

ETLA

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS

THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY

Lönnrotinkatu 4 B 00120 Helsinki Finland Tel. 358-9-609 900

Telefax 358-9-601 753 World Wide Web: <http://www.etla.fi/>

Keskusteluaiheita - Discussion papers

No. 658

Tarja Heikkilä

YRITYSTEN

ULKOMAANYKSIKÖIDEN

PITKÄAIKAISEN RAHOITUKSEN

LÄHTEET

Perustuu Turun Kauppakorkeakoulussa tehtyyn
pro gradu -työhön.

HEIKKILÄ, Tarja, YRITYSTEN ULKOMAANYKSIKÖIDEN PITKÄAIKAISEN RAHOITUKSEN LÄHTEET. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1998. 80 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 658).

TIIVISTELMÄ: Tutkimuksessa selvitettiin tärkeimmät suurten suomalaisyritysten ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteet ja näiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät. Suurissa yrityksissä ulkomaanyksiköitä rahoitettiin ensisijaisesti konserniyksiköiden tulorahoituksella eli konsernin sisäisellä rahoituksella. Rahoituksen koordinointi yksiköiden välillä tapahtui pääasiassa konsernin sisäisinä lainoina ja oman pääoman sijoituksina. Suurimmissa yrityksessä suoraan tai välillisesti emoyhtiön hallinnoimat rahoitusyksiköt toimivat sisäisinä pankkeina. Ne vastaanottivat konserniyksiköiden talletuksia, koordinoivat yksiköiden tulorahoitusta ja hankkivat keskitetysti ulkopuolista rahoitusta yksiköiden tarpeisiin. Normaalioloissa pitkäaikaisen konsernin ulkopuolisen rahoituksen hankinta tapahtui lähes aina keskitetysti koko konsernille. Pitkäaikaisen rahoituksen lähteiden osalta yksiköillä oli harvoin itsenäistä päätäntävaltaa.

AVAINSANAT: suorat sijoitukset, ulkomaiset investoinnit, rahoitus, tytäryritykset, ulkomaanyksikkö

HEIKKILÄ, Tarja, SOURCES OF LONG-TERM FINANCE FOR COMPANIES' FOREIGN UNITS. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1998. 80 P. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 658).

ABSTRACT: This report looks at the most important sources of long-term finance for large Finnish companies' foreign production units and the factors impacting on the selection of these sources. It was found that the foreign subsidiaries were mainly financed through internal sources, i.e. income earned by company units. Internal finance was mostly co-ordinated by the finance units operating under the control of the parent companies. These finance units acted as corporate banks. They conducted intercompany banking, executed external transactions and managed their group's liabilities. In normal conditions, the production units were rarely authorised to take care of their long-term external financing independently.

KEY WORDS: foreign direct investments, FDI, finance, subsidiaries, foreign units

YHTEENVETO

Tutkimuksessa selvitettiin suomalaisyritysten ulkomaisten tuotantoyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteitä. Suomalaisyritykset ryhtyivät investoimaan ulkomaille 1980-luvun alussa. Laman aikana investointien kasvu hidastui. 1990-luvun loppupuolella investoinnit ulkomaanyksiköihin ovat lisääntyneet jälleen voimakkaasti. Tutkimusnäkökulma painottui ulkomaisten tuotantoyksiköiden rahoituslähteiden tarkasteluun. Tutkimustulokset perustuvat neljässä suuressa suomalaisyrityksessä tehtyihin haastatteluihin.

Ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen tarve syntyy investointien kustannuksista ja käyttöpääoman lisätarpeesta. Rahoitustarve katetaan konsernin sisäisistä ja ulkopuolisista lähteistä. Ensisijainen rahoituslähde on tulorahoitus. Yksikkö saa omaa tulorahoitusta konsernin sisäisestä ja ulkopuolisesta kaupankäynnistä. Muiden konserniyksiköiden aikaansaamaa tulorahoitusta ohjataan lähinnä konsernin sisäisinä pääoman sijoituksina. Konsernin ulkopuolista rahoitusta yritykseen saadaan pääasiassa sijoituksina rahoituslaitoksilta tai suoraan arvopaperimarkkinoilta. Rahoituslaitoksista merkittävin ryhmä on pankit. Konserniyksiköillä ei juurikaan ole mahdollisuuksia itsenäiseen pitkäaikaiseen rahoituksen hankintaan suoraan arvopaperimarkkinoilta. Niille rahoitusmuoto on saatavilla emoyhtiön koordinoitessa hankkimiaan varoja yksiköille konsernin sisäisesti.

Yrityksen koon ja toimialan lisäksi ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä on useita. Keskitetty rahoitustoiminto lisää konsernin sisäisten rahoitusjärjestelyiden määrää. Paikallinen rahoitusympäristö saattaa rajoittaa tai mahdollistaa yksikölle edullisia rahoitusjärjestelyjä. Hyvät suhteet yhteistyökumppaneina toimiviin rahoittajiin, lähinnä pankkeihin, tarjoavat edullisia rahoitusvaihtoehtoja. Näitä suhteita voidaan hyödyntää yksiköihin suoraan tai välillisesti esimerkiksi konsernin emoyhtiön kautta. Verotus ja maariski puolestaan vaikuttavat yksiköiden paikallisiin olosuhteisiin ja ehtoihin, joilla rahoitusta ulkomaanyksiköille voidaan järjestää.

Yrityshaastatteluissa ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden suurimmaksi vaikuttajaksi havaittiin konsernin rahoituspolitiikka ja rahoitustoimintojen organisointi. Pienimmässä haastattelussa yrityksessä ei ollut keskitettyä rahoitustoimintoa. Yksiköt rahoittivat itse, pääasiassa tulorahoituksellaan, oman

pitkäaikaisen rahoituksen tarpeensa. Kolmessa suurimmassa yrityksessä rahoitus koordinoitiin keskitetysti. Ulkomaanyksiköllä itsellään oli vain vähän itsenäistä päätäntävaltaa pitkäaikaisen rahoituksen lähteiden valinnassa.

Tutkielman tärkeimpiä havaintoja oli konsernin sisäisten rahoitusjärjestelyiden ensisijaisuus ulkomaanyksiköiden rahoittamisessa. Rahoitustoimintonsa keskittäneissä yrityksissä emoyhtiöiden hallinnoimien rahoitusyksiköiden yhteydessä toimivat sisäiset pankit. Ne vastaanottivat konsernitileille talletuksia ja koordinoivat rahoitusta yksiköille. Mikäli tärkeää konsernin sisäistä rahoitusta ei ollut saatavilla, ulkopuolista rahoitusta hankittiin keskitetysti koko konsernin tarpeisiin. Rahoitus ohjattiin pääasiassa konsernin sisäisinä lainoina yksiköille. Se, mistä lähteistä ja miksi konserni hankki ulkopuolista rahoitusta, vaihteli yrityksittäin. Ulkomaanyksiköiden rahoituslähteitä valittaessa huomioitiin paikalliset olosuhteet ja viranomaisvaatimukset. Paikallisiin olosuhteisiin ei teollisuusmaissa kiinnitetty erityistä huomiota. Yritykset suosivat konsernin rahoituspolitiikan puitteissa yhtenäisiä rahoitusratkaisuja yksiköissään. Ulkomaiset yksiköt olivat lähes kaikki konsernin omassa omistuksessa. Ulkopuolisen oman pääoman hankinta oli harvinaista.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	3
1.1	JOHDATUS AIHEPIIRIIN.....	3
1.2	TUTKIMUKSEN TAVOITTEET JA RAJAUKSET	7
1.3	METODOLOGISET VALINNAT.....	8
1.4	TUTKIMUKSEN KULKU	10
2	YRITYSTEN ULKOMAISET INVESTOINNIT JA NIIDEN RAHOITUSTARVE.....	12
2.1	ULKOMAISTEN INVESTOINTIEN KÄSITEMÄÄRITTELY	12
2.1.1	<i>Yrityksen investointi ulkomaille.....</i>	<i>12</i>
2.1.2	<i>Tytäryritys</i>	<i>13</i>
2.2	ULKOMAANYKSIKÖIDEN PERUSTAMINEN	14
2.2.1	<i>Ulkomaisten investointien motiiveja.....</i>	<i>14</i>
2.2.2	<i>Investointien toteuttamistapa</i>	<i>15</i>
2.2.3	<i>Maantieteellinen sijainti.....</i>	<i>16</i>
2.3	RAHOITUSTARVE JA SEN KATTAMINEN	17
2.3.1	<i>Rahoitustarpeen muodostuminen</i>	<i>17</i>
2.3.2	<i>Rahoituksen hankinnan riittävyys ja kannattavuus</i>	<i>19</i>
3	ULKOMAANYKSIKÖIDEN RAHOITUSLÄHTEET.....	21
3.1	TULORAHOITUKSEN JA PÄÄOMARAHOITUKSEN KESKEISIÄ PIIRTEITÄ	21
3.2	KONSERNIN SISÄISET RAHOITUSLÄHTEET.....	22
3.2.1	<i>Yksikön oma tulorahoitus ja uudelleen sijoitetut tuotot</i>	<i>22</i>
3.2.2	<i>Avustukset ja muu tytäryrityksen suora tukeminen.....</i>	<i>24</i>
3.2.3	<i>Pääomarahaus emolta ja muilta konserniyhtiöiltä</i>	<i>25</i>
3.3	KONSERNIN ULKOPUOLISET RAHOITUSLÄHTEET.....	27
3.3.1	<i>Jälkimarkkinakelpoinen rahoitus</i>	<i>27</i>
3.3.2	<i>Pankit ja vakuutusyhtiöt.....</i>	<i>31</i>
3.3.3	<i>Yksittäiset ja institutionaaliset pääoman sijoittajat, rahoitusyhtiöt</i>	<i>34</i>
4	ULKOMAANYKSIKÖN RAHOITUSLÄHTEIDEN VALINTAAN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT.....	37
4.1	KONSERNIN RAHOITUSPOLITIikka.....	37
4.2	YRITYKSEN RAHOITUSTOIMIEN ORGANISOINTI JA PÄÄTÖKSENTEKO	38
4.2.1	<i>Keskitetty ja hajautettu päätöksenteko</i>	<i>38</i>
4.2.2	<i>Konsernin sisäiset pankit.....</i>	<i>40</i>

4.2.3	<i>Rahoituksen organisoinnin vaikutus rahoituslähteisiin</i>	41
4.3	PAIKALLINEN RAHOITUSYMPÄRISTÖ	42
4.3.1	<i>Rahoitusrakenteen muotoutumisen erityispiirteet</i>	42
4.3.2	<i>Rahoitusmarkkinoiden normit</i>	43
4.4	YHTEISTYÖSUHTEET RAHOITTAJIIN	45
4.5	VEROTUS	47
4.6	MAARISKI.....	48
4.7	RAHOITUSLÄHTEIDEN KÄYTÖN NYKYTILANTEESTA JA TULEVAISUUDEN SUUNTAUKSISTA	50
5	HAASTATTELUTUTKIMUS ULKOMAANYKSIKÖIDEN RAHOITUSLÄHTEISTÄ ..	52
5.1	HAASTATTELUTUTKIMUKSEN TAUSTAA	52
5.2	YRITYS A.....	53
5.3	YRITYS B.....	55
5.4	YRITYS C.....	59
5.5	YRITYS D.....	63
6	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	67
6.1	TUTKIMUSTULOKSET	67
6.2	TUTKIMUKSEN TARKASTELU	70
	LÄHTEET	73

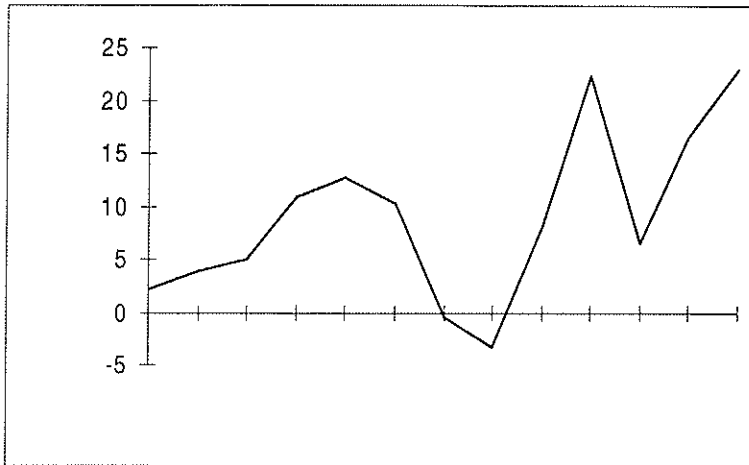
1 JOHDANTO

1.1 Johdatus aihepiiriin

Yritysten kansainvälistymisen taustaa

Teknologian kehitys on ollut yritysten kansainvälistymisen liikkeelle paneva voima. Se on mahdollistanut toimintatapojen muuttamisen tehokkaammiksi. Teknologian kehittyessä myös yritysten sisäistä informaatiota ja prosesseja on voitu parantaa ja organisaatioita kehittää tarkoituksenmukaisemmiksi. Teknologian kehityksen ohella toinen tärkeimmistä kansainvälistymisen mahdollistaneista tekijöistä on ollut maailmantalouden avautuminen. Poliittiset päätökset aikaisempina vuosikymmeninä asetettujen kaupan esteiden poistamisesta ovat saaneet yritykset hyödyntämään teknologian kehityksen tuomia mahdollisuuksia. (Elinkeinoelämän valtuuskunta 1998, 11-14) Ulkomaiset investoinnit ovat tunnusomaista nykypäivän yritysten kansainvälistymisprosesseille. Etenkin suuret monikansalliset yritykset ovat avainasemassa sijoittaessaan varojaan ulkomaiseen toimintaan. (World Investment Report 1997, xv, 25).

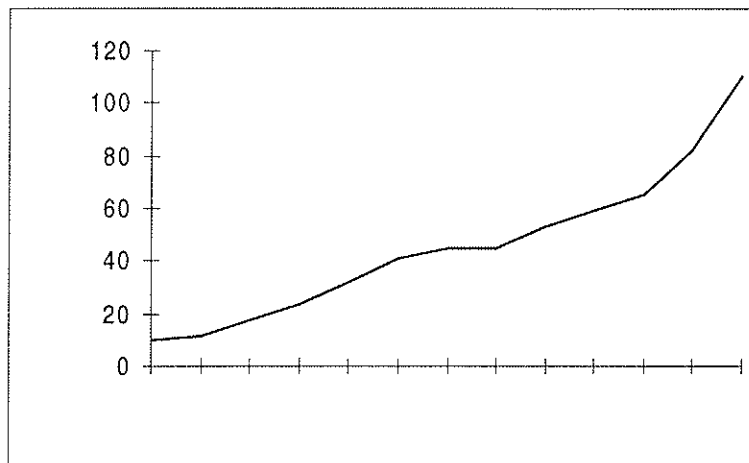
Suomalaisyritysten kansainvälistymisprosessi alkoi voimakkaasti vasta 1980-luvun alusta suuryritysten investoidessa ulkomaille. Ajankohta on selvästi muita teollisuusmaita myöhemmin. Esimerkiksi naapurimaassamme Ruotsissa yritykset olivat pitkälle kansainvälistyneitä jo 1970-luvun alkupuoliskolla. (Ali-Yrkkö - Ylä-Anttila 1997, 8, 24) 1980-luvun alkupuolella vallinneen suomalaisyritysten nopean kansainvälistymisvaiheen jälkeen yritysten kansainvälistymisinnostus laski jyrkästi. Viime vuosina suomalaisyritysten ulkomaiset yritysostot ovat kuitenkin jälleen lisääntyneet nopeasti. (Vartia - Ylä-Anttila 1996, 257,258) Kuvioissa 1 ja 2 esitetään yritysten ulkomaisten suorien investointien kehitys kyseisellä aikavälillä.



Kuvio 1. Suomesta ulkomaille suuntautuvien suorien investointien nettopääomavirta 1985-1997. (Suomen Pankki 1998)

Vuosien 1996 ja 1997 tiedot ovat ennakkotietoja.

Kuviossa 1 suomalaisyritysten kansainvälistyminen ja ulkomaisten suorien investointien kehitys käy ilmi nettopääomavirtojen voimakkaana heilahteluna. Noususuhdanteiden aikana yritykset ovat enenevässä määrin sijoittaneet ulkomaisiin yrityksiin. Sen sijaan esimerkiksi talouden laman aikana 1990-luvun vaihteessa nettopääomavirta on jopa negatiivinen yritysten kotiuttaessa varoja takaisin Suomeen. Suorien ulkomaisten investointien sijoituskannan samanaikainen jatkuva kasvaminen esitetään kuviossa 2.



Kuvio 2. Suomesta ulkomaille suuntautuvien suorien investointien sijoituskanta vuosina 1985-1997. (Suomen Pankki 1998)

Vuosien 1996 ja 1997 tiedot ovat ennakkotietoja.

Kehityksen voidaan havaita olleen jatkuvasti nousujohteinen. Vuosikymmenen vaihteessa lamasta huolimatta sijoituskanta ei laskenut vaan pysytteli vakaana lähteäkseen jälleen nousuun 1990-luvun loppupuolta lähestyttäessä.

Viime vuosikymmenellä yritysten kansainvälistymisen muotoja olivat pääasiassa markkinoinnin ja tuotannon laajentaminen ulkomaille. 1990-luvulle ominaista ovat edellisten lisäksi olleet myös logistiikkatoimintojen, alihankinnan ja rahoituksen kansainvälistyminen. (Vartia - Ylä-Anttila 1996, 257,258) Yrityksen ulkomaantoiminnan luonne on laajentunut perinteikkäämmästä tuotanto- ja myyntiyksiköstä myös rahoitus-, vakuutus- ja kiinteistötoimintaan. Voidaankin jo puhua yritysten ulkomaanoperaatioista yksittäisten ulkomaantoimintojen sijaan. (Hentola - Luostarinen 1995, 2) 1990-luvulla palvelusektorin merkitys on kasvanut. Ali-Yrkön ja Ylä-Anttilan (1997, 8, 24) mukaan tiedon ja palveluiden tuottaminen ovat vallanneet alaa enenevässä määrin tavaroiden tuotannolta. Seuraava kansainvälistymisen aalto tulee olemaan palvelusektorilla, erityisesti rahoitus- ja vakuutustoiminnan kansainvälistymisessä.

Aikaisemmat tutkimukset ja tutkimuksen relevanttius

Kansainvälistä tutkimusta yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteistä löytyi YK:n julkaisemasta World Investment Reportista (1997, 25). Sen mukaan esimerkiksi vuonna 1994 yhdysvaltalaiset emoyritykset rahoittivat konsernin ulkomaisista suorista investoinneista ainoastaan neljänneksen. Muu osa rahoituksesta hankittiin ulkomailta. Suomalaisen yritysten kohdalla vastaavaa rahoituksen tutkimusta ei ole tehty.

Ulkomaisen tytäryrityksen rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä on käsitellyt ainakin norjalainen Samuelson (1993). Tutkielmaa varten läpikäydyssä muussa ulkomaisessa kirjallisuudessa ulkomaisten investointien rahoituslähteitä käsiteltiin pääasiassa osana jotakin muuta suurempaa kokonaisuutta. Suomessa yritysten investointeja ulkomaisiin yksiköihin on selvitetty lähinnä hallinnon tai markkinoinnin alaan liittyvissä tutkimuksissa. Tutkimusta ovat tehneet esimerkiksi Larimo (1996, 1993) Hennart ja Larimo (1995), Hentola (1993) sekä Luostarinen ja Welch (1990). Jonkin verran tutkimusta on Suomessa tehty myös kansantaloudellisesta näkökulmasta, lähinnä ulkomaisten yritysten Suomeen päin suuntautuvia investointeja tarkastellen.

Suomalaisten yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituksen tutkimusta on Suomessa tehty vähän. Nurmio (1986) on käsitellyt suomalaisyritysten ulkomaisten tytäryritysten rahoitussuunnittelua ja samalla ulkomaisten tytäryritysten rahoituslähteitä. Hänen havaitsi ulkomaanyksiköiden investointien rahoituksen tapahtuvan pääasiassa pitkäaikaisella pankkilainalla. Käyttöpääoman kasvu rahoitettiin ensisijaisesti yksikön omalla tulorahoituksella. 1990-luvulla tutkimusta ulkomaanyksiköiden rahoituksesta on tehty erittäin vähän. Omistajajärjestelyihin ja ulkomaanyksikön rahoitusrakentamiseen vaikuttavia tekijöitä ovat Suomessa selvittäneet Larimo ja Pynnönen (1996).

Yritysten investointeja ulkomaille ja Suomeen on suomalaisissa tutkimuksissa selvitetty Suomen Pankin tilastoaineiston perusteella. Suomen Pankissa tarkkaillaan kuukausittain suomalaisten yritysten suorien investointien määrää ulkomaille. Tilastot käsittävät Suomen valtakunnanrajat ylittävän maksuliikenteen ja sijoitustoiminnan suomalaisten ja ulkomaisten osapuolten välillä. Myös vuosittain kotiuttamatta jääneet voittovarot huomioidaan

Suomen Pankin tiedot eivät sisällä yritysten puhtaasti ulkomaille tapahtuneita rahoitusjärjestelyitä. Näitä ovat esimerkiksi ulkomaisten tytäryritysten kahdenväliset sijoitukset sekä ulkomaisista rahoituslähteistä tehdyt sijoitukset suoraan ulkomaisiin yksiköihin. Näiltä osin tilastotieto ei siis vastaa ulkomaisiin yksiköihin sijoitettujen varojen todellista kokonaismäärää eikä selvitä ulkomaanyksiköiden rahoituslähteitä. Tilastotieto ei luonnollisestikaan selvitä rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä.

Suuret suomalaiset yritykset ovat pitkälle kansainvälistyneitä ja kansainvälistymiskehitys jatkuu edelleen. Suurimpien yritysten sijoitukset ulkomaisiin yksiköihin kattavat valtaosan yritysten Suomesta ulkomaille tekemistä suorista sijoituksista. Suomessa ei kuitenkaan tiettävästi ole tutkittu 1990-luvulla yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteitä eikä rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä lainkaan. Myös kansainvälistä tutkimusta aiheesta on vähän. Tämän kaltaiselle tutkielmalle on tarvetta. Tutkimustulokset antavat arvokasta taustatietoa ja virikkeitä jatkotutkimuksille. Tutkimus tarjoaa myös vertailukohtia pohdittaessa Suomen Pankin tilastoaineiston sopivuutta suomalaisten yritysten suorista investoinneista tehtävien tutkimusten aineistoksi.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena on tutkia yritysten ulkomaisten tuotantoyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteitä.

Tutkimustehtävän ratkaisemiseksi tulee vastata seuraaviin kysymyksiin:

- a) Mitkä ovat tärkeimmät yritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteet?
- b) Mitkä ovat tärkeimmät ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät?
- c) Mistä eri lähteistä teollisuusyritykset ovat rahoittaneet ulkomaanyksiköitään ja mitkä tekijät ovat vaikuttaneet rahoituslähteiden valintaan?

Vastauksia kysymyksiin a ja b esitetään tutkielman kirjallisuuteen perustuvassa teoriaosassa. Kysymykseen c vastataan tutkielman empiirisessä osuudessa. Tutkimus painottuu suurten, suomalaisten, monikansallisesti toimivien teollisuusyritysten ulkomaisten tuotannollista toimintaa harjoittavien tytäryritysten tarkasteluun. Tarkastelunäkökulmana on toiminnan turvaamiseen ja kehittämiseen tarvittavan pitkäaikaisen rahoituksen lähteiden selvitys. Tutkimuksessa ei käsitellä yksityiskohtaisesti eri rahoitusinstrumentteja. Erityistä huomiota ei kiinnitetä uusien yksiköiden perustamisvaiheessa tarvittavan rahoituksen hankintaan. Osakkuusyritysten rahoitukseen ei paneuduta, koska niiden rahoituslähdepäästösten ei voida katsoa olevan kiistatta emoyhtiön määräysvallassa.

1.3 Metodologiset valinnat

Tutkimusotteiden esittely

Liiketaloustieteellisen tutkimuksen metodologisen valintojen pohjana käytetään nykyisin jo vakiintuneen käytännön mukaisesti Neilimon ja Näsin (1980) määrittelemää tutkimusotteiden nelijakoa. Tutkimusotteiden kenttään kuuluvat käsiteanalyttinen, nomoteettinen, toiminta-analyttinen ja päätöksenteko-metodologinen tutkimusote. Kasanen et al (1993) ovat lisänneet vielä mainittujen tutkimusotteiden rinnalle konstrukttiivisen tutkimusotteen. Tällöin tutkielman tavoitteena on löytää ratkaisumalli käytännön elämästä löytyneeseen ongelmaan. Mainittua viittä tutkimusotetta arvioidaan dimensioissa deskriptiivisyys-normatiivisyys sekä teoreettisuus-empiirisyys. Tämän tutkielman kannalta merkityksellisimmät tutkimusotteet ovat käsiteanalyttinen ja toiminta-analyttinen tutkimusote.

Käsiteanalyttinen tutkimusote on luonteeltaan teoreettinen ja yleensä deskriptiivinen. Tutkittava asia jäsennetään mielekkääksi kokonaisuudeksi. Tavoitteena on käsitteiden täsmentäminen päättelyn metodia hyväksi käyttäen ja aikaisempaa tietoa uudelleen järjestäen. Koko tutkimuksen metodologisen perustan vaihtoehtona käsiteanalyttinen tutkimusote toimii useissa tutkimuksissa muita tutkimusotteita tukien. Tällöin käsiteanalyttisen tutkimusotteen tehtävänä on muodostaa hypoteeseja ja käsitteellisiä viitekehyksiä empiirisen tutkimusvaiheen valmistelemiseksi. (Lukka 1986, 136-138 sekä 1991, 167)

Toiminta-analyttinen tutkimusote on empiirinen ja tyypillisimmillään deskriptiivinen tutkimusote. Joissakin tapauksissa se voi olla myös normatiivinen. Tutkimusotteen tavoitteena on löytää ilmiöille syvällisiä syy- ja seuraussuhteita. Empiriaosa koostuu harvoista case-tapauksista, joiden tarkoituksena on asioiden syvälinen ymmärtäminen. (Lukka 1986, 136 ja 1991, 167,177)

Toiminta-analyttisen tutkimuksen tulokset ovat yleensä käsitteellisen viitekehyksen muodossa olevia subjektiivisia tulkintoja, mikä aiheuttaa tutkimustulosten validiteettiin liittyviä ongelmia. Tutkimusmenetelmään ei juuri koskaan liity tilastollisen otok-

sen käyttöä, eikä vallalla olevan käsityksen mukaan tutkimustulosten yleistettävyyks ole mahdollista. Toiminta-analyyttisten tutkimusten avulla voidaan kuitenkin generoida uusia hypoteeseja, joiden testaaminen on mahdollista suorittaa soveltaen nomoteettista, tilastollisesti päteviä tutkimustuloksia tuottavaa tutkimusotetta. Toiminta-analyttisen tutkimuksen keskeisin vahvuus on yksittäisiin tai harvoin tapauksiin kohdistuvien tutkimustulosten tuottaminen. Tällainen tutkimus ei muiden tutkimusotteiden avulla ole mahdollista. (Lukka 1986, 136 ja 1991, 167,177)

Tutkielman metodologisten valintojen perustelut

Leppiniemen (1993, 12) mukaan "liiketaloustieteen tarkoituksena on kehittää teorioita ja malleja yrityksen johtamista ja yritystä koskevaa päätöksentekoa silmällä pitäen". Tässä tutkielmassa rahoitusta tieteenalana tarkastellaan liiketaloustieteellisestä näkökulmasta. Yritystä tarkastellaan päätösten tekijänä. Tutkielman tarkastelun kohteena on yritysrahoitus.

Johdannon jälkeen tutkielman toinen, kolmas ja neljäs luku muodostavat tutkielman teoriaosan ja viides luku tutkielman empiirisen osuuden johtopäätöksineen. Teoriaosan lähdeaineistona on kirjallisuus ja tutkimusote on käsiteanalyttinen. Toiminta-analyttisiä piirteitä tutkielma saa viidennen luvun muodostamassa empiirisessä osassa, jossa lähdeaineistona käytetään haastatteluja. Tällöin syvennetään tietämystä neljässä suuressa suomalaisessa yrityksessä tehtyjen yrityshaastattelujen avulla.

Tutkielman yrityshaastattelut toteutettiin teemahaastatteluina (Hirsjärvi - Hurme 1991, 35-38, 128-130). Keskustelu haastateltavan kanssa kohdennettiin tutkielman teoriaosassa esitetyn aineiston sekä yritysten vuosikertomuksista saadun tiedon perusteella valittuihin teemoihin. Teemoja käsiteltiin haastatteluun valmistauduttaessa tehdyn teema-alueuuttelon mukaisesti ilman kysymysten ennalta määriteltyä muotoa ja järjestystä. Tämä edesauttoi selkeän kokonaiskuvan muodostamista. Teemahaastattelulla pystyttiin johdattelemaan keskustelua luontevasti eteenpäin huomioiden erityisesti kullekin yritykselle olennaisimmat aihepiirit.

Haastattelujen osalta käsitevalidiutta parannettiin paneutumalla tutkielman teoriaosassa aikaisempiin tutkimuksiin ja aihepiiriin käsitteistöön. Teemojen sisältövalidiutta parannettiin varautumalla useisiin eri kysymyksiin jokaiselta käsiteltävältä teema-alueelta. Haastateltavat henkilöt valittiin mahdollisimman korkealta organisaatiotasolta selkeän kokonaiskuvan saamiseksi. Haastattelun sisällön oikeellisuudesta varmistuttiin nauhoittamalla keskustelut ja kirjoittamalla ne puhtaaksi paperille ennen yrityskohtaisten yhteenvetojen tekemistä. Haastateltavat ovat tarkistaneet ja hyväksyneet yrityskohtaisten yhteenvetojen oikeellisuuden.

1.4 Tutkimuksen kulku

Johdannon jälkeen tutkielman päälukuihin johdattelevassa toisessa luvussa selvitetään ensin yrityksen ulkomaisen investoinnin ja ulkomaanyksikön käsite. Tämän jälkeen annetaan taustatietoa ulkomaanyksiköiden syntyvaiheista. Alaluvuissa selvitetään yritysten ulkomaanyksiköiden perustamiseen, investointien toteuttamistapaan ja maantieteelliseen sijaintiin vaikuttavia tärkeimpiä tekijöitä. Lopuksi käsitellään ulkomaanyksiköiden rahoitustarpeen muodostumisen sekä rahoituksen hankinnan riittävyyden ja kannattavuuden periaatteita.

Tutkielman kolmannessa luvussa tarkastellaan ulkomaanyksiköiden rahoituslähteitä ja rahoituslähteiden käyttöön liittyviä tärkeimpiä ominaispiirteitä. Ensimmäisessä luvussa selvitetään yleisluontoisesti tulorahoituksen ja pääomanrahoituksen piirteitä. Tämän jälkeen ulkomaanyksiköiden rahoituslähteet käsitellään jaoteltuina konsernin sisäisiin ja konsernin ulkopuolisiin rahoituslähteisiin. Konsernin sisäisiä rahoituslähteistä käsitellään ensin yksiköiden oma tulorahoitus ja uudelleen sijoitetut tuotot. Ulkomaanyksiköiden suoran tukemisen muotoja käsitellään ohimennen ennen siirtymistä konsernin sisäisen pääomarahoituksen tarkasteluun. Konsernin ulkopuolisen rahoituksen osalta tarkastelun kohteena ovat arvopaperimuotoinen jälkimarkkinakelpoinen rahoitus ja rahoituslaitoksista lähinnä pankeilta saatu tilimuotoinen rahoitus. Lisäksi konsernin ulkopuolisista rahoituslähteistä mainitaan institutionaaliset sijoittajat, rahoitusyhtiöt sekä yksittäiset konsernin ulkopuoliset pääoman sijoittajat.

Neljäs luku täydentää tietoutta kolmannessa luvussa käsiteltyjen rahoituslähteiden käytöstä ulkomaanyksikön rahoittamiseen. Tällöin selvitetään keskeisiä vaikuttajia ulkomaanyksiköiden rahoituslähteisiin. Luvussa tarkastellaan konsernin rahoituspoliittisia tavoitteita, rahoitustoimintojen organisointia, paikallista rahoitusympäristöä ja eri rahoitusvaihtoehtoja tarjoavia konsernin ulkopuolisia yhteistyökumppaneita. Lisäksi käsitellään verotusta ja maariskiiä. Neljännen luvun lopussa selvitetään yritysrahoituksen nykytilannetta ja tulevaisuuden suuntausta sekä mainitaan näiden mahdollisista vaikutuksista suomalaisyritysten ulkomaanyksiköiden rahoittamiseen.

Tutkielman empiirisen osan sisältämässä viidennessä luvussa selvitetään mistä lähteistä suomalaiset monikansallisesti toimivat yritykset ovat rahoittaneet ulkomaanyksiköitään. Lisäksi selvitetään mitkä tekijät ovat vaikuttaneet rahoituslähteiden valintaan. Selvitys tapahtuu neljässä suomalaisessa suuryrityksessä tehtyjen haastattelujen yhteenvedojen avulla. Haastattelujen yhteenvedoissa kerrotaan ulkomaanyksiköiden rahoituksen organisoinnista sekä tärkeimmistä konsernin sisäisistä ja ulkopuolisista rahoituslähteistä. Tutkielman kuudennessa luvussa esitetään johtopäätökset.

2 YRITYSTEN ULKOMAISET INVESTOINNIT JA NIIDEN RAHOITUSTARVE

2.1 Ulkomaisten investointien käsitelmääritys

2.1.1 Yrityksen investointi ulkomaille

Ulkomainen suora investointi on pääomansijoitus ulkomaiseen yritykseen. Sijoituksen tarkoituksena on pysyvän taloudellisen suhteen luominen ja määräysvallan hankkiminen kohdeyrityksessä. (Pajarinen 1997, 7) Yritysten suorien ulkomaisten investointien kohteet syntyvät yrityksen tai sen osan oston tai uuden yrityksen perustaminen kautta (Larimo 1987, 21). Tällöin ulkomaille syntyy ulkomaanyksiköksi kutsuttu kotimaisen yrityksen tytäryritys, osakkuusyritys tai sivuliike. (Heikkilä 1994, 10)

Kansainvälistyvän yrityksen suorien investointien tarkoituksena on tuotannontekijöiden hankinnan sekä tavaroiden ja palveluiden tuottamisen ja markkinoille tarjoamisen kehittäminen. World Investment Reportin (1997, xv, 25) mukaan kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksikköön panostetaan pääoman lisäksi teknologiaa, taitotietoa sekä liikkeenjohdollista tietämystä. Usein ulkomaanyksikköä avustetaan uusien kauppasuhteiden rakentamiseen tarvittavien yhteyksien solmimisessa.

Portfoliosijoitus ulkomaille eroaa ulkomaisista suorista investoinneista. Portfoliosijoituksen päätavoitteena on hankkia ulkomaisiin yrityksiin tehdyille sijoituksille mahdollisimman hyvä tuotto. Tämä tapahtuu toisinaan hyvinkin lyhyellä aikaperiodilla esimerkiksi kohdeyrityksen osakkeiden pörssihinnoittelussa olevia häiriöitä hyväksikäyttäen. Tavallisesti portfoliosijoittaja ei ole halukas käyttämään aktiivista määräysvaltaa kohdeyrityksessä. Sijoittaja hajauttaa portfoliosijoituksensa usein moneen eri kohteeseen. (Pajarinen 1997, 7)

Englanninkielisessä kirjallisuudessa termiä *foreign direct investment* käytetään yritysten investointien liiketaloustieteellisessä tutkimuksessa. Suora suomenkielinen käänös yritysten ulkomaiset suorat sijoitukset esiintyy perinteisesti pääasiassa kansantaloustieteellisessä makrotalouden tutkimuksessa (Hentola - Luostarinen 1995, 4).

Samoin on myös ilmaisen ulkomaiset suorat investoinnit kohdalla. Tässä tutkielmassa käytetään termiä yritysten ulkomaiset investoinnit. Tutkimusongelman rajausten mukaisesti yritysten ulkomaisella investoinnilla tarkoitetaan investointia yrityksen ulkomaanyksikkönä toimivaan tytäryritykseen.

2.1.2 Tytäryritys

Suomen kirjanpitolain 1 luvun 6 § :n mukaisesti emoyritys tytäryrityksineen muodostavat konsernin. Konserniyritykset voivat toimia sekä kotimaassa että ulkomailla. Tässä taloudellisessa kokonaisuudessa yhdellä emoyritykseksi kutsutulla yrityksellä on yksin tai yhdessä muiden samaan taloudelliseen kokonaisuuteen kuuluvien yritysten kanssa määräysvalta yhdessä tai useammassa yrityksessä joita kutsutaan tytäryrityksiksi.

Tytäryrityksiksi katsotaan myös yksikkö, jossa jollakin konserniin kuuluvalla tytäryrityksellä on yksin tai yhdessä muiden konsernin tytäryritysten kanssa määräämisvalta. Määräämisvalta syntyy tosiasiallisten olosuhteiden perusteella. Näin huomioidaan toisen yrityksen tai henkilön nimissä konsernin lukuun omistetun yrityksen määräämisvalta. Tytäryrityksen oikeudellinen muoto voi olla osakeyhtiön lisäksi jokin muu. Suomessa tämä tarkoittaa avointa yhtiötä tai kommandiittiyhtiötä. Yksityisyrietykset eivät tytäryrityskäsitteen piiriin kuulu, koska niissä ei toisella yrityksellä ole juridisista syistä mahdollista hankkia omistusosuutta.

Kirjanpitolain 1 luvun 5 § :n mukaan määräysvalta toisessa yrityksessä syntyy, kun yrityksen hallussa on enemmän kuin puolet kaikkien osakkeiden, jäsenosuuksien tai yhtiöosuuksien tuomasta äänimäärästä. Lisäksi yrityksellä on mahdollisuus vaikuttaa ratkaisevasti toisen yrityksen johtavien toimielinten jäsenten valintaan ja erottamiseen. Määräämisvalta voi syntyä myös konserniin kuuluvien yritysten käyttäessä yhdessä määräysvaltaa kolmannessa yrityksessä.

2.2 Ulkomaanyksiköiden perustaminen

2.2.1 Ulkomaisten investointien motiiveja

Tuotantoyksikön perustaminen ulkomaille on aktiivisin ja kehittynein yritysten ulkomaantoimintojen muoto. Ulkomaisen tuotannon on havaittu myös täydentävän yritysten vientitoimintaa ulkomaille, ilman että vientiä aina suoranaisesti korvattaisiin ulkomaisilla investoinneilla (Pain 1997, 98 ja Ali-Yrkkö - Ylä-Anttila 1997, 99-101).

Tuotantoyksikköön liittyy muita ulkomaisia toimintamuotoja, kuten vientiä tai myyntikonttoritoimintaa, enemmän tuotannon ja markkinoiden läheisen yhteyden etuja. (Äijö 1991, 90,91) Perustamalla oma tuotannollinen yksikkö ulkomaille, päästään lähemmäksi asiakkaita ja kaupankäynti helpottuu. Ulkomaiset yksiköt tarjoavat tuotteiden valmistuksen ja myynnin lisäksi merkittävän määrän palveluita yrityksen kansainvälisille asiakkaille. Nämä tuotteiden myyntiin liittyvät palvelut sisältävät tuotteiden käyttöön ja toimivuuden ylläpitoon liittyvän tuen (Hentola 1993, 1,2,13).

Ulkomaiset investoinnit tarjoavat mahdollisuuksia korkeisiin kokonaisvoittoihin, paikallisten tuotantontekijöiden hyödyntämiseen ja paikalliseen imagoon kohdemarkkinoilla. Pääomansijoitukset ulkomaisen yrityksen toimintaan ja osallistuminen sen päätöksentekoon tuovat mukanaan myös negatiivisia Aspekteja. Tällaisia ovat mm. toiminnan suuret resurssivaatimukset ja altistuminen uusista markkinoista ja paikallisesta politiikasta aiheutuville riskeille. (Äijö 1991, 90,91)

Yritysten investoinnit ulkomaille voidaan jaotella horisontaalisiin ja vertikaalisiin investointeihin. Kolmantena ryhmänä voidaan lisäksi mainita Cavesin (1982, 24-29) määrittelemät diversifioituneet investoinnit. Niillä tarkoitetaan investointeja täysin yrityksen aikaisemmista investoinneista poikkeaviin kohteisiin.

Danielsin ja Radebaughin (1992, 211-217) mukaan horisontaalisten investointien tarkoituksena on markkinoiden laajentaminen. Motiiveina ovat korkeiden kuljetuskustannusten ja paikallisen julkishallinnon asettamista kaupankäynnin rajoituksista johtuvien haittatekijöiden minimoiminen. Yrityksen mahdollisuudet vastata markkinoi-

den kysyntään ja kuluttajien vaatimuksiin parantuvat. Kansainvälistymällä saavutetaan myös kilpailuaseman vahvistumiseen perustuvia etuja.

Vertikaaliset investoinnit tähtäävät tehokkaaseen resurssien hankintaan. Tavoitteena on aikaansaada tuotantoprosessin etuja. Yritykset pyrkivät saamaan hallintaansa tuotantoketjun kokonaan tai osan siitä. Tavallisimmin investoinnit tehdään tuotantoketjussa alaspäin, vaikka vertikaalinen investointi voidaan tehdä tuotantoketjussa myös nykyistä korkeammalle tasolle. (Puhakka 1994, 14,15) Vertikaalisten investointien avulla yritys laajentaa toimialaansa varmistaakseen tuotteidensa valmistukseen tarvittavien tuotannontekijöiden saatavuuden. Ulkomaille voidaan perustaa esimerkiksi komponentteja tuottava yksikkö. (Daniels - Radebaugh 1992, 217-220)

2.2.2 Investointien toteuttamistapa

Uusia ulkomaisia investointeja toteutettaessa päätetään millä tavoin uudet tuotantolaitokset hankitaan ja tuotannollinen toiminta ulkomailla aloitetaan. Kokonaan uuden yrityksen perustamista yksin tai yhdessä yhteistyökumppanin kanssa kutsutaan greenfield-investoinniksi. Toinen vaihtoehto on jo toimivan yrityksen tai sen osan ostaminen (*acquisition*).

Greenfield-investointi tarjoaa mahdollisuuden juuri yrityksen omiin tarkoituksiin soveltuvan yksikön rakentamiseen ulkomaille ja sillä on usein onnistuessaan hyvät edellytykset menestyä. Tästä on erityistä etua mikäli konserni haluaa hyödyntää omaa yritysosaamista erityisosaamistaan. (Hennart - Park 1993, 106-108)

Yritysostot ovat erityisen yleisiä investointien suuntautuessa uusille toimialoille (Barkema - Vermeulen 1998, 19). Caves (1982, 82-85) esittää yritysostoja puoltavina tekijöinä greenfield-investointia matalammat informaatio- ja liikkeenjohdolliset kustannukset sekä matalamman riskin toiminnan epäonnistumisesta. Yritysostossa ostetaan tuotantolaitosten lisäksi jo olemassa olevaa paikallista markkinaosaamista sekä mahdollisesti jo tunnettu tuotemerkki. Yritysosto on greenfield-investointia nopeampi tapa

toteuttaa ulkomaiset investoinnit, koska tarvittavat tuotantovälineet ja paikallinen osaaminen saadaan valmiina.

OECD-maihin suuntautuvista suomalaisyritysten tekemistä uusista tuotantolaitosinvestoinneista suurin osa on toteutettu yritysostoina. (Larimo 1996, 77) Suurin vaikutus investointien toteuttamisen muotoon on ollut emoyhtiön ominaisuuksilla. Investointikohteeseen varsinaisesti liittyvillä tekijöillä ei ole ollut suurtakaan merkitystä. Suomalaiset yritykset ovat pitkälle diversifioituneita. Investoinnit on toteutettu kasvavan diversifioitumisen tarkoituksessa. Ne hyödyntävät yritysostojen avulla paikallista jo olemassa olevaa osaamista ja paikallisia tuotantovälineitä. Lisäksi suomalaisyritykset toimivat resurssihakuisia investointeja vaativalla toimialalla. Yritysostojen avulla yrityksillä on mahdollisuudet parhaimpien luonnonresurssien hyväksikäyttöön. (Larimo 1996, 61-79)

Agarwalin ja Ramaswamin (1992, 12,16-21) mukaan suuret kansainväliset yritykset usein omistavat kokonaan ulkomaiset yksikkönsä erityisesti silloin kun markkinapotentiaali katsotaan suureksi. Mikäli maariski tai toiminnan aloittamisesta aiheutuvat kustannukset katsotaan suuriksi, ulkomaanyksikköön otetaan usein mukaan myös muita osakkaita. Pienemmät yritykset ovat usein resurssien puutteessa pakotettuja yhdistämään voimansa muiden yhteistyökumppaneiden kanssa, jolloin yhteisyrietykset ulkomailla ovat yleisiä.

2.2.3 Maantieteellinen sijainti

Yritykset punnitsevat markkinoiden potentiaalin ja investointiriskin suhdetta harkitessaan investointeja uusille markkinoille (Agarwal - Ramaswami 1992, 5). Siitä, millä tekijöillä on eniten merkitystä ulkomaisten investointien maantieteelliseen sijoittumiseen on esitetty useita eri näkemyksiä. Koudal (1998, 84) painottaa kohdemaan politiikkaa ja lainsäädäntöä. Mann (1993) puolestaan nostaa esille toimialakohtaiset tekijät. Larimo (1993, 33) on esittänyt teknologian tasoon, kysynnän tyydyttämiseen, kilpailuaseman turvaamiseen, resurssien hankintaan sekä kohdemaan etäisyyteen liitty-

viä syitä. Ulgado (1997, 273) toteaaakin, että selityksiä on monia ja eri maista tulevat investoijat painottavat kukin eri tekijöitä omien näkemystensä mukaan.

Euroopan Unionin muodostumisella ja kehitymisellä on positiivinen vaikutus yritysten investointipäätösten tekoon. Euroopan taloudellisen integraation syventyessä ovat sekä alueen sisältä että ulkopuolelta tulevat investoinnit jäsenmaihin lisääntyneet jatkuvasti. Unionin sisäpuolelta tulevien investointien motivaatiotekijänä Pain (1997, 95,97) näkee sisämarkkinoiden kehittymisen ja kaupan esteiden poistumisen. Ulkopuolelta tulevia investointeja unionimaihin puolestaan lisäävät pääsy laajoille markkinoille ja välttyminen alueen ulkopuolisille kauppakumppaneille asetetuilta tullimaksuilta.

Puhakka (1994, 44) jaottelee suuret suomalaiset yritykset Euroopan Unionin alueelle ja globaalisti suuntautuviin yrityksiin. Unionin alueelle investointinsa suuntaavat yritykset olivat lähinnä metsä- ja kemian teollisuuden sekä myös metalliteollisuuden yrityksiä. Nämä yritykset arvioivat kilpailuasemansa parantuvan, vaikka kilpailu unionin alueella kiristyykin. Globaalisti suuntautuvat yritykset olivat osa suomalaista metalliteollisuutta. Pääasiassa nämä toimivat tutkimusintensiivisillä aloilla, joiden suurimmat markkinat olivat Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Nämä yritykset eivät nähneet Euroopan Unionilla olevan vaikutusta kilpailukykyynsä.

2.3 Rahoitustarve ja sen kattaminen

2.3.1 Rahoitustarpeen muodostuminen

Yrityksen ulkomaanyksikkö toimii juridisesti itsenäisenä sijaintimaassaan. Sen rahoitustarpeeseen ja rahoitustarpeen kattamiseen vaikuttavat pitkälti samat tekijät kuin täysin itsenäisessäkin yrityksessä. Yrityksen voidaan katsoa olevan suorite- ja rahavirtojen kautta yhteydessä tuotannontekijä-, suorite- ja rahoitusmarkkinoihin. Reaaliprosessissa yritys muuntaa tuotannontekijämarkkinoilta hankkimansa tuotannontekijät suoritteiksi suoritemarkkinoille. Tämä heijastuu yrityksen rahaprosessiin kassameno-

na ja kassatuloina. Yrityksen rahoitusongelma syntyy kassamenojen ja kassatulojen eriaikaisuudesta ja konkretisoituu pääoman tarpeena. (Leppiniemi 1993, 14-16)

Yrityksen toiminnassa sitoutuu pääomia sekä investointeihin että käyttöpääoman ylläpitämiseen. Investoinnit aikaansaavat pääomantarpeen joka koostuu pitkävaikutteisten tuotannontekijöiden hankintamenoista, hankinnan oheiskustannuksista sekä käyttöpääoman lisätarpeesta. (Kokkonen 1995, 110) Investointien rahoitukseen soveltuu parhaiten rahoitusvaihtoehto, jonka korot ja lyhennysmaksut seuraavat investointien aikaansaamia rahavirtoja. Mikäli tulo- ja menovirtoja ei pystytä sovittamaan, vaan maksuvelvoitteista selviämiseen tarvitaan ulkopuolista rahoitusta, vaikuttaa tämä negatiivisesti investoinnin kannattavuuteen. (Leppiniemi 1993, 34, 35)

Käyttöpääomaa sitoutuu rahoitus- ja vaihto-omaisuuteen. Se eroaa käyttöomaisuusinvestoinneista siten, ettei käyttöpääoma ajan myötä koneiden ja laitteiden tapaan kulu. Pääoma vapautuu kokonaisuudessaan vasta yrityksen toiminnan loputtua. Käyttöpääomalle on kuitenkin ansaittava yrityksen tuottovaatimusta vastaava korko. Yrityksen toimintaan sitoutuneen käyttöpääoman määrä vaihtelee valmistusmäärien ja myyntimäärien mukaisesti. Rahoittamiseen soveltuu parhaiten pysyväisluontoinen rahoitusmuoto, kuten oma pääoma tai kertalyhenteinen laina. Mikäli käyttöpääoma rahoitettaisiin riittämättömän tulorahoituksen lisäksi säännöllisillä maksuvelvoitteita sisältävällä rahoitusmuodolla, aiheutuisi tästä yritykselle rahoituksellisia riskejä. (Leppiniemi 1993, 27,34,35)

Yrityksen ulkomaille tekemä investointi aiheuttaa rahoitustarpeen sekä toimintaa aloitettaessa että toiminnan jatkumista turvattaessa. Ulkomaista toimintaa aloitettaessa greenfield-investoinneissa tulorahoitusta kohteesta ei vielä alkuvaiheessa ole saatavilla. Kaikki toiminnan aloittamiseen tarvittava rahoitus on hankittava ulkomaanyksikön ulkopuolelta joko konsernin sisäisistä tai ulkopuolisista lähteistä. Yrityksostoissa sen sijaan tulorahoitusta saadaan heti jo toimivasta yrityksestä.

2.3.2 Rahoituksen hankinnan riittävyys ja kannattavuus

Yritykset suosivat perinteisesti tulorahoituksen avulla hankittua rahoitusta ulkopuolista pääomarahoitusta enemmän. Esimerkiksi yrityksen kasvuinvestoinnit suhteutetaan yrityksen kykyyn aikaansaada tulorahoitusta investointihetkellä ja investointien jälkeen. (Brealey-Myers 1996, 364,365) Tulorahoituksen riittävyyttä voidaan arvioida vertaamalla yrityksen tulovirtaa varojen käyttöön.

Menoilla on periaatteessa tietty etuoikeusjärjestys tulojen käyttöön. Järjestys määräytyy sen mukaan, kuinka monen tuloerän tuottamiseen tuotannontekijä osallistuu. Kirjanpidossa tämä käy ilmi tuloslaskelman kaavasta, jossa ensimmäisinä tuloista vähennettävänä kustannuksina ovat lyhytvaikutteiset kustannukset kuten tuotteiden raaka-aineiden hankinnasta aiheutuvat kustannukset ja henkilöstön palkat. Nämä varmistavat toiminnan jatkumisen lyhyellä tähtäimellä. Tämän jälkeen varojen käytön etuoikeusjärjestyksen mukaan vähennetään kiinteät kustannukset sekä poistot. Viimeiset voitonjakoerät ovat verottajalle ja rahoittajille. Kassavirtalaskelmassa ja erityisesti rahoituksen etuoikeusjärjestyksessä voitonjaon maksaminen rahoittajille ja samalla myös verottajalle katsotaan olevan pääoman saatavuuden turvaamiseksi pitkävaikutteisten menojen kattamista tärkeämpää. (Kokkonen 1995, 27-33)

Se osa yrityksen toimintaansa tarvitsemasta rahoituksesta mitä ei ole mahdollista tai järkevää rahoittaa tulorahoituksen avulla, rahoitetaan yrityksen ulkopuolelta omana tai vieraana pääomana. Yritys tarvitsee rahoitusta toimintansa turvaamiseksi. Pitkällä aikavälillä yrityksen tulee varmistaa rahoituksen riittävyys myös korvauksen maksamiseen etuoikeusjärjestyksessä viimeisenä oleville oman pääoman sijoittajille. Hongon (1989, 85) mukaan rahoitusongelman ratkaiseminen riippuu tulorahoituksen riittävyydestä. Ellei toiminta pitkällä aikavälillä ole kannattavaa, yritykseltä loppuvat vähitellen mahdollisuudet saada pääomarahoitusta toiminnalleen.

Ulkomaanyksikölle järjestetyn rahoituksen on oltava riittävä toiminnan aloittamiseen ja jatkamiseen. Toiminnan on oltava kannattavaa ja hyödytettävä omistajiaan. Investoinneille voidaan laskea eri menetelmin tuottovaatimuksia. Laskelmissa huomioidaan korvaus sijoitetulle pääomalle. Odotetun tuoton pienentyessä tuotot eivät enää riitä

vaadittuun tuottovaatimukseen eivätkä investoinnista aiheutuneiden kustannusten kattamiseen eikä investointeja kannata toteuttaa.

Yrityksen arvioidessa ulkomaisten investointiensä kannattavuutta valintakriteerien tulisi olla perustaltaan samat kuin kotimaankin investointeja arvioitaessa. Yrityksen tulee esimerkiksi diskontata investoinnista aiheutuvat kassavirrat ja verrata sitä asettamaansa tuottovaatimukseen (Brealey - Myers 1996, 966). Yrityksessä, jossa on useita yksiköitä kotimaassa ja ulkomailla, saattaa olla useita investointikohteita, joissa on laskennallisesti positiivinen nykyarvo. Kaikkia investointeja ei kuitenkaan ole aina mielekästä tai mahdollista toteuttaa, vaan konserni allokoii rahoituksen tuottavimpiin hankkeisiin. (Stein 1997, 111,112)

3 ULKOMAANYKSIKÖIDEN RAHOITUSLÄHTEET

3.1 Tulorahoituksen ja pääomarahoituksen keskeisiä piirteitä

Yrityksen saatavilla olevat rahoituslähteet jaotellaan perinteisesti tulorahoitukseen sekä pääomarahoituksen muotoihin omaan ja vieraaseen pääomaan. Lisäksi markkinoilta on saatavilla oman ja vieraan pääoman välimuotoja, joissa on piirteitä sekä omasta että vieraasta pääomasta. Eri rahoitusmuodot täydentävät toisiaan. Ulkomaanyksikön rahoitus voi tapahtua sekä konsernin sisäisistä että konsernin ulkopuolisista lähteistä. Molemmat sisältävät sekä oman että vieraan pääoman muodot.

Yritysten pääasiallinen rahoituslähde on sisäinen rahoitus, jolla tarkoitetaan tuottoja verojen jälkeen lisättynä poistoilla. Sisäisen rahoituksen laajamittainen hyväksikäyttö on luontevaa. Vaihtoehtona voidaan ajatella tuottojen täysimääräistä siirtoa osakkeenomistajille. Tällöin kaikki tarvittava lisärahoitus hankittaisiin jatkuvasti pääomarahoituksena. (Pike - Neale 1996, 346) Yritykselle tämä olisi epäedullista rahoituksen hankinnasta aiheutuvien kustannusten noustessa ja rahoituksen saatavuuden ollessa epävarmaa.

Oma pääoma on omistajien määräämättömäksi ajaksi sijoittama panos yritykseen. Seurauksena heille kuuluu päätösvalta yrityksessä yhtiösopimuksen ja yhteisöainsäädännön mukaisesti. Oma pääoma on omistajien riskirahoitusta yritykseen. Osingonjako on mahdollista ainoastaan jos muiden menojen ja voitonjakomaksujen jälkeen vapaata omaa pääomaa on jäljellä. Yrityksen näkökulmasta oman pääoman rahoitus lisää taloudellisen riskinoton mahdollisuuksia, toiminnallista joustavuutta ja liikkumavaraa. (Leppiniemi 1993, 72-74)

Vieras pääoma on ulkopuolisen tahon yritykseen tekemä määräaikainen sijoitus. Yritys maksaa korvauksen lainasta korkona ja palauttaa lainatun summan sijoittajalle sovitun aikataulun mukaisesti. Vieraan pääoman kustannus määräytyy vieraan pääoman sijoittajan tuottovaatimuksen eli koron sekä lainanhoitokustannusten perusteella.

3.2 Konsernin sisäiset rahoituslähteet

3.2.1 Yksikön oma tulorahoitus ja uudelleen sijoitetut tuotot

Ulkomaanyksikön tulorahoitus

Tulorahoitusta yritykseen saadaan myyntituloista ja muista säännöllisistä tuloista kuten vuokrista, koroista ja osingoista. Satunnaisia tuloja ovat esimerkiksi käyttöomaisuuden myynneistä saadut tulot ja yhteiskunnalta saadut avustukset. Oleellisin tulorahoituksen lähde on myyntitulot. Toimialasta riippuen satunnaisilla tuloilla saattaa olla suurikin merkitys tulorahoituksen muodostumisessa. Lähes kaikilla yrityksillä satunnaisten tulojen merkitys kasvaa toimintaa aloitettaessa, saneerattaessa tai lopetettaessa. Satunnaisten tulojen varaan se ei kuitenkaan voi pitkällä tähtäimellä perustaa toimintaansa. (Kokkonen 1995, 27)

Ulkomaanyksikkö saa tuloja konsernin ulkopuolelle suuntautuvasta tuotteiden ja palveluiden myynnistä. Tämän lisäksi oleellinen osa monikansallisen yrityksen toimintaa on eri maissa sijaitsevien ulkomaanyksiköiden hyödyntäminen koko konsernin eduksi. Tavanomaiset toimet konsernin eri yksiköiden välillä sisältävät raaka-aineiden, tuotteiden, taitotiedon ja palveluiden siirron yksiköstä toiseen. (Cravens 1997, 127) Näin ulkomaanyksiköllä on mahdollisuus hankkia tulorahoitusta yrityksen ulkopuolelle suuntautuvan kaupankäynnin lisäksi konsernin sisäisestä kaupasta. Sisäisen kaupan suoritteiden hinnoittelu tapahtuu pääosin markkinatilanteen perusteella määräytyvin hinnoin. Konserni pystyy jossain määrin vaikuttamaan konsernin sisäisen kaupan tulovirtoihin yli- ja alihinnoittelun avulla. Kuitenkin verolainsäädännöllisistä ja liikkeenjohdollisista syistä mahdollisuudet tähän ovat käytännössä pienet.

Cravensin (1997, 127,132-134) mukaan siirtohinnoittelu on sisäisten liiketoimien hinnoittelua. Siirtohinnoittelustrategia on osa kokonaisstrategiaa. Siinä huomioidaan rahoituskelliset, lainsäädännölliset ja operationaaliset puitteet. Siirtohinnoitteluun liittyvät strategiset tavoitteet voidaan jakaa verotuksellisiin, liikkeenjohdollisiin ja operationaalisiin tavoitteisiin.

Verolainsäädännöllä on rajoitetaan pitkälti yritysten mahdollisuuksia toteuttaa haluaansa siirtohinnoittelustrategiaa. Verotuksen minimoinnin tavoitetta on perinteisesti pidetty oleellisimpana yritysten siirtohinnoitteluun vaikuttavana tekijänä. Mikäli kaupankäynti tapahtuu maan rajojen ulkopuolelle, verotuksen lisäksi käytetyt siirtohinnat vaikuttavat esimerkiksi tullaushintoihin ja sitä kautta myös perittäviin veroihin. (Cravens 1997,133)

Kansainvälinenkin konserni on yksi kokonaisuus. Konserniyksiköiden sijaintivaltioiden verotusoikeuden toteutumisen varmistamiseksi eri maissa sijaitsevat yksiköt verotetaan kuitenkin erikseen kussakin sijaintivaltiossa. Veroviranomaisten vaatimukset ovat merkittävä tekijä konsernin sisäisen kaupan markkinaehtoiseen hinnoitteluun. Tällöin konsernin sisäisesti myytyjen tuotteiden hinta on sama kuin mitä hintaa käytettäisiin yrityksen ulkopuolelle tapahtuvassa kaupankäynnissä. Hinta voi olla myös muu hyväksyttävällä menetelmällä, kuten esimerkiksi kustannusperusteella laskettu hinta. (Tikka 1985 II, 27:1-2, 18)

Liikkeenjohdolliset siirtohinnoittelun tavoitteet liittyvät oikeudenmukaiseen tulokselisuuden arviointiin ja sitä kautta yritysjohton motivointiin ja koko konsernin tavoitteiden saavuttamiseen. Siirtohinnoittelun avulla voidaan toteuttaa myös strategisia toimenpiteitä esimerkiksi luomalla yksiköille kannustimia hankkia tuotteita tietyiltä konserniyksiköiltä. (Cravens 1997, 133-134) Siirtohinnoittelu toimii välineenä tuotosten allokointiin eri yksiköille. (Melvin 1995, 218)

Operatiiviset siirtohinnoittelun tavoitteet liittyvät kilpailukykyisen markkina-aseman ylläpitämiseen tai luomiseen. Tämä voi tapahtua hyödyntäen eri kansantalouksien ja rahoitusmarkkinoiden suhdanteita sekä lainsäädännön velvoitteita ja vapauksia. Siirtohinnoittelun avulla voidaan myös edesauttaa uuden yksikön suosiollisen imagon rakentamista. (Cravens 1997,134)

Uudelleen sijoitetut tuotot

Yksiköihin jätettävän tulorahoituksen osuus riippuu yksikön tuottavuudesta ja osingonjakopolitiikasta (Pike-Neale 1996, 464). Kansainvälisesti toimiva konserni koor-

dinoi ulkomaanyksiköidensä tuottoja eri projekteille eri yksiköissä. Hyvinkin toisistaan poikkeavat rahoitusta tarvitsevat hankkeet kilpailevat keskenään yrityksen sisäisestä rahoituksesta. (Stein 1997, 112,129,130)

Kriteerinä tulorahoituksen yksikköön jättämiselle ei ole ainoastaan yksikön tai sen projektin oma absoluuttinen kannattavuus. Rahoitus riippuu kannattavuudesta suhteessa muihin rahoituksen tarvitsijoihin eri konserniyksiköissä. Koordinoimalla tuottoja keskitetysti konserni kilpailuttaa yksiköitä ja edesauttaa sisäisen rahoituksen tehokasta hyväksikäyttöä. (Stein 1997, 112,129,130). Tulorahoituksen kotiuttamis päätöksen tekoon vaikuttavat ohjausnäkökulman lisäksi esimerkiksi valuuttakurssit. Tuottoja usein kotiutetaan ulkomaanyksiköiden sijaintimaan valuuttakurssien noustessa suhteessa kotimaan valuuttaan. Paikallisen valuutan ollessa heikko tuotot jätetään ulkomaanyksikön rahoittamiseen. (Baker 1998, 183)

Ruigrok ja Van Tulder (1995) ovat tutkimuksissaan selvittäneet maailman suurimpien yritysten ulkomaisten tuottojen kotiuttamista. Vaikka 40 sadasta suuryrityksestä ansaitsivat yli puolet tuloistaan ulkomaan myynnistä, yrityksistä vain 18 sijoitti suurimman osan tuotoistaan uudelleen ulkomailla. Näiden 18 yrityksen kotimaa oli suurimmassa osassa tapauksista jokin pienempi valtio, kuten Sveitsi, Ruotsi tai Hollanti.

1989-1994 suomalaiset yritykset kotiuttivat ulkomaisten investointiensa tuottoja enemmän kuin mitä ovat sijoittaneet uudelleen ulkomaanyksiköihinsä. Aikaisemmin 1980-luvun lopulla ennen lamaa sekä 1990-luvun puolen välin jälkeen tuottoja sen sijaan sijoitettiin runsaammin uudelleen ulkomailla. (Suomen Pankki 1998) Syynä lienee ollut yritysten voimakas kansainvälistyminen, taloudellisen tilanteen paraneminen ja tuottojen käyttö ulkomaisen kasvun rahoittamiseen.

3.2.2 Avustukset ja muu tytäryrityksen suora tukeminen

Suomen laki sallii tietyin ehdoin konsernin sisäisen avoimen tuloksentasauksen, jonka avulla suomalaisella emoyhtiöllä on mahdollisuus tukea kotimaisia konserniyksiköi-

tään. Lain mukaisia konserniavustuksia ja konsernitukia on kuitenkin mahdollista käyttää vain kotimaisten yksiköiden välisissä toimissa. (Tikka 1985 I, 18:3-13,16-18) Tikan (1985 II, 27:18,19) mukaan suomalaisella emoyrityksellä on joissain tapauksissa mahdollisuus antaa konserniavustuksen tyyppistä tukea ulkomaisille tytäryrityksilleen. Ilman ylimääräisiä veroseuraamuksia tämä on mahdollista esimerkiksi maksamalla ylihintaa ostetuista suoritteista. Ylimääräinen voitonsiirtoerä voitaneen katsoa emoyhtiön ulkomaiseen yksikköönsä tekemäksi pääomansijoitukseksi ja lukea emoyhtiön kirjanpidossa yksikön osakkeiden hankintamenon lisäykseksi. Sen sijaan toisin päin, voitonsiirtoa suomalaiselta yksiköltä ulkomaiselle emoyhtiölle ei ilman veroseuraamuksia ole mahdollista toteuttaa.

3.2.3 Pääomarahoitus emolta ja muilta konserniyhtiöiltä

Sisäisen pääomarahoituksen lähteet

Konserniyksikölle voidaan ohjata konsernin sisäistä pääomarahoitusta emoyhtiön tai muiden liiketoimintayksiköiden tulorahoituksesta. Pääomansijoitukset voidaan toteuttaa suoraan konserniyksiköltä toiselle. Vaihtoehtoisesti rahoitus voidaan ohjata konsernin organisaatioon kuuluvien rahoitusyksiköiden välityksellä, mikäli tällaisia yrityksessä on. Rahoitusyksiköiden konsernin sisäinen rahoitustoiminta perustuu liiketoimintayksiköiden rahoituksellisen yli- ja alijäämän keskitettyyn koordinointiin. Rahoitusta ohjataan yksiköille konsernin sisäisinä lainoina ja oman pääoman sijoituksina. Sisäisen rahoituksen lisäksi rahoitusyksiköt usein ohjaavat konsernin ulkopuolelta hankittuja varoja tuotantoyksiköille.

Luostarisen ja Welchin (1990, 166-177) mukaan yrityksen ulkomaanoperaatioiden lisääntyessä rahoituskysymykset tulevat yhä tärkeämmiksi. Hoitaakseen ulkomaisten tuotantoyksiköiden rahoituksen yritykset kansainvälistävät rahoitustoimintojaan perustamalla tarkoitusta varten omia yksiköitä ulkomaille. Yksi esimerkki tästä on emoyhtiön alaisuudessa toimiva konsernin oma holdingyhtiö. Suomalaisyritysten ulkomaisten holdingyhtiöiden sijaintiin ovat vaikuttaneet esimerkiksi paikalliset edulliset

verosopimukset kolmansien maiden kanssa, kehittyneet rahoitusmarkkinat ja hyvät liiketoimintaverkostot. (Kauppalehti 9.1.1998, 4)

Holdingsyhtiöiden päätehtävänä on toimia yritysten omistajana ilman omaa tuotannollista toimintaa (Luostarinen - Welch 1990, 166-177). Banerjee, Leleux ja Vermaelen (1997, 24) määrittelevät holdingsyhtiön ammattimaisesti johdetuksi organisaatioksi, jolla on omistuksessaan osakkeita tarkoituksenaan vaikuttaa näiden yritysten päätöksentekoon. Holdingsyhtiö toimii sekä rahoituksen välittäjänä että aktiivisena osakkeenomistajana. Konsernin elimellisenä osana toimivalla holdingsyhtiöllä on lähinnä konsernin organisaatorakennetta täydentävä rooli. Se huolehtii liiketoimintaa harjoittavan konsernin organisaatiosta ja rahoituksesta (Leppiniemi 1989, 15:10).

Ulkomaisen holdingsyhtiön perustamisen syitä rahoituksen kannalta ovat esimerkiksi emoyhtiön taseen rasittamisen välttäminen ja rahoitustarpeen kattaminen suoraan ulkomailta. (Nurmio 1986, 128-130) Rahoitusta voidaan hankkia kansainvälisiltä markkinoilta ilman että paikallisten rahoituslähteiden niukkuus on esteenä. Yksiköllä on sijaintinsa ja erityisen asiantuntemuksensa ansiosta paremmat mahdollisuudet edulliseen suuriakin rahamääriä käsittävään lainanottoon. (Luostarinen - Welch 1990, 166-177) Holdingsyhtiön olemassaolon verotukselliset syyt perustuvat lähinnä osinkojen ohjaukseen konsernille edullisella tavalla. (Nurmio 1986,128-130)

Sisäisen rahoituksen hinnoittelu

Oman pääoman ehtoisesti sijoitettuja varoja ovat osakepääoma tai muu sijaintimaan lainsäädännön sallima oma pääoma. Lähtökohtaisesti uusi ulkomaanyksikkö voidaan hankkia yrityksen omistukseen sijoittamalla siihen omaa pääomaa. Myöhemmässä vaiheessa, pääomantarpeen kasvaessa ja vieraan pääoman luonteisten sijoitusten lisääntyessä rahoitusrakennetta ja yksikön vakavaraisuutta voidaan tarpeen mukaan vahvistaa lisäämällä oman pääoman osuutta yksikössä.

Lainat ovat tärkein konsernin sisäisen pääomarahoituksen muoto. Lähtökohtana konsernin sisäisten lainojen hinnoittelulle on tavallisimmin markkinahinta. Markkinahintaisuuden periaatetta Nurmio (1986, 56) perustelee tehokkuusnäkökulmalla. Rahoit-

tuksen ehdot tulevat näin paremmin huomioitua. Edullisella konsernin sisäisellä lainalla tehdyt kannattamattomat investoinnit jäävät tekemättä. Konsernin sisäisen rahoituksen liiallisen ja harkitsemattoman käytön vaaroista mainitsee myös Stein (1997, 129-131). Hänen mukaan sisäistä rahoitusta koordinoitaessa sijoitusten kannattavuutta ja ehtoja on hyvä verrata myös konsernin ulkopuolisilta rahoitusmarkkinoilta saatavilla olevan rahoituksen ehtoihin.

Konsernin sisäisten lainojen korko perustuu lähinnä rahamarkkinoilla vallitsevaan korkotasoon. Markkinaehtoista korkotasoa määrittäessä tulee huomioida lainan määrä, aika, vakuudet, luottokelpoisuus jne. Pääsääntöisesti koron määrittäminen tapahtuu lainanantajan kotimaan korkotason perusteella. (Tikka 1985 II, 27:14,15)

Konsernin sisäisten lainojen kannattavuus- ja ohjausnäkökulman lisäksi huomioitavaksi tulee myös verolainsäädännön asettamat rajoitteet pääomatuottojen kotiuttamiselle. Tikan (1985 II 27:14,15,18) mukaan kansainvälisen yritysryhmän sisäisten lainojen ja korkojen käsittelyyn liittyy peruskysymyksenä se, onko lainasta maksettua korkoa pidettävä markkinaehtoisena. Perusteettomat ehdot sijoittajan tai sijoituksen saajan eduksi voidaan katsoa peitellyksi osingonjaoksi, josta sanktiona on mm. veronkorotuksen täytäntöönpano.

3.3 Konsernin ulkopuoliset rahoituslähteet

3.3.1 Jälkimarkkinakelpoinen rahoitus

Arvopaperimuotoinen laina lasketaan liikkeelle ensimarkkinoille. Arvopaperin ostanut osapuoli voi halutessaan myydä sen edelleen jälkimarkkinoilla. Korot ja lyhenykset maksetaan velkakirjan haltijalle. Arvopaperimuotoisen jälkimarkkinakelpoisen rahoituksen hankintaan ulkomaanyksiköllä itsellään ei useinkaan ole mahdollisuuksia. Julkisille jälkimarkkinakelpoisille osakemarkkinoille ja pitkäaikaisille velkakirjamarkkinoille pääsy edellyttää yleensä yrityksiltä suurta kokoa, riittävää tunnettuutta ja hyviä taloudellisia toimintaedellytyksiä (Leppiniemi 1994a, 111 sekä Leppiniemi 1994b, 122). Esimerkiksi konsernin emoyhtiö voi toimia markkinoilla hankkien ra-

hoitusta koko konsernin tarpeisiin. Ulkomaanyksikkö hyötyy yhteisesti hankitun rahoituksen ohjauksesta edelleen yksiköille.

Vieras pääoma

Jälkimarkkinakelpoiset luotot ovat haltijalle asetettuja velkasitoumuksia. Tavanomaisia jälkimarkkinakelpoisia lyhytaikaisen rahoituksen lähteitä ovat yritystodistukset. Yritys sopii pankin kanssa muutaman vuoden pituisesta yritystodistusohjelmasta, jonka mukaan velkakirjoja emittoidaan markkinoille. Käytännössä pankit ostavat todistukset yrityksiltä. Pitkäaikainen lainanotto rahoitusmarkkinoilta tapahtuu tavallisimmin pitkäaikaisten joukkovelkakirjalainojen muodossa. Velkakirjojen liikkeeseen laskun toteuttanut pankki tai muu yhteisö huolehtii tavallisesti lainaan liittyvistä toimenpiteistä mm. takaisinmaksun osalta. (Leppiniemi 1989, 4:27, 8:1,2 sekä Leppiniemi 1993, 88,90)

Kansallisille rahoitusmarkkinoille kotimaassa tai ulkomailla liikkeeseen lasketut lainat on suunnattu paikallisille sijoittajille pääsääntöisesti maan omassa valuutassa (Baker 1998, 288). Alhainen paikallinen korkotaso tai paikallisen valuutan devalvoituspaineet tekevät velanoton kansallisilta markkinoilta houkuttelevaksi. (Baker 1998, 183)

Lainojen korkotaso ja sitä kautta velkarahoituksen hinta muodostuvat riskittömästä korosta ja riskilisästä. Riskittömään korkoon vaikuttavat paikallinen lainsäädäntö, demografia, rahapolitiikka ja muut kansantalouden kysynnän ja tarjonnan vaikuttajat. Korkotason riskilisa muodostuu korvauksesta sijoittajalle tämän kantamasta lainan takaisinmaksuriskistä. Korkotasoa saattaa alentaa vakaa taloudellinen tilanne, kuten myös läheiset suhteet velkojien ja velallisten yritysten välillä. Joissain maissa on tavallista että valtio on mukana omistamassa yrityksiä. Valtion mukanaolo antaa varmuutta yrityksen taloudelliseen tuen saantiin laskusuhdanteessa. Sijoittajille tämä lisää varmuutta velan takaisinmaksusta. Osaltaan edulliseen korkotasoon voi vaikuttaa myös maakohtaiset erot yleisessä suhtautumisessa velkarahoituksen osuuteen yrityksissä. (Madura 1995, 548-550)

Kansallisten markkinoiden koko rajoittaa liikkeeseen laskettavien arvopapereiden määrää pienillä markkinoilla. Charpenterin (1996, 48,49) mukaan Suomessa kansalliset markkinat ovat ohuet, eikä velkakirjoihin sijoittajia ole aina tarpeeksi saatavilla. Lisäksi valtion suuri lainarahoituksen tarve on rajoittanut markkinoiden kehitystä. Yritykset ovat joutuneet harkitsemaan kansainvälisiä vaihtoehtoja jälkimarkkinakelpoisen velan hankinnassaan. Suurimmat, syvimät ja luotettavimmat kansalliset markkinat jälkimarkkinakelpoisen velan liikkeeseenlaskuun ovat Yhdysvalloissa. Ne tarjoavat monipuoliset mahdollisuudet varainhankintaan mm. laajojen maturiteetti-vaihtoehtojen ja optiomahdollisuuksien ansiosta.

Valuutan- ja koronvaihtosopimusten kehittyminen on helpottanut ulkomaisten rahoituslähteiden käyttöä. Sijoittajien maantieteellisen sijainnin ja sijoitusvaluutan merkitys on vähentynyt. Suurimmat yritykset ovat jo pitkän aikaa hankkineet edullista rahoitusta kansainvälisiltä markkinoilta. Kansainväliset eurovaluuttamarkkinat tarjoavat tunnetuimmille ja arvostetuimmille yrityksille tehokkaan vaihtoehdon. (Charpenter 1996, 48, 49) Velkakirjojen liikkeeseenlasku tapahtuu kansainvälisten välittäjäpankkien kautta. Nämä myyvät velkakirjat edelleen markkinoilla (Jain 1994, 158)

Kansainvälisten eurovaluuttamarkkinoiden päävaluutta on dollari, mutta myös muita valuuttoja käytetään. Transaktioiden koko on suuri. Kaupankäynti on luonteeltaan lyhyen ja keskipitkän aikavälin sijoittamista ja lainanottoa. Yrityksillä on mahdollisuus hankkia eurovaluuttamääräistä lainaa myös pitkälle aikavälille. Kansainvälisiltä eurovaluuttamarkkinoilta on usein saatavilla paikallisia markkinoita edullisempaa lainaa. Tämä johtuu mm. suurista kaupankäyntimääristä ja markkinoiden kontrollointikustannusten puutteesta. Perinteisesti eurovaluuttamääräisten lainojen kustannukset ovat hieman yli London Inter-Bank offered rate:n eli LIBORin. (Daniels - Radebaugh 1992, 306-310)

Eurobondit (*eurobonds*) eli eurovaluuttamarkkinoilta hankitut joukkovelkakirjalainat rahoitetaan eurovaluuttamarkkinoiden pitkäaikaisella rahoituksella (Baker 1998, 293). Ne eivät ole sidonnaisia jonkin tietyn maan sisäisiin markkinoihin, vaan ovat tarjolla useissa kaupankäyntipaikoissa ympäri maailman. Eurobondit ovat pääasiassa dollari-määräisiä lainoja. Lainaehdoista riippuen takaisinmaksun mahdollisuus on myös muissa valuutoissa. Tämä tarjoaa lainan ottajalle kanavan valuuttakurssiriskien ha-

jauttamiseen. (Daniels - Radebaugh 1992, 310-312) Eurobondien etuja ovat velkakirjojen jälkimarkkinakelpoisuus, korkomaksujen säännöllisyys ja sijoittajien veroedut. Eurobondit ovat suurille, korkean luottokelpoisuuden omaaville yritykselle tavallisesti kotimaisia velkakirjoja kustannuksiltaan ja joustavuudeltaan parempi vaihtoehto suureen lainanottoon. (Pike - Neale 1996, 483)

Globaalit joukkovelkakirjalainat (*global bonds*) ovat 1990-luvun vaihteessa kansainvälisille markkinoille tullut erittäin suureen lainanottoon tarkoitettu pitkäaikaisen velkarahoituksen muoto. Maturiteetti niillä on viidestä vuodesta aina neljäänkymmeneen vuoteen saakka. Kaupankäynti tapahtuu samanaikaisesti Lontoossa, New Yorkissa ja Tokiossa. (Baker 1998, 291-293)

Oma pääoma

Suppean omistuspohjan yrityksissä omaa pääomaa sijoittaneet osakkeenomistajat toimivat tavanomaisesti yrityksen johtotehtävissä. Yrityksen omistuspohjan ollessa laaja, yksittäisten omistajien panokset kokonaispääomasta ovat vähäisiä. Tavanomaisesti omistus ja johto on erotettu toisistaan. (Leppiniemi 1993, 73)

Yrityskoon kasvaessa laajasti omistetut yritykset usein listautuvat kotimaiseen pörssiin. Myöhemmin pääoman hankinnan tarve kasvaa ja kansainvälistymiskysymykset nousevat esille. Kuitenkin päätökselle pitäytyä listautuneena ainoastaan kotimaassa saattaa löytyä useita perusteita. Mittoon (1994, 23-25) mukaan kotimaassa pitäytymällä vältetään esimerkiksi lisääntyvien raportointi- ja tiedotusvelvollisuuksien vaatimuksilta. Pienemmillä yrityksillä pääomantarve pystytään kattamaan kotimaisilla markkinoilla eikä kansainvälinen listautuminen ole tarpeellista.

Kansainvälisen kaupankäynnin ja investointien rahoittamiseksi listautuminen ulkomaiseen pörssiin on osa suurten yritysten kansainvälistä rahoitusstrategiaa (Mittoon 1994, 30). Maailman suurimmat kansainväliset arvopaperipörssit sijaitsevat Lontoossa, New Yorkissa ja Tokiossa. Ne tarjoavat yrityksille mahdollisuudet osakkeiden tehokkaaseen kaupankäyntiin suhteellisen alhaisin transaktiokustannuksin. (Daniels - Radebaugh 1992, 314,315) Listautumispäätökset useampaan kuin yhteen ulkomaiseen

pörssiin tehdään rajakustannuksia ja -hyötyjä vertailemalla. Listautuminen useampaan ulkomaiseen pörssiin tuo kuitenkin usein vain vähän hyötyjä verrattuna kustannuksiin. (Mitto 1994, 30)

Pääosa ulkomailla listautumisen hyödyistä on syntynyt pääsystä ulkomaisille rahoitusmarkkinoille, omistus pohjan laajentamisesta ja osakkeiden vaihdannan kasvusta. Lisäksi yritysten näkyvyys kansainvälisille sijoittajille lisääntyy. (Mitto 1992, 58,59) Listautumiseen ja osakeantiin liittyvä julkisuus edesauttaa yrityksen ja sen tuotteiden tunnettuutta ja kaupallista menestystä markkinoilla. (Modén - Oxelheim 1995, 17-21) Sijoittajille ulkomaiset annit signaloivat yrityksen uusia, lupaavia kaupallisen menestymisen mahdollisuuksia. (Mitto 1994, 26 sekä Modén - Oxelheim 1995, 22-24). Suurimpina ulkomailla listautumisen haittoina on nähty raportointivaatimusten lisääntyminen sekä erinäisistä asiantuntija- ja palvelupalkkioista sekä listautumismaksuista aiheutuneet kustannukset. (Mitto 1992, 58,59)

Teollisuusmaiden ulkopuolella rahoitusmarkkinat ovat usein pankkirahoitukseen keskittyneitä ja valtion tiukassa kontrollissa. Oman pääoman markkinat voivat kuitenkin tarjota yrityksille mahdollisuuden rahoittaa ulkomaanyksikkönsä perustamista ja samalla hankkia pääsyn paikallisille rahoitusmarkkinoille. Pienten paikallisten rahoitusmarkkinoiden hyödyntämisen esteenä voivat kuitenkin olla esimerkiksi suhdannevaihteluiden suuri vaikutus pääoman hankintaan, korkomuutokset, markkinoiden lisääntelyn tarve sekä markkinoiden pienuudesta johtuva epävakaa toiminta. (Daniels - Radebaugh 1992, 318)

3.3.2 Pankit ja vakuutusyhtiöt

Pankit ja vakuutusyhtiöt ovat rahoituslaitoksia, jotka sijoittavat suuria määriä varallisuutta yrityksiin sekä omana että etenkin vieraana pääomana. Vakuutusyhtiölainat perustuvat joko takaisinlainaukseen tai vakuutusyhtiöiden omaan sijoitustarpeeseen. Lainoja on sekä lyhyt- että pitkäaikaisia. Takaisinmaksulainat ovat usein maturiteetiltaan 5-10 vuotta. Vakuutusyhtiölainoja yleisemmin käytetyt pankkilainat ovat usein lyhennyssuunnitelman mukaan takaisin maksettavia tai kertalyhenteisiä bullet-lainoja.

Maturiteettivaihtoehtoja pankkilainoilla on tarjolla useita. (Leppiniemi 1989, 8:2 ja 1994a, 111)

Pankkien tehdessä päätöksiä lainan annosta yrityksille huomio kohdistuu yrityksen itsensä sisältämiin riskeihin sekä siihen, mitä muita riskejä pankille aiheutuu rahoituksen järjestämisestä. Tarkastelussa vaikuttavat arviot yrityksen taloudellisesta tilasta ja sen asemasta markkinoilla sekä liiketoiminnan vahvuudet ja heikkoudet. Lisäksi lainansaannin ehtona ovat usein riittävät vakuudet takaisinmaksusta. Riskianalyysin lisäksi pankin päätös lainan myöntämisestä perustuu asiakastuoton odotukseen. Yrityksellä, joka käyttää laajasti pankin palveluita ja on pankille tuottava asiakas, on mahdollisuus tavallista edullisempaan lainanottoon. (Kavanterä 1992, 19-25)

Yritysten taustan ollessa rahoituslaitosten sijoituspäätöksenteon vaatimassa kunnossa, rahoituslaitosten lainarahoitus on helppo ja joustava keino hankkia rahoitusta yrityksen toimintaan. Pankkitoiminnan kansainvälisyys, pankkien ulkomaiset sivukonttorit ja yhteistyökumppanit tarjoavat monikansallisille yhtiöille mahdollisuudet hyödyntää pankkipalveluita kotimaan lisäksi myös ulkomailla kansallisilla ja kansainvälisillä markkinoilla. Rahoituslaitoksilta saatava tilimuotoinen rahoitus on periaatteessa kaikkien konserniyksiköiden ulottuvilla.

Kansalliset pankkilainat

Suomalaisyrittäjien vieraan pääoman rahoituslähteenä kotimaiset pankit ovat tärkeimpiä, vaikka vakuutusyhtiöillä onkin merkittävä osuus teollisuusyritysten velkarahoituksesta. Nämä suomalaiset rahoituslaitokset ovat keskittyneet lainanantoon kotimaan valuutassa. Kotimaiset rahoituslähteet ovat etenkin pienempien yritysten hyödyntämiä. (Keloharju - Niskakangas 1997, 4-5,17) Pääasiassa kotimaassa toimivat yritykset käyttävät ensisijaisesti rahoituslähteenään kotimaista pankkilainaa (Charpentier 1996, 48). Suurimmat yritykset asioivat sen sijaan enimmäkseen ulkomaisten pankkien kanssa hyödyntäen ulkomaanvaluuttamääräisiä lainoja (Keloharju - Niskakangas 1997, 4-5,17).

Kansalliset rahoitusmarkkinat kotimaassa ja ulkomailla ovat pitkälti riippuvaisia maan sisäisestä politiikasta ja taloudellisista paineista. Tämä nousee esille esimerkiksi inflaation vaikuttaessa korkotasoon ja valuutan devalvoitumisen riskiin. Lisäksi velanotossa ulkomaisilta yrityksiltä saatetaan kansallisilla markkinoilla vaatia erityistakuuta. (Daniels - Radebaugh 1992, 304-306)

Kansallisilla markkinoilla on omat erityispiirteensä myös pankkirahoituksen osalta. Esimerkiksi Danielsin ja Radebaughin (1992, 304-306) mukaan paikallisten pankkien asema saattaa olla niin voimakas etteivät kansainväliset pankit pysty tai niille ei ole kannattavaa etabloitua paikallisille markkinoille. Tällöin yritysten on hankittava tarvittava rahoitus ulkomaanyksiköilleen paikallisilta pankeilta. Joissain tapauksissa puolestaan ulkomaisten yritysten mahdollisuudet paikallisten rahoitusvaihtoehtojen hyväksikäyttöön ovat rajoitetut, koska ulkomaisten yritysten halutaan esimerkiksi tuovan nk. kovaa valuuttaa maahan. Ulkomaiset yritykset ovat tällöin pakotettuja rahoituksen ohjaamisen osalta erityisjärjestelyihin kansainvälisten pankkien kanssa päästäkseen paikallisille rahoitusmarkkinoille yhteistyöhön paikallisten pankkien kanssa.

Kansainväliset pankkilainat

Suuri osa kansainvälisistä luotoista on eri pankkien muodostaman ryhmittymän eli syndikaatin myöntämiä. Syndikaatti toimii lainan rahoittajana kun lainattava summa on liian suuri yksittäisen pankin myönnettäväksi. (Grabbe 1996, 255,256) Lainan kokonaismäärä jaetaan osuuksiin, jotka syndikaattiin osallistuvat pankit merkitsevät itselleen. Pankit voivat myöhemmin myydä lainaosuutensa edelleen markkinoilla. (Hiljander 1997, 77)

Charpenterin (1996, 48) mukaan Suomen ohuilla rahoitusmarkkinoilla suuremmille lainoille on jälkimarkkinakelpoisen rahoituksen hankintaa parempi vaihtoehto usein syndikoidut luotot pankeilta. Ne tarjoavat kustannuksiltaan edullista lainaa pitkilläkin maturiteeteilla. Lisäksi syndikoidujen luottojen markkinat eivät reagoi väliaikaiseen tuottojen heilahteluun yhtä herkästi kuin esimerkiksi joukkovelkakirjalainojen markkinat. Syndikoidut luotot ovatkin suomalaisten yritysten paljon käyttämä rahoitus-

muoto. Yritykset ovat suosineet erityisesti nk. valmiusluottoa, jossa lainasumma on tarpeen mukaan vapaasti nostettavissa ja takaisin maksettavissa.

3.3.3 Yksittäiset ja institutionaaliset pääoman sijoittajat, rahoitusyhtiöt

Yksittäiset pääomansijoittajat

Arvopaperimarkkinoille julkiseen liikkeeseen laskettujen velkakirjojen tai osakeannin vaihtoehtona voidaan mainita suunnattu anti määrätylle sijoittajajoukolle. Lainaehdoista osapuolet neuvottelevat usein suoraan. Tämä tarjoaa yritykselle mahdollisuuden pienempiinkin sijoituseriin erityisehdoilla. Ennalta tunnetulle sijoittajajoukolle tarkoitettujen arvopapereiden heikkoutena sijoittajien kannalta on arvopaperin heikko vaihdettavuus ja suuremmat riskit. Sijoittajilla onkin vaatimus julkisesti vaihdettavia arvopapereita suurempiin tuottoihin sijoittamalleen pääomalle. (Brealey-Myers 1996, 391-402)

Yritykset voivat halutessaan rahoittaa ulkomaanyksiköitään ottamalla mukaan pääomaa sijoittavan yhteistyökumppanin tai kumppaneita konsernin ulkopuolelta. Etenkin ulkopuolisen oman pääoman sijoittajan mukaan tulo on yksi ulkomaanyksikön keskeisimmistä strategisista päätöksistä. Maduran (1992, 540-542) mukaan täysin omistetussa ulkomaanyksikössä yrityksellä on päätösvalta kokonaan itsellä. Näin välttyään mahdollisilta useiden eri omistajien eturistiriidoilta. Ulkomaanyksikön osalta voidaan keskittyä ainoastaan yhden omistajan kannasta edullisten ratkaisujen toteuttamiseen. Joissain maissa kuitenkin yritykset joutuvat esimerkiksi lainsäädännön niin vaatiessa ottamaan mukaan paikallisia pääoman sijoittajia.

Suuret yritykset suosivat usein kokonaan omistettuja ulkomaanyksiköitä varmistaakseen yrityksen omiin tavoitteisiin sopivan toiminnan. Konsernin ulkopuolisen pääomansijoittajan mukaan ottamisella on kuitenkin etuja, joita kokonaan itse omistetulla yrityksellä ei voida saavuttaa. Etuja ovat esimerkiksi pääomansäästöt ja jaettu riski. Paikallisuutta voidaan hyödyntää imagokysymyksissä, yhteistyökumppanin tiedon ja kokemuksen hyväksikäytössä ja lainsäädännöllisten velvoitteiden täyttämässä. Hai-

toista voidaan mainita mm. yrityskulttuurien erot ja omistusosuuksien jakamisesta johtuvat pienemmät voitot. (Luostarinen-Welch 1990, 156-164)

Larimon ja Pynnösen (1996, 15) tutkimuksissa suomalaisten yritysten ulkomaisten investointikohteiden omistusjärjestelyihin ovat eniten vaikuttaneet kohdemaakohtaiset ja investointistrategiaan liittyvät tekijät. Maakohtaisiin vaikuttajiin sisältyvät mm. kulttuurierot, investoinnin taloudellisten panosten koko ja kohdemaan talouden kasvuodotukset. Toiseen tärkeimpään vaikuttajaan, investointikohteen strategiaan päätöksiin sisältyvät investoinnin tarkoitus ja suhteellinen koko huomioidaan myös omistajuussuhteista päätettäessä.

Rahoitusyhtiöt

Tavallisimpiin rahoitusyhtiöiden investointien rahoittamiseksi tarjotaan vaihtoehtoihin kuuluvat vuokrasopimuksen luonteinen leasingrahoitus sekä investointirahoitus, jossa omistusoikeus siirtyy vuokra-ajan kuluttua rahoitusyhtiöltä yritykselle (Teollisuuden ulkoiset rahoituslähteet 1994, 43-48).

Rahoitusyhtiöiden avulla yrityksillä on mahdollisuus hankkia yksiköidensä käyttöön kallista käyttöomaisuutta ilman varojen mittavaa sitomista hankkeeseen. Rahoitusyhtiön kanssa tehdyn sopimuksen mukaan yritys maksaa vuokraa vastaavan korvauksen kohteen käytöstä omaan tarkoitukseensa. (Linnainmaa 1994, 195) Käyttöomaisuutta ulkomaanyksiköihin voidaan hankkia tekemällä leasing-sopimuksia paikallisten, kotimaisten tai kansainvälisten rahoitusyhtiöiden kanssa. Kansainvälinen leasingtoiminta sisältää myös ulkomaanyksiköiden perustamisen rahoitusyhtiön asiakkaana olevan yrityksen puolesta. Sopimuksen kohteena voivat olla esimerkiksi koneiden, laitteiden tai taitotiedon vuokraus asiakasyritykselle. (Agarwal - Ramaswami 1992, 10,11)

Institutionaaliset rahoituslähteet

Yrityksille on saatavilla suorasti ja epäsuorasti julkista rahoitusta maailmanlaajuisesti, alueellisesti ja paikallisesti toimivista lähteistä. Nämä julkiset rahoittajat sijoittavat

hankkeisiin, jotka edistävät yleistä hyvinvointia ja kehitystä. Rahoituksen saajana voi olla konserni tai sen osa.

Bakerin (1998, 270-281) mukaan kansainvälisistä rahoittajista Yhdistyneiden Kansakuntien perustama Maailmanpankki -ryhmä (*the World Bank Group*) on merkittävin. Ryhmän kattojärjestö Maailmanpankki myöntää lainoja Yhdistyneiden Kansakuntien jäsenmaiden taloudellista kehitystä tukeviin kohteisiin. Rahoitus myönnetään yleensä valtioille, jotka solmivat tarvittavat sopimukset yritysten kanssa projektin toteuttamiseksi. Yritykset saavat rahoitusta vain välillisesti projektien kautta. Maailmanpankin alaorganisaatiot myöntävät lainoja kehityshankkeisiin sekä valtioille että suoraan yrityksille. Yritykset hyötyvät rahoituksesta joko välillisesti valtioiden projektien toteuttajina tai suoraan vieraan pääoman rahoituksena yrityksen hankkeisiin.

Euroopan Unioni kanavoi rahoitusta erilaisiin alueen kehittämistä tukeviin kohteisiin. Suurilla yrityksillä on mahdollisuus saada rahoitusta lähinnä välillisesti jäsenmaiden tekemien investointien toteuttajina. Suorat avustukset ja lainat on suunnattu pääasiassa pienten ja keskisuurten yritysten tukemiseen. (Yritys Euroopassa 1995, 133-155)

Valtiot myöntävät suoraan rahoitusta yrityksille pääasiassa alueellista kehitystä edistäviin hankkeisiin. Pohjoismaissa mm. Pohjoismaiden Investointipankki (*Nordiska Investeringsbanken*) myöntää lainoja pohjoismaiden yhteisten etujen mukaisten projektien ja viennin rahoittamiseen. Se pyrkii edistämään taloudellista yhteistyötä pohjoismaissa ja tukemaan esimerkiksi ympäristöön tai alueelliseen kehitykseen suuntautuvia yleishyödyllisiä hankkeita. Vaikka painopiste on investoinneissa pohjoismaihin, se myöntää rahoitusta myös kansainvälisiin hankkeisiin. (Teollisuuden ulkoiset rahoituslähteet 1994)

4 ULKOMAANYKSIKÖN RAHOITUSLÄHTEIDEN VALINTAAN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

4.1 Konsernin rahoituspolitiikka

Yrityksen rahoituspolitiikka on tärkeiden rahoituksen hoitoon liittyvien päämäärien muodostamista. Keskeisinä osa-alueina Leppiniemi (1994a, 111-112) mainitsee rahoituslaitospolitiikan ja rahoitusmarkkinapolitiikan. Tällöin päätetään yrityksen käyttämistä rahoituslaitoksista sekä rahoituksen hankinnan lähteistä. Oleellisena osana rahoituspolitiikkaan kuuluu myös yrityksen rahoituksen päätöksenteon organisoiminen ja rahoitusriskien hallinnan periaatteiden määrittäminen.

Konsernin sisäinen rahoitus on yritysten ensisijainen rahoituslähde (esim. Corbett - Jenkinson 1997, 69-93). Tämä rahoitus onkin helposti kaikkien taloudellisesti menestyvien yritysten ja sen yksiköiden saatavilla. Konsernin sisäisen rahoituksen täydentämiseksi yrityksen tulee kuitenkin harkita myös konsernin ulkopuolisia rahoitusvaihtoehtoja.

Johnson (1997, 66-67) esittää yritysten käyttävän useita eri rahoituslähteitä. Syynä pankkirahoituksen käyttöön on esimerkiksi lainaehtojen uudelleen neuvottelemisen mahdollisuus. Jotkut yritykset suosivat julkista jälkimarkkinakelpoista velanottoa pankkirahoituksen sijaan. Näillä yrityksillä on esimerkiksi keskimääräistä edullisemmat informaation hankinnasta ja tuottamisesta aiheutuvat kustannukset. Lisäksi alhaiset monitorointikustannukset ja pieni todennäköisyys ryhtyä sijoittajille epäedullisiin toimenpiteisiin edesauttaa valintaa. Konsernin ulkopuolisen rahoituksen osalta Hei-Wai ja Gentry (1995, 413) ovat havainneet yrityksen taloudellisen menestyksen vaikuttavan konsernin ulkopuolisen rahoitusmuodon valintaan. Hyvin menestyvä yritys hankkii ulkopuolisen rahoituksen mieluummin suorana velkana vaihtovelkakirjalainojen tai osakeannin sijaan (Hei-Wai - Gentry 1995, 413).

Kansainvälisessä rahoitussuunnittelussa Äijö (1991, 42,46,55,127-130) näkee tärkeäksi yrityskohtaisten tekijöiden, kuten yrityksen koon ja toiminnan luonteen lisäksi

huomioida kansainvälisen rahoitussuunnittelun erityispiirteet. Näitä ovat mm. maakohtaiset poliittiset ja taloudelliset riskit. Lisäksi paikalliset rahoitusmarkkinat, verotukselliset erot, voitonsiirron rajoitukset, valuuttariskit ja valuuttarajoitukset sekä lain-säädäntö ovat tärkeitä erityistekijöitä.

Erityisesti ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät voidaan jaotella esimerkiksi viiteen eri ryhmään. Näitä ovat rahoitustoiminnan organisointi, paikallisen rahoitusympäristön ja yrityksen yhteistyökumppaneiden vaikutus sekä verotukselliset ja maakohtaiset erityistekijät. Yrityksen omat rahoituspoliittiset linjaukset ratkaisevat suhtautumisen näihin ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttaviin tekijöihin.

4.2 Yrityksen rahoitustoimien organisointi ja päätöksenteko

4.2.1 Keskitetty ja hajautettu päätöksenteko

Ulkomaanyksikön rahoituspäätökset voi tehdä ulkomaanyksikkö itse, emoyhtiö tai rahoitustoiminnot voidaan organisoida tehtäväksi koko konsernissa keskitetysti. Päättävältä on tällöin hajautettua, keskitettyä tai jokin näiden välimuoto. Hajautetussa vaihtoehdossa ulkomaanyksikkö toimii itsenäisesti. Se raportoi ratkaisuisistaan emoyhtiölleen, joka ohjailee päätöksentekoa ainoastaan suuntaa-antavasti. Keskitetyssä päätöksenteossa ulkomaanyksikkö toimii emoyhtiön ohjeiden mukaisesti. (Daniels - Radebaugh 1992, 733,734)

Ulkomaanyksiköiden rahoituksen keskittäminen vaatii yritykseltä panostusta ulkomaanyksiköiden rahoitustilanteiden seurantaan. Esimerkiksi varoja kotiutettaessa rahoitusrakenne yksiköissä saattaa muuttua voimakkaasti velkarahoituksen osuuden kasvaessa. (Baker 1998, 183) Keskitettyyn rahoitustoimintoon konsernissa liittyviä etuja ovat mm. skaalaedut matalampien korkojen ja edullisempien lainaehtojen muodossa. Yrityksen omien rahoitusasiantuntijoiden palvelut sekä konserninlaajuisen rahoitussuunnittelun edulliset kokonaisvaikutukset yksiköissä lisäävät hyötyjä. Vastavasti rahoituspäätösten hajauttaminen säilyttää rahoituksen taitotietoa yksiköissä,

mahdollistaa yksityiskohtaisempien ratkaisujen tekemisen ja yksiköiden keskitettyä ratkaisua paremman sitoutuminen niihin. Paikallinen rahoitusmarkkinatietous säilyy ja sitä voidaan hyödyntää rahoituksen hankinnassa. (Andersson - Engvall 1984, 23,24)

Suuret kansainväliset teollisuusyritykset ovat pitkälti keskittäneet rahoituksellisen johdon. Kasanen et al (1997, 32) mukaan suurissa yrityksissä konsernin rahoitustoiminnot on erotettu omaksi organisaatioyksikökseen taloushallinnon yhteyteen. Yrityksen koko, rakenne sekä ohjausfilosofia vaikuttavat merkittävässä määrin rahoitustoimintojen organisointiin. Pienemmissä yrityksissä erillisen rahoitusyksikön perustamiseen ei ole tarvetta eikä mahdollisuuksia. Toiminnosta huolehditaan osana muita taloushallinnon tehtäviä.

Keskitetyn rahoitustoiminnon avulla on yrityksen hajautettua ratkaisua paremmat mahdollisuudet hankkia ja koordinoida varoja eri yksiköiden välillä. (Crevoisier 1997, 410 sekä Leppiniemi 1994a, 112). Usein rahoitustoimintoja on keskitetty rahoituksen hankinnan, kassavarojen hallinnan ja valuuttakauppojen osalta (Kasanen et al 1997, 32). Lisäksi päätökset yksiköihin uudelleen sijoitettavista tuotoista sekä osakepääoman korotuksesta tehdään keskitetysti konsernin rahoitusyksikössä (Andersson - Engvall 1984, 24,26).

Suurimmissakin yrityksissä konserniyksiköt voivat tehdä omaa liiketoimintaansa koskevat päätökset suhteellisen vapaasti. Liiketoimintayksiköille voidaan säilyttää vastuuta myös kiinteästi omaan toimintaansa liittyvästä rahoituksen hallinnastaan (Kasanen et al 1997, 32, 35). Tällöin yksiköille annetaan päätäntävaltaa pienempimuotoiseen, lähinnä vieraan pääoman hankintaan. Konserni asettaa yksiköilleen rajat, joiden puitteissa yksiköillä on mahdollisuus hankkia itsenäisesti rahoitusta paikallisilta markkinoilta olematta ensin yhteydessä konsernin rahoitusyksikköön. (Andersson - Engvall 1984, 24,26) Suuri konserni pystyy omalla rahoituksellisella asemallaan varmistamaan helposti ulkomaanyksiköiden paikallisten lainojen saatavuuden (Crevoisier 1997, 410).

4.2.2 Konsernin sisäiset pankit

Konsernin rahoitusyksikön keskeisenä tehtävänä on rahoituksen ja riskienhallinnan kehittäminen yrityksessä. Konsernin sisäinen pankkitoiminta on osa rahoitusyksikön toimintaa. (Kasanen et al 1997, 37) Konsernin sisäiset pankit (*corporate bank*) toimivat konserniyksiköiden pankkina eli varojen säilyttäjänä ja välittäjänä. Ne koordinoivat konsernin sisäistä rahoitusta ja toimivat konsernin edustajana kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. (Ankorm 1994, 64)

Suurissa yrityksissä konsernin sisäisten ja ulkopuolelta hankittujen varojen koordinointi yksiköille tapahtuu konsernitilejä hyväksi käyttäen. Leppiniemen (1989, 11:6) mukaan yhdessä tai useammassa pankissa olevien konsernitilien avulla yksiköiden juridisesti itsenäinen rahoituksen hallinnointi voidaan yhdistää konsernin yhteisen rahoituksen koordinoinnin etuihin. Konsernitili muodostuu konsernin rahoitusyksikön hallinnassa olevan päätilin ja tarvittavien alatilien kokonaisuudesta. Itsenäisten konserniyksiköiden positiiviset ja negatiiviset saldot yhdistyvät yhteiseksi rahoitusmaksaksi.

Ankromin (1994, 64,65) mukaan suuryritysten konsernin sisäiset pankit ovat päätöksentekoa ohjaava elin. Ne vastaavat laajamittaisten pääomanhankintojen käytännön toteuttamisesta ja varojen koordinoinnista konserniyksiköille. Sisäisen pankin konsernin sisäiset toiminnot käsittävät esimerkiksi yksiköiden kassavirtojen, saatavien ja velkojen konsolidoinnin sekä yksiköiden valuuttakurssiriskeiltä suojaamisen. Lisäksi se toimii konsernin ulkopuolisten saatavien perijänä ja velkojen maksajana liiketoimintayksiköiden puolesta.

Suurissa yrityksissä sisäinen pankki voi olla erillinen yhtiönsä, joka kilpailee konsernin ulkopuolisten pankkien kanssa yksiköiden rahoitustarpeiden kattamisesta. Periaatteena on usein sisäisen pankin etuoikeus lainanantoon liiketoimintayksikölle, mikäli ulkopuolelta saatava rahoitus ei ole edullisempaa. (Kasanen et al 1997, 37) Sisäisenä pankkina toimiminen voi olla myös oleellinen osa konsernin oman holdingyhtiön toimintaa. Lisäksi sisäisenä pankkina voi toimia jokin tuotannollinen yksikkö. Sisäinen pankki toimii useimmiten verotuksellisesti edullisessa maassa kuten Hollannissa,

Belgiassa tai Irlannissa. Pankin toimintaa helpottaa sijaintimaan lainsäädännöltään ja verotukseltaan edullinen ympäristö. Ulkomaan valuutan ja pääomanliikkeiden kontrollointi tai korkea verotus eivät saa olla esteenä. Lisäksi edullinen pääsy eurovaluuttamarkkinoille on tärkeää. (Ankrom 1994, 64)

4.2.3 Rahoituksen organisoinnin vaikutus rahoituslähteisiin

Saatavilla olevat rahoitusvaihtoehdot ovat rajoitetut konsernin ulkomaanyksiköiden hankkiessa täysin itsenäisesti tarvitsemansa konsernin ulkopuolisen rahoituksen. Mikäli tehokkaasti toimivaa tulorahoituksen ohjausta konserniyksiköltä toiselle ei ole käytössä, sisäisen rahoituksen osalta merkittävintä on yksikön itsensä aikaansaama tulorahoitus. Yksittäisellä liiketoimintayksiköllä ei ole mahdollisuutta laajamittaiseen lainanottoon. Se ei pysty ilman emoyhtiön myötävaikutusta neuvottelemaan yhtä edullisia lainaehtoja kuin mihin koko konsernilla on mahdollisuudet yhdistäessään rahoituksellisen voimansa. Toki yksittäisellä yksikölläkin voi olla hyvät paikalliset pankkisuhteet ja emoyhtiön takaus myötävaikuttamassa edullisen rahoituksen hankintaan.

Yrityksessä, jossa rahoitustoiminnot on johdettu keskitetysti, voidaan hyödyntää paikallisiakin rahoitusmarkkinoita yksikön tai koko konsernin eduksi. Keskitetyn konsernin rahoitustoiminnon avulla konsernilla on suurten lainamäärien, kiinteiden pankkisuhteiden ja erityisasiantuntemuksensa avulla mahdollisuudet edulliseen rahoituksen hankintaan konsernin ulkopuolelta (Ankrom 1994, 65). Rahoituksen se voi ohjata edelleen konsernin sisäisesti yksiköille. Lisäksi keskitetty rahoitustoiminto mahdollistaa tehokkaan varojen koordinoinnin yksiköiden kesken. Konsernin sisäiset rahoitusjärjestelyt ovat tavallisia ulkomaanyksiköiden rahoittamisessa.

4.3 Paikallinen rahoitusympäristö

4.3.1 Rahoitusrakenteen muotoutumisen erityispiirteet

Kansainvälisten yritysten eri maissa sijaitsevien ulkomaanyksiköiden rahoitusrakenne voi poiketa huomattavasti koko konsernin rahoitusrakenteesta. Merkittävimpinä syinä maa- ja yksikkökohtaisiin rahoitusrakenteiden eroihin voidaan mainita esimerkiksi tuottojen vaihtelut, velkarahoituksen hinta, maariskille altistuminen ja valuuttakurssiriskit. (Baker 1998, 183) Lisäksi paikallisilla viranomaisilla ja yhteistyökumppaneilla on usein vaatimuksensa yksiköiltä vaadittavasta vakavaraisuudesta. Rahoitusmahdollisuuksia saattaa rajoittaa paikallinen lainsäädäntö esimerkiksi ulkomaisen pääoman käytön osalta.

Kansainväliset yritykset hyödyntävät edullisia paikallisia rahoitusmarkkinoita rahoituksen hankintaan. Velkarahoituksen osuus ulkomaanyksikössä helposti kasvaa. (Madura 1995, 554) Konsernilla on mahdollisuus kompensoida tilanne rahoittamalla muualla, korkeiden korkojen maassa sijaitsevaa yksikköään omalla pääomalla. Rajoitteeksi paikallisen rahoitusrakenteen erityisjärjestelyille koko yrityksen rahoitusrakenteen tavoitteiden saavuttamiseksi voivat kuitenkin muodostua paikallisten sijoittajien ja yhteistyökumppaneiden näkemykset yksiköiden erikoisesta rahoitusrakenteesta sijaintimaassaan. (Kaen 1995, 917,918)

Korkean maariskin maissa Madura (1995, 554) suosittaa mittavaa vieraan pääoman hankintaa paikallisilta rahoituslaitoksilta. Velkarahoitus sitoo paikallisten rahoituslaitosten intressit ja neuvotteluvoiman yrityksen toiminnan edistämiseen. Lisäksi ulkomaille maksettavien lainakulujen hoito saattaa olla hankalaa.

Valuuttakurssien vaikutuksesta ulkomaanyksiköiden rahoitusrakenteeseen voidaan mainita tuottojen heilahtelulta suojautumisen. Yrityksen arvioidessa paikallisen valuutan arvon muuttuvan, sillä on mahdollisuudet valmistautua esimerkiksi aleneviin konsernin sisäisen rahoituksen tuottoihin. Tämä tapahtuu rahoittamalla yksikköä paikallisella velkarahoituksella, jolloin yksikön tuotot ja korkokulut ovat samassa valuutassa. (Madura 1995, 554) Haittapuolena on yksikön maksamien korkojen päätyminen

konsernin ulkopuoliselle taholle, joten järjestely on erityisen edullinen suuria valuuttakurssimuutoksia odotettaessa. Toisaalta valuuttakurssiriskien hallintaan on markkinoilta saatavilla instrumentteja, eikä paikallisen konsernin ulkopuolisen rahoituksen käyttöön välttämättä tarvitse ryhtyä.

4.3.2 Rahoitusmarkkinoiden normit

Yritysten optimaalinen pääomarakenne määrittyy pitkälti paikallisten rahoitusmarkkina-vaikuttajien kuten pankkien ja suurten sijoittajien näkemysten pohjalta. Eri maissa on omat, paikallisten rahoitusmarkkinoiden normit hyväksyttävälle toiminnalle. Ulkomaanyksikön paikallista rahoitusrakennetta muotoiltaessa on havaittu maakohtaisilla normeilla hyväksyttävästä rahoitusrakenteesta olevan vaikutusta (Baker 1998, 184).

Maissa kuten Saksa, Japani tai Ruotsi perinteisesti ajatellaan pankkirahoituksen ja yksittäisten sijoittajien merkityksen olevan yrityksille suuri. Näillä markkinoilla yritysten rahoituksellisen taustan katsotaan olevan usein vakaa ja yrityksillä on suuri velkarahoituksen osuus luomassa vipuvaikutusta tuotoille. Yritysten noudattaessa ulkomaanyksiköidensä rahoittamisessa maakohtaisia normeja ulkomaanyksikön rahoitusratkaisut hyväksytään paremmin paikallisilla rahoitusmarkkinoilla. Lisäksi ulkomaanyksikön tuottavuutta ja rahoitusriskejä on helpompi vertailla yksikön sijainmaan muihin yrityksiin. (Baker 1998, 184)

Corbett ja Jenkinson (1997, 69-93) ovat tutkineet yritysten investointien rahoitusta Saksassa, Japanissa, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Yhteisenä tekijänä näiden maiden yritysten investoinneille oli sisäisen rahoituksen suosiminen yrityksen rahoituslähteenä. Kaikissa näissä maissa sisäisen rahoituksen osuus oli yli 70% yritysten kokonaisrahoituksen määrästä. Schmidtin ja Tyrellin (1997, 336, 337) mukaan sisäisen rahoituksen osuus yritysten investointien rahoituksessa on suuruusluokaltaan samaa myös esimerkiksi Suomessa, Ranskassa, Kanadassa ja Italiassa. Kaikissa tutkimuksissa mukana olevissa maissa pankkirahoitus oli sisäisen rahoituksen jälkeen yritysten suosituin rahoituslähde.

Yhdysvalloissa rahoitusmarkkinoilta hankittu velkarahoituksen osuus on muihin tutkimuksissa mukana olleisiin maihin verrattuna huomattavaa. Corbett ja Jenkinson (1997, 69-93) tutkimuksiansa perusteella nostavat sen jopa pankkilainojen käytön edelle. Rahoitusmarkkinoilta hankitun velkarahoituksen suosiota Yhdysvalloissa selittää osaltaan niin kutsuttujen junk bondien korkeat tuotot sijoittajille korkotulojen ja yrityksille investointien kannattavuuden kautta. (Corbett - Jenkinson 1997, 69-93)

Japanissa yrityksen rahoituksesta hankittiin pankeilta huomattavan suuri osuus, viime vuosina n.20%. (Corbett ja Jenkinson 1997, 69-93). Japanilaiset yritykset ovatkin selvästi muita tutkimuksessa mukana olleita maita enemmän ristiinomitettuja ja yritysten yhteydet pankeihin ovat läheiset (Brealey-Myers 1996, 364-378). Tulevaisuuden suuntaus Japanissakin näyttää olevan vähitellen kohti rahoitusmarkkinoiden kautta hankittua yrityksen ulkopuolista rahoitusta pankkirahoituksen sijaan. (Corbett - Jenkinson 1997, 69-93)

Japanin lisäksi toinen perinteisesti pankkirahoituskeskeisenä pidetty maa on Saksa. Tutkimusten mukaan pankkirahoitusta saksalaisyrityksissä ei kuitenkaan käytetä sen enempää kuin Iso-Britanniassa tai Yhdysvalloissakaan. Näin on huolimatta siitä, että pankit omistavat yritysten osakkeita ja pankkien edustajia on suhteellisen suuri määrä yritysten johtokunnissa. (Corbett - Jenkinson 1997, 69-93)

Teollisuusmaissa yritysten rahoitusratkaisut ovat saman suuntaisia huolimatta eri maiden toisistaan poikkeavista rahoitusmarkkinoiden ja yritysten rahoituksen rakenteista (Schmidt - Tyrell 1997, 351). Pankkirahoituksen osuus on erityisen suurta yritysten lyhyen ja keskipitkän aikavälin rahoituksesta (Sloman- Sutcliffe 1998, 314-316) Selvää yhtäläisyyttä ei investointien kasvun ja jonkin tietyn rahoitusmuodon välillä ole ollut havaittavissa. Ainoa tapaus löytyi Iso-Britanniasta, jossa 1980-luvun lopun laajat investoinnit rahoitettiin pitkälti pankkien syndikoiduilla luotoilla. (Corbett - Jenkinson 1997, 69-93) Yritykset nostivat uusia pankkilainoja erityisen paljon matalien korkojen aikana. Korkojen noustessa lainoja maksettiin nopeasti takaisin. Saman ilmiön Iso-Britanniassa ovat huomanneet myös Pike ja Neale (1996, 464,465).

4.4 Yhteistyösuhteet rahoittajiin

Pankit ja vakuutusyhtiöt ovat rahoituslaitoksia, jotka sijoittavat suuria määriä varallisuutta yrityksiin sekä omana että vieraana pääomana. (Leppiniemi 1994a, 111) Ne ovat yritysten keskeisiä yhteistyökumppaneita yritysrahoituksessa.

Crevoisierin (1997, 407) mukaan suurten kansainvälisten yritysten osakkeenomistus on usein ristikkäistä eri intressiryhmien kesken. Leimaa antavana piirteenä omistussuhteille on osakkeenomistuksen kautta syntynyt rahoituksellisten suhteiden integraatio. Rahoituksellinen ydin (*financial core*) käsittää pysyvään osakkeiden ristiinomistukseen perustuvat allianssisuhteet eri ryhmittymien välillä (Morin – Dumpuy 1993).

Crevoisier (1997, 410) jakaa konsernin ulkopuoliset oman pääoman rahoituskanavat autonomiseen ja integroituun rahoituksen hankintaan. Autonomisella rahoituksella tarkoitetaan paikallisesti lähialueilta itse rakennetuilla suhteilla hankittua oman pääoman rahoitusta. Integroitu rahoituksen hankinta puolestaan on maantieteellisesti laajalta alueelta, laajoja rahoituksellisia suhteita ja verkostoja hyväksikäyttäen suoritettua oman pääoman hankintaa.

Pienet ja keskisuuret yritykset ovat lähes aina pakotettuja turvautumaan ainoastaan autonomiseen oman pääoman rahoituksen hankintaan lähialueilta. Suuryritykset hyödyntävät pitkälti integroituja rahoituskanavia. Ne voivat esimerkiksi hankkia oman pääoman rahoitusta joko suoraan tietyiltä sijoittajaryhmiltä tai laajalti osakeannin muodossa pääomamarkkinoilta. Ulkomaanyksiköt erotetaan usein täysin paikallisista oman pääoman lähteistä. (Crevoisier, 1997, 410) Oman pääoman rahoitus järjestetään mielellään yksikön sijaintimaan ulkopuolelta joko konsernin tai sen yhteistyökumppaneiden tekeminä sijoituksina.

Vaikka rahoituksellinen ydin koostuukin vielä pääasiassa konsernin kotimaassa sijaitsevista yhteistyökumppaneista, on havaittavissa eri maissa sijaitsevien rahoituksellisten ytimien yhteistyön tiivistymistä. Näin muodostuu Euroopan sisäisiä, kehityksen edetessä myös maailmanlaajuisia konsernien rahoituksellisia ytimiä. (Morin – Dumpuy 1993)

Osakkeenomistussuhteiden rinnalle Holland (1994,376) nostaa puhtaisiin pankkisuh-teisiin perustuvat rahoitukselliset ytimet. Pankkirahoitus on tyypillisin yritysten ra-hoituslähde. Sen lisäksi, että ne voivat toimia osakkeenomistajina yrityksille, niillä on paljon muita yritysrahoitukseen liittyviä tehtäviä. Suurten yritysten pankkisuhteet voidaan jakaa intensiivisyyden perusteella kolmeen eri luokkaan. Kiinteitä yhteistyö on harvojen, monipuolisia pankkipalveluita tarjoavien pankkien kanssa. Nämä muo-dostavat rahoituksellisen ytimen pankkirahoituksen osalta. Näiltä pankeilta odotetaan joustavaa yhteistyötä ja luottamuksellisia suhteita. (Holland 1994, 374, 376) Mikäli pankkeja on yrityksen merkittävänä osakkeenomistajana, niiden voidaan olettaa kuu-luvan tähän tärkeimpien yhteistyöpankkien ryhmään.

Kiinteät pankkisuhteet mahdollistavat kokonaisvaltaisen palvelun ja matalammat kustannukset. Transaktiokustannukset rahoituksen hankinnassa ja hallinnassa ovat ensimmäisessä ryhmässä matalammat kuin toiseen tai kolmanteen ryhmään kuuluvilla pankeilla. Toiseen ryhmään kuuluvat yritykselle tiettyjä erityispalveluita tarjoavat pankit. Yhteistyö on kiinteää ainoastaan näillä tietyillä osa-alueilla. Kolmannen ryh-män pankkien kanssa yhteistyö on lähinnä transaktiopohjaista. Palveluiden tarjoajia tässä ryhmässä on paljon. (Holland 1994, 376,378)

Pankkitoiminnan keskittyessä voidaan ajatella palveluiden monipuolistuvan ja trans-aktiopohjaisen yhteistyön merkityksen vähenevän. Ulkomaanyksiköiden osalta tämä merkitsisi tiettyjen kansainvälisten pankkien palveluiden hyödyntämistä maailman-laajuisesti kaikissa konserniyksiköissä. Yritykset kilpailuttavat pankkeja (Helsingin Sanomat 18.6.1998). Ne eivät pankkitoiminnan keskittymisestä huolimatta todennä-köisesti tule keskittämään kaikkia rahoitustoimintojaan ainoastaan yhdelle pankille. Yhteistyökumppaneita on jatkossakin useita. Leppiniemen (1994a, 111) mukaan yri-tysten käyttämien pankkien valintaan vaikuttavat rahoituksen kustannusten lisäksi esimerkiksi eri pankkien erikoistumiseen, kilpailuttamiseen ja yrityksen oman riip-pumattoman asemansa korostamiseen liittyvät näkökohdat.

Pankkien rooli yrityksille on muuttumassa. Palvelut monipuolistuvat ja perinteisten pankkilainojen osuudet pienenevät. Pankkien osuus suomalaisyritysten rahoituksesta on nykyisin noin puolet. Pankkilainojen osuutta suuryrityksissä korvaa enenevässä

määrin arvopaperimuotoisen rahoituksen hankinta suoraan markkinoilta. (Helsingin Sanomat 18.6.1998)

4.5 Verotus

Kansainvälisen yrityksen ulkomaanyksiköt verotetaan kukin omassa sijaintimaassaan paikallisen verolainsäädännön puitteissa. Valtioiden välillä on eroja veroasteissa ja verotusjärjestelmissä. Verotettavat tuotot ja vähennettävät menot riippuvat kunkin maan käytännöstä. (Baker 1998, 454) Maakohtaiset erot ovat suuria. Esimerkiksi kehitysmaiden ja kehittyvien maiden verotuksellinen käytäntö saattaa olla yrityksille erityisen epäsuotuisa ulkomaanyksiköiden tuottojen kotiuttamisessa emoyhtiöön.

Ulkomaanyksiköllä on mahdollisuus suorittaa maksuja emoyhtiölle useissa eri muodoissa. Näitä ovat esimerkiksi osingot, lainojen korot ja takaisinmaksut, rojalit, palvelumaksut sekä maksut emoyhtiölle myydyistä tuotteista. Maksujen muoto vaikuttaa puolestaan verotukseen ja yksiköiden tulokseen. Yrityksen kannalta on edullisinta järjestää ulkomaanyksiköltä saamat maksut siten, että veroseuraamukset olisivat koko yrityksen kannalta mahdollisimman pienet. (Brealey - Myers 1996, 974-977) Suurien verotukselle alttiiden voittojen näyttäminen kannattaa siirtää alhaisen verorasituksen maahan. (Äijö 1991, 133)

Oman pääoman sijoituksesta saatujen osinkojen verotus ja muut rahoitusmuodon kustannukset saattavat nousta korkeiksi vieraan pääoman sijoituksiin verrattuna. Usein ulkomaanyksikön rahoitus on kokonaisuuden kannalta mielekkäintä järjestää konsernin sisäisenä vieraan pääoman sijoituksena. Näin ulkomaanyksikön korkomaksut osoitetaan suoraan emoyhtiölle, ja ulkomaanyksikkö voi vähentää korkokulut omassa verotuksessaan. Mikäli kyseinen rahoituserä on hankittu konsernin ulkopuolelta, myös emoyhtiö voi omassa verotuksessaan vähentää konsernin ulkopuolelle maksamansa korkokulut kotimaassaan. (Brealey - Myers 1996, 974-977)

Valtioiden väliset verosopimukset ovat keino kaksinkertaisen verotuksen välttämiseksi. Suomen verosopimukset ovat yhteispohjoismaista verosopimusta lukuun ottamatta

kahden valtion välisiä ja ne noudattelevat pääpiirteissään OECD:n malliverosopimusta. (Tikka et al 1996, 188,189) Voimassa olevan verosopimuksen puuttuessa kotimaan ja emoyhtiön sijaintimaan välillä kaksinkertainen. Korkea verotus voi nousta pääomansijoitusten ylivoimaiseksi esteeksi.

Joissain tapauksissa konsernin sisäisen rahoituksen järjestämistä hankaloittavia verotuksellisia esteitä on mahdollista poistaa muokkaamalla konsernirakennetta. Yhtenä esimerkkinä voidaan mainita konserniin kuuluvien ulkomaanyksiköiden omistajina toimivien holdingyhtiöiden perustaminen ulkomaille. Holdingyhtiö sijaitsee usein maassa, joilla on verosopimuksia sellaisten valtioiden kanssa, joiden kanssa Suomella ei edullista verosopimusta ole. Tällä on ollut vaikutusta esimerkiksi suomalaisten suuryritysten Hollannissa ja Belgiassa sijaitsevien holdingyhtiöiden perustamiseen (Kauppalehti 9.1.1998, 4).

4.6 Maariski

Sen lisäksi, että yritys joutuu sopeutumaan ulkomaanyksikkönsä sijaintimaassa vallitseviin olosuhteisiin, se joutuu varautumaan yllättäviinkin muutoksiin. Bakerin (1998, 121,122) mukaan poliittiset riskitekijät ulkomaanyksikön sijaintivaltiossa perustuvat kansallisen talouden ja sosiaalisten rakenteiden sisäisten ja ulkoisten muutosten seurauksena tehtäviin valtion toimiin. Hallinnolliset muutokset vaikuttavat ulkomaanyksiköihin pääomanliikkeitä, liiketoimintaa tai omistajuutta rajoittamalla.

Ongelmat nousevat esille useimmiten kehitysmaissa ja kehittyvissä maissa, joissa yhteiskunnan ja talouden toiminnan perusteet eivät ole vakaat. Maakohtaiset epävarmuustekijät eivät ole täysin poissuljettuja teollisuusmaissakaan. Baker (1998, 122) jakaa poliittiset riskit uhkaan sodasta, valuuttasäännöstelyn periaatteiden muutoksista, sopimusrikkomuksista sekä valtion pakkolunastustoimista. Edellisten lisäksi Madura (1995, 575) mainitsee maakohtaisiksi epävarmuustekijöiksi paikallisten asiakkaiden asenteiden muuttumisen yrityksen etujen vastaiseksi sekä paikalliset talouden toiminnan häiriöt. Listaan voidaan lisätä vielä paikallisen lainsäädännön yllättävät muutokset.

Maakohtaisista epävarmuustekijöistä äärimmäisin on sotatilan uhka. Sillä tarkoitetaan esimerkiksi sisällissodan tai terrorismin aiheuttamaa yhteiskunnan epäjärjestystä. Yhteiskunnan epäjärjestys ei voi olla vaikuttamatta ulkomaanyksikön toimintaan sijaintimaassaan. Valuuttasäännöstelyllä puolestaan valtiot rajoittavat maan rajojen yli kulkevaa pääomanliikettä. Rajoittaminen tapahtuu joko lupamenettelyllä tai estämällä rajan yli menevät pääomanliikkeet kokonaan. Säännöstely rajoittaa huomattavasti ulkomaanyksikön ja emoyhtiön välisiä pääomanliikkeitä kuten osingonjakoa sekä erilaisten palkkioiden maksua sijoitettavalle pääomalle. (Baker 1998, 122) Yritykset ovatkin tällöin pakotettuja harkitsemaan konsernin sisäisten rahoitusjärjestelyjen sijaan muita rahoituslähteitä kuten esimerkiksi paikallista rahoitusta.

Sopimusrikkomukset saattavat aiheutua yllättävistä tapahtumaketjuista, jotka aiheuttavat sopijaosapuolen perusteettomaan perääntymisen jo tehdystä sopimuksesta. Pakkolunastustoimenpiteiden riski taas on valtion taholta tapahtuvan yksityisen omaisuuden haltuunotto ilman alkuperäisen omistajan suostumusta. Tyypillisimmillään se voi olla esimerkiksi maa-alueen pakkolunastus tulevaa moottoritietä varten, mutta se voi käsittää myös esimerkiksi kokonaisen teollisuuden alan lopettamisen lainvastaisena. (Baker 1998, 123,125)

Monikansallisia yrityksiä kritisoidaan niiden kotiuttaessa tuottojaan köyhistä ulkomaanyksiköiden sijaintimaista. Osingonjakoa pyritään usein lainsäädäntöteitse vaikeuttamaan. Yrityksen kannalta kotiuttaminen on luonteva ratkaisu, koska epävarmoissa oloissa sijoitusten riski on suuri. Yritys voi ratkaista ongelman sijoittamalla poliittisesti epävarmassa maassa sijaitsevaan ulkomaanyksikköönsä varat lainana. (Brealey-Myers 1996, 976,977) Buckley (1987, 73) suosittaa erityisesti paikallisten rahoituksen hyväksikäyttöä ulkomaanyksiköihin sekä oman että vieraan pääoman osalta. Samalla suojaudutaan suurilta valuuttakurssiheilahtelujen vaikutuksilta.

Ulkomaisen rahoituksen osalta korkomaksut, rojaltit ja lisenssimaksut eivät yleensä ole poliittisesti yhtä herkkiä kuin oman pääoman sijoitusten voitonjako ulkomaille. Muita rahoituksen suunnitteluun liittyviä keinoja voivat olla esimerkiksi konsernin sisäisen kaupan siirtohinnoitteluun ja maksuaikoihin liittyvät erityisjärjestelyt. (Brealey-Myers 1996, 976,977)

4.7 Rahoituslähteiden käytön nykytilanteesta ja tulevaisuuden suuntauksista

Ranskalaisen Crevoisierin (1997, 408) mukaan teknologian nopean kehittymisen myötä markkinat ovat kansainvälistyneet ja tuotteiden elinkaaret lyhentyneet merkittävästi. Epävarmuus tuotannollisen toiminnan tulevaisuudesta on saanut yritykset vahvistamaan enenevässä määrin rahoituksellista taustaansa lisäämällä oman pääoman osuutta rahoitusrakenteissaan. Yhdysvaltalaisten Brealeyn ja Myersin (1996, 364,365) mukaan yritysten rahoitusrakenteen kehitys näyttää kuitenkin muuttuvan kohti velkarahoituspainotteisuutta. Alueellisia eroja näkemyksissä saattaa siis esiintyä.

Nopean teknologisen kehityksen myötä yrityksen tuotteiden elinkaaret lyhenevät ja yritysten taloudellisen riskin arvioiminen vaikeutuu. Tämä pakottaa yritykset etsimään taloudelliseen epävarmuuteen soveltuvia uusia rahoitusmuotoja. Yritysten rahoitustarpeiden muuttuessa uusia rahoitusinstrumentteja kehitellään jatkuvasti. (Crevoisier 1997, 408) Uusien rahoitusinstrumenttien kehittymisellä on yhteys myös rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymiseen ja yhdentymiseen

EMUn kolmas vaihe tuo mukanaan Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen. Avainasemassa ovat laajemmat ja likvidimmät rahoitusmarkkinat suomalaisyritystenkin uudessa kotivaluutassa eurossa. Rossin (1997, 112,113) mukaan oman pääoman hankinnan suhteen on oletettavissa lisääntyvää valtionrajat ylittävää kaupankäyntiä. Euromarkkinat saattavat jopa johtaa joidenkin pienempien euroalueen pörssien lakkauttamiseen ja kaupankäynnin keskittymiseen yhä suurempiin yksiköihin. Velkakirjamarkkinat yhdentyvät ja valuutta- ja korkoriskien katoaminen vähentävät johdannaismarkkinoilla käytävää kauppaa.

Suomalaisyritysten rahoitusmahdollisuudet ovat nykyiselläänkin hyvät. Kokonaan velattomien teollisuusyritysten osuus on yli 10%. Suomalaisista suuryrityksistä 98% arvioi rahoituksen hankinnan olevan ongelmaton. Ulkomaisten pankkien tulo Suomeen on edesauttanut etenkin suuryritysten edullisen rahoituksen hankintaa. (Helsingin Sanomat 18.6.1998)

Yritysten hyvä rahoitustilanne ja yhteisvaluutta euro monipuolistavat tulevaisuudessa yritysten rahoituksen hankintaa. Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton Tarmo Korpela on arvioinut etenkin yritystodistusten ja joukkovelkakirjalainojen osuuden kasvavan. Tällöin myös kansainvälinen hyväksyty luokitus yritykselle nousee lainan saannin ehtona entistä voimakkaammin esille. (Helsingin Sanomat 18.6.1998)

Kansainvälisten yritysten tuotannosta on suuri osa ulkomailla. Ulkomaisten tytäryritysten rahoitus muodostaa siten tärkeän osan konsernin rahoitusrakennetta. Yritysten omavaraisuuden kasvaessa konsernin sisäistä rahoitusta hyödynnetään paljolti myös ulkomailla. Konsernin sisäisen rahoituksen osuuden ollessa suuri, tulee keskitetyn rahoituksen hallinnan edut yrityksille hajautettua ratkaisua suuremmiksi.

Keskitetyn rahoitushallinnon avulla runsaan konsernin sisäisen rahoituksen tehokas hyväksikäyttö helpottuu. Yritys pystyy hankkimaan rahoitusta edullisesti suurina määrinä hyödyntäen monipuolisesti kansallisia ja kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita. Ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden kannalta tämä merkitsisi konsernin sisäisen rahoituksen suurta osuutta yrityksissä. Sitä miten suomalaisissa yrityksissä on rahoitettu ulkomaisia yksiköitä, selvitetään osaltaan kuudennessa luvussa neljän suomalaisyrityksen ratkaisuja tarkastellen.

5 HAASTATTELUTUTKIMUS ULKOMAANYKSIKÖIDEN RAHOITUSLÄHTEISTÄ

5.1 Haastattelututkimuksen taustaa

Tutkielman empiiristä osaa varten haastatellut yritykset ovat kaikki suuria, kooltaan ja rahoituslähteiltään hieman erilaisia teollisuusyrityksiä, joilla on ulkomailla tuotannollista toimintaa. Neljästä haastatellusta yrityksestä kolme kuuluu Suomen merkittävimpiin ulkomaisiin investoijiin. Yksi hieman pienempi suuryritys on tutkimuksessa mukana antamassa vertailukohtia kokonsa puolesta. Kaikki haastateltavat yritykset täyttävät Tilastokeskuksen (Suomen yritykset 1997, 9) ja Euroopan yhteisön komission (Euroopan yhteisöjen virallinen lehti 1996) määritelmät suuresta yrityksestä. EU:n kriteerinä ovat yli 250 työntekijää, liikevaihto yli 40 miljoonaa ECUa ja taseen loppusumma yli 27 miljoonaa ECUa. Tilastokeskuksen kriteerit noudattelevat EU:n linjauksia. Yritysten valinta tehtiin vuosikertomusten sekä Talouselämän suuryritysraportin (1997) perusteella. Haastateltujen yritysten edustajien toivomuksesta yritysten tunnistamiseen tarvittavia tietoja ei anneta julkisuuteen.

Haastateltavista yrityksistä kaksi, yritykset A ja B, ovat listautumattomia ja suppean omistajajoukon hallinnassa. Yritys A on näistä pienempi, liikevaihdoltaan alle miljardin jäävä, voimakkaasti kasvava yritys. Yritys B taas on huomattavasti suurempi ja jo pidemmälle kansainvälistynyt. Yritykset C ja D ovat molemmat suuria, kansainvälisiä, pörssilistattuja yrityksiä. Toisistaan nämä poikkeavat toimialansa ja pääasiallisten konsernin ulkopuolisten rahoituslähteiden osalta.

Yritysten A, B ja C haastattelut tehtiin henkilökohtaisesti yritysten tiloissa. Yritys D:n edustajaa haastateltiin puhelimitse. Haastattelutietoja täydennettiin jatkohaastattelujen avulla. Haastatellut henkilöt olivat ulkomaanyksiköiden rahoituksen asiantuntijoita yrityksissä. Haastateltavana oli talousjohtaja yritys A:sta, rahoitusjohtaja yritys B:stä sekä yrityksistä C ja D konsernin rahoitusyksiköiden päälliköt.

5.2 Yritys A

Esittely

Yritys kasvaa voimakkaasti sekä Suomessa että ulkomailla. Liikevaihdoltaan suurimpana yksittäisenä markkina-alueena sillä on Suomi, vaikka kokonaistuotannosta suurin osa myydäänkin ulkomailla. Tuotteitaan se valmistaa pääasiassa teollisuuden käyttöön. Ulkomaisia tuotantoyksiköitä on kaksi. Molemmat ovat konsernin täysin omistamia ja toimivat pääasiallisilla markkina-alueillaan. Viime vuoden uusista investoinneista näihin yksiköihin suuntautui viidennes.

Ei keskitettyä rahoituksen hankintaa

Selkeästi määritetyn konsernin rahoituspolitiikan muodostamiseen yrityksessä ei ole ollut tarvetta. Yrityksessä toimitaan kulloisenkin tilanteen mukaan. Konsernilla ei myöskään ole sisäisen pankin kaltaista yhteistä rahoituksen hankintaan keskittyntä toimintaa. Yksiköiden rahoituksen hankinta tapahtuu neuvotellen yksiköiden saatavilla olevista rahoitusvaihtoehdoista emoyhtiön kanssa.

Mikäli ensisijaisesti käytettävää konsernin sisäistä rahoitusta ei ole saatavilla, yksiköt kartoittavat itse vaihtoehdot konsernin ulkopuolisen rahoituksen hankintaan ja tekevät ehdotuksen rahoituslähteestä emoyhtiölle. Emoyhtiön kanssa päätetään pitkäaikaisen rahoituksen hankinnasta ja sovitaan mahdollisista takuumenettelyistä. Yksiköt hankkivat tämän jälkeen rahoituksen itse paikallisilta rahoituslaitoksilta omille paikallisille tileilleen.

Konsernin sisäinen rahoitus on ollut yksiköiden pääasiallinen rahoituslähde, eikä pitkäaikaista velkaa konsernin ulkopuolelle niillä juurikaan ole. Ulkomaanyksiköiden taseen vieraasta pääomasta emoyhtiön osuus on keskimäärin 75%, loppuosan ollessa velkaa rahoituslaitoksille. Emoyhtiö ei ole määritellyt ulkomaanyksiköidensä rahoitusrakennetavoitetta. Yksiköt huolehtivat itse tilanteestaan paikalliset vaatimukset huomioiden.

Nykyinen rahoitusrakenne on ulkomaisilla yksiköillä toisiinsa verrattuna hyvin erilainen. Tämä johtuu aikaisemman konsernin omistajanvaihdoksen yhteydessä tehdyistä lainajärjestelyistä. Tällöin yhden yksikön (tytäryritys 1) suurehko konsernin ulkopuolinen velka päättyi konsernin sisäiseksi velaksi emoyhtiölle. Konsernin ulkopuolisen rahoituksen osuus on nykyisellään minimaalinen. Toisen yksikön (tytäryritys 2) rahoitusrakenne puolestaan on selvästi tasaisemmin jakautunut. Konsernin ulkopuolinen rahoitus on paikallista pankkilainaa.

Kasvu rahoitetaan yksiköiden omalla tulorahoituksella

Yrityksen tavoitteena on rahoittaa nopea kasvunsa pääasiassa tulorahoituksella. Suurin osa ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisesta rahoituksesta on yksiköihin jätettyä omaa tulorahoitusta. Voimakkaasta kasvusta johtuen varoja ei juurikaan ole kotiutettu, vaan ne on käytetty yksikön oman toiminnan kasvun rahoittamiseen. Osakepääomaa niissä on korotettu konsernin sisäisesti emoyhtiön Suomesta sijoittamalla pääomalla.

Rahoitustarpeen ilmetessä emoyhtiö myöntää lainaa yksiköilleen konsernin sisäisesti markkinahintaan. Konsernin sisäiset lainat emoyhtiö on rahoittanut tulorahoituksellaan. Toistaiseksi rahoituksen tarvetta ei juurikaan ole ollut. Emoyhtiön pitkäaikaiset lainat yksiköille ovat vanhoja, lähinnä yksiköiden perustamisvaiheessa syntyneitä. Toisilleen ulkomaanyksiköillä ei ole ollut tarvetta eikä resursseja lainata varoja konsernin sisäisesti.

Konsernin ulkopuolisen rahoituksen tarve vähäinen

Julkisesti noteeraamattomaan yritykseen ei ole muutama vuosi sitten tehtyjen yritysjärjestelyiden jälkeen ollut tarvetta hankkia lisää oman pääoman sijoituksia konsernin ulkopuolelta. Oman pääoman suhteet muuttuivat muutama vuosi sitten, jolloin konsernin omistajaksi tuli mukaan uusi ruotsalainen osakastaho.

Yksiköiden konsernin ulkopuolinen velka on suurilta osin syntynyt konsernin sisäisen velan tapaan yksiköiden perustamisvaiheessa. Listautumattomana ja luokittelematto-

mana yrityksenä emoyhtiöllä eikä sen yksiköillä ole mahdollisuutta hankkia jälki-markkinakelpoista rahoitusta suoraan pääomamarkkinoilta. Emoyhtiö ei ole hankkinut omissa nimissään rahoitusta konsernin ulkopuolelta ulkomaisten yksiköiden käyttöön. Yksiköiden konsernin ulkopuolinen rahoitus on velkaa paikallista rahoituslaitoksilta.

Yritys näkee valuuttakurssiriskeiltä suojautumisen kannalta edulliseksi, että konsernin ulkopuolinen rahoitus on tulojen kanssa samassa valuutassa. Lainan hankinnassa yksiköt asioivat itse pankkien kanssa, jotka ovat suomalaisten pankkien sivukonttoreita tai yhteisyökumppaneita. EU ja EMU vaikuttavat yrityksessä käytettyihin rahoituslähteisiin ainoastaan Euroopassa sijaitsevassa tytäryrityksessä, koska yksiköiden konsernin ulkopuolinen rahoitus hankitaan paikallisilta markkinoilta. Paikalliset olosuhteet yksiköt huomioivat itse omassa rahoituksen hankinnassaan.

Institutionaalisista sijoittajista yksikölle ovat myöntäneet avustuksia niiden ulkomaiset sijaintivaltiot. Yksiköt ovat saaneet työllistämistavoitteiden perusteella investointiavustusta valtiolta. Avustukset vastaavat Suomen valtion kanavoimaa investointitukea kehitysalueille. Molemmilla yksiköillä on jonkin verran paikallisesti hankittuja pienempiä, kahden miljoonan markan luokkaa olevia leasing-sopimuksia. Suuria, pitkäaikaisia leasing-sopimuksia rakennuksista yksiköillä ei ole.

5.3 Yritys B

Esittely

Suuri teollisuusyritys B on jo pitkälle kansainvälistynyt ja sillä on tuotantoa useissa eri maissa. Lähes kaikki ulkomaiset tuotantolaitokset ovat konsernin täysin omistamia yksiköitä. Tuotteita konsernissa valmistetaan pääasiassa teollisuuden käyttöön. Suurimpana markkina-alueena on Eurooppa. Tulosityksikköinä ne toimivat varsinkin itsenäisesti, mutta rahoitustoiminnot ja laskentajärjestelmät ovat yhteiset koko konsernille. Konsernin sisäisen kaupan siirtohinnoittelua ei käytetä strategisena tuloksen ohjauksen välineenä.

Rahoitustoiminta keskitettyä ja kansainvälistä

Rahoitustoimintojen kokonaisuuden hallinta tapahtuu suomalaisessa emoyhtiössä. Lisäksi konsernilla on kaksi ulkomailla sijaitsevaa rahoitusyksikköä. Ulkomaiset rahoitusyksiköt ovat joko suoraan emoyhtiön omistuksessa tai emoyhtiö omistaa ne välillisesti esimerkiksi holdingyhtiön kautta. Rahoitusyksiköt toimivat konsernin sisäisinä pankkeina. Sisäiset pankit eivät ole holdingyhtiöitä, vaan pääasiassa puhtaasti rahoitukseen erikoistuneita yksioitä. Aikaisemmin holdingyhtiöt ovat toimineet konsernin sisäisinä pankkeina, mutta toiminnot on myöhemmin erotettu toisistaan.

Konsernilla on selkeästi määritelty rahoituspolitiikka, joka on eräänlainen konsensusuote. Juridisista syistä ulkomaisissa yksiköissä päätökset konsernin rahoituspolitiikan noudattamisesta tehdään periaatteessa itsenäisesti. Omistajana emoyhtiö voi kuitenkin vaikuttaa päätöksentekoon yhtiökokouksessa esimerkiksi ulkomaanyksikön hallituksen jäsenvalintojen kautta. Yksiköiden intressin mukaista on päästä hyötymään konsernin keskitetyn rahoitustoiminnon eduista. Ne hyväksyvät konsernin yhteisen rahoituspolitiikan jonka puitteissa konsernissa toimitaan. Yhteinen rahoituspolitiikka sisältää mm. konsernin sisäisen lupamenettelyn ulkopuolisen rahoituksen hankinnan osalta.

Rahoitusrakenneratkaisut yksiköillä eivät ole täysin yhtenäisiä. Paikallisten markkinoiden yhteistyökumppaneiden käsityksellä sopivasta yrityksen rahoitusrakenteesta on vaikutusta ulkomaisten yksiköiden rahoitusrakenteeseen. Yritys pyrkii muodostamaan yksiköiden rahoitusrakenteet paikallisten normien mukaisesti. Yksiköt tarkastelevat tilannettaan ensisijaisesti itse ollen tarvittaessa yhteydessä emoyhtiöön.

Konsernin sisäinen rahoitus omilta sisäisiltä pankeilta

Valtaosa konsernin ulkomaanyksiköiden rahoituksesta tapahtuu konsernin sisäisinä rahoitusjärjestelyinä. Ulkomaiset yksiköt saavat aina halutessaan pitkäaikaista markkinahintaista lainaa konsernin sisäisiltä pankeilta. Kukin sisäinen pankki vastaa maantieteellisillä vastuualueillaan sijaitsevien yksiköiden rahoitustoimenpiteiden toteuttamisesta. Järjestääkseen konsernin sisäistä rahoitusta yksiköille sisäiset pankit vastaanottavat talletuksia konserniyksiköiltä sekä hankkivat rahoitusta konsernin ulkopuolelta.

Konsernin sisäisen rahoituksen osuus on 90% luokkaa, mutta maakohtaiset erot saattavat olla huomattavia. Esimerkiksi Etelä-Koreassa ei sisäistä rahoitusta valuuttasääntönsä vuoksi ole mielekästä käyttää, vaan kaikki rahoitus osakepääoman korotusta lukuun ottamatta hankitaan paikallisesti. Etelä-Korean kaltaisissa maissa, jossa maa-riski on suuri eikä konsernin sisäistä rahoitusta voida järjestää, oman pääoman osuus yksiköissä kasvaa. Yksikön ei haluta olevan täysin riippuvainen paikallisesta pankkirahoituksesta maassa, jossa muulla tavoin rahoitusta ei voida hankkia.

Lainat rahoituslaitoksilta keskitetysti

Julkisesti noteeraamattomaan yritykseen omaa pääomaa konsernin ulkopuolelta ei ole hankittu. Ulkomaiset tuotantoyksiköt ovat lähes täysin konsernin omassa omistuksessa, joten oma pääoma yksiköihin sijoitetaan pääasiassa konsernin sisäisesti. Sijoitukset tekee joko emoyhtiö suoraan tai välillisesti muiden konserniyksiköiden kautta.

Jälkimarkkinakelpoista pitkäaikaista rahoitusta yrityksellä ei ole. Konsernin ulkopuolinen rahoitus saadaan lähinnä pankeilta. Syndikoidut luotot muodostavat pitkäaikaisen rahoituksen rungon. Lisäksi konsernilla on kahdenvälisiä sopimuksia suomalaisten ja ulkomaisten pääpankkien kanssa. Lainaratkaisut voidaan jakaa globaalien, alueellisten ja paikallisten pankkien kanssa tehtyihin ratkaisuihin. Rahoituksen hankinta tapahtuu enimmäkseen yritystodistusohjelmien sekä perinteisen lyhyt- ja pitkäaikaisen pankkirahoituksen muodossa.

Lyhytaikaisen rahoituksen hankinnan osalta on yksiköiden omassa harkinnassa ottaako se hintavertailun jälkeen lainan konsernin sisältä vai ulkopuolelta. Normaaliolosuhteissa sisäinen laina on aina ulkopuolista edullisempi. Pitkäaikaisen rahoituksen suhteen rahoituslähteiden valintamahdollisuuksien järjestäminen yksiköille on vaikeampaa. Syynä ovat konsernin velvoitteet rahoittajapankkeja kohtaan. Pankeilta on saatava aina suostumus liiketoimintayksiköiden itsenäiseen pitkäaikaisen lainan hankintaan. Luvan Hankintaa pyritään välttämään ja pitkäaikaisen rahoituksen hankinta on keskitetty lähes täysin konsernin emoyhtiön hallinnoimiin sisäisiin pankkeihin.

Sisäiset pankit vastaavat kaikesta konsernista ulkopuolisen lainan hankinnasta ja lyhennysten takaisinmaksusta. Ne koordinoivat hankitun rahoituksen eteenpäin markkinahintaisina konsernin sisäisinä lainoina rahoitusta tarvitseville yksiköille. Poikkeuksena keskitetystä rahoituksen hankinnasta ovat yksiköt maissa jonne valuuttasääntönelyn vuoksi konsernin sisäistä rahoitusta ei voida järjestää.

Sisäiset pankit hankkivat tarvittavan pitkäaikaisen vieraan pääoman rahoituksen markkinoilta. Ne asioivat lähinnä omassa sijaintimaassaan paikallisten pankkien kanssa ja hoitavat emoyhtiön takausneuvottelut. Pitkäaikaisessa lainanotossa rahoituslaitokset vaativat poikkeuksetta emoyhtiöltä takauksen. Lyhytaikaisessa lainanotossa näin ei välttämättä ole pankkien arvioidessa rahoitusyksiköiden taustan riittävän vahvaksi.

Euroopan yhdentymisen myötä, kokonaisvaltaisen yhteistyön kasvaessa, pankkitoiminnan keskittyminen tulee yhä enenevässä määrin esille. Pankit vaativat yhä enemmän yritysten rahoitustoimintoja hoidettavakseen pankkien koon suurentuessa ja euroalueen sisäisen valuuttakaupan poistuessa. Konsernin sisäisten pankkien hankkiman euromääräisen pankkilainan osuus tulee olemaan merkittävä nykyisen dollaripainotteisuuden sijaan. Valuuttakurssiriskien poistumisen myötä yritys tulee todennäköisesti aktivoitumaan euromarkkinoiden hyväksikäytössä. Tämä tuo esille kysymyksen mahdollisesta luokituksen hankinnasta yritykselle.

Mahdollisesti saatavilla olevia pitkäaikaisia subventoituja lainoja ulkomaanyksiköt voivat ottaa vastaan itsenäisesti ilman rahoitusyksiköitä tai normaalia konsernin si-

säistä lupamenettelyä. Institutionaalisilta sijoittajilta saatavilla oleva edullinen laina otetaan vastaan, mutta niiden osuus rahoituksesta ei ole merkittävä.

Pääosin yksiköihin tehdyt investoinnit on rahoitettu konsernin sisäisistä varoista, mutta myös joitain leasing-sopimuksia yksiköihin on tehty sekä kansainvälisten että paikallisten rahoitusyhtiöiden kanssa. Tyypillisesti nämä sopimukset ovat juridisten järjestelyiden työläyden vuoksi suuria. Ongelmana ovat työläyden lisäksi olleet kustannusten suuruus sekä sopimusten liiallinen sitovuus.

5.4 Yritys C

Esittely

Pääomavaltaisen toimialan yritys C:llä on eri puolilla maailmaa sijaitsevien myynti-konttoreidensa kautta aktiivista kaupankäyntiä maailmanlaajuisesti. Päämarkkina-alueena sillä on Eurooppa. Kotimaan lisäksi sillä on huomattava määrä tuotannollista toimintaa ulkomailla. Laajennusinvestoinnit uusille alueille ovat yritykselle edelleen ajankohtaisia. Lähes kaikki yrityksen ulkomaisista yksiköistä ovat täysin konsernin omassa omistuksessa. Harvojen osakkuusyritysten rahoitusjärjestelyt ovat yksikkökohtaisia.

Rahoitustoiminnot keskitetty Suomeen

Rahoitustoiminnot yrityksessä on keskitetty Suomeen emoyhtiön yhteydessä toimivalle konsernin rahoitusosastolle. Se valvoo kaikkea rahoituksen hankintaa. Ulkomailla toimivia rahoitusyksiköitä yrityksellä ei ole. Muutamat ulkomaiset holdingyhtiöt eivät sisällä rahoitustoimintoja, vaan niiden olemassaolo perustuu lähinnä verotuksen optimointiin ja lainsäädännön vaatimuksiin. Rahoitusosasto toimii konsernin sisäisenä pankkina ja on mukana kaikessa rahoituksen hankinnassa yksiköille sekä lyhyen että pitkän rahoituksen osalta.

Rahoitusosasto hankkii varoja konsernin ulkopuolelta. Sen tehtävänä on myös konsernin sisäisen rahoituksen koordinointi konserniyksiköille. Harvoissa tapauksissa rahoituksen hankinta tapahtuu suoraan konsernin ulkopuolelta yksikköön, tällöinkin yhteistyössä emoyhtiön kanssa. Yksiköt seuraavat itse omaa rahoitustilannettaan, ja ottavat hyvissä ajoin ennen rahoitustarpeen konkretisoitumista yhteyden emoyhtiöön.

Suurimpana tekijänä ulkomaanyksiköiden rahoituslähderatkaisuihin yritys mainitsi sen, etteivät he harjoita projektiluontoista toimintaa ja rahoituksen hankinnan osalta voidaan tehdä "massaratkaisuja". Lähtökohtaisesti kaikkien ulkomaanyksiköiden rahoitusratkaisut on toteutettu saman tyyppisesti ja samoin perustein kaikissa ulkomaanyksiköissä. Rahoitusjärjestelyt on hoidettu konsernin omien rahoituksellisten tavoitteiden pohjalta, huomioiden toki paikallisen lainsäädännön ja verotuksen tuomat vaatimukset.

Konsernin sisäinen rahoitus myönnetään Suomesta

Ulkomaisten yksiköiden rahoitustarpeen konserni pyrkii kattamaan ensisijaisesti konsernin sisäisesti. Sisäisen rahoituksen hyväksikäytön lisäksi yritys hankkii keskitetysti emoyhtiön nimissä suurimman osan konsernin ulkopuolisesta rahoituksesta. Ulkomaanyksiköiden rahoituksen osalta tämä merkitsee suurta konsernin sisäisten lainojen osuutta yksiköissä, koska lainat otetaan konsernin emoyhtiön nimissä ja annetaan sisäisinä lainoina eteenpäin yksiköille. Poikkeuksena konsernin sisäisesti järjestetyn rahoituksen ensisijaiselle käytölle ovat yksiköt maissa, joihin sisäistä rahoitusta ei voida järjestää.

Konsernin sisäisenä pankkina toimiva emoyhtiön rahoitusosasto ottaa vastaan yksiköiden talletuksia ja huolehtii kassanhallintaratkaisuksista. Rahoitusosasto koordinoi varoja mm. konsernin sisäisten lainojen muodossa edelleen niitä tarvitseville rahoittajien toisten yksiköiden rahoituksellisella ylijäämällä muiden yksiköiden alijäämää. Koordinointi tapahtuu eri maissa sijaitsevien konsernitilien avulla. Konsernitilejä hallinnoi emoyhtiö joko suoraan tai välillisesti esimerkiksi holdingyhtiöidensä kautta.

Konsernin sisäisten lainojen maturiteetit jakautuvat rahoitustarpeen mukaisesti, sisältäen lyhytaikaisen rahoituksen lisäksi myös pitkäaikaiset lainat. Lainat annetaan pääsääntöisesti ulkomaanyksiköiden sijaintimaan valuutassa. Euroalueen syntymisen myötä myös useissa eri Euroopan maissa sijaitsevien yksiköiden konsernin sisäisten lainojen valuutta tulee muuttumaan euroiksi. Konsernin sisäinen kaupankäynti hinnoitellaan markkinaehtoisesti. Samoin konsernin sisäiset lainat hinnoitellaan rahoitusmarkkinoilta peilautuvien hintojen perusteella. Sisäisten lainojen hinnoittelu tapahtuu standardien mukaan perustuen lähinnä konsernin ulkopuolelta hankitun rahoituksen keskimääräisiin kustannuksiin.

Oman pääoman sijoitukset ulkomaisiin yksiköihin koordinoidaan aina Suomesta. Sijoitukset tehdään joko suoraan emoyhtiön nimissä tai varat voidaan lainata esimerkiksi tytäryritykselle, joka edelleen sijoittaa varat omana pääomana omaan tytäryritykseensä. Se, mitä kohdetta kussakin tulosityksikössä oman pääoman sijoitusten pohjalta ansaittu tulorahoitus jätetään rahoittamaan, riippuu pitkälti verotuksellisista tekijöistä. Konsernissa on erilaisia organisatorisia ratkaisuja, missä eri maissa varojen käyttöön ja kotiuttamiseen liittyvät järjestelyt toteutetaan verotuksellisesti edullisimmalla tavalla.

Pankkirahoituksen osuus ollut suuri

Lyhytaikaisen rahoituksen osalta konsernin ulkopuolista rahoitusta voidaan hankkia emoyhtiön tiukassa valvonnassa. Emoyhtiön ulkomaanyksiköilleen järjestämät pankkirahoitusmahdollisuudet ovat konsernin sisäisen rahoituksen ohella tärkeä lyhytaikaisen rahoituksen lähde. Pitkäaikaisen rahoituksen osalta on harvinaista, että konsernin ulkopuolista rahoitusta hankitaan suoraan yksiköihin. Konsernin ulkopuolisen rahoituksen hankinta tapahtuu pääasiassa emoyhtiön nimissä ja toimesta. Suurin osa rahoituksesta on saatu rahoituslaitoksilta, lähinnä pankeilta. Pääasialliset pankkilainan muodot ovat perinteinen pankkilaina ja syndikoidut valmiusluotot. Lisäksi yritys on hyödyntänyt mm. pankkien järjestämiä yritystodistusohjelmia. Mikäli ulkomaanyksiköihin on hankittu suoraan rahoitusta, siihen on ollut jokin erityinen esimerkiksi verotukseen tai lainsäädäntöön liittyvä syy.

Arvopaperimuotoisen rahoituksen hankinta suoraan pääomamarkkinoilta on tapahtunut pääasiassa joukkovelkakirjalainoina. Jonkin verran konsernilla on myös vaihtovelkakirjalainaa. Arvopaperimuotoisen velkarahoituksen hankinta tapahtuu kokonaisuudessaan emoyhtiön rahoitusosaston toimesta ja yhtä poikkeusta lukuun ottamatta myös emoyhtiön nimissä. Poikkeuksen muodostaa joukkovelkakirjalainojen kohdalla ulkomainen holdingyhtiö. Se toimii kuitenkin Suomessa emoyhtiön yhteydessä, vaikka juridisesti sen toimipaikka onkin ulkomailla.

Joukkovelkakirjat on laskettu liikkeeseen pääasiassa kotimaan markkinoilla. Yritys on operoinut kuitenkin myös ulkomailla kansallisilla markkinoilla, sekä eurovaluuttamarkkinoilla. Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen myötä toiminta etenkin euromääräisten joukkovelkakirjalainojen muodossa tulee mitä todennäköisimmin lisääntymään. Oman pääoman hankinta konsernille ei viime aikoina ole ollut ajankohtaista.

Yrityksen toiminta vieraan pääoman rahoituksen osalta on ollut paljolti pankkirahoituksen varassa. Euron myötä tilanne tulee mitä todennäköisemmin muuttumaan. Pankkilainojen osuus pienenee. Muun rahoituksen, kuten yritystodistusten, osuus kasvaa yhteisen valuutan ja vakaan korkokannan mukanaan tuomien laajentuvien rahoitusmahdollisuuksien ja markkinoiden myötä. Nykyisellä pienten korkomarginaalien aikakaudella pankit esittävät kannattavuusongelmien vuoksi lisävaatimuksia, mikä saattaa rajoittaa yhteistyötä tulevaisuudessa. Pankkirahoituksesta ei haluta yrityksessä olla liian riippuvaisia, vaan jatkuva rahoituksen esteetön saanti halutaan turvata myös tulevaisuudessa.

Konsernin ulkopuolisista rahoituslähteistä ovat etusijalla institutionaalisilta sijoittajilta, kuten valtioilta saatavat edulliset tuetut lainat. Mahdollisuudet niiden käyttöön tutkitaan aina. Institutionaalisia lainoja yritys on saanut lähinnä valtioiden taholta kana-voitujen ympäristönsuojelulainojen muodossa. Lainat voivat olla esimerkiksi ympäristöinvestointeihin suunnattuja lainoja. Ne otetaan suoraan ulkomaanyksikön nimiin. Näiden lainojen osuus ei kuitenkaan ole merkittävä minkään yksikön rahoitusrakenteessa.

Kansainvälisten eri rahoitusyhtiöiden kanssa on tehty vaihtelevasti ulkomaanyksiköitä koskevia leasing-sopimuksia. Vaikka osa sopimuksista onkin suuria, jopa teollisuuslaitoksia kattavia, kokonaisuutena niiden määrä on kuitenkin vähäinen.

5.5 Yritys D

Esittely

Yritys D on pitkälle kansainvälistynyt, edelleen voimakkaasti kasvava ja globalisoitua pörssilistattu teollisuusyritys. Tuotteidensa suurimpana markkina-alueena sillä on Eurooppa. Yksiköt toimivat osana konsernia ja liiketoimintaryhmää. Rahoitustoiminnot on keskitetty yhteiseksi kaikille yksiköille. Ulkomaisten ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen tarve on muodostunut lähinnä yksiköiden sisäisestä kasvusta.

Pitkäaikaisen rahoituksen hankinta ja hallinta Suomessa

Yrityksen rahoitustoiminnot on keskitetty Suomessa ja ulkomailla sijaitseviin konsernin sisäisinä pankkeina toimiviin rahoitusyksiköihin. Suomalaisen emoyhtiön yhteydessä toimii yhtymärahoitus. Konsernin holdingyhtiöt eivät ole nyt, eivätkä ole aikaisemmin olleet sisäisiä pankkeja. Joissain tapauksissa holdingyhtiöt linkittyvät ulkomaisiin rahoitusyksiköihin omistuksellisesti. Esimerkiksi rahoitusyksikön ollessa juridisesti hollantilaisen holdingyhtiön sivuliike.

Pitkäaikaisen rahoituksen hankinta on koko konsernin osalta on keskitetty Suomeen yhtymärahoitukseen. Lisäksi Suomesta hoidetaan pitkäaikaisen rahoituksen hallintaan liittyviä muita tehtäviä kuten taseriskin ja pitkäaikaisen korkoriskin hallintaa. Yrityksellä on kaksi lyhytaikaiseen rahoitukseen keskittynyttä emoyhtiön omistuksessa olevaa rahoitusyksikköä ulkomailla.

Ulkomaiset rahoitusyksiköt huolehtivat maantieteellisesti omilla vastualueillaan sijaitsevien ulkomaisten liiketoimintayksiköiden rahoituksen hankinnasta ja hallinnasta.

Ne toimivat alueensa konsernin sisäisenä pankkina vastaanottaen talletuksia ja myöntäen vastaavasti lyhytaikaista konsernin sisäistä rahoitusta alueellaan sijaitseville tuotannollisille yksiköille. Konsernin kassanhallinta on siten hajautettu erikseen kuhunkin rahoitusyksikköön. Lisäksi ulkomaisten rahoitusyksiköiden tehtäväkenttään kuuluu ulkomaanyksiköiden lyhytaikaisen rahoituksen hallintaan liittyvä konsultointi liiketoimintayksiköiden viimekädessä päättäessä itse toimistaan.

Konsernin sisäiset lainat lyhytaikaisia

Konsernin sisäiset rahoituslähteet ovat eri yksiköiden positiivisen kassavirran hyväksikäyttöä eri maissa sijaitseviin kohteisiin. Konsernin sisäinen rahoitus on ulkomaanyksiköiden pääasiallinen rahoituslähde. Runsaan tulorahoituksen ansiosta konserni on tällä hetkellä nettosijoittaja. Ulkomaanyksiköihin ei ole ollut tarvetta hankkia suuria määriä koneita ja laitteita, eikä taserakenne niillä ole pääomavaltainen. Ulkomaisten yksiköiden tämänhetkisen rahoitustarpeen muodostaakin lähinnä käyttöpääoman rahoitus. Rahoitustarve katetaan konsernin sisäisillä, maturiteeteiltaan alle vuoden mittaisilla lainoilla. Pitkäaikaista konsernin sisäistä lainaa ei ulkomaanyksiköillä ole juuri lainkaan.

Konsernin sisäisen rahoituksen koordinointi eri yksiköille tapahtuu konsernitilijärjestelmää hyväksikäyttäen. Rahoitusta myönnetään konsernin sisäisten limittien puitteissa. Maissa kuten Kiina tai Intia sijaitsevia ulkomaanyksiköitä on mm. ulkomaiselle pääomalle asetettujen rajoitteiden vuoksi lähes mahdotonta rahoittaa konsernin sisäisesti. Tällöin paikallisten rahoitusmarkkinoiden merkitys rahoituslähteenä korostuu.

Konsernin sisäisten lainojen hinnoittelu perustuu markkinahintaan, jolla kyseiset yksiköt saisivat rahoitusta myös konsernin ulkopuolelta. Sisäiset lainat annetaan pääasiassa ulkomaanyksikön sijaintimaan omassa kotivaluutassa. Euron tullessa yhteiseksi valuutaksi useimmissa Euroopan maissa, konsernin sisäisten lainojen valuutta tulee olemaan monissa yksiköissä vastaavasti euro.

Tulorahoituksella ansaittujen tuottojen kotiuttaminen Suomeen riippuu pitkälti paikallisen toimintaympäristön ja lainsäädännön mahdollisuuksista. Ulkomaanyksiköi-

den rahoitusrakenne oman ja vieraan pääoman osalta muodostetaan yrityksessä paikallisen lainsäädännön edellytysten ja paikallisten viranomaisten vaatimusten mukaisesti. Paikallisten yhteistyökumppaneiden vaatimukset ulkomaanyksiköiden vakava-raisuudesta riippuvat usein emoyhtiön takauksista.

Konsernin ulkopuolinen rahoitus vähäistä

Konsernin pitkäaikaisen rahoituksen hankinta on keskitetty emoyhtiön yhteydessä toimivalle yhtymärahoitukselle. Se on aina mukana pitkäaikaisen rahoituksen hankinnassa. Yritys on pörssilistattu Suomen lisäksi myös ulkomailla. Laajassa mittakaavassa se ei ole hankkinut viime vuosina uutta omaa pääomaa markkinoilta. Joukkovelkakirjalainoja se on laskenut aikaisemmin liikkeelle sekä Suomessa että ulkomailla.

Yritys pyrkii ylläpitämään rahoituksen joustavuutta liiketoiminnan nopeassa muutosvauhdissa. Se on solminut pitkäaikaisen vieraan pääoman osalta komittoituja luottolimiittejä pankkeihin. Konsernin hyvä kansainvälinen luottokelpoisuus mahdollistaa rahoitusmarkkinoiden tehokkaan hyväksikäytön Suomessa ja ulkomailla. Jälkimarkkinakelpoisen pitkäaikaisen rahoituksen hankinta suoraan markkinoilta tapahtuu kokonaisuudessaan emoyhtiön yhtymärahoituksen toimesta. Näin myös suurin osa pitkäaikaisen rahoituksen hankinnasta rahoituslaitoksilta.

Mikäli liiketoimintayksiköiden paikalliset rahoitusmarkkinat tarjoavat edullisia rahoituslähteitä, mahdollisuuksia käytetään suoraan hyväksi yksiköihin. Päätöksenteko pitkäaikaisen rahoituksen lähteen käytöstä on kuitenkin keskitetty yhtymärahoitukseen. Rahoituslaitoslainat hankitaan useimmiten emoyhtiön nimiin, mutta tarvittaessa laina voidaan kirjata myös ulkomaisille yksiköille. Tällaisessa tilanteessa kyse voi olla esimerkiksi pitkäaikaisesta viennin tai tuonnin erityisluotosta.

Konsernin ulkopuolista pitkäaikaista lainaa yrityksellä on erittäin vähän. Yrityksessä ei ole katsottu suhteellisen pienen lainaportfolion koostumuksen arvioimisen olevan tällä hetkellä olennaista. Siksi tämän hetkisestä tilanteesta, jossa jälkimarkkinakelpoisten joukkovelkakirjalainojen osuus on rahoituslainojen osuutta suurempi, ei voida vetää johtopäätöksiä yrityksen ulkopuolisen rahoituksen hankinnan pääasiallisista lähteistä.

Esimerkiksi yrityksen valmiiksi neuvottelemien valmiusluottojen nostaminen pankista kasvattaisi huomattavasti pankkilainojen osuutta pitkäaikaisesta rahoituksesta.

Suurimpana tekijänä yrityksen käyttämien eri rahoituslähteiden valintaan vaikuttaa rahoitusvaihtoehdon hinnoittelu. Yritys tulee tarvittaessa hyödyntämään aktivoituvien euromarkkinoiden rahoitusmahdollisuuksia. Se miten kehitys tulee vaikuttamaan yrityksen valintaan jälkimarkkinakelpoisten ja rahoituslaitoslainojen suhteeseen, riippuu pitkälti markkinoiden yhä kilpailukykyisemmäksi muuttuvasta hintakehityksestä. Rahoituslaitosten osalta yrityksellä on tällä hetkellä pankkisektorilla keskeisiä yhteistyökumppaneita, joiden kanssa kehitetään kokonaisvaltaista yhteistyötä jatkossakin.

Institutionaalisten sijoittajien tarjoamia mahdollisuuksia yrityksessä ei ole käytetty. Konsernin sisäisen rahoituksen suuruus yrityksessä mahdollistaa sen laajamittaisen hyödyntämisen rahoitustarpeen kattamiseen. Edullistenkin konsernin ulkopuolisten lainojen kustannukset katsotaan usein sisäisen tulorahoituksen hyväksikäyttöön verrattuna korkeiksi.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Tutkimustulokset

Yritysten ulkomaiset investoinnit kasvavat jatkuvasti Suomessa ja ulkomailla. Suurten, kansainvälisten yritysten investointien rahoitusratkaisut ovat tärkeässä asemassa sekä yrityksille itselleen että laajemmin sijaintimaiden kansantalouksille. Pääoman laajamittainen tuonti ja vienti sekä pienten kansantalouksien rajalliset rahoitusvarat ovat keskeisiä teemoja. Koska tutkimusta kansainvälistyneiden suomalaisyritysten ulkomaanyksiköiden rahoittamisesta on tehty hyvin vähän, tutkimukselle nähtiin olevan suurta tarvetta.

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää suuryritysten ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteitä. Tavoitteeseen päästiin selvittämällä tärkeimmät ulkomaanyksiköiden rahoituslähteet ja rahoituslähteiden valintaan vaikuttavat tekijät. Tutkimuksen empiirinen osuus ja tutkimustulokset perustuvat neljän kansainvälisen suomalaisyrityksen haastatteluihin.

Keskeisenä tutkimustuloksena havaittiin, että yritysten ulkomaanyksiköiden tärkeimmät rahoituslähteet ovat yksiköiden oma tulorahoitus ja emoyhtiön myöntämät konsernin sisäiset lainat. Ulkomaanyksiköiden rahoituslähteisiin vaikuttivat eniten rahoitustoimintojen organisointi yrityksessä, lähinnä päätöksenteon keskittäminen rahoitusyksiköille. Lisäksi kullakin yrityksellä oli omat yrityskohtaiset motiivinsa rahoituslähteiden valintaan. Taulukossa 1 esitetään yrityskohtainen kooste olennaisimmista ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteistä ja syistä rahoituslähteiden käyttöön.

Taulukko 1. Yritysten ulkomaanyksiköiden tärkeimmät rahoituslähteet ja rahoituslähteiden valintaan vaikuttaneet tekijät

Yritys	Konsernin rahoitustoimintojen organisointi	Yksiköiden pääasialliset rahoituslähteet	Tärkeimmät vaikuttajat rahoituslähteisiin
A	hajautettu	<ul style="list-style-type: none"> • yksiköiden oma tulorahoitus 	Kunkin yksikön oma tulorahoitus riitti nykyisellään kattamaan myös pitkäaikaisen rahoituksen tarpeen.
B	keskitetty	<ul style="list-style-type: none"> • yksiköiden oma tulorahoitus • konsernin sisäiset lainat 	Konsernin sisäinen rahoitus oli etusijalla. Julkisesti noteeraamattomaan yritykseen konsernin ulkopuolista rahoitusta hankittiin keskitetysti pankeilta. Velvoitteet koti- ja ulkomaisiin rahoittajapankkeihin rajoittivat hajautettua pääomanhankintaa konsernin ulkopuolelta.
C	keskitetty	<ul style="list-style-type: none"> • yksiköiden oma tulorahoitus • konsernin sisäiset lainat 	Konsernin sisäinen rahoitus oli etusijalla. Ulkopuolista rahoitusta hankittiin keskitetysti. Rahoitus saatiin pääasiassa kotimaisilta pankeilta. Lisäksi hyödynnettiin esimerkiksi kotimaisten ja kansainvälisten arvopaperimarkkinoiden rahoitusvaihtoehtoja.
D	keskitetty	<ul style="list-style-type: none"> • yksiköiden oma tulorahoitus 	Konsernin sisäinen rahoitus oli etusijalla. Konsernin sisäiset lainat olivat toimialasta johtuen lyhytaikaisia. Konsernin ulkopuolinen varainhankinta oli vähäistä.

Ulkomaanyksiköiden konsernin sisäisestä ja ulkopuolisesta kaupasta saama oma tulo-rahoitus oli yksiköiden ensisijainen rahoituslähde. Lisöpääoman tarve rahoitettiin emoyhtiön hallinnoimista konsernin sisäisistä lähteistä. Tämä tapahtui lähinnä konsernin sisäisinä lainoina. Rahoitusta hankittiin konsernin ulkopuolelta, mikäli ensisijaisesti hyödynnettävää konsernin sisäistä rahoitusta ei ollut saatavilla. Haastatelluissa yrityksissä pienintä yritys A:ta lukuun ottamatta rahoituksen hankinta tapahtui keskitetysti koko konsernin tarpeisiin. Menettelyllä hyödynnettiin konsernirakennetta emoyhtiön ja muiden konserniyksiköiden yhteisen edun tavoittelemiseksi. Emoyhtiöllä oli tässä tehokkaassa rahoituksen koordinoinnissa olennainen rooli sen toimiessa konsernirahoituksen keskusyksikkönä.

Rahoitustoimintonsa keskittäneissä yrityksissä konsernin sisäistä rahoitusta koordinoitiin sisäisten pankkien välityksellä. Ne toimivat emoyhtiön suoraan tai välillisesti hallinnoimien rahoitusyksiköiden yhteydessä. Sisäiset pankit vastaanottivat konsernileille yksiköiden talletuksia ja myönsivät konsernin sisäisiä markkinahintaisia lainoja. Sisäiset pankit toimivat kolmessa suurimmassa yrityksessä. Pienimmässä yritys A:ssa keskitettyyn rahoitustoimintoon ei nähty olevan tarvetta.

Konsernin sisäiset lainat olivat usein ehdoiltaan houkuttelevia mm. edullisten takaisinmaksuehtojen osalta. Yksiköiden ei ollut mielekästä hankkia itsenäisesti rahoitusta konsernin ulkopuolelta. Yrityksissä sisäisten lainojen käyttöä määritteli lisäksi konsernin rahoituspolitiikka. Keskitetysti rahoitavissa yrityksissä ulkomaanyksiköillä ei juurikaan ollut rahoituksen lähteistään itsenäistä päätäntävaltaa. Hajautetussa rahoitusmallissa rahoituksen hankinta ja hallinta on pitkälti yksiköillä itsellään. Haastatelluista yrityksistä ainoastaan pienin yritys A rahoitti investointinsa hajautetusti. Sen ulkomaanyksiköillä pitkäaikaisen lisärahoituksen tarve oli vähäinen.

Sisäisen rahoituksen ollessa riittämätöntä rahoitusta hankittiin konsernin ulkopuolelta. Rahoitus oli pääasiassa vierasta pääomaa. Keskitetysti hankittu rahoitus ohjattiin konsernin sisäisinä lainoina edelleen yksiköille. Menettely mahdollisti laajamittaisen ja edullisen rahoituksen hankinnan sekä konsernin keskitetyn rahoitustoiminnon tehokkaan hyväksikäytön.

Keskitetty rahoituksen hankinta tarjosi yksittäisten yksiköiden saatavilla olevia mahdollisuuksia paremmat rahoitusvaihtoehdot. Suuren konsernin toimintojen kautta laajat arvopaperimarkkinat olivat yksiköiden saatavilla. Arvopaperimuotoisen lainan lisäksi pitkäaikaiset pankkilainat nostettiin lähes aina keskitetysti. Poikkeuksia konsernin ulkopuolisen pitkäaikaisen lainan keskitettyyn hankintaan mainittiin muutamia. Näitä olivat esimerkiksi edulliset paikallisesti saatavilla olevat tuetut lainat sekä verotussyistä tai paikallisesta lainsäädännöstä johtuvat erityisjärjestelyt.

Yritysten lähes kaikki ulkomaanyksiköt olivat täysin konsernin omassa omistuksessa. Oman pääoman sijoitukset yksiköihin järjestettiin rahoitusyksiköiden välityksellä, konsernirakennetta noudatellen. Oman pääoman sijoittajina toimivat konsernin omat yksiköt. Ulkopuolisten oman pääoman sijoittajien nähtiin mm. haittaavan joustavaa päätöksentekoa, vaikka riskejä voitaisiinkin pienentää ja uutta taitotietoa tuoda yksiköihin.

6.2 Tutkimuksen tarkastelu

Kirjallisuuskatsauksessa esiin tullut tieto ulkomaanyksiköiden rahoituslähteistä oli pitkälti yhdenmukainen yrityshaastatteluiden tulosten kanssa. Yhtäläisyyksiä olivat esimerkiksi konsernin sisäisen rahoituksen ensisijaisuus rahoituslähteenä, konsernin sisäisten lainojen markkinahintaisuus ja sisäisten pankkien rahoittajan rooli.

Poikkeavuuksia löytyi konsernin sisäisen rahoituksen osalta rahoitusyksikön toiminnassa. Kirjallisuudessa mainittiin rahoitusyksiköiden toimivan itsenäisenä yrityksenä tai holdingyhtiöiden yhteydessä. Vaihtoehtoisesti rahoitusyksikkö voisi toimia osana emoyhtiön talousosaston tai jokin tuotannollisen yksikön toimintaa. Tutkittujen yritysten rahoitusyksiköt toimivat suomalaisen emoyhtiön yhteydessä. Mikäli yrityksellä oli muita rahoitusyksiköitä, ne olivat erillisiä, emoyhtiön suoraan tai välillisesti hallinnoimia yksiköitä. Holdingyhtiöt toimivat ainoastaan omistajana, usein ilman fyysistä läsnäoloa sijaintimaassaan.

Konsernin ulkopuoliset rahoituslähteet vastasivat kirjallisuudesta saatua tietoa etenkin pankkirahoituksen suuren merkityksen ja jälkimarkkinakelpoisen rahoituksen hankintamahdollisuuksien osalta. Institutionaalisten ja yksittäisten pääomansijoittajien sekä rahoitusyhtiöiden merkitystä ei kirjallisuudessa erityisemmin korostettu. Tutkimuksessa mukana olleiden yritysten kohdalla näiden rahoituslähteiden käyttö rajoittui joihinkin leasing-sopimuksiin sekä valtioiden myöntämiin tukiin ja lainoihin. Näiden rahoituslähteiden merkitys ei ollut suuri.

Ulkomaanyksiköiden rahoituslähteiden valintaan vaikuttavia tekijöitä mainittiin kirjallisuudessa useita. Kirjallisuudessa kerrottiin rahoituspolitiikan suuntaviivojen rajaavan ulkomaanyksiköiden rahoituksen toimintaperiaatteet. Sama kävi ilmi yritys-haastatteluissa. Sekä kirjallisuudessa että yritys-haastatteluissa korostettiin rahoitus-toiminnan organisoinnin merkitystä ulkomaanyksiköiden rahoitukseen vaikuttavana tekijänä.

Kirjallisuuskatsauksessa selvitettiin myös rahoittajasuhteiden vaikutusta ulkomaanyksiköiden rahoituslähteisiin. Hyvät suhteet yrityksen yhteistyökumppaneina toimiviin rahoittajiin, lähinnä pankkeihin, saattavat tarjota edullisia rahoitusvaihtoehtoja. Näitä suhteita voidaan hyödyntää suoraan yksiköissä. Välillinen hyödyntäminen tapahtuu esimerkiksi konsernin emoyhtiön kautta. Haastatelluille yrityksille hyvät suhteet rahoittajapankkeihin olivat tärkeitä. Suhteet pankkeihin olivat kuitenkin yksilöllisiä. Yritykset eivät maininneet hyvien rahoitussuhteiden suoranaista hyödyntämistä ulkomaanyksiköiden rahoittamiseksi. Osaltaan tämä selittyy pitkäaikaisen rahoituksen hankinnan keskittämällä rahoitusyksiköihin. Yksiköihin suoraan hankittavan pitkäaikaisen pankkirahoituksen osuus oli vähäinen. Yritykset mainitsivat sen sijaan riippuvuuden päärahoittajapankeista erityisesti lyhytaikaisen rahoituksen osalta. Euron myötä tulevaisuuden odotukset olivat suoran arvopaperimarkkinoilta hankittavan pitkä- ja lyhytaikaisen rahoituksen osuuden kasvattamisessa.

Paikallista rahoitusympäristöä koskevassa kirjallisuudessa mainittiin paikallisten olosuhteiden asettamat rajoitteet ja mahdollisuudet sekä paikalliset rahoitusmarkkinoiden normit optimaaliselle rahoitusrakenteelle. Haastatteluista yrityksistä A ja B kertoivat paikallisiin olosuhteisiin sopeutumisen olevan tärkeää. C ja D korostivat enemmän yrityksen konsernin omien rahoitusratkaisujen yhtenäisyyttä eri maissa. Poikkeuksel-

lisiä tilanteita rahoitusrakenneratkaisuille aiheuttivat esimerkiksi korkea maariski tai lainsäädännön rajoitteet. Nämä tekijät mainittiin myös kirjallisuudessa.

Verotus todettiin sekä kirjallisuudessa että yrityshaastatteluissa ulkomaanyksiköiden rahoituslähteisiin vaikuttavaksi tärkeäksi tekijäksi. Sen merkitystä ei kuitenkaan erityisesti painotettu. Todennäköisesti verotuksen optimointiin liittyvät ongelmat ratkaistiin pitkälti jo yksikköä perustettaessa ja konsernirakennetta suunniteltaessa. Veronäkökohdat eivät siten enää myöhemmässä vaiheessa toiminnan vakiinnuttua nouse välttämättä yhtä voimakkaasti esille.

Toiminta-analyttinen tutkimus perustuu harvoihin, perusteellisesti käsiteltäviin tapauksiin. Koska tutkimusmenetelmään ei liity tilastollisten menetelmien käyttöä, tutkimustulokset eivät ole täysin yleistettävissä. Kuitenkin neljästä tutkitusta yrityksestä kolme kuuluu Suomen suurimpiin ulkomaille investoiiviin yrityksiin. Näiden osuus suomalaisyritysten kokonaisinvestoinneista on ratkaiseva. Tutkimus antaa tärkeää tietoa markkamääräisesti suuresta osaa suomalaisyritysten ulkomaisia investointeja.

Case-yritysten avulla saatiin esille tärkeitä syy- ja seuraussuhteita suomalaisten suuryritysten ulkomaanyksiköiden rahoituksessa. Toiminta-analyttinen tutkimusote sopi hyvin tästä niukasti tutkitusta aihepiiristä tehdyn tutkielman toteuttamiseen. Tällä vuosikymmenellä ei tiettävästi ole tutkittu lainkaan suurten, kansainvälistyneiden suomalaisyritysten ulkomaanyksiköiden rahoituslähteitä. Kansainvälistäkään aineistoa ei aiheesta juurikaan ollut saatavilla. Tutkimustulokset antavat arvokasta perustietoa ja ideoita uusille tutkimuksille. Tulosten avulla voidaan kehittää hypoteeseja tästä ajankohtaisesta aihepiiristä tulevaisuudessa tehtäviin jatkotutkimuksiin. Jatkossa voitaisiin esimerkiksi vertailla laajemmin suomalaisen ja ulkomaisen kansainvälisen konsernin ulkomaanyksiköiden rahoitusratkaisuja ja emoyhtiön sijaintimaan merkitystä ulkomaanyksiköiden rahoituslähteisiin.

LÄHTEET

Agarwal, Sanjeev - Ramaswami, Sridhar N. (1992) Choise of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internationalization Factors. *Journal of International Business Studies*, Vol. 23, First Quater, 1-27.

Ali-Yrkkö, Jyrki - Ylä - Anttila, Pekka (1997) *Yritykset kansainvälistyvät - katoavatko työpaikat?* ETLA B:130. Helsinki.

Andersson, Björn C. - Engvall, Charlotte (1984) *Finansiell styrning och planering i några svenska multinationella koncerner*. Stockholm School of Economics, The Economic Research Institute, Research paper 6290. Stockholm.

Ankorm, Robert K. (1994) The Corporate Bank. *Sloan Management Review*, Vol. 35, No. 2, Winter, 63-72.

Baker, James C. (1998) *International Finance - Management, Markets and Institutions*. Prentice-Hall: Upper Saddle River NJ.

Banerjee, Sugata - Leleux, Benoit - Vermaelen, Theo (1997) Large shareholdings and corporate control: An analysis of stake purchases by French holding companies. *European Financial Management*, Vol. 3, No. 1, 23-43.

Barkema, Harry - Vermeulen, Freek (1998) International Expansion Through Start-up or Acquisition: A Learning Perspective. *Academy of Management Journal*, Vol. 41, No. 1, 7-26.

Brealey, Richard A. - Myers, Stewart C (1996) *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill: New York.

Buckley, Adrian (1987) Financing Overseas Subsidiaries. *Managerial Finance* No. 8, 73-75.

Caves, Richard E. (1982) *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge University Press: New York

Charpentier Robert (1996) Internationella finansieringskällor för finländska bolag. *Forum*, No 4, 48-49.

Corbett, Jenny - Jenkinson, Tim (1997) How Is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, The United Kindom and The United States. *Papers in Money, Macroeconomics and Finanance*, Vol 65, 69-93.

Cravens, Karen S. (1997) Examinig the Role of Transfer Pricing as a Strategy for Multinational Firms. *International Business Review*, Vol. 6, No. 2, 127-145.

Crevoisier, Oliver (1997) Financing Regional Endogenous Development: The Role of Proximity Capital in the Age of Globalisation. *European Planning Studies*, Vol. 5, No. 3, 407-416.

Daniels, John D. - Radebaugh, Lee H. (1992) *International Business - Environments and operations*. Addison - Wesley: Reading MA.

Elinkeinoelämän valtuuskunta (1998) *Globalisaalistuminen ja Suomi, EVA-raportti maailman yhteenkasvamisesta*. Helsinki

Grabbe, Orlin J. (1996) *International Finanacial Markets*. Prentice Hall: Englewood Cliffs, New Jersey.

Euroopan yhteisöjen virallinen lehti (1996) Vol 39, L 107/6.

Heikkilä, Airi (1994) *Selvitys suorista sijoituksista Suomeen*. Suomen Pankin keskustelualoitteita 2/94. Helsinki.

Hei-Wai, Lee - Gentry, James A (1995) An Empirical Study of the Crporate Choise Among Common Stock, Convertible Bonds and Straight Debt: A Cash Flow Interpretation. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 35, No. 4, 397-419.

Helsingin Sanomat (1998) Pankkien rooli supistuu yritysten rahoituksessa. 18.6.1998, B6.

Hennart, Jean-Francois - Larimo, Jorma (1995) *The Impact of Culture on the Strategy of Multinational Enterprises - Does National Origin Affect Ownership Decisions?* Proceedings of the University of Vaasa, Discussion Papers 185. Vaasa.

Hennart, Jean-Francois - Park, Young-Ryeol (1993) Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States. *Management Science*, Vol. 39, No. 9, 1054-1070.

Hentola, Helena - Luostarinen Reijo (1995) *Foreign Subsidiary: The Concept Revisited*. Helsinki School of Economics and Business Administration, CIBR Working papers, series Z-4. Helsinki

Hiljander, Henry (1997) Yrityspankki. Teoksessa: *Pankkitoiminta Suomessa – opetusmoniste 1997*, 73-84. Suomen Pankkiyhdistys. Helsinki

Hirsjärvi, Sirkka - Hurme, Helena (1991) *Teemahaastattelu*. Kyriiri: Helsinki.

Holland, John (1994) Bank Lending Relationships and the Complex Nature of Bank-Corporate Relations. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 3, 367-393.

Honko, Jaakko (1989) *Liiketaloustiede*. Weilin + Göös: Espoo.

Jain, Arvind, K (1994) *International Financial Markets and Institutions*. Kolb: Boulder CO

Johnson, Shane A. (1997) An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol. 32, No. 1, 47-69.

Kaen, Fred R. (1995) *Corporate Finance*. Blackwell: Cambridge MA

Kasanen, Eero - Lukka, Kari - Siitonen, Arto (1993) The Constructive Approach in Management Accounting Research. *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 5, 243-246.

Kasanen, Eero - Lundström, Thomas - Puttonen, Vesa - Veijola, Risto (1997) *Rahoi- tusriskit yrityksissä*. WSOY: Porvoo

Kauppalehti (1998) Kansainväliset teollisuusyritykset ihmettelevät väliyhtiökohtelua: VM toimii vastoin kansallista etua 9.1.1998, 4

Kavanterä, Reino (1992) *Ulkoinen rahoitus*. Weilin+Göös:Jyväskylä.

Keloharju, Matti - Niskakangas, Mervi (1997) *Why do Firms Raise Foreign Currency Denominated Debt?* Helsinki School of Economics and Business Administration, Working Papers W-177. Helsinki

Kettunen, Pertti (1981) *Rahoitus*. WSOY: Porvoo.

Kokkonen, Sampsa (1995) *Yrityksen analysointi ja rahoitus*. WSOY: Porvoo

Koudal, Peter (1998) Globalisation and the International Location of Manufacturing Production. *Business & the Contemporary World*, Vol. X(1), 1998, 71-86.

Larimo, Jorma (1987) *The Foreign Direct Investment Decision Process - An empirical study of the foreign direct investment decision behaviour of Finnish firms*. University of Vaasa, Vaasa.

Larimo, Jorma (1993) *Foreign Direct Investment Behaviour and Performance - an Analysis of Finnish Direct Manufacturing Investments in OECD Countries*. Universitas Wasaensis, Acta Wasaensia No. 32, Business Administration No. 13, Marketing. Vaasa.

Larimo, Jorma (1996) Mode of Foreign Entry in Foreign Direct Investments: Behaviour of Finnish Firms in OECD Markets. Teoksessa: *Choice and Management of Entry Strategies in International Business*, toimittaneet Jorma Larimo ja Tuija Mainela, 61-85. Proceedings of the University of Vaasa, Reports 18. Vaasa.

Larimo, Jorma - Pynnönen, Seppo (1996) *Factors Affecting Ownership Arrangements in Foreign Direct Investments*. University of Vaasa, Vaasa.

Leppiniemi, Jarmo (1989) *Yritysrahoitus*. Jatkuvatäydenteinen. WSOY: Porvoo.

Leppiniemi, Jarmo (1993) *Rahoitus*. WSOY: Helsinki.

Leppiniemi, Jarmo (1994a) Yrityksen omien pääomien lisääminen. Teoksessa: *Praxis*, osa II, toimittanut Raisa Vuohelainen, 99-113. WSOY: Juva.

Leppiniemi, Jarmo (1994b) Yrityksen rahoitustarpeet ja niiden kartoittaminen – rahoituslähteet. Teoksessa: *Praxis*, osa II, toimittanut Raisa Vuohelainen, 115-130. WSOY: Juva.

Leppiniemi, Jarmo - Puttonen, Vesa (1996) *Yrityksen rahoitus*. WSOY: Porvoo.

Linnainmaa, Leena (1994) Yrityksen vuokrasopimukset. Teoksessa: *Praxis*, osa II, toimittanut Raisa Vuohelainen, 191-196. WSOY: Juva.

Lukka, Kari (1986) *Taloustieteen metodologiset suuntauksset: Liiketaloustieteen ja kansantaloustieteen vertailu*. Liiketaloudellinen Aikakauskirja, No. 2, 133-148.

Lukka, Kari (1991) *Laskentatoimen tutkimuksen epistemologiset perusteet*. Liiketaloudellinen Aikakauskirja, No. 2, 161-186.

Luostarinen, Reijo - Welch, Lawrence (1990) *International Business Operations*. Kyriiri: Helsinki.

Madura, Jeff (1995) *International Financial Management*. West Publishing: St Paul MN.

Mann, C.L. (1993) Determinants of Japanese Direct Investment in U.S. Manufacturing Industries. *Journal of Money and Finance*, No 12, 523-541.

Melvin, Michael (1995) *International Money and Finance*. HarperCollins: New York.

Mittoo, Usha R. (1992) Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Listing: Canadian Evidence. *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4 No. 1, 40-62.

Mittoo, Usha R. (1994) Evaluating the Foreign Listing Decision in a Capital Budgeting Framework. *Managerial Finance*, Vol. 20, No. 8, 22-35.

Modén, Karl-Markus - Oxelheim, Lars (1995) *Why Issue Equity Abroad? the Experience of Small Country Companies*. Lund University, Institute of Economic

Research, Working Paper Series 1995/13. Lund

Morin, F – Dumpuy, C. (1993) *Le coeur financier européen*. Economica, Paris.

Neilimo, Kari - Näsi, Juha (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede. Tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Tampereen yliopisto, Yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja, sarja A2: Tutkielmia ja raportteja 12. Tampere.

Nurmio, Kai (1986) *Ulkomaisen tytäryhtiön rahoituksesta*. Vientikoulutussäätiö, FIBO-julkaisuja n:o 14:28. Kyriiri: Helsinki.

Pain, Nigel (1997) Continental Drift: European Integration and the Location of U.K Foreign Direct Investment. *Papers in Money, Macroeconomics and Finance*, Vol. 65, 94-117.

Pajarinen, Mika (1997) *Ulkomaiset suorat sijoitukset ja ulkomaalaisomistus Suomessa: katsaus historiaan ja viimeaikaiseen kehitykseen*. ETLA keskusteluaiheita No. 610. Helsinki.

Pike, Richard - Neale, Bill (1996) *Corporate Finance and Investment - Decisions and Strategies*. Prentice Hall: London.

Puhakka, Minna (1994) *Euroopan integraatio ja yritysstrategiat*. ETLA B 92. Helsinki.

Ross, Derek (1997) Corporate Treasuries and the Euro. *Accountancy - International Edition*, July, 112-113.

Ruigrok, W. –Van Tulder, R. (1995) *The Logic of International Restructuring*. London: Routledge.

Samuelson, Finn R (1993) Finansiering av utenlandske datterselskap. *Praktisk økonomi og ledelse*, Vol 9:3, sep, 83-85.

Schmidt, Reinhard H. - Tyrell, Marcell (1997) Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance. *European Financial Management*, Vol 3, No 3, 333-361.

Sloman, John - Sutcliffe, Mark (1998) *Economics for business*. Prentice Hall: London.

Suomen Yritykset 1995. Tilastokeskus 1997:3, Helsinki

Stein, Jeremy C (1997) Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *Journal of Finance*, Vol. LII, No 1, 111-133.

Talouselämän raportti suuryrityksistä 1997 (1997). Talentum: Helsinki.

Teollisuuden ulkoiset rahoituslähteet (1994) TT-Kustannustieto: Tampere.

Tikka, Kari S. - Nykänen, Olli (1985) *Yritysverotus*. Jatkuvatäydenteinen, osat I-II. WSOY: Porvoo.

Tikka, Kari S. - Leppiniemi, Jarmo - Penttilä, Seppo , Hulkko, Pekka (1996) *Verotus*. WSOY: Juva.

Ulgado, Francis M. (1997) Location Decision-making Characteristics of Foreign Direct Investment in the United States. *International Business Review*, Vol. 6, No. 3, 271-293.

Vartia, Pentti - Ylä-Anttila, Pekka (1996) *Kansantalous 2021*. ETLA B:126 sekä SITRA 153. Helsinki.

World Investment Report (1997) United Nations. Geneva.

Yritys Euroopassa - EU-kaupan tietopaketti suomalaiselle liikkeenjohdolle (1995). Toimittaneet Pekka Jauhiainen ja Jukka Reinikainen. Pienteollisuuden Keskusliitto: Helsinki.

Äijö, Toivo S. (1991) *Suomalaisyritys kansainvälistyy - Strategiat, vaihtoehdot ja suunnitteluprosessi*. FINTRA julkaisu 82. Jyväskylä.

Lainkohdat:

Kirjanpitolaki 30.12.1997 / 1336

Julkaisemattomat lähteet:

Suomen Pankki (1998) *Suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille päätyypeittäin*.
Tietopalveluosasto, julkaisematon tiedote 16.4.1998.

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

Puh./Tel. (09) 609 900
Int. 358-9-609 900
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753
Int. 358-9-601 753

KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847

- No 630 PEKKA VALKONEN, Mitä suomalaisten yritysten patentointi kertoo kemian teknologian tasosta? 06.02.1998. 33 s.
- No 631 SOILI LEHTONEN - EERO LAESTERÄ, Kannattaako kotityö? Kotityön ja vapaa-ajan hinnoittelu ja tulonsiirtojärjestelmien yhteisvaikutus eri tulotasoilla. 26.02.1998. 33 s.
- No 632 DAINIUS BERNOTAS - ARVYDAS GUOGIS - ROMAS LAZUTKA, Social Security in Lithuania: A Review. 27.02.1998. 27 p.
- No 633 AUDRONE MORKUNIENE, The Lithuanian Pension System and Alternatives for the Future. 27.02.1998. 25 p.
- No 634 MIKA MALIRANTA, Factors of Productivity Performance by Plant Generation: Some findings from Finnish manufacturing. 05.03.1998. 25 p.
- No 635 RITA ASPLUND, Palkkaliikkuvuus Suomessa. 12.03.1998. 20 s.
- No 636 JUKKA LASSILA, Wage Formation by Majority Voting and The Incentive Effects of Pensions and Taxation. 19.03.1998. 26 p.
- No 637 KIMMO LAHTI-NUUTTILA, Yrityksen ympäristökilpailukyvyn teoreettinen tarkastelu. 27.04.1998. 35 s.
- No 638 OLAVI RANTALA, Kotitalouksien varallisuus 1980-1996. 04.05.1998. 22 s.
- No 639 MARKKU PULLI, Ulkomaalaisomistuksen lisääntyminen Suomessa. 12.05.1998. 15 s.
- No 640 JOHANNA ALATALO - KARI ALHO, Kaupan tuottavuuskehityksen kokonaistaloudelliset vaikutukset. 20.05.1998. 51 s.
- No 641 JUHA HONKATUKIA, Arvioita ilmastotavoitteen kokonaistaloudellisista vaikutuksista Suomessa. 26.05.1998. 17 s.
- No 642 MARIANNE PAASI, Exporting, Learning Investment and Competitiveness of Firms - Business Survey Results in Estonia. 06.07.1998. 28 p.
- No 643 MIKKO MÄKINEN, Suomen viennin rakennemuutos ja klustereiden vientimenestys 1990-luvulla. 10.08.1998. 57 s.

- No 644 RAITA KARNITE, Latvia on the Path to Transformation. 28.08.1998. 16 p.
- No 645 ANSSI PARTANEN, Trade Potential around The Baltic Rim: A Two-model Experiment. 21.09.1998. 24 p.
- No 646 KIMMO LAHTI-NUUTTILA, Suomalaisen paperi- ja selluteollisuuden ympäristöstrategiaan vaikuttavia tekijöitä. 08.10.1998. 67 s.
- No 647 OLLI RÄMÄ, Yritysten kannattavuus osakkeenomistajien näkökulmasta - vertailu suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä. 19.10.1998. 64 s.
- No 648 HELI KOSKI, Verkostoeksternaliteettien taloustieteellinen analyysi ja vaikutukset harjoitettavaan teknologiapolitiikkaan. 21.10.1998. 21 s.
- No 649 HELI KOSKI, The Impacts of Regulatory Reform on the Global Telecommunications Sector. 21.10.1998. 46 p.
- No 650 HELI KOSKI, Liberalisation, Regulation and Universal Service Provision in the European Telecommunications Markets. 21.10.1998. 33 p.
- No 651 REIJA LILJA - ATRO MÄKILÄ, Exit From Finnish Industry - Does Education Matter? 30.10.1998. 13 p.
- No 652 REIJA LILJA - ATRO MÄKILÄ, Skill Distribution of Recruits in Finnish Industry. 30.10.1998. 13 p.
- No 653 JUUSO VANHALA, Talouden verkottuminen ja pitkän aikavälin talouskasvu. 05.11.1998. 65 s.
- No 654 JYRKI ALI-YRKKÖ, Rahoitustekijöiden vaikutus teollisuuden investointikäyttäytymiseen - Ekonometrinen analyysi yritystason aineistolla. 11.11.1998. 100 s.
- No 655 JYRKI ALI-YRKKÖ, Teollisuuden investoinnit ja rahoitustekijät. 11.11.1998. 82 s.
- No 656 JYRKI ALI-YRKKÖ - HANNU HERNESNIEMI - MIKKO MÄKINEN - MIKA PAJARI-NEN, Suomen ja Ruotsin talouselämän integroituminen. 11.11.1998.
- No 657 TARMO VALKONEN - JUKKA LASSILA, Katsaus kansainväliseen eläkeuudistuskirjallisuuteen. 30.11.1998. 67 s.
- No 658 TARJA HEIKKILÄ, Yritysten ulkomaanyksiköiden pitkäaikaisen rahoituksen lähteet. 17.12.1998. 80 s.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaavaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.