



<input checked="" type="checkbox"/>	Pro gradu -tutkielma
<input type="checkbox"/>	Lisensiaatintutkielma
<input type="checkbox"/>	Väitöskirja

Oppiaine	Kansantaloustie	Päivämäärä	28.3.2011
Tekijä(t)	Ville Elsinen	Matrikkelinumero	
		Sivumäärä	55 s. +litteet
Otsikko	Valtion omistajapolitiikan signalointi: Onko Suomen valtion omistajapolitiikan signaloinnilla vaikutusta valtio-omisteisten yhtiöiden pörssikursseihin?		
Ohjaajat	VTT Juha-Pekka Niinimäki		

Tiivistelmä

Tutkielmassa tarkastellaan valtion omistajapolitiikkaa. Valtion omistajuus herättää keskustelua niin tutkijoiden kuin suuren yleisön keskuudessa. Tutkielman tarkoituksena on tarkastella miten valtion omistajapolitiikan signalointi vaikuttaa valtio-omisteisten pörssiyhtiöiden osakekursseihin.

Teoreettisessa tarkastelussa on kaksi lähtökohtaa. Ensinnäkin tarkastellaan valtio-omistuksen vaikutuksia yrityksen kontrollirakenteisiin ja siten tuottavuuteen. Toiseksi tarkastellaan valtion omistajapolitiikan uskottavuuden parantamista johdonmukaisuuden ja läpinäkyvyyden kautta.

Tutkimusmenetelmänä käytetään event study –menetelmää. Siinä osakkeille määritellään normaalituotto, jonain tiettyinä tapahtumapäivinä. Tapahtumahetken toteutuneen tuoton ja määritellyn normaalituoton erotuksena saadaan niin kutsuttu epänormaali tuotto. Näistä lasketaan keskiarvo. Tyypillisesti testataan poikkeako saatu keskiarvo tilastollisesti merkitsevästi nollasta. Jos keskiarvo poikkeaa nollasta, voidaan päätellä markkinoiden reagoivan uuteen informaatioon. Aineisto koostuu yhteensä kuudesta tapahtumasta ja 62 havainnoista. Havaintoina käytettiin Suomen valtion osittain omistamien pörssiyhtiöiden osakekurssien päivätuottoja. Saatujen tulosten mukaan valtion omistajapolitiikan signaloinnilla on vaikutusta valtio-omisteisten yhtiöiden osakekursseihin ja kurssi-reaktio on negatiivinen.

Tuloksista voidaan päätellä, että valtion omistajapolitiikan signaloinnilla on merkitystä. Näyttäisi olevan niin, että markkinat eivät pidä Suomen valtion sitoutumista uskottavana. Toinen mahdollinen selitys on, että markkinat pitävät Suomen valtion ajamaa omistajapolitiikka yhtiöiden omistajarvoa laskevana. Asian selvittämiseksi tarkemmin tarvittaisiin kuitenkin laajempia tutkimuksia.

Asiasanat	Omistajapolitiikka, omistajaohjaus, valtionyhtiö, corporate governance, state-owned enterprise, signalointi
Muita tietoja	



Turun yliopisto
University of Turku

VALTION OMISTAJAPOLITIIKAN SIGNA- LOINTI

Onko Suomen valtion omistajapoliittisella signaloinnilla vaikutusta valtio-omisteisten yhtiöiden pörssikursseihin?

Kansantaloustieteen pro gradu -tutkielma

Laatija:

Ville Elsinen 14230

Ohjaaja:

VTT Juha-Pekka Niinimäki

28.3.2011

Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics

Sisällys

1	JOHDANTO.....	7
1.1	Motivointi.....	8
1.2	Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne.....	9
1.3	Tutkimusmetodi ja metodologia.....	10
2	TALOUSTIETEEN NÄKÖKULMIA VALTION YHTIÖOMISTUKSEEN.....	12
2.1	Valtion omistuksen vaikutus yrityksen kontrolliongelmaan.....	12
2.2	Ratkaisuja valtio-omistajuuden ongelmiin.....	15
2.3	Omistajapolitiikan signalointi ja uskottavuus.....	18
2.3.1	Omistajapolitiikan uskottavuus.....	19
2.3.2	Läpinäkyvyys.....	22
3	SUOMEN VALTIO YHTIÖOMISTAJANA.....	26
3.1	Valtio-omistuksen ja omistajapolitiikan yleiskuva.....	28
3.2	Omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen välineet.....	30
3.2.1	Omistajapolitiikan välineet ja kehitys.....	31
3.2.2	Omistajaohjauksen välineet.....	35
3.3	Omistajaohjauksen tavoitteet, uskottavuus ja läpinäkyvyys.....	40
3.3.1	Omistajaohjauksen keskittäminen.....	41
3.3.2	Omistajaohjauksen läpinäkyvyys.....	42
3.3.3	Omistajapolitiikan uskottavuutta heikentäviä tekijöitä.....	43
4	EMPIRIA.....	45
4.1	Aineisto.....	45
4.2	Tutkimuksen suorittaminen.....	47
4.3	Tulokset.....	48
5	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	50
	LÄHTEET.....	52
	LIITE 1. YHTIÖILLE ESTIMOIDUT BETAT, BETOJEN SELITYSASTE SEKÄ TILASTOLLINEN MERKITSEVYYS 95 % MERKITSEVYYSTASOLLA.....	56

Kuviot

<u>Kuvio 1</u>	<u>Omistajaohjauksen järjestämisen jaottelu OECD–maissa (OECD survey, 2005, 43).....</u>	<u>24</u>
<u>Kuvio 2</u>	<u>Valtio-omisteisten yhtiöiden jaottelu (omistajaohjaus internetsivut) .</u>	<u>27</u>
<u>Kuvio 3</u>	<u>Valtion saamat osingot kassaperusteisesti 2004–2009 (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 26.)</u>	<u>37</u>
<u>Kuvio 4</u>	<u>Kumulatiivisten ylituottojen keskiarvon kehitys</u>	<u>49</u>

Taulukot

Taulukko 1	OECD:n suositusten rakenne	16
Taulukko 2	Omistajaohjauksen keskittämismuotojen vertailu (Omistajaohjausryhmän raportti, 2003, 60.).....	42
Taulukko 3	Tarkastellut yhtiöt sekä yhtiökohtainen havainnointiaika	46
Taulukko 4	Tapahtumat sekä havaintojen määrä	46
Taulukko 5	Kumulatiivisten ylituottojen keskiarvot	48

1 JOHDANTO

Valtion omistajapolitiikka herättää keskustelua niin Suomessa kuin muuallakin maailmassa. Suomessa viimeisin keskustelu on liittynyt Yleisradioin rahoitukseen ja hallinnon uudistukseen. Ruotsissa taas puhuttaa Ruotsin valtion yritys poistaa kokonaan johdon palkkiojärjestelmät Nordeassa, jossa Ruotsi on vähemmistöosakkaana.. Taloustieteen näkökulmasta valtion yhtiöomistus on osittain ristiriitainen asia, koska valtioomistuksen on perinteisesti katsottu heikentävän yhtiön toiminnan tehokkuutta. Toisaalta valtion omistus voi olla perusteltua, jos toimintaan liittyy ulkoisvaikutuksia. Valtionyhtiöissä (*state-owned enterprises*) noudettavat hallinta- ja ohjausmenetelmät (*corporate governance*) ovat herättäneet kiinnostusta myös kansainvälisesti. OECD on ollut aktiivinen toimija aiheen tiimoilta. Se julkaisi vuonna 2005 oman ohjeistuksensa valtionyhtiöiden corporate governance järjestelmiksi. (OECD guidelines, 2005 ja Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008, 2009, 17.)

Vuonna 2005 OECD teki kyselytutkimuksen jäsenmaidensa omistajapolitiikan harjoittamisesta. Raportin esipuheessa todetaan, että valtionyhtiöillä on edelleen suuri rooli monissa OECD-maissa. Tämän takia niiden hallinnon laatu on herättänyt kasvavaa kiinnostusta. Maiden hallituksilla on haasteita omistajapoliittisten toimintojensa järjestämisessä ja uudistamisessa. OECD:n ohjeistus laadittiin tätä työtä helpottamaan ja se otettiin myös laajasti käyttöön. (OECD survey, 2005, 3.)

OECD:n kyselytutkimuksen ensimmäisessä luvussa pyritään antamaan arvioita valtionyhtiöiden määrästä, koko valtion omistuksen koosta ja toimialajakaumasta. Suomi sijoittuu kappalemääräisessä omistuksessa keskiryhmään, johon kuuluvat maat joiden omistuksessa on 50:stä sataan yhtiötä. Sen sijaan, kun tarkastellaan valtionyhtiöiden tase- ja oman pääoman arvoa suhteessa bkt:hen, Suomi on OECD -maiden kärkipaikalla. Valtionyhtiöiden palveluksessa olevan henkilöstön osuus koko työvoimasta on Suomessa toiseksi suurin heti Tšekin tasavallan jälkeen. Valtionyhtiöiden liikevaihto ja tuottama lisäarvo (*value added*) suhteessa bkt:hen on Suomessa selvästi suurempia kuin missään toisessa OECD-maassa. Näihin tuloksiin vaikuttaa se, että Suomen lukuihin on otettu mukaan myös valtionyhtiöiden kansainväliset toiminnot. (OECD survey, 2005, 27–33.)

OECD:n kyselytutkimuksessa selvitettiin myös valtionyhtiöiden toimialajakaamaa. Yleinen huomio on, että yhtiöt toimivat tyypillisesti jollain strategisella sektorilla, joista tavallisimpia esimerkkejä ovat energian tuottaminen ja jakelu, postipalvelut, viestintä ja telekommunikaatio, lento- ja raideliikenne sekä jossain määrin finanssipalvelut. Lisäksi todetaan, että Suomi kuuluu maihin, joissa valtio erittäin merkittävä omistaja mainituilla toimialoilla esimerkiksi Suomessa valtio omistaa yksin sekä postilaitoksen että rautatiet. Jäsenmaiden välillä on eroja siinä, kuinka suuri osa valtionyhtiöistä on julkisesti noteerattuja. Luvut vaihtelevat Norjan yli 25 %:sta Slovakiaan, Belgiaan ja Isoon-

Britanniaan, joiden valtionyhtiöt ovat kaikki listaamattomia. Suomen valtionyhtiöistä julkisesti noteerattuja on noin 20 %. (OECD survey, 2005, 33–36.)

Suomen valtiolla on merkittäviä omistusosuuksia useissa eri pörssiyhtiöissä. Kolmessa yhtiössä Fortumissa, Finnairissa ja Neste Oil:ssa valtion omistusosuus on yli puolet. Lisäksi valtio on vähemmistöosakkaana 11:sta pörssiyhtiössä. Suomen valtio on myös Helsingin pörssin suurin yksittäinen omistaja. Valtion omistajapolitiikkaa on kehitetty vuodesta 1994 lähtien, jolloin annettiin Valtionyhtiöiden toimintaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös. Ohjeistusta on tämän jälkeen päivitetty vuosina 1999, 2004 ja 2007 annetuilla Valtion omistajapolitiikkaa koskevilla valtioneuvoston periaatepäätöksillä.

1.1 Motivointi

Oma kiinnostus aiheeseen syntyi kevään 2009 aikana, kun nousi kohu Fortumin myöntämistä ylimmän johdon tulospalkkausjärjestelmistä. Tällaiset omistajaohjaukseen liittyvät tapahtumat, joita voidaan julkisesti eduskunnassa, herättivät kysymyksen muiden omistajien asemasta kyseisissä yhtiöissä. Mistä asioista valtio voi omistamissaan yhtiöissä päättää ja minkä periaatteiden mukaan valtio toimii? Tätä valtion ja muiden omistajien välistä mahdollista intressien ristiriitaa on tarkoitettu käsitellä tässä tutkielmassa.

Valtion yhtiöomistusta on tutkittu varsin paljon, mutta tutkimus on perinteisesti keskittynyt vertaamaan valtion kokonaan omistamia yhtiöitä täysin yksityisiin yhtiöihin. Toinen enemmän tutkittu aihe liittyy valtion yhtiöiden yksityistämisiin ja niihin liittyviin tuottoihin sijoittajille. Sen sijaan valtion ja yksityisten sijoittajien yhteisomistus on jäänyt vähemmälle huomiolle. (Nguyen, 2009, 1–2.)

Suomessa valtion omistajapolitiikkaa käsittelevää tutkimusta on tehty oikeastaan vain valtion sisällä lähinnä Kauppa- ja teollisuusministeriössä. Timo Kaisanlahti (2001) tarkasteli muistiossaan valtion omistajaohjauksen ja osakasvalvonnan tavoitteita sekä tavoitteiden saavuttamiseen käytettyjä välineitä. Kauppa- ja teollisuusministeriö nimitti vuonna 2003 Matti Vuorian valtion omistajapolitiikan selvitysmieheksi. Vuoria on kauppa- ja teollisuusministeriön entinen kansliapäällikkö ja toimii nykyisin Keskinäisen työeläkevakuutusyhtiö Varman toimitusjohtajana. Lisäksi hän istuu muun muassa Sampo Oyj:n ja Stora Enson Oyj:n hallituksissa. Hänen tuli tehdä ehdotus valtion omistajapolitiikkaa koskevaksi valtioneuvoston periaatepäätökseksi sekä antaa ehdotuksia omistajapolitiittisen päätöksenteon selkiyttämiseksi. (Vuoria, 2004, 5.) Samana vuonna työtään suoritti myös omistajaohjaustyöryhmä, jonka oli määrä laatia ehdotus markkinaehtoisesti toimivien valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjauksen keskittämisestä. Lisäksi työryhmän tuli pohtia koko valtion omistajaohjaustoiminnon järjestämistä siten, että eri toimijoiden välinen yhteistyö on selkeästi organisoitu ja omistajaohjaus on joh-

donmukaista. Työryhmän tuli myös luokitella valtio-omisteiset yhtiöt markkinaehtoisesti toimiviin ja erityistehtävayhtiöihin. (Omistajaohjaustyöryhmä, 2003, 2.)

Suomen valtio on kotimaisessa mittakaavassa erittäin merkittävä yhtiöomistaja ja valtion yhtiöomaisuus on merkittävä osa kansallisvarallisuutta. Tämän takia valtion omistajapolitiikkaa tulisi mielestäni arvioida myös ulkopuolisesta näkökulmasta.

1.2 Tutkimusongelma ja tutkielman rakenne

Tutkielman tarkoituksena on tarkastella Suomen valtion omistajuutta pörssi-yhtiöissä. Päähuomio on valtion harjoittamassa omistajapolitiikassa. Aihetta lähestytään omistajapolitiikan signaloinnin ja uskottavuuden kautta. Tutkielman tavoitteena on tarkastella, onko valtion omistajapoliittisilla signaaleilla vaikutusta pörssinoteerattujen valtio-omisteisten yhtiöiden osakkeiden pörssikurssiin. Eli todeta miten markkinat reagoivat uuteen informaatioon valtion omistajapolitiikasta. Ensimmäinen on kuitenkin tarpeen tarkastella mitä vaikutuksia valtion omistuksella on yhtiölle itselleen ja toisaalta yhtiöiden muille omistajille. Lisäksi tarkastellaan miten Suomen valtio toteuttaa omistajapolitiikkaansa ja millaisin toimin se voi pyrkiä rakentamaan uskottavuutta valitsemalleen omistajapolitiittiselle strategialle.

Tutkielma rakentuu siten, että ensin toisessa luvussa esitellään millaisia ongelmia valtion omistajuus yhtiössä saattaa aiheuttaa talousteoria näkökulmasta. Talousteoreetikot ovat esittäneet useita argumentteja, joiden mukaan valtionyhtiöt ovat tehottomampia ja siten vähemmän kannattavia kuin yksityiset yhtiöt. On kuitenkin todettava, että asiassa ei ole saavutettu yksimielisyyttä. (Dewenter & Malatesta, 2001, 320.) Valtion omistajuuden ongelmat liittyvät pääosin kahteen eri asiaan: omistajien ja johdon väliseen kontrolliongelmaan ja toisaalta yritystoiminnan tavoitteisiin. Silloin, kun yrityksen omistus ja johto ovat eriytyneet, esiintyy näiden välillä niin sanottu kontrolliongelma. Valtion omistuksella on oma vaikutuksensa tähän kontrolliongelmaan ja näitä vaikutuksia käsitellään luvussa kaksi. Toisaalta yksityiset sijoittajat yleensä tavoittelevat mahdollisimman hyvää tuottoa pääomalleen. Tällöin heidän pääasiallinen mielenkiintonsa liittyy toisaalta yhtiön tuloksenteekokykyyn ja toisaalta yhtiön riskisyyteen, jotka puolestaan heijastuvat yhtiön osakkeiden kurssiin. Valtio-omistajalla sen sijaan voi olla yhtiöomistukselle useita eri tavoitteita ja tällä on potentiaalinen vaikutuksensa yhtiön kannattavuuteen. Lisäksi valtion omistusten tavoitteiden muodostuminen nostaa esiin oletuksen siitä, että nämä tavoitteet muuttuvat ajan myötä. Mikäli yhtiöllä on valtion lisäksi muita omistajia, mahdollisuus tavoitteiden muuttumisesta tarkoittaa heidän kannaltaan suurempaa epävarmuutta osakkeen tuottoihin. Myös tätä tarkastellaan luvussa kaksi.

Lisäksi toisessa luvussa tarkastellaan keinoja pienentää valtion omistajuuden aiheuttamia ongelmia. Tähän kysymykseen liittyvät OECD:n julkaisemat ohjeet valtionyhtiöi-

den corporate governancesta. Toisen luvun lopussa tarkastellaan valtion keinoja pienentää sen ja yksityisten sijoittajien välistä epävarmuutta signaloimalla omistajapolitiikkansa tavoitteet. Valtion on lisäksi huolehdittava omistajapoliittisen linjansa uskottavuudesta. Uskottavuuden tarkastelussa käytetään apuna rahapolitiikkaan liittyvää kirjallisuutta, jossa on kuvattu päätöksentekijän ja markkinoiden välillä esiintyvää uskottavuusongelmaa.

Kolmannessa luvussa perehdytään Suomen valtion omistajaohjauksen perusteisiin ja välineisiin. Tarkoituksena on aluksi esitellä perustietoja Suomesta yhtiöomistajana. Tämän jälkeen tarkastellaan valtion omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen välineitä ja kehitystä. Lopuksi selvitetään millaisin toimin valtio on pyrkinyt luomaan uskottavuutta markkinoiden silmissä. On myös tarpeen tuoda myös esille seikkoja, jotka heikentävät valitun linjan uskottavuutta.

Neljännessä luvussa on tarkoitus tutkia valtion omistajapolitiikan signaloinnin vaikutusta yhtiöiden osakekurssiin event study -menetelmän avulla. Tarkasteltavia signaaleita ovat muun muassa valtioneuvoston omistajapolitiikkaa koskevat periaatepäätökset vuosilta 1999, 2004 ja 2007. Periaatepäätöksellä uusi hallitus on ilmoittanut omistajapolitiikkansa tavoitteet tulevalle vaalikaudelle. Uuden hallituksen sitoutuminen samaan omistajapoliittiseen linjaan on viesti markkinoille omistuksen johdonmukaisuudesta ja siten omiaan lisäämään markkinoiden luottamusta ja kasvattamaan valtion uskottavuutta. Täten johdonmukaista signaalia, jota markkinat pitävät uskottavana, pitäisi seurata positiivinen reaktio yhtiön osakkeen pörssikurssissa. Tutkielman tutkimuskysymys on: onko valtion omistajapolitiikan signaloinnilla vaikutusta valtio-omisteisten pörssiyritysten osakkeiden tuottoon.

1.3 Tutkimusmetodi ja metodologia

Tämän tutkielman tutkimusotteeksi valittiin tilastollinen tutkimus ja tutkimusmetodiksi event study –menetelmä. Tutkielmassa tarkastellaan Suomen valtion osaksi omistamien yritysten osakkeiden tuottoja tiettyinä tapahtumahetkinä. Tutkielman empiirisenä mallina käytetään väittämän testausta. Tutkielmassa pyritään siis vastaamaan kysymykseen, aiheuttaako valtion omistajapolitiikan signalointi reaktion valtio-omisteisten yhtiöiden pörssikursseihin. Sen sijaan vaikutuksen suuruutta ei pyritä arvioimaan eikä myöskään sitä pyritä selittämään erilaisilla taustamuuttujilla.

Event study –menetelmällä tarkoitetaan sellaista tilastollista tutkimusta, jossa yhtiöiden osakkeiden pörssikursseja tarkastellaan jonkin yhtiöön liittyvät tapahtuman aikana. Sen avulla voidaan tarkastella tapahtuman vaikutusta yhtiön osakkeenomistajien varallisuuteen. Event studya käyttäen voidaan myös tarkastella erilaisia yhtiön johdon tekemiä päätöksiä. Event study onkin yleisesti käytetty menetelmä yritysrahoituksen empiirises-

sä tutkimuksessa. Toinen yleinen tarkoitus, johon event studya käytetään, on markkina-tehokkuuden testaaminen. (Kothari & Warner, 2006, 4.)

Event study –menetelmällä tehtyjä tutkimuksia on julkaistu useita satoja. Samoin itse tutkimusmenetelmää käsittelevä kirjallisuus on laaja. Vaatimukset sille, miten event studya käyttäen saadaan luotettavia tuloksia, ovat hyvin tiedossa. (Kothari & Warner, 2006, 5.)

Event studyssa havainnoidaan osakkeen ylituottojen sekä kumulatiivisten ylituottojen keskiarvoja tietyinä tapahtuma-aikana. Tapahtumat voivat olla samanaikaisia tai ajoittua useaan eri ajankohtaan. Tapahtumahetken tuotto voidaan jakaa normaalituottoon eli odotettuun tuottoon sekä mahdolliseen epänormaaliin tuottoon (*abnormal return*). Ennen kuin epänormaalit tuotot voidaan laskea, täytyy normaalituotot estimoida, jonkin sopivan mallin avulla. Tyypillinen nollahypoteesi, jota event studyssa testataan, on, että epänormaalien tuottojen keskiarvo on nolla. Keskiarvojen käyttö on perusteltua silloin, kun tutkimuksessa halutaan selvittää johtaako tietty tapahtuma keskimäärin osakkeenomistajien varallisuuden kasvuun. Havaitut ylituotot ovat satunnaismuuttujia, koska niiden mittaamiseen liittyy virheen mahdollisuus. Tämä johtuu kahdesta seikasta ensinnäkin normaalituottojen estimointiin liittyvistä epätarkkuuksista ja toiseksi osakkeiden toteutuneeseen tuottoon vaikuttaa jokin muu kuin tutkittuun tapahtumaan liittyvä seikka. Täten epänormaalien tuottojen keskiarvon poikkeamista nolasta testataan, jollain luotamusvälillä. (Kothari & Warner, 2006, 712.)

Yleinen event studyyn liittyvä ongelma on niin kutsuttu joint-test-ongelma. Tällä tarkoitetaan sitä, että samaan aikaan testataan, sekä sitä poikkeako epänormaalien tuottojen keskiarvo nolasta, että onko osakkeiden normaalituotot estimoitu oikein. Normaalituottojen estimointiin käytettävän mallin oikeellisuutta voidaan testata niin kutsutulla Brown-Warner simulaatiolla. Tässä event study suoritetaan satunnaisesti valituille osakkeille satunnaisesti valittuna tapahtuma-aikana, jolloin epänormaalien tuottojen keskiarvon tulisi olla nolla. Tällöin voidaan tarkastella testin statistic specification, joka on todennäköisyys sille, että nollahypoteesi hylätään silloin, kun sen tiedetään olevan tosi. (Kothari & Warner, 2006, 15–16.)

Event studya voidaan tehdä sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Lyhyen aikavälin event studyssa käytetään osakkeiden päivätuottoja kun taas pitkän aikavälin tutkimuksissa voidaan käyttää viikko tai kuukausi tuottoja. Yleisesti ottaen lyhyen aikavälin tutkimusten tuloksia voidaan pitää luotettavampina ja niiden tuloksia helpommin tulkittavina. (Kothari & Warner, 2006, 8.) Tässä tutkimuksessa käytetään lyhyttä aikaväliä.

2 TALOUSTIETEEN NÄKÖKULMIA VALTION YHTIÖOMISTUKSEEN

Taloustieteessä valtion yhtiöomistusta voidaan lähestyä useista näkökulmista. Voidaan tarkastella esimerkiksi milloin jokin tuote kannattaa tuottaa valtionyhtiössä. Entä mitkä ovat valtionyhtiöiden yksityistämisen vaikutukset. Voidaan myös vertailla julkisia ja yksityisiä yhtiöitä keskenään. Tämän tutkielman kannalta mielenkiintoinen näkökulma on viimeinen. Erityisesti mielenkiinnon kohteena on julkisten ja yksityisten yhtiöiden tehokkuuden ja kannattavuuden vertailu. Tätä aihetta lähestytään kahdesta suunnasta: yhtiöiden johdon kohtaamista kontrollirakenteista ja omistajuuden tavoitteista käsin.

Yrityksissä, joissa omistaja ei ole myös johtaja, esiintyy kontrolliongelmia. Talusteoria puhuu vallan ja vastuun eriytymisestä. Kun valta ja vastuu ovat eri henkilöillä, on mahdollista, että johto keskittyy ajamaan omaa etuaan omistajien kustannuksella. Omistajat voivat pyrkiä lieventämään tätä niin kutsuttua agenttiongelmia erilaisin kannustimin ja sanktioin. Käytettävissä olevat keinot eroavat sen suhteen omistaako yhtiön valtio vai yksityiset sijoittajat. Näitä eroavaisuuksia tarkastellaan lähemmin alaluvuissa. (Estrin, 1998, 1114.)

Lisäksi tarkastellaan valtion omistamilleen yhtiöille asettamia tavoitteita. Tutkimuksissa on tyypillisesti havaittu, että valtionyhtiöille asetetaan myös muita kuin puhtaasti taloudellisia tavoitteita. Lisäksi, koska valtio ei ole yhtenäinen omistaja vaan pitää sisällään erilaisia ryhmiä, jotka edustavat erilaisia ideologioita ja taustaryhmiä. Näiden ryhmien välisessä päätösvallan jakautumisessa voi tapahtua muutoksia vaalien myötä ja on hyvin mahdollista, että yhtiöomistukselle asetettavat tavoitteet muuttuvat aina kulloisenkin enemmistöryhmän mukaan. Tämä vaikuttaa paitsi yhtiöihin myös yhtiöiden muihin omistajiin. (Brumby & Hyndman, 1998, 38–42; Horn, 1995, 134–136.)

Luvun lopussa tarkastellaan valtion keinoja lisätä ajamansa omistajapolitiikan uskottavuutta.

2.1 Valtion omistuksen vaikutus yrityksen kontrolliongelmaan

Yksityiset omistajat tavoittelevat omistukselleen mahdollisimman hyvää taloudellista tuottoa. He maksavat yrityksen johdolle siitä, että johto maksimoi yrityksen taloudellista arvoa. Tämän lisäksi johdon voidaan ajatella tavoittelevan myös muita päämääriä, kuten vaikutusvaltaa ja omaa mukavuutta. Yksityisten yhtiöiden omistajilla on kolmen tyyppisiä kannustimia ja sanktioita, joilla he voivat vaikuttaa yrityksen kontrolliongelmaan ja ohjata johtoa maksimoimaan omistaja-arvoa. Omistajilla on kannustin monitoroida johdon toimia, jotta se voisi varmistua sijoitukselleen saatavasta tuotosta. Julkisesti noteerattu osake puolestaan mahdollistaa sen, että useiden omistajien monitoroinnin

seurauksena syntyy yhteiskäsitys tulevista tuotoista, mikä puolestaan heijastuu osakkeen arvoon. Laskeva osakkeen arvo taas voi johtaa johdon erottamiseen kahta kautta, joko niin, että nykyiset omistajat käyttävät valtaansa, tai riittävän alhainen osakekurssi antaa mahdollisuuden vihamieliseen valtaukseseen, jossa jokin taho hankkii määräysvallan yhtiössä ja vaihtaa johdon tehokkaampaan. Toinen kontrollimekanismi on konkurssin uhka. Konkurssin myötä johdolta menee työpaikka ja lisäksi heidän arvonsa työmarkkinoilla tyypillisesti laskee. Kolmantena kontrollimekanismina toimii johdon palkkaus ja palkitseminen. Erityisesti nykyisten palkitsemisjärjestelmien, jotka on ainakin osittain sidottu omistaja-arvon kehitykseen, ajatellaan ohjaavan johtoa toimimaan omistajien kannalta suotuisasti. (Estrin, 1998, 14.)

Valtion omistajuus vaikuttaa johdon kohtaamiin markkinakontrolleihin. Yleisesti ajatellaan, että valtio on yksityisiä omistajia tehottomampi monitoroija. Valtion yhtiöissä ei ole vihamielisen valtauksen uhkaa ja lisäksi vieraan pääoman kontrollivaikutuksen ajatellaan olevan pienempi valtionyhtiöissä. (Estrin, 1998, 15.)

Mikäli valtionyhtiöt eivät ole julkisesti noteerattuja, yrityksen arvon kehitystä ei voi monitoroida seuraamalla osakkeen kurssivaihteluita. Yksityisesti omitettujen yritysten osakekurssi ilmentää useiden erillisten monitoroijien arviota yrityksen arvosta ja tämän arvion ajatellaan yleisesti olevan parempi kuin yksittäisen valtion laitoksen arvio yhtiön tilasta. Valtion toimesta yhtiöiden monitorointia suorittaa virkamies, jolla ei ole merkittävää omistusta yhtiössä. Hänellä ei siis ole taloudellista kannustinta monitoroida yhtiötä tehokkaasti. Lopullisen riskin kantavat veronmaksajat, joilla ei ole kuitenkaan mahdollisuutta siirtää omistustaan pois valtionyhtiöstä. Valtionyhtiöissä ei ole myöskään vihamielisen valtauksen uhkaa, mikä lisää johdon mahdollisuutta käyttäytyä opportunistisesti. Yleisesti voidaan todeta, että julkisesti vaihdettavien omistusosuuksien puuttuminen valtionyhtiöistä on omiaan pahentamaan johdon ja omistuksen välistä kontrolliongelmia. (Estrin, 1998, 15; Brumby & Hyndman, 1998, 41.)

Valtion omistus laskee yhtiön riskiä ajautua konkurssiin kahdella tapaa. Toisaalta valtio saattaa itse kattaa yhtiön alijäämää omasta budjetistaan, koska ei halua päästää sitä konkurssiin. Toisaalta velkojat saattavat olettaa, että valtio vastaa tarvittaessa yhtiön veloista, eivätkä siksi monitoroi valtionyhtiöitä yhtä tehokkaasti. Uudessa-Seelannissa on havaittu, että vaikka valtio on erikseen ilmoittanut, ettei se takaa valtionyhtiöiden velkoja, markkinat olettavat näin tapahtuvan ja hinnoittelevat velkainstrumentit sen mukaan. (Brumby & Hyndman, 1998, 40.)

Edellä kuvattujen markkinakontrollien muutosten lisäksi valtion yhtiöilleen asettamat tavoitteet vaikuttavat valtionyhtiöiden tehokkuuteen. Yksityisten sijoittajien omistuksilleen asettamat tavoitteet ovat yleensä varsin samansuuntaisia. Tyypillisesti he tavoittelevat mahdollisimman hyvää tuottoa kantamalleen riskille. Valtio-omistuksen tavoitteet sen sijaan ovat moninaisia, koska valtio omistajana pitää sisällään erilaisia puolueita ja ideologioita. Puolueet taas hyötyvät eri lailla valtion yhtiöille asetetuista tavoit-

teista taustaryhmänsä mukaan. Lisäksi on mahdollista, että poliitikot käyttävät omistajapolitiikkaa tavoitellessaan lyhyen aikavälin poliittisia hyötyjä. Esimerkiksi painottavat työllistämistavoitetta vaalien lähestyessä. Länsimaissa onkin yleisesti havaittu, että valtionyhtiöillä on usein myös muita tavoitteita kuin voiton maksimointi. Lisäksi, jos ajatellaan, että valtion omistajapolitiittiset tavoitteet heijastelevat niin sanotun mediaaniäänestäjän preferenssejä kuitenkin huomioiden erilaiset intressiryhmien väliset painotukset, se nostaa esiin oletuksen, että tavoitteet muuttuvat jatkuvasti ajan myötä. (Horn, 1995, 134–135; Estrin, 1998, 16.)

Valtion toimivaltasuhteet pitävät sisällään joukon agenttiongelmia, jotka vaikuttavat siihen millä tavoin valtion tavoitteet saadaan kommunikoitua valtionyhtiöiden johdolle. Yksityisesti omistetun yhtiön tavoitteen asetuksessa esiintyy agenttiongelmia vain yhdellä tasolla, kun taas valtionyhtiöissä niin sanotun mediaaniäänestäjän kannalta optimaaliset tavoitteet välittyvät poliittisten päättäjien ja valtion virkamiesten kautta valtionyhtiön johdolle. Näiden kaikkien tasojen välillä vallitsee agenttiongelmia. (Estrin, 1998, 17.)

Moninaiset tavoitteet heikentävät valtionyhtiöiden tehokkuutta kahdella tapaa. Ensimmäkin usein taloudelliset ja muut kuin taloudelliset tavoitteet ovat ristiriidassa keskenään. Tavallisesti ei-taloudelliset tavoitteet liittyvät muun muassa tulonjakoon, aluepolitiikkaan ja työllisyyden tukemiseen. Lisäksi ne ilmaistaan yleensä yleisellä tasolla esimerkiksi lainsäädännössä. Tällöin yhtiön johto joutuu tekemään päätöksen eri tavoitteiden välisestä painotuksesta ja siitä kuinka paljon taloudellisesta tuloksesta ollaan valmiita tinkimään. Toisaalta tehokkuuden heikkeneminen johtuu vaikeudesta mitata ei-taloudellisten tavoitteiden toteutumista. Tällöin johdon ja omistajan välinen kontrolliongelmia pahenee, koska se heikentää johdon tekemien päätösten tulovaikutusten näkyvyyttä ja lisää monitoroinnin tarvetta. Johdolle syntyy mahdollisuus siirtää vastuu huonosta taloudellisesta tuloksesta ei-taloudellisten tavoitteiden tavoittelun syyksi. (Horn, 1995, 135–136; Estrin, 1998, 16.)

On myös mahdollista, että valtionyhtiön johto on epävarma valtio-omistajan tavoitteista, jos niitä ei ole selvästi ilmaistu esimerkiksi kirjallisella sopimuksella. Jos esimerkiksi ajattelee Suomessa käytyä keskustelua valtionyhtiöiden irtisanomisista, voi hyvin ymmärtää, että toimivalla johdolla ei välttämättä ole varmuutta omistajan tahtotilasta. Epävarmuus tavoitteista synnyttää ainakin kahdenlaisia kustannuksia. Ensimmäkin sen, että yhtiöt tavoittelevat eri asioita kuin omistaja toivoo ja toisaalta uudelleenneuvottelukustannukset, kun tavoitteita joudutaan tarkentamaan. (Brumby & Hyndman, 1998, 42.)

Poliittisen päätöksentekojärjestelmän takia on syytä olettaa, että valtionyhtiöille asetetut tavoitteet muuttuvat jatkuvasti. Ensimmäkin valtapuolueen vaihtuessa on mahdollista, että painotukset valtionyhtiöiden tavoitteissa mukautuvat vastaamaan valtapuolueen taustaryhmän tavoitteita. Toisaalta tavoitteissa voi tapahtua muutos jo vaalien lähestyessä, kun nykyinen valtapuolue pyrkii nostamaan äänimääräänsä, ajamalla äänestäjäkuntaan vetoavia tavoitteita. Toisaalta myös äänestäjäkunnan preferenssit voivat muuttua.

Esimerkiksi painotusta voidaan siirtää pois tuloksen tekemisestä kohti työllisyyden parantamista. Tavoitteiden muuttuminen aiheuttaa sekaannusta valtionyhtiöiden johdossa ja uusiin tavoitteisiin mukautuminen vie aikansa. Tällöin johdon on mahdollista väittää huonon tuloksen syyksi muuttuneita tavoitteita. Tämä edelleen lisää johdon mahdollisuuksia piilotettuun toimintaan ja opportunistisiin. (Brumby & Hyndman, 1998, 40–41; Estrin, 1998, 16–17.)

Viimeisenä valtion omistajuuden vaikutuksena yhtiöiden kannattavuuteen käsitellään valtio-omistajan puuttumista valtionyhtiöiden operatiiviseen päätöksentekoon. Vaikka valtionyhtiöissä on tyypillisesti palkattu johto, joka vastaa operatiivisesta päätöksenteosta, on havaittu, että valtio-omistajalla on tapana puuttua yhtiöiden operatiiviseen toimintaan sopeutuessaan äänestäjäkunnan muuttuviin tavoitteisiin. Horn viittaa kirjassaan Iso-Britanniaan, jossa omistuksista vastaavalla ministerillä on ollut valta nimittää ja erottaa yhtiön hallituksen jäseniä, antaa yleisen tason ohjeita johdolle sekä hyväksyä merkittävät taloudelliset sitoumukset. Horn toteaa, että omistuksista vastaava ministeri on muodolliseen valtaansa vedoten ajanut läpi runsaasti epävirallista ohjausta yhtiöiden johdolle. (Horn, 1995, 136–137.)

2.2 Ratkaisuja valtio-omistajuuden ongelmiin

Valtiolla on olemassa keinoja pienentää valtionyhtiöiden johdon ja omistajien välistä kontrolliongelmia sekä lisätä yhtiöiden taloudellista tehokkuutta. Tarkastelussa ovat esillä erityisesti Jim Brumbyn ja Michael Hyndmanin näkemykset sekä OECD:n vuonna 2005 julkaistut suositukset valtionyhtiöissä noudatettaviksi corporate governance –periaatteiksi. Brumby ja Hyndman työskentelivät molemmat Uuden-Seelannin valtionvarainministeriössä (*Treasury*) ja Uutta-Seelantia puolestaan on pidetty valtion omistajapolitiikan mallimaana. Heidän esityksensä perustuvat paljolti Uudesta-Seelannista saatuihin kokemuksiin.

Brumby ja Hyndman ovat omassa esityksessään jakaneet keinot kolmeen ryhmään: yhtiöiden toiminnan keskittäminen ydintoimintoihin, taloudellisen kurin lisäämiseen ja valtion ja valtionyhtiöiden välisen suhteen kehittämiseen. (Brumby & Hyndman, 1998, 42–43.)

OECD:n ohjeistuksessa valtionyhtiöiden hallinta- ja ohjausmenetelmiksi on yksityiskohtaisia suosituksia yhteensä kuudessa eri ryhmässä, jotka käsittelevät valtionyhtiöitä koskettavaa lainsäädäntöä, valtion roolia omistajana, kaikkien omistajien yhdenvertaista kohtelua, sidosryhmäsuhteita, läpinäkyvyyttä ja valtionyhtiöiden hallitusten vastuuta ja kokoonpanoa. Ohjeistuksen rakennetta kuvaa taulukko 1. (OECD guidelines, 2005, 5.)

OECD guidelines		
Pääosio	Osion otsikko	Yksittäiset suositukset
1	Ensuring an effective legal and regulatory framework for state-owned enterprises	A-F
2	The state acting as an owner	A-F
3	Equitable treatment of shareholders	A-D
4	Relations with stakeholders	A-C
5	Transparency and disclosure	A-E
6	The responsibilities of the boards of state-owned enterprises	A-F

Taulukko 1 OECD:n suositusten rakenne

Kun valtio päättää tuottaa tietyn tuotteen tai palvelun valtionyhtiössä, sen tulisi selkeästi määritellä mitä valtionyhtiön halutaan tuottavan ja varmistaa, että kyseinen tuote tuotetaan mahdollisimman tehokkaasti. Tähän voidaan pyrkiä rajaamalla toiminnan koko ja suuntaus (*scale and scope*) tarkoituksenmukaisesti. Tämä johtaa muun muassa tarkastelemaan mitä osia tuotantoketjusta olisi mahdollista toteuttaa ostopalveluna. Toisaalta se voi tarkoittaa kannattavien hankkeiden hylkäämistä silloin, kun saman hankkeen voi samoin kustannuksin toteuttaa myös jokin yksityinen yhtiö. Kun valtionyhtiön rooli tuotantoketjussa on saatu määriteltyä, on huolehdittava siitä, että yhtiön johdolla ei ole ylimääräistä pääomaa tai omaisuutta, jolla se voisi laajentaa yhtiön toimintaa. On kuitenkin huomioitava, että liian niukka pääomareservi rajoittaa yhtiön kykyä reagoida muuttuviin markkinaolosuhteisiin, esimerkiksi väliaikaisiin kysynnän vaihteluihin. Tämän takia sopivan kokoinen pääomareservi on perusteltua säilyttää. Lisäksi voi olla hankalaa varmistua kaikkien projektien kustannuksista sekä valtionyhtiössä että vaihtoehtoisessa yksityisessä yhtiössä ja tämän takia voi olla tarpeen jättää sopiva harkinnanvara suhtautumisessa toiminnan laajennuksiin. OECD:n suositus 1E esittää valtionyhtiön pääomarakenteeseen riittävää joustavuutta, jotta yhtiöt voivat saavuttaa tavoitteensa. (Brumby & Hyndman, 1998, 42–44; OECD guidelines, 2005, 5.)

Taloudellisen kurin lisäämiseen on kaksi tapaa, jotka molemmat liittyvät niin sanotun vapaan kassavirran ongelmaan. Yhtiö tarvitsee jonkin verran vapaata kassavirtaa, jotta se pystyy vastaamaan talouden muutoksiin mutta ylisuuri vapaa kassavirta vähentää johdon kannustimia alentaa kustannuksia, lisää todennäköisyyttä, että yhtiö tekee investointeja joiden pääoman tuotto on alhainen ja viestii alalle tulijoille, että yhtiöllä on mahdollisuuksia puolustaa markkinaosuuttaan. Valtion on mahdollista pienentää yhtiöidensä vapaata kassavirtaa, joko muuttamalla omaa pääomaa vieraaksi tai nostamalla osinkoja. Vieraan pääoman maksut ovat ennalta sovittuja, jolloin yhtiön on katettava sen pääoma kustannukset myös rahassa. Lisäksi se mahdollistaa vain sellaisten projektien toteuttamisen, jotka tuottavat vähintään vieraalle pääomalle vaadittavan koron. Toisaalta valtio voi pienentää yhtiöidensä kassoja, nostamalla niistä suurempia osinkoja ja siten vähentää johdon käytettävissä olevan pääoman määrää. (Brumby & Hyndman, 1998, 46–47.) OECD:n suosituksissa 1B ja 1F puhutaan valtionyhtiöiden rahoituksesta. Niissä todetaan, että lainsäädännöllä tulisi varmistaa velkojien mahdollisuus hakea val-

tionyhtiöitä konkurssiin ja toisaalta varmistua siitä, että valtionyhtiöiden rahoitusjärjestelyt tapahtuvat kilpailullisessa ympäristössä myös silloin, kun rahoituksen myöntäjä on valtion omistama pankki tai rahoituslaitos. (OECD guidelines, 2005, 12.)

Valtion ja valtionyhtiön välinen omistajasuhde ei ole yksiselitteinen kuten aiemmin on huomattu. Valtiolla on usein omistukselleen useita tavoitteita, jotka muuttuvat ajan ja taloudellisen tilanteen myötä. Lisäksi on mahdollista, että valtion toimijat puuttuvat myös valtionyhtiön operatiiviseen johtamiseen. Tämän takia valtion tulisi selvästi sopia valtionyhtiön johdon kanssa, mitkä ovat sen tavoitteet kyseisen yhtiön kohdalla. Kun tavoitteet ovat selvillä, voidaan yhtiön rahoitusjärjestelyt, avustukset (*grants*) ja johdon kannustimet sitoa sovittujen tavoitteiden saavuttamiseen esimerkiksi keskipitkällä aikavälillä. On kuitenkin tärkeä huomata, että jos johdolla on suuri informaatioetu tavoitteista neuvoteltaessa, se voi pyrkiä ajamaan sopimukseen itselleen edullisempia tavoitteita. Siksi sopimuksia tehtäessä on tärkeää järjestää yhtiön monitorointi huolellisesti sekä etu- että jälkikäteen. Sovittujen tavoitteiden uskottavuutta lisää se, että valtio kommunikoi ne julkisesti myös taustaryhmilleen. (Brumby & Hyndman, 1998, 48; Estrin, 1998, 20.)

OECD:n suositus 1C toteaa, että valtionyhtiöille asetettavat normaalista poikkeavat tavoitteet tulisi selvästi määritellä, joko laissa tai asetuksissa ja lisäksi valtion tulisi korvata niistä aiheutuvat kustannukset läpinäkyvällä tavalla. Suosituksessa 2A taas todetaan, että valtion tulisi määritellä ja julkistaa omistuksensa yleiset tavoitteet, omalla roolinsa valtionyhtiöiden ohjauksessa sekä tapa jolla se aikoo omistajapolitiikkaansa toteuttaa. Lisäksi suositus 2B kehottaa valtioita pysyttelemään erossa valtionyhtiöiden operatiivisesta johtamisesta. (OECD guidelines, 2005, 12–13.)

Koska valtio-omistus johtaa tyypillisesti siihen, että yhtiön johdon kohtaama ulkoinen taloudellinen kuri heikkenee, on valtion syytä huolehtia monitoroinnin tehokkuudesta. Brumby ja Hyndman näkevät tässä eräänä mahdollisuutena arvopohjaisen raportoinnin (*value-based reporting*, VBR) käyttöönoton valtionyhtiöissä. Tällöin yhtiöiden tulisi raportoida liiketoiminnan tuloksensa, pääoman vaihtoehtokustannuksensa, sekä toiminnot, jotka lisäävät tai toisaalta vähentävät yhtiön arvoa. VBR olisi omistajalle hyvä työkalu sekä tavoitteiden asettamisen apuna ja toisaalta niiden saavuttamisen objektiivisessa toteamisessa. Se loisi myös mahdollisuuden käyttää suoriteperusteisia johdon palkkiojärjestelmiä. OECD:n suositus 5B kehottaa kehittämään sisäisiä auditointimenetelmiä ja -elimisiä, jotka toimisivat suoraan yhtiöiden hallitusten alaisuudessa. Toisaalta suositukset 5C ja 5D painottavat itsenäisen ulkoisen tarkastuksen tärkeyttä ja suosittavat valtionyhtiöissä noudatettavan kansainvälisiä kirjanpito- ja tilinpäätösstandardeja. (Brumby & Hyndman, 1998, 49–50; OECD guidelines, 2005, 16.)

OECD:n suosituksissa on oma osionsa yhtiöiden hallitusten roolista. Hallituksilla tulisi olla selvät toimivaltuudet sekä lopullinen vastuu yrityksen taloudellisesta tuloksesta. Suositusten mukaan hallituksella tulisi olla valta nimittää ja erottaa toimitusjohtaja. Val-

tion tulisi merkittävänä tai ainoana omistajana varmistua siitä, että valtionyhtiöiden hallitusten jäsenet ovat riittävän ammattitaitoisia ja että heillä on riittävät kannustimet huolehtia yhtiön arvon kasvattamisesta. Tämä tarkoittaa muun muassa riittävää avoimuutta ja objektiivisuutta jäsenten valinnassa, valtion odotusten selkeää kommunikointia sekä hallitusten palkkioiden ja mahdollisten sanktioiden liittämistä yhtiön suoritukseen. (Brumby & Hyndman, 1998, 59; OECD guidelines, 2005, 17.)

2.3 Omistajapolitiikan signalointi ja uskottavuus

Kuten luvussa 2.1 huomattiin, valtio-omistukselle tyypillisenä piirteenä voidaan pitää moninaisia ja muuttuvia tavoitteita. Tämä aiheuttaa ongelmia paitsi yhtiöille myös yhtiöiden mahdollisille muille omistajille, koska tyypillisesti valtion asettamien eitaloudellisten tavoitteiden tavoittelu laskee yrityksen taloudellista tuottavuutta. Yksityisen sijoittajan tulisi kyetä arvioimaan valtion asettamien tavoitteiden vaikutus yhtiön tuottoihin, jotta hän pystyy määrittämään yhtiön osakkeelle oikean arvostustason. Monesti kuitenkin vaikutuksen tarkka arviointi on hankalaa. Lisäksi ongelmalliseksi tilanne muodostuu silloin, kun valtion tavoitteissa tapahtuu muutoksia. Mahdollisuus muutokseen tarkoittaa sijoittajan kannalta riskiä, mikä puolestaan johtaa siihen, että hän on halukas ostamaan yhtiön osakkeita sellaiseen hintaan, jolla saatava tuotto riittää kattamaan kasvaneen riskin. Valtion kannalta tämä tarkoittaa sen yhtiöomistuksen arvon laskua. Valtio voi kuitenkin yrittää pienentää sijoittajan kokemaa riskiä osoittamalla sitoutumisen ilmoitettuihin tavoitteisiin. Tällöin joudutaan pohtimaan annetun sitoumuksen uskottavuutta, koska on mahdollista, että muuttuneessa toimintaympäristössä päättäjien on kuitenkin kannattavampaa poiketa aiemmasta linjasta. Lisäksi uskottavuusongelmaa pahentaa se, että nykypäivän hallitus ei voi antaa sellaista ilmoitusta, joka sitoisi myös tulevia hallituksia. (Kaisanlahti, 2001, 17–18; Brumby & Hyndman, 1998, 41.)

Tämän luvun tarkoituksena on ensin paneutua hieman perinteiseen signalointiteoriaan ja tarkastella millaisia signaaleja voidaan pitää uskottavana. Lisäksi tarkastellaan johdonmukaisuutta ja läpinäkyvyyden lisäämistä valtion keinoina kasvattaa uskottavuuttaan. Tässä käytetään hyväksi keskuspankin raha- ja valuuttakurssipolitiikkaan liittyvää kirjallisuutta, koska sitä ei omistajapolitiikan osalta ole tarjolla ja toisaalta johtopäätösten voidaan katsoa soveltuvan myös omistajapolitiikkaan. Uskottavuusmalli esitellään luvussa 2.3.1 ja läpinäkyvyyteen liittyvät kysymykset luvussa 2.3.2. Läpinäkyvyyden tarkastelussa käydään OECD:n suosituksissa esiintyviä uskottavuuteen ja omistajien välisiin suhteisiin liittyviä ohjeita, sekä tarkastellaan omistajapolitiikan järjestämisen vaikutuksia läpinäkyvyyteen.

Signalointi liittyy tilanteeseen, jossa markkinoiden toimijoiden välillä vallitsee informaation epäsymmetria. Epäsymmetrisen informaation vaikutusta markkinoiden toi-

mintaa kuvasi ensimmäisenä George Akerlof (1970) artikkelissaan *Market for Lemons*, jossa hän käytti esimerkkinä käytettyjen autojen kauppaa. Hänen esimerkissään ne myyjät joilla on parhaat autot vetäytyvät markkinoilta, koska eivät saa autoaan myytyä käypään hintaan ja lopulta ainoastaan ne myyjät joilla on huonoimmat autot jäävät markkinoille. Signaloinnilla tarkoitetaan mahdollisuutta, jossa kaupan paremmin informoitu osapuoli (agentti) voi joillain toimilla osoittaa, että hänen myymänsä tuote on laadukas. Tällöin hän saa tuotteestaan paremman hinnan mutta toisaalta signalointi ei ole ilmaista. Signaloinnilla tarkoitetaan sellaista kommunikaatiota, joka aiheuttaa lähettäjälle kustannuksen ja lisäksi todenmukainen signalointi on halvempaa kuin valheellinen signalointi. Tämä mahdollistaa sen, että hyvän tyyppisten agenttien on mahdollista erottua huonoista. Muita kommunikaation tyyppisiä ovat esimerkiksi *cheap talk*, *truthful announcement*, *auditing*, *expensive-talk* ja *screening*. Ajatuksen signaloinnista esitteli ensimmäisenä Spence (1973) koulutuksen kontekstissa. (Rasmusen, 2007, 320, 337–338.)

Valtion omistajapoliittisen linjan signaaleja arvioitaessa on siis tarpeen arvioida signaalien kustannuksia ja toisaalta sitä onko valheellisen signaalin lähettäminen kalliimpaa kuin todenmukaisen. Signaalien tarkastelun lisäksi tarkastellaan valtion mahdollisuutta luoda uskottavuutta valitsemalleen politiikalle. Tätä varten tarkastellaan Barron ja Gordonin esittämää *natural rate* –mallia, joka käsittelee keskuspankkipolitiikkaa. Lisäksi huomioidaan Drazenin ja Massonin esittämä olosuhteiden vaikutus valitun politiikan uskottavuuden kasvamiseen.

2.3.1 *Omistajapolitiikan uskottavuus*

Omistajapolitiikan uskottavuuden mallintamista varten tarkastellaan Barron ja Gordonin mallia, joka pyrkii määrittelemään työttömyyden ja inflaation välisen tasapainon. Tasapainon määrittämistä varten tarkastellaan seuraavia kolmea funktiota:

- yksityisten taloudenpitäjien päätösfunktio, joka heijastelee heidän nykyistä informaatiota,
- odotusfunktio, joka määrittelee yksityisten taloudenpitäjien odotukset politiikkamuuttujan suhteen heidän nykyisestä informaatiostaan sekä
- politiikkasäännön, joka määrittelee politiikkamuuttujan käytöksen suhteessa päättäjien nykyiseen informaatioon.

Tulosta voidaan kutsua rationaalisten odotusten tasapainoksi. Tämä johtaa siihen, että yksityisten taloudenpitäjien ei voida olettaa muodostavan sellaisia odotuksia, joista poliittisten päättäjien kannattaa poiketa. Lisäksi poliittisten päättäjien ajatellaan maksimoivan yhteiskunnan hyötyä. (Barro & Gordon, 1983a, 589–592.)

Poliittiset päättäjät noudattamat politiikkasäännöt voidaan jakaa kahteen pääryhmään: sääntöä seuraavaan politiikkaan ja aktiiviseen sääntelypolitiikkaan. Mallin tulos

kertoo, että sääntöä seuraava politiikka johtaa pitkällä aikavälillä yhteiskunnan kannalta parempaan lopputulokseen, mutta se on epäuskottava, koska poliittisilla päättäjillä on aika ajoin houkutus päätösfunktiona mukaan poiketa säännönmukaisesta politiikasta. Tämän takia sääntöä seuraava politiikkasääntö ei ole uskottava. (Barro & Gordon, 1983a.)

Barro ja Gordon laajentavat analyysiään tarkastelemalla miten yksityisten taloudenpitäjien odotukset muodostuvat. He ottavat peliteoreettisen näkökulman, jonka mukaan yksityiset taloudenpitäjät pelaavat yhteistyötä sääntöä noudattavan poliittisen päätöksentekijän kanssa niin kauan kuin he havaitsevat, että sääntöä noudatetaan. Tällöin poliittisen päätöksentekijän on mahdollista luoda uskottavuutta sääntöä noudattavalle tasapainolle luopumalla aktiivisesta sääntelypolitiikasta. Tällöin poliittinen päätöksentekijä joutuu punnitsemaan diskontattuja tulevaisuuden hyötyjä uskottavuuden säilyttämisestä tämän päivän aktiivista sääntelyä vastaan. Lisäksi Barro ja Gordon toteavat, että useat tekijät voivat vaikuttaa niin sanotun uskottavuus tasapainon hajoamiseen. Näitä tekijöitä ovat muun muassa uskomus aikahorisontin päättymisestä, korkotason nousu ja informaation epätäydellisyys, jolloin poliittiset päättäjät voivat väittää, että inflaatio johtuu muista tekijöistä kuin politiikkamuutuksista. (Barro & Gordon, 1983a, 604–606.)

Toisessa tutkimuspaperissaan Barro ja Gordon esittävät mallin, jossa sääntöä noudattava tasapaino löytyy. He olettavat odotusfunktion, jonka mukaan yksityiset taloudenpitäjät asettavat inflaatio-odotuksensa sille tasolle, jota valtio on ilmoittanut noudattavansa, jos he ovat edellisellä periodilla havainneet valtion noudattavan sääntöä. Jos taas he havaitsevat, että sääntöä ei ole noudatettu, he asettavat inflaatio-odotukset sääntelytasapainon mukaiseksi. Tällöin poliittista päätöksenteko-ongelmaa kuvailee houkutuksen ja sopimuksen toimeenpanevan tekijän (*enforcement*) välinen ristiriita. Toimeenpanevana tekijänä toimii uskottavuuden menetys, mikä johtaa siihen, että tulevilla periodeilla valitsee sääntelytasapaino. Silloin, kun toimeenpaneva tekijä saa suuremman arvon kuin houkutus huijata, pelataan yhteistyötasapainoa, jossa keskuspankki asettaa inflaation ilmoittamalleen tasolle ja yleisön odotukset muodostuvat sen mukaan. Tuloksena on joukko sopimuksia, joiden inflaatiotasot sijoittuvat sääntelytasapainon ja sääntöä puhtaasti noudattavan tasapainon väliin. Sopimustasapainossa inflaatiotaso riippuu poliittisen päätöksentekijän diskonttotekijästä. Mitä suurempi diskonttotekijä, sitä pienempi on sopimuksen toimeenpaneva tekijä, minkä seurauksena uskottavuuden säilyttäminen vaatii korkeampaa inflaatiotasoa. Toisaalta merkitystä on sillä kuinka monen periodin ajan yksityiset päätöksentekijät rankaisevat valtiota huijaamisesta. (Barro & Gordon, 1983b, 108–112.)

Drazen ja Masson huomauttavat, että poliittisten ilmoitusten uskottavuutta arvioitaessa on huomioitava myös tilanne, jossa aiottua politiikkaa signaloidaan. He toteavat, että perinteiset uskottavuusmallit, jotka keskittyvät ainoastaan poliittisen päättäjän tyyppiin ja tyyppin signaalointiin, ovat tältä osin puutteellisia. Olosuhteet vaikuttavat poli-

tiikan valintaan päätöksentekijän tyyppin ohella, minkä vuoksi ei voida olettaa, että poliittisen päättäjän uskottavuus kasvaisi monotonisesti ajan myötä. Esimerkiksi inflaatio ja työttömyys malleissa kovakaan päätöksentekijä ei voi jättää riittävän suureksi kasvavaa työttömyyttä huomiotta. Heidän mukaansa erityisen tärkeää olosuhteiden vaikutus on silloin, kun tämän päivän poliittiset päätökset vaikuttavat tulevaisuuden toimintaympäristöön. Esimerkiksi nolla-inflaatiota tavoittelevan politiikkasäännön noudattaminen voi lyhyellä aikavälillä nostaa työttömyyttä seuraavilla periodeilla. Tällöin, kun olosuhde on riittävän huono, kovan tyyppin signalointi voi laskea päätöksentekijän uskottavuutta tulevilla periodeilla, koska se lisää työttömyyttä nyt ja siten kasvattaa paineita yrityksille pienentää työttömyyttä. (Drazen & Masson, 1994, 735–737.)

Drazen ja Masson testasivat hypoteesiaan Ranskan sitoutumisella vahvan frangin politiikkaan 1980-luvulla. 1980-luvun taitteessa Ranskan sosialisti hallitus harjoitti aktiivista sääntelypolitiikkaa, mutta 1982 alkaen Ranskan hallitukset alkoivat signaloida sitoutumistaan vahvan frangin politiikkaan ja saivat myös sijoittajat uskomaan politiikkasääntöön osoittamalla hyväksyvänsä kasvavan työttömyyden ilman devalvaatiota. Kuitenkin tultaessa 1990-luvun taitteeseen kasvava työttömyys nosti odotuksia siitä, että kovasta tyypistä huolimatta valtio voisi päätyä devalvoimaan frangin. Drazen ja Masson regressoivat Ranskan ja Saksan välisen korkoeron työttömyysasteeseen, sekä muutamaan muuhun muuttujaan, joiden ajatellaan kasvattavan devalvaation todennäköisyyttä. Heidän tulostensa mukaan korkoero (devalvaatiota ennakoiva tekijä) on suuri 1980-luvun taitteessa, laskee 1980-luvun aikana signaloinnin lisätessä valitun politiikan uskottavuutta, mutta kasvaa uudelleen tultaessa kohti 1990-luvun taitetta. (Drazen & Masson, 1994, 743–751.)

Omistajapolitiikan uskottavuutta voidaan arvioida edeltäviä malleja soveltaen. Omistajapolitiikan mallissa valtio maksimoisi omistuksesta saatavaa hyötyä. Yksinkertaisuuden vuoksi hyöty koostuisi kahdesta tekijästä taloudellinen arvo ja muiden tavoitteiden tavoittelusta saatava hyöty. Taloudellinen arvo koostuu toisaalta saatavista osinkotuloista ja toisaalta valtion omistamien osakkeiden arvosta. Kuten edellä mainittiin, ei-taloudellisten tavoitteiden olemassaolo laskee yhtiön taloudellista tuottavuutta. Eli asettamalla yhtiöilleen muita kuin taloudellisia tavoitteita valtio joutuu tinkimään taloudellisesta tuloksesta. Lisäksi mahdollisuus tavoitteiden muuttumiseen lisää yhtiöiden osakkeisiin kohdistuvaa riskiä. Yksityiset sijoittajat puolestaan hyötyvät ainoastaan taloudellisten tavoitteiden saavuttamisesta, jolloin yhtiöille asetetut ei-taloudelliset tavoitteet laskevat heidän tuottoaan. Yksityiset sijoittajat määrittelevät markkinamekanismin kautta yhtiöiden osakkeiden arvon. Tähän vaikuttaa paitsi yhtiön tuotot myös tuottoihin liittyvä riski. Mahdollisuus valtion asettamien tavoitteiden muuttumisesta nostaa osakkeiden tuottoon liittyvää riskiä ja siten laskee niiden arvoa. Eli epävarmuus tavoitteiden pysyvyydestä laskee osakkeiden arvoa ilman, että valtion saama hyöty kompensoituu muiden tavoitteiden kautta. Valtio voi yrittää pienentää sijoittajien kokemaa epävarmuutta pyrkimällä

sitoutumaan valitsemaansa omistajapoliittiseen linjaan. Tällöin mitä parempi on omistajapolitiikan uskottavuus, sitä pienempi on epävarmuudesta johtuva tappio.

Poliitikot joutuvat tällöin jokaisella periodilla punnitsemaan keskenään tavoitteiden muutoksesta saatavaa hyötyä ja menetettyä taloudellista hyötyä sekä taloudellisten tavoitteiden osalta että uskottavuuden menetyksen vaikutusta. Markkinareaktioiden määrittely on olennaista, koska se vaikuttaa uskottavuustekijän suuruuteen. Poliittisten päätöksentekijöiden ja markkinoiden välisessä pelissä päätöksentekijä signaloit sitoutumistaan tavoitteiden pysyvyyteen ja markkinat tulkitsevat onko sitoutuminen uskottava. Tämä vaikuttaa paitsi osakkeiden taloudelliseen arvoon myös uskottavuus tekijän arvoon. Päätöksentekijän uskottavuuden voidaan ajatella kasvavan ajan myötä, mikä koko ajan pienentää epävarmuuden riskivaikutusta ja siten nostaa osakkeiden arvoa.

Uskottavuus tasapainon säilymiseen taas vaikuttaa kuitenkin myös päätöksentekotilanne. Omistajapolitiikan kannalta erittäin merkityksellisiä ovat vaalien lähestyminen ja odotukset tulevasta tuloksesta. Tämä vaikuttaa siihen, millä todennäköisyydellä nykyiset päättäjät voivat hyötyä uskottavuuden rakentamisesta tulevaisuudessa. Jos on varmaa, että valta vaihtuu seuraavissa vaaleissa, johtaa pelissä äärelliseen aikahorisonttiin, mikä puolestaan tekee uskottavuus tasapainosta mahdollottoman. Toisaalta vaalien lopputulokseen on usein mahdollista vaikuttaa painottamalla sopivia ei-taloudellisia tavoitteita. Lisäksi monet muut tekijät vaikuttavat siihen, minkä tavoitteiden ajamista puolueiden taustaryhmät ja äänestäjäkunta pitävät arvokkaana.

2.3.2 *Läpinäkyvyys*

Politiikan uskottavuutta voidaan kasvattaa paitsi johdonmukaisuudella niin myös päätöksenteon läpinäkyvyyttä (*transparency*) lisäämällä. Uskottavuuden lisääntyminen perustuu siihen, että läpinäkyvyys lisää päätöksentekijöiden tilivelvollisuutta (*accountability*) ja lisäksi parempi läpinäkyvyys tarkoittaa parempaa ennustettavuutta, jolloin markkinoiden odotukset ovat tarkempia. Winkler (2000, 7) määrittelee läpinäkyvyyden rahapolitiikan kontekstissa seuraavasti:

...we define transparency broadly and loosely as the degree of genuine understanding of the monetary policy process and policy decisions by the public.

Winkler toteaa lisäksi, että lisääntynyt tiedottaminen ei automaattisesti johda parempaan läpinäkyvyyteen, jos informaation tulkinta on hankalaa. Läpinäkyvyyden voidaankin ajatella koostuvan neljästä osatekijästä avoimuudesta, selvyydestä, jaetusta ymmärryksestä (*common understanding*) ja rehellisyydestä. (Winkler, 2000,7–8.)

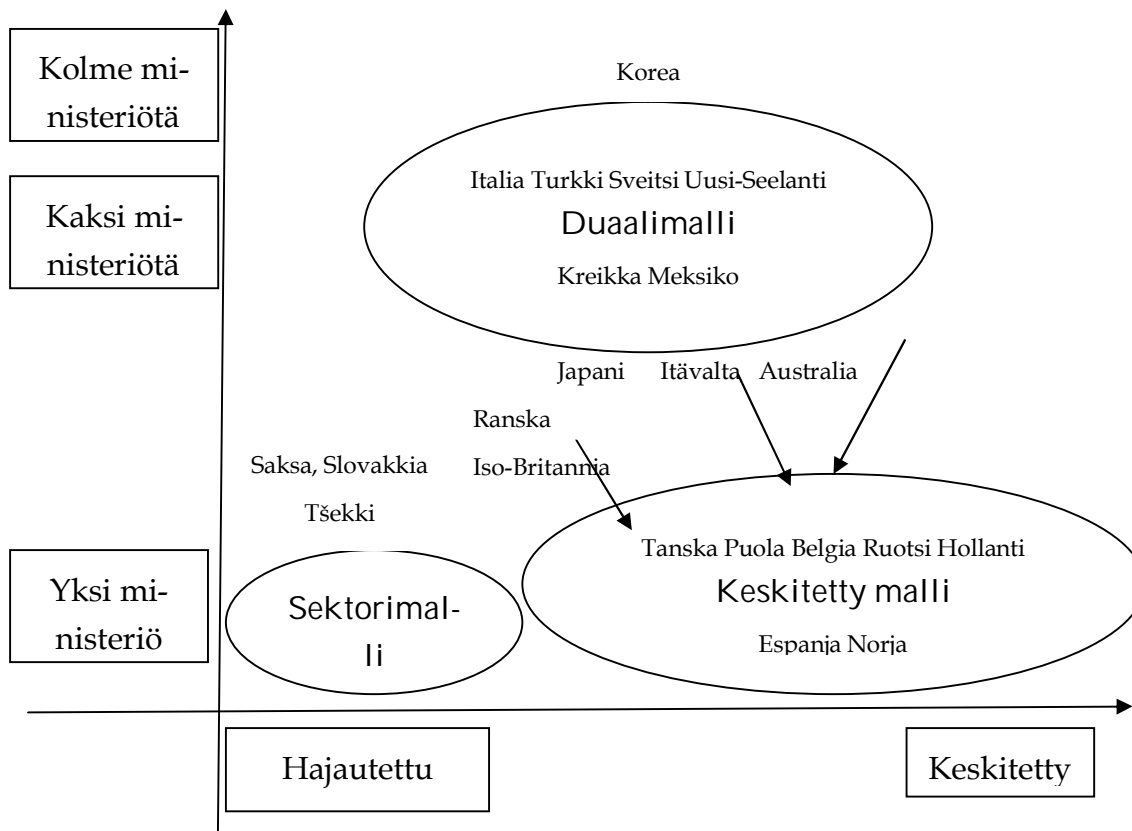
Talousteoretikot eivät ole päässeet yhteisymmärrykseen läpinäkyvyyden vaikutuksista. Läpinäkyvyys voidaan nähdä valintana uskottavuuden ja joustavuuden välillä,

jolloin läpinäkyvyyden lisääminen kasvattaa uskottavuutta mutta vähentää mahdollisuuksia aktiiviseen sääntelyyn. Toisaalta taas on esitetty, että läpinäkyvyys olisi niin sanottu vapaa lounas ja lisäksi sekä uskottavuutta että joustavuutta. Lisäksi ei ole itsestään selvää, että sitoutuminen läpinäkyvyyteen olisi uskottava, vaan on myös mahdollista, että paljastettu informaatio on valheellista. Vaikka oletettaisiin, että keskuspankki toimii rehellisesti ja pyrkii todella lisäämään uskottavuuttaan, ei läpinäkyvyyden saavuttaminen ole itsestäänselvyys. (Winkler, 2000, 9–12.)

Keskuspankin läpinäkyvyyttä voidaan pyrkiä kasvattamaan julkistusten (*disclosure*) avulla. De Haan, Eijffinger ja Waller jakavat julkistukset viiteen eri ryhmään poliittinen (*political*), taloudellinen (*economic*), menettelytavallinen (*procedural*), politiikkapäätösten (*policy*) ja operationaalinen (*operational*) julkistaminen (*disclosure*). Poliittisella julkistamisella viitataan politiikan tavoitteiden kommunikointiin. Taloudellinen julkistaminen liittyy päätöksenteon apuna käytettyjen taloustietojen ilmoittamiseen. Menettelytavallisella julkistamisella tarkoitetaan päätöksenteon prosessien julkistamista. Erityisen merkittäviä ovat erilaiset politiikkasäännöt ja strategiat. Poliittikkapäätösten julkistamisella tarkoitetaan tehtyjen päätösten pikaista kertomista julkisuuteen, sekä tehtyjen päätösten perustelua ja arviota tulevasta politiikasta. Viimeisenä operationaalisella julkistamisella viitataan poliittisten päätösten täytäntöönpanon ja siinä mahdollisesti esiintyvien ongelmien vaikutusta tavoitteiden toteutumiseen. (de Haan, Eijffinger & Waller, 2005, 85–87.)

OECD:n suosituksissa valtionyhtiöiden hallinta- ja ohjausmenetelmiksi on suosituksia, jotka koskevat omistuksen läpinäkyvyyttä. Suosituksen 2A mukaan valtioiden tulisi muodostaa ja julkistaa politiikkasääntö (Suomessa on julkistettu valtioneuvoston periaatepäätös), joka määrittelee valtio-omistuksen tavoitteet, valtion roolin yhtiöiden hallinnassa ja tavan, jolla valtio toteuttaa omistajapolitiikkaansa. Suositus 2D kehottaa määrittelemään selkeästi omistajaoikeuksien hallinnon sisällä. Lisäksi siinä todetaan, että tämän tavoitteen saavuttamista voidaan helpottaa omistajaoikeuksien keskittämällä esimerkiksi erilliseen omistajaohjausyksikköön. Suosituksen 2E mukaan omistajaohjausyksikön tulee vastata toimistaan jollekin hallinnon elimelle esimerkiksi parlamentille. Suosituksen 5A mukaan omistajaohjausyksikön tulisi kehittää johdonmukaisia raportointitapoja valtionyhtiöistä ja julkaista vuosittain kokonaisraportti koskien kaikkia valtionyhtiöitä. (OECD guidelines, 2005, 13,16.)

OECD:n kyselytutkimuksessa selvitettiin omistajaohjauksen järjestämistä valtionhallinnon sisällä. Tulosten mukaan käytössä olevat mallit voidaan jakaa kolmeen luokkaan hajautetun hallinnon -malli tai sektorimalli, duaalihallinnonmalli ja keskitetyn hallinnon -malli. Eri maissa käytössä olevia malleja esittää kuvio 1. (OECD survey, 2005, 42.)



Kuviossa hajautus – keskittyneisyys akseli viittaa omistajaohjauksen sijoittumiseen valtionhallinnon sisällä, kun taas ministeriöiden määrä viittaa siihen, kuinka monesta ministeriöstä yksittäinen yhtiö saa ohjausta. Kuvioista huomataan myös, että joidenkin valtioiden omistajaohjauksen malli ei ole suoraan mikään kolmesta mahdollisesta vaan sisältää elementtejä useammasta eri mallista. Näistä maista useimmat ovat kehittämässä omistajaohjaustaan keskitetyn mallin suuntaan.

Sektorimallissa yhtiöiden ohjaus kuuluu kulloisellekin erikoisalan ministeriölle. Tämän etuna on ministeriöiden toimialakohtainen erityisosaaminen, sekä mahdollisuus toteuttaa aktiivisempaa teollisuuspolitiikkaa (*industrial policy*). Nykyinen kehitys kohti vapaampia markkinoita ja yleisiä reunaehtoja määrittävää politiikkaa on kuitenkin pienentänyt kyseisen mallin etuja. Eräs sektorimallin ongelma on hankaluus erottaa selvästi omistajaohjaus muista ministeriön sääntelytehtävistä. Sektorimallin ongelmana nähdään myös epäselvyys kansalaisten keskuudessa siitä, kuka valtionyhtiöitä todella johtaa.

Julkisuuteen voi syntyä mielikuva siitä, että yhtiöitä johtaa ministeriö, eikä yhtiön hallitus ja toimiva johto. (OECD survey, 2005, 43–45.)

Duaalimallissa yksittäisen yhtiön ohjauksesta vastaa kaksi ministeriötä niin sanottu keskusministeriö sekä sektoriministeriö. Keskusministeriönä toimii tyypillisesti valtionvarainministeriö (*Ministry of Finance*). Tämän taustalla vaikuttaa valtionyhtiöiden merkitys koko kansantaloudelle. Jaettu ohjaus voidaan toteuttaa siten, että molemmilla ministeriöillä on edustus yhtiön hallituksessa tai oikeus nimittää hallitusten jäseniä. Uudessa-Seelannissa ministeriöt omistavat puoliksi valtionyhtiöiden osakkeet. Duaalimallin hyvänä puolena nähdään kyky tasapainottaa valtion omistuksen taloudellisia ja eitaloudellisia tavoitteita. Huonona puolena nähdään puolestaan mahdolliset intressien ristiriidat. (OECD survey, 2005, 46–49.)

Keskitetty hallinto on malleista tuorein ja usein seurausta hallinnon uudistuksista. Toisaalta taustalla ovat laajat yksityistämisohjelmat entisissä siirtymätalouksissa. Tällöin keskittämisen taustalla on tavoite selvästi ilmaista se, että yhtiöitä johtaa hallitus ja toimitusjohtaja, eikä ohjauksesta vastaava ministeriö. Hallinnon uudistusten taustalla on useita tavoitteita. Ensimmäisenä on tavoite selkeyttää valtion toimijoiden välisiä vastuita. Toiseksi pyritään luomaan johdonmukaisempaa omistajapolitiikkaa. Vastuiden määrittelyssä merkittävä asia on omistajaohjauksen ja sääntelyn eriyttäminen. Omistajaohjauksen keskittäminen mahdollistaa yhtenäisen raportoinnin valtion omistuksesta. Lisäksi ohjauksen keskittäminen mahdollistaa osaamisen keskittämisen sekä yksityisten asiantuntijoiden käytön. Huonona puolena nähdään mahdollinen taloudellisten tekijöiden ylipainottaminen. Lisäksi on huomattava, että uudistukset olivat vielä monissa maissa kesken silloin, kun tutkimus on julkaistu. (OECD survey, 2005, 49, 51.)

Suomesta on tässä todettava, että kyselyä suoritettaessa vuonna 2003, käytössä oli sektorimalli. Kuitenkin silloisella kauppaja- ja teollisuusministeriöllä oli koordinointi rooli. Täten se oli vastuussa omistajaohjauksen yleisten suuntaviivojen määrittelystä. Lisäksi vuoden 2007 uudistuksessa Suomi siirtyi keskitettyyn malliin. Näitä asioita käsitellään tarkemmin luvussa 3. (OECD survey, 2005, 45.)

3 SUOMEN VALTIO YHTIÖOMISTAJANA

Tässä luvussa käsitellään Suomen valtion harjoittamaa omistajapolitiikkaa ja omistajaohjausta. Tarkoitus on kuvailla niitä toimintatapoja ja linjauksia, jotka määrittelevät valtion käyttäytymistä omistajana. Valtion asettamia tavoitteita peilataan voimassa oleviin käytäntöihin ja pyritään siten arvioimaan politiikan uskottavuutta.

Suomen valtiolla on omistusta suoraan yhteensä 50 yhtiössä sekä 11:sta yhtiössä Solidium Oy:n kautta. Solidium Oy on valtion kokonaan omistama erityistehtävayhtiö. Vuoden 2008 lokakuussa se muutettiin valtion ei-strategisista omistuksista huolehtivaksi holdingyhtiöksi. Valtio-omisteisista yhtiöistä markkinaehtoisesti toimivia on 39 ja niin sanottuja erityistehtävayhtiöitä on 21. Markkinaehtoisesti toimivista yhtiöistä julkisesti noteerattuja valtioonemmistöisiä pörssi-yhtiöitä on kolme: Fortum Oyj, Finnair Oyj ja Neste Oil Oyj. Lisäksi julkisesti noteerattuja ovat kaikki Solidiumin omistuksessa olevat yhtiöt. Valtio-omisteisten yhtiöiden jaottelua esittää kuvio 2. (omistajaohjaus internetsivut)

Valtion omistajaohjaus on organisoitu siten, että markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden ohjaus on keskitetty valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikköön (myöh. omistajaohjausyksikkö), kun taas erityistehtävayhtiöiden kuten Alkon ja Veikkauksen ohjausvastuu on edelleen kulloisellakin toimialan ministeriöllä. Valtioneuvoston kansliassa valtionomistajapolitiikasta vastaava ministeri Vanhasen toisessa hallituksessa on puolustusministeri Jyri Häkämies. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 11.)

Valtion omistajapolitiikan kannalta keskeinen työkalu on omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös, jossa määritellään omistajapolitiikan yleiset suunta-
viivat. Omistajaohjaukseen taas kuuluvat ne käytännön toimet, joilla valtion edustajat vaikuttavat yhtiöiden päätöksentekoon. Näistä keskeisiä ovat yhtiökokouksissa tehtävät päätökset ja toisaalta osallistuminen yhtiöiden hallitusten työskentelyyn. Tutkielmassa pyritään arvioimaan miten hyvin näillä toimilla on pystytty lieventämään valtio-omistajuuden ongelmia.

Sijoittajaintressi		Strateginen intressi	
Suora omistus	Solidiumin omistuksessa	Strateginen merkitys	Erityistehtävayhtiöt
Markkinaehtoisesti toimivat yhtiöt			
Altia oy Arek Oy Art and Design City Helsinki Oy Destia Oy Edita Oy FCG Finnish Consulting Group Oy Kemijoki Oy Labtium Oy Opetusalan kou- lutuskeskus Educodes Oy Silta Oy Suomen sie- menperuna- keskus oy	Elisa Oyj Kemira Oyj Metso Oyj Outokumpu Oyj Rautaruukki Oyj Sampo Oyj Sponda Oyj Stora Enso Oyj TeliaSonera AB Tieto Oyj Tikkurila Oyj	Boreal Kasvin- jalostus Oy Ekokem Oy Fingrid Oy Finnair Oyj Fortum Oyj Gasum Oyj Itella Oyj Motiva Oy Neste Oil Oyj Patria Oyj Raskone Oyj Suomen Lautta- liikenne Oy Suomen Raha- paga Oy Suomen Viljava Oy Vapo Oy VR-Yhtymä Oy	Alko Oy Artic Shipping Oy Arsenal Oyj CSC - Tieteen tietotekniikan keskus Oy Finavia Oyj Finnvera Oyj Governia Oy Hansel Oy Haus Kehittämis- keskus Oy Hevosopisto Oy Meritaito Oy Solidium Oy Suomen Erillis- verkot Oy Suomen Ilmai- luopisto Oy Suomen Teolli- suus-sijoitus Oy Suomenlinnan Liikenne Oy Tietokarhu Oy Teollisen Yhteis- työn rahasto Oy Veikkaus Oy Yleisradio Oy Yrityspankki

Kuvio 2 Valtio-omisteisten yhtiöiden jaottelu (omistajaohjaus internetsivut)

3.1 Valtio-omistuksen ja omistajapolitiikan yleiskuva

Valtiolla on omistusta sekä julkisesti listatuissa pörssiyhtiöissä, että yksityisissä osakeyhtiöissä. Osa valtion yhtiöistä hoitaa jotain erityistehtävää. Suurin osa valtionyhtiöistä toimii kuitenkin markkinaehtoisesti ja niiden pääasiallinen tarkoitus on tuottaa liiketaloudellista tulosta. Kuitenkin myös markkinaehtoisesti toimiviin yhtiöihin voi liittyä valtion strateginen omistajaintressi kuten kuvioista 2 huomataan. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 9; 15.)

Markkinaehtoisesti toimivien valtionyhtiöiden (yhtiössä valtion enemmistöomistus) sekä valtion intressiyhtiöiden (valtio vähemmistöomistaja) omistajaohjaus on vuodesta 2007 asti keskitetty valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikköön. Markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä on sekä julkisesti noteerattuja että yksityisiä osakeyhtiöitä. Lisäksi vuoden 2008 lokakuussa omistajaohjausyksikön hallinnoimasta Solidium Oy:stä tehtiin valtion ei-strategisia pörssiomistuksia hoitava holding-yhtiö. Tässä tutkielmassa Solidiumin omistuksessa olevia yhtiöitä käsitellään niin kuin ne olisivat valtion suorassa omistuksessa (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 11;16.)

Omistajaohjausyksikkö toteaa vuoden 2008 vuosikertomuksessaan (2009, 106) seuraavaa valtio-omistuksen perusteluista.

Nykyisistä valtion yhtiöomistuksista suuri osa on perusteltavissa huoltovarmuuskäytännöllä vaikka omistus onkin historiallisen kehityksen tulosta. Vaikkei valtion strateginen omistusintressi rajoitu pelkästään huoltovarmuuskäyttöön, on kuitenkin tarpeen arvioida, mitä yhteiskunnan todella pitäisi kontrolloida ja omistaa.

Lisäksi todetaan, että omistusta markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä voidaan hallitusti alentaa, mutta hallituksen tavoitteena on kuitenkin, että merkittävät kotimaiset pörssiyhtiöt säilyisivät kotimaisten instituutioiden omistuksessa. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 106–107.)

Kotimaisen omistuksen korostamisesta esimerkkinä käy joulukuussa 2008 toteutettu omistusjärjestely. Tuolloin islantilainen Novator päätti luopua omistamistaan Elisa Oyj:n osakkeista, joita oli noin 13,9 % Elisa Oyj:n osakekannasta. Suomen hallitus katsoi Huoltovarmuuskeskuksen aloitteesta, että on tärkeää turvata ainakin yhden suuren teleoperaattorin säilyminen kotimaisessa omistuksessa, minkä johdosta valtiosta tuli Elisan suurin omistaja noin 9,6 % osuudella yhtiön osakekannasta. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 14–15.)

Yle Uutiset kertoi 22.11.2009, että hallitus kaavaili hanketta, jolla kotimaiset puhelin- ja tietoverkot palautettaisiin kotimaiseen omistukseen. Taustalla olisi juuri huoltovarmuuden parantaminen sekä normaali- että poikkeusoloissa. Ministeri Häkämies kommentoi tuolloin, että globalisaation kiivaimpana aikana kansalliset intressit jäivät liian vähälle huomiolle ja että nyt muuttuneessa tilanteessa on pohdittu miten kansalliset

intressit turvataan. (Tärkeät tietoliikenneverkot halutaan suomalaisomistukseen, Yle Uutiset, 22.11.2009.)

Ministeri Jyri Häkämies palasi tietoliikenneverkkojen kotimaisuus kysymykseen 6.3.2010 esitetystä Ylen Ykkösaamussa. Hän toisti huolensa tietoliikenneverkkojen kotimaisesta omistuksesta ja mainitsi esimerkkinä aiemmasta huonosta päätöksestä Soneran ja Telian fuusion vuonna 2002, joka Häkämiehen mielestä tehtiin liian ruotsalaisvetoisesti. Hän kertoi myös, että oli ohjelman esitysaikaan kiertämässä suomalaisissa valtio-omisteisissa yhtiöissä keskustelemassa johdon kanssa. Keskusteluiden tavoitteena oli olla liikkeellä suomalaisen työn puolesta. Muita asioita olivat muun muassa energian saanti ja kotimainen omistus. (Ykkösaamu, Yle TV1, 6.3.2010.)

Valtion omistajapolitiikkaa ohjaa erityisesti kolme lakia: laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (jatkossa omistajaohjauslaki), osakeyhtiölaki sekä arvopaperimarkkinalaki julkisesti noteerattujen valtionyhtiöiden sekä valtion intressiyhtiöiden osalta. Omistuksen lähtökohta on se, että jos yhtiössä on yksikin toinen omistaja valtion lisäksi, noudatetaan osakeyhtiölain säännöksiä esimerkiksi omistajien yhdenvertaisuudesta. Arvopaperimarkkinalain sisäpiirisäännökset taas rajoittavat yhtiön ja omistajan välistä kommunikaatiota. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 26–30.)

Vuonna 2007 säädettyä omistajaohjauslakia sovelletaan valtion yhtiöomistusta koskevaan päätöksentekoon. Se on siis osoitettu omistajalle eikä omistetuille yhtiöille. Lain keskeinen tarkoitus oli selventää toimivalta suhteet eri valtiollisten toimijoiden (eduskunnan, valtioneuvoston ja virkamieskunnan) välillä. Eduskunnan toimivaltaan yhtiöomistuksessa kuuluvat valtion yksinomistuksesta tai määräysvallasta luopumisesta päättämien. Valtioneuvoston päätäntävallassa ovat omistajaohjauksen yleisiin periaatteisiin liittyvät asiat sekä sellaiset päätökset, jotka koskevat osakkeiden luovutuksia ja hankintoja sekä erilaisia omistaja järjestelyjä. Sen sijaan valtiolle osakkeenomistajana kuuluviin oikeuksien käytöstä sekä muusta omistajaohjauksesta vastaa valtioneuvoston kanslia. (Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta, 2007; Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 15; 26–28.)

Suomen valtion omistajaohjauksen lähtökohtana on, että sellaisissa yhtiöissä, joissa valtio ei ole ainoa omistaja, noudatetaan osakeyhtiölain pykälää. Niistä omistajaohjauksen kannalta erityisen merkityksellisiä ovat ensimmäisen luvun pykälät 5-7 ja 9. Viidennen pykälä mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa omistajille, jos yhtiöjärjestyksessä ei muuta määrätä. Kuudes pykälä taas toteaa, että osakkeenomistajat käyttävät valtaansa yhtiökokouksessa, jossa päätökset tehdään äänen enemmistöllä, jos laissa muualla tai yhtiöjärjestyksessä ei toisin määrätä. Seitsemäs pykälä taas käsittelee osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Sen mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä samanlaiset oikeudet, jos yhtiöjärjestyksessä ei muuta todeta. Sen lisäksi pykälässä kiellään yhtiökokousta, yhtiön hallitusta, toimitusjohtajaa tai hallintoneuvostoa ryhtymään

toimeen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhdeksännessä pykälässä puolestaan säädetään tahdonvaltaisuudesta. Tällä tarkoitetaan sitä, että omistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta. Lisäksi viidennessä luvussa on yhtiökokoukseen liittyviä säännöksiä. Siinä todetaan, että osakkeenomistajat käyttävät valtaansa yhtiökokouksessa. Luvun toisen pykälän nojalla yhtiökokous päättää sille lain nojalla kuuluvista asioista. Lisäksi yhtiöjärjestyksen määräyksellä sille voidaan antaa päättäenvalta myös toimitusjohtajan tai hallituksen yleistöimivaltaan kuuluvassa asiassa. Lain nojalla yhtiökokouksen päätettäviin asioihin kuuluvat tilinpäätöksen vahvistaminen, päätös voiton käytöstä, vastuuvapauden myöntäminen hallitukselle, tilintarkastajalle, hallintoneuvoston jäsenelle ja toimitusjohtajalle, sekä päättäminen hallituksen, hallintoneuvoston ja tilintarkastajan valinnasta. Lisäksi niin kutsuttuja määräenemmistöpäätöksiä ovat muun muassa yhtiöjärjestyksen muuttaminen, suunnatun osakeannin hyväksyminen, sulautuminen, jakautuminen sekä yhtiön asettaminen selvitystilaan ja selvitystilan lopettaminen. (Osakeyhtiölaki, 2006.)

Arvopaperimarkkinalain säännöksiä on lisäksi noudatettava julkisesti noteerattujen valtionyhtiöiden omistajaohjauksessa. Erytisen merkittäviä omistajaohjauksen kannalta ovat viidennen luvun markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset. Luvun toinen pykälä kieltää sisäpiiritiedon ilmaisemisen toiselle, ellei se tapahdu osana ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista hoitamista. Tällöin tietojen ilmaisemiseen ulkopuoliselle on oltava yhtiön kannalta hyväksyttävä syy ja toisaalta tiedon saajan on tiedostettava, että hänen saamansa tieto on salaista. Sisäpiiritiedon ilmaisukielto koskee myös muita kuin asemansa tai työnsä puolesta sisäpiiritietoa saaneita henkilöitä ilmaisemasta tietoa eteenpäin, jos hän tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää, että kyseinen tieto on sisäpiiritietoa. Tämä käytännössä rajoittaa yhtiön ja valtio-omistajan yhteyden pitoa muissa kuin sellaisissa asioissa, joissa tarvitaan omistajan myötävaikutusta. Valtio-omistaja on kuitenkin ilmaissut halunsa pitää yhteyttä omistamiensa yhtiöiden johtoon. Tällaisen yhteydenpidon tulisi tapahtua yrityksen aloitteesta. (Arvopaperimarkkinalaki, 2005; Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 29–30.)

3.2 Omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen välineet

Nykyisen kaltaisen valtion omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen kehityksen voidaan katsoa alkaneen Esko Ahon hallitusohjelman linjauksista vuonna 1991. Hallitusohjelmassa todetaan muun muassa, että julkisen vallan asemaa elinkeinon harjoittajana tulisi arvioida uudelleen. Osana tätä pohditaan valtionyhtiöiden omistuspohjan laajentamista ja mahdollisuutta siirtää joitain yhtiöitä kokonaan ulkopuoliseen omistukseen. Omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen kehitystä jatkettiin vuonna 1994, jolloin maan hallitus

antoi Valtionyhtiöiden toimintaa koskevan valtioneuvoston periaatepäätöksen. Tämän jälkeen omistajapolitiittisen linjan kehitystä on jatkettu vuosina 1999, 2004 ja 2007 annetuilla periaatepäätöksillä valtion omistajapolitiikasta. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 18–19.)

Omistajapolitiikan välineitä ovat esimerkiksi

- Omistajapolitiikkaa määrittelevät lait
- Valtioneuvoston periaatepäätökset
- Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotot.

Omistajaohjauksen välineitä puolestaan ovat muun muassa

- Yhtiöiden hallitus- ja hallintoneuvostotyöskentely
- Pääoma- ja omistusrakenteeseen liittyvät järjestelyt
- Johdon kannustinjärjestelmät
- Erilaiset läpinäkyvyyteen liittyvät kysymykset.

3.2.1 Omistajapolitiikan välineet ja kehitys

Suomen valtion omistajapolitiikkaa on kehitetty systemaattisesti vuodesta 1991 lähtien. Selvimpiä kehityslinjoja ovat olleet yhtiöiden hallitusvastuun korostaminen sekä omistajaohjauksen määräytyminen yhtiön tyyppin mukaan. Markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä valtio on korostanut toimivansa yleisten pelisääntöjen mukaan, kun taas erityistehtävää hoitavien yritysten omistajaohjaukseen on jätetty tiettyä liikkumavaraa. Eräs kehityslinja on ollut myös vastuualueiden määrittely valtionhallinnon sisällä.

Vuonna 2007 säädetty omistajaohjauslaki korvasi aiemman lain valtion osakasvallan käytöstä erässä taloudellista toimintaa harjoittavissa valtionyhtiöissä (valtionyhtiölaki). Laki muodostaa omistajaohjauksen perustan. Omistajaohjauslain periaatteita noudatetaan lähtökohtaisesti sekä yksityisissä että julkisissa valtio-omisteisissa yhtiöissä. Käytännössä omistajaohjaus eroaa kuitenkin merkittävästi näiden kahden yhtiöryhmän välillä. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 26.)

Omistajapolitiikan määrittelyssä valtioneuvoston periaatepäätökset ovat keskeisessä roolissa. Periaatepäätösten päälinjaukset ovat pysyneet samansuuntaisina jo vuoden 1994 periaatepäätöksestä lähtien, joskin niiden esitysasu on muuttunut. Suurempia muutoksia periaatepäätösten sisällössä ovat olleet yhtiöiden jako erityistehtävä yhtiöihin ja markkinaehtoisesti toimiviin yhtiöihin, joka otettiin käyttöön vuoden 2004 periaatepäätöksessä. Samassa periaatepäätöksessä oli kirjoitettuna selvästi omistajapolitiikan neljä yleisperiaatetta. Näistä ensimmäinen on sääntelyn ja omistajaohjauksen tehokas eriyttäminen. Toinen on, että valtio toimii omistajana osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinain mukaan, eikä vaadi muista omistajista poikkeavia erivapauksia. Kolmas puolestaan on eduskunnan ja valtioneuvoston välinen valtionyhtiölain (nykyään omistajaohjaus-

lain) mukainen vastuunjako ja neljäs on selkeä työnjako omistajien ja johdon välillä, minkä mukaan omistajapoliittiset päätökset kuuluvat valtiolla, kun taas liiketoiminnalliset päätökset tekee toimiva johto. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 18–19; Valtioneuvoston periaatepäätös 2004, 2004, 1–2.)

Valtionyhtiöitä koskevat yhdeksän toimintaperiaatteetta on kirjoitettu jo vuoden 1994 periaatepäätökseen. Periaatepäätöksen johdannossa todetaan, että periaatteita on tarkoitus noudattaa kaikissa valtionyhtiöissä, mikäli jotain yhtiötä koskevat päätökset tai määräykset eivät muuta määrää. Lisäksi periaatteita on osakasrakenteen antamien mahdollisuuksien mukaan noudatettava sellaisissa yhtiöissä, joissa valtio on vähemmistöomistaja. Vuoden 1999 periaatepäätöksessä toimintaperiaatteita lisättiin yksi, joten niitä on yhteensä kymmenen ja ne koskevat:

1. Liiketoiminnan kannattavuutta,
2. vakavaraisuutta,
3. omistajan sijoituksia ja osinkopolitiikkaa,
4. valtion tukia ja takauksia,
5. toimialan muutoksia,
6. kansainvälistä toimintaa,
7. henkilöstöpolitiikkaa,
8. ympäristöpolitiikkaa,
9. valtionyhtiöiden hallinnon kehittämistä ja
10. palkitsemisjärjestelmien käyttöä.

Liiketoiminnan kannattavuudella tarkoitetaan sitä, että osakeyhtiömuotoisesti toimivien yhtiöiden tulee harjoittaa liiketoimintaa terveeltä pohjalta. Tämä edellyttää, että liiketoimintaa voidaan tarvittaessa supistaa ja laajentaa. Lisäksi todