoittajat. (Grundstén haastattelu 2010.)

Suomen Teollisuussijoitus Oy:n Suorat kasvusijoitukset -tiimin johtajan Henri Grundsténin (haastattelu 2010) mukaan direktiivin ongelma pääomasijoittajan näkö-



kulmasta on se, että se asettaisi samat säännöt ammattimaisille business to business - pääomasijoittajille ja julkisille, yksityisille kuluttajille tarkoitetuille pääoma- tai osakesijoitusrahastoille. Tällöin maallikkokuluttajia suojelemaan säädetyt säännöt rajoittaisivat ammattimaista pääomasijoitustoimintaa, jossa molemmat osapuolet tietävät tarkalleen, mitä ollaan tekemässä.

Suomen pääomasijoitusyhdistyksen lakityöryhmän puheenjohtajan Jyrki Tähtisen mukaan direktiivi sisältää ”useita toimialaan selkeästi soveltumattomia sääntökokoaisuuksia”, ja hän kokee ongelmana ”pääomasijoittajien muista omistajaryhmistä poikkeavaa kohtelua, josta voi muodostua merkittävä kilpailuhaitta.” Hän uskoo direktiivin tuovan toimialalle merkittäviä rahastosijoittajille haitallisia lisäkustannuksia, mutta uskoo sääntelyn tuovan toimintamallien ennustettavissa olevasta jäykistymisestä huolimatta kuitenkin myös mahdollisuuksia. (Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009, 11.)

#### 4.4.2 Lähitulevaisuuden näkymät

Viime vuosikymmenellä maailmantalous kehittyi voimakkaasti erityisesti kehittyvillä, suurilla markkinoilla, muun muassa Brasiliassa, Kiinassa, Intiassa ja Venäjällä. Suomalaisten vientiyritysten menestyminen globaalissa kilpailussa on johtanut Suomessa sijaitsevien alihankkijoiden ja palveluntarjoajien menestymiseen, mitä on seurannut voimakas kansainvälistymisen aalto. (Herranen 2009, 385.)

2000-luvun Internet-huuman jälkeen yksityiset sijoittajat kiinnostuivat alkuvaiheen yritysten sijaan liiketoimintansa vakiinnuttaneisiin yrityksiin, jolloin alkuvaiheen yrityksille syntyi rahoituksen tarve, jonka täytti julkinen sektori. Vuosina 2005–2007 yksityistä rahaa oli saatavilla paljon, ja sen hinta oli poikkeuksellisen alhainen. Tätä jatkui vuoden 2007 luottomarkkinoiden häiriöön asti, jota seurasi rahoituksen kysynnän kasvu ja laaja kansainvälinen finanssikriisi. (Herranen 2009, 385–386.)

Toisin kuin yritysjärjestelyihin keskittyvät pääomasijoittajat, jotka ovat pitkään tehneet hyvää tuottoa, siemenvaiheeseen ja kasvusegmenttiin sijoittavat pääomasijoittajat eivät ole onnistuneet saamaan aikaan isoja tuottoja lähes koko 2000-luvun aikana.

Erityisesti siemenvaiheen rahoittamiseen keskittyneet pääomasijoitusyhtiöt ovat tuottaneet negatiivista, mikä on johtanut siihen, että institutionaaliset sijoittajat, kuten työeläkeyhtiöt, ovat välttäneet siemenvaiheen sijoituksia, ja yksityiset sijoittajat ovat kadonneet siemenvaiheen alueelta. Tämän aukon paikkasi julkinen sektori, muun muassa Finnvera Oyj:n aloitusrahasto Vera, mutta nyt näyttää siltä, että seuraavan kehitysvaiheen kasvuyritykset, johon monet kansainvälistyvät yritykset kuuluvat, ovat joutumassa samanlaiseen tilanteeseen. Pääomasijoittajat eivät ole onnistuneet korjaamaan tappioita, mikä on aiheuttanut katoa venture capital -segmentillä ja ilmenee kasvuyrityssijoittajien vähenemisenä. Tämä on erityisen suuri ongelma Suomessa, jossa kansantalous on ollut pitkälti teknologiavetoinen viimeiset kaksikymmentä vuotta. (Grundstén haastattelu 2010.)

Pääomasijoitustoimialan pitkät syklit aiheuttavat sen, että vaikutukset näkyvät kuitenkin vasta viiveellä. Siemenvaiheen sijoittajat ovat olleet pulassa jo pitkään, ja kasvuvaiheen sijoittajat ovat ajautumassa samankaltaisiin karikoihin, mutta finanssikriisin vaikutukset yritysjärjestelysijoituksiin eivät ole vielä selvillä. Siemen- ja kasvuvaiheiden vaikeuksien vuoksi pääomat ovat hakeutuneet yritysjärjestelysegmentille, joten vaikutukset voivat olla mittavat koko toimialalle. (Grundstén haastattelu 2010.)

Henri Grundstén (haastattelu 2010) arvioi, että talouden elpyminen, josta on ollut jo merkkejä vuoden 2009 loppupuolella, lisää uusia sijoitusten määriä ja auttaisi vaikeuksiin ajautuneita yrityksiä toipumaan. Samalla hän spekuloi mahdollisuutta eräänlaiseen W-ilmiöön, jossa ensimmäistä laskusuhdannetta seuraisi orastava nousu, mutta näennäistä elpymistä seuraisi uusi sukellus eli jyrkkä laskusuhdanne. Perusteena hän esittää sen, että elpyminen on nojannut vahvasti julkisen sektorin elvytystoimenpiteisiin. Vasta tukitoimenpiteiden loputtua nähdään, ovatko markkinat oikeasti elpyneet vai onko elpyminen perustunut julkisen sektorin tukeen. Uusi laskusuhdanne vähentäisi irtautumismahdollisuuksia, joiden varaan pääomasijoitustoiminta perustuu. Irtautumismahdollisuuksia on vähemmän huonojen suhdanteiden vallitessa, mikä hidastaa pääomasijoitustoimintaa ja vaikeuttaa pääomasijoittajien toimintaa merkittävästi.

## 5 YHTEENVETO

Suomi on tehnyt päätöksensä globalisaation asettamien haasteiden edessä ja päättänyt avautua globalisoituvalle maailmalle, mikä johtaa vääjäämättä yritysmaailman lisääntyvään kansainvälistymiseen. Talouspoliittinen kehitys, teknologian avulla pienenevä maailma, avautuvat rajat ja vapautuvat hyödykevirrat helpottavat suomalaisen yritysten kansainvälistymistä.

Suomen markkinat ovat pieniä, joten suomalaisten yritysten kasvu suuntautuu monesti ulkomaille. Kansainväliset markkinat tarjoavat suurempien markkinoiden lisäksi muita mahdollisuuksia etenkin tyypilliselle suomalaiselle yritykselle, jonka toiminta perustuu osaamiselle, teknologiselle yliveraisuudelle ja innovaatiolle. Esimerkiksi tuotantotoiminta on mahdollista ulkoistaa maahan, jossa tuotannon kustannukset ovat alhaisemmat kuin Suomessa. Ulkomaille suuntaudutaan muistakin syistä kuin tuotantokustannusten vähentämisen toivossa. Joskus toimintaa siirretään ulkomaille kilpailuedun saavuttamiseksi tai kansainvälisen yrityskentän vaatimusten vuoksi – pelkästään Suomessa toimiva yritys voi olla syrjässä toiminta-alueensa keskiöstä tai kykenemätön vastaamaan markkinoiden vaatimuksiin esimerkiksi toimitusten riipeydessä. Kansainvälinen yritys voi myös kasvattaa ja monipuolistaa tietotaitoaan ottamalla oppia eri yrityskulttuureista.

Kansainvälistyminen on mahdollisuus, mutta se sisältää myös suuria riskejä. Näihin riskeihin on mahdollista varautua, mutta niitä ei voi täysin poistaa. On kuitenkin erilaisia tapoja tasoittaa riskien realisoitumisesta aiheutuneita kustannuksia esimerkiksi sitomalla myyntisaamiset ja ostokulut eri valuuttoihin. Valuuttariski onkin aina läsnä, kun toimitaan yhteisvaluutta-alueen ulkopuolella. Myös maakohtaiset riskit ja yritysmaailmaan mahdollisesti vaikuttavat maailmanpoliittiset ja taloudelliset heilahtelut on otettava huomioon.

Kansainvälistyminen, kuten kasvuvaihe muutenkin, vaatii mittavasti pääomaa, joten kansainvälistyvä yritys tarvitsee rahoitusta. Rahoitusta on saatavilla eri muodoissa, ja näistä yksi on pääomasijoitus. Kansainvälistyminen onkin keskiössä pääomasijoitustoiminnossa, sillä Suomen pienet markkinat eivät yleensä tarjoa riittäviä mahdollisuuksia kasvuun pääomasijoituksen perustelemiseksi.

Pääomasijoitus on kallis rahoituksen muoto, koska yritys antaa vastineeksi omistusta, mutta pääomasijoituksen tuoma etu on pääomasijoittajan panos yrityksen arvon kasvattamiseen. Pääomasijoittaja hyötyy siitä, että se tarjoaa asiantuntijuutensa, kontaktinsa, verkostonsa ja kansainvälisen tietämyksensä yrityksen käyttöön. Pääomasijoittaja voi myös toimia eräänlaisena turvaverkkona huonoina aikoina mahdollisena jatkorahoittajana, sillä on myös pääomasijoittajan etu, että sijoituksen kohteena oleva yritys ei kaadu vain siksi, että se joutuu viime aikojen finanssikriisin kaltaisten taloudellisten heilahtelujen uhriksi. Pääomasijoittajan intresseissä on, että hyvää kasvupotentiaalia osoittanut yritys pystyy vakauttamaan toimintansa huonoina aikoina, jolloin se saa sijoitukselleen vastinetta irtautumisvaiheessa.

Pääomasijoituksen nykytilanteeseen ja tulevaisuuteen on vaikuttanut suuresti viime vuosien laskusuhdanne. Finanssikriisi on vaikuttanut pääomasijoitustoimintaa hidastavasti, mutta sillä voi olla myös toistaiseksi todentamattomia vaikutuksia, jotka paljastuvat vasta myöhemmin pääomasijoitustoiminnan pitkäsyklisen luonteen vuoksi. Finanssikriisi on tuonut esiin myös vaatimuksia pääomasijoitustoiminnan sääntelylle, ja valmisteilla oleva AIFM-direktiivillä voi olla suuria vaikutuksia pääomasijoitustoiminnalle tulevaisuudessa ja etenkin pienten pääomasijoittajien toiminnalle.

Viime vuonna alkaneesta talouden elpymisestä huolimatta ei vielä voida olla varmoja siitä, onko laskusuhdanne ohi ja mitä tulevaisuus tuo tullessaan. Kreikan tilanteen aiheuttaman valuuttakriisin seuraukset euroon ja muihin euroalueen maihin ei ole vielä selvillä. On täysin mahdollista, että jotkin muutkin euroalueen maat kohtaavat samanlaisen kriisin lähitulevaisuudessa. Kansainvälistymistä rahoittavat pääomasijoittajat ovat tehneet viime aikoina tappioita, mikä on johtanut siihen, että kansainvälistymisen rahoittamisesta on tullut vähemmän houkuttelevaa. Pääomasijoittajien vähentynyt kiinnostus kasvuvaiheen yrityksiin, joihin kansainvälistyvät yritykset kuuluvat, lisää tarvetta julkisen sektorin aktiivisuudelle kasvuvaiheen yritysten rahoittamisessa. Mikäli tilanne jatkuu negatiivisena, pääomasijoittajien kato voi johtaa taloudellisen ekosysteemin muutoksiin, joilla voi olla suuria vaikutuksia Suomen teknologiavetoiseen kansantalouteen.

## LÄHTEET

Ali-Yrkkö, J., Pajarinen M. & Ylä-Anttila P. 2005. Globalisaatio ja talouskasvu. Teoksessa: A. Hyytinen & P. Rouvinen (toim.) 2005. Mistä talouskasvu syntyy? Helsinki: Yliopistopaino. 201–218.

Hautala, H. 2003. Suomen talouselämän rakenne ja kehitys. Vantaa: WSOY.

Helsingin Sanomat 2010. Euron heikkeneminen ei ole lopunajan merkki. Helsingin Sanomat 19.5., pääkirjoitus.

Herranen, T. 2009. Valtion raha vauhditti. Suomen erityisrahoituksen historia. Helsinki: Finnvera Oyj.

Hyytinen, A. & Pajarinen M. 2005. Yritysrahoitusmarkkinoiden syventyminen ja talouskasvu. Teoksessa: A. Hyytinen & P. Rouvinen (toim.) 2005. Mistä talouskasvu syntyy? Helsinki: Yliopistopaino. 111–136.

Järvenpää, M., Pellinen J. & Virtanen A. 2007. Kansainvälisen yrityksen talous. Juva: WS Bookwell Oy.

Kiander, J., Pekkarinen J., Vartia P. & Ylä-Anttila P. 2005. Suomi maailmantaloudessa. Uuden ajan talouspolitiikkaa. Helsinki: Edita.

Knüpfer, S. & Puttonen V. 2009. Moderni rahoitus. 4. uud. p. Juva: WS Bookwell Oy.

Lauriala, J. 2008. Rahoitusstrategia - modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. Juva: WS Bookwell Oy.

Leppiniemi, J. 2009. Rahoitus. 5. p. Helsinki: WSOY.

Martikainen, T. & Martikainen M. 2006. Rahoituksen perusteet. 6. uud. p. Helsinki: WSOY.

Mishkin, F. S. 1995. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 4. p. New York, NY, USA: HarperCollins College Publishers.

Niskanen J. & Niskanen M. 2007. Yritysrahoitus. 5. uud. p. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Talousneuvoston sihteeristö 2006. Suomen vastaus globalisaation haasteeseen. Talousneuvoston sihteeristön globalisaatioselvitys - OSA II. Helsinki: Edita Prima Oy.

### ***Internet-lähteet***

Euroopan komissio 2009. European Union Support Programmes for SMEs. An Overview of the main funding opportunities available to European SMEs. PDF-dokumentti. Viitattu 27.4.2010.

[http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc\\_id=4619&userservice\\_id=1&request.id=0](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc_id=4619&userservice_id=1&request.id=0)

Access2Finance-www-sivut. Viitattu 27.4.2010. [www.access2finance.eu](http://www.access2finance.eu).

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry:n www-sivut. Viitattu 23.2.2010.  
<http://www.fvca.fi>

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2009. FVCA Vuosikirja / Yearbook 2009.  
PDF-dokumentti. Viitattu 25.2.2010.  
<http://www.fvca.fi/UserFiles/fvca/File/julkaisut/FVCAkirja2009.pdf>

Suomen pääomasijoitusyhdistys ry 2007. Pääomasijoitus – avain yrityksen kasvuun.  
PDF-dokumentti. Viitattu 18.5.2010.  
[http://www.fvca.fi/UserFiles/fvca/File/julkaisut/FVCA\\_opas\\_2006.pdf](http://www.fvca.fi/UserFiles/fvca/File/julkaisut/FVCA_opas_2006.pdf)

### ***Julkaisemattomat lähteet***

Grundstén, H. haastattelu 2010. Suorat kasvusijoitukset -tiimin johtaja, Suomen Teollisuussijoitus Oy. Helsinki. Haastattelu 17.3.2010. Haastattelijana Mikko Oinonen.  
Haastattelu haastattelijan hallussa äänitiedostona ja kirjalliseen muotoon purettuna.

Mikko Oinonen

Kysymykset haastatteluun 17.3.2010

Henri Grundstén, Suomen Teollisuussijoitus Oy, Helsinki

Miten rahoitusehdotuksia arvioidaan? Miten etsitään/arvioidaan yrityksiä, joilla on parhaat mahdollisuudet kasvuun? Millaisia kohdeyrityksen ominaisuuksia tarkastellaan? Miten kansainvälistymisen riskit otetaan huomioon rahoitusehdotusta arvioitaessa? Entä maakohtaiset riskit?

Miten kohdemarkkinat otetaan huomioon? Miten kansainväliset kohdemarkkinat arvioidaan verrattuna kotimaisiin?

Missä vaiheessa pääomasijoitus on tarpeen? Mitä rahoitusinstrumentteja suositetaan missäkin yrityksen kehitysvaiheessa? Millaisissa tilanteissa yritykset hakevat rahoitusta kansainvälistymiseen?

Millaisia sijoituskriteereitä on? Millaisia ovat kannattavan sijoituskohteen tunnusmerkit? Millaisia riskiä lisääviä tekijöitä on? Miten näiltä suojaudutaan? Millaiset tuotto-odotukset/mitkä asiat vaikuttavat?

Mitä rahoitusvaihtoehtoja on kansainvälistymisen rahoittamiseksi? Entä toimijoita? Miten pääomasijoitus vertautuu muihin vaihtoehtoihin?

Millainen on pääomasijoittajan tuoma lisäarvo erit. kansainvälistymisen kannalta? Miten sijoituksen käyttöä valvotaan? Aiheuttaako yrityksen kansainvälistyminen erityishaasteita/lisääntyneen riskin?

Miten finanssikriisi/laskusuhdanne on vaikuttanut pääomasijoitustoimintaan ja millaiset ovat pääomasijoittamisen (lähi)tulevaisuuden näkymät? Lisääntyneen sääntelyn vaikutus? Odotettavissa olevat haasteet?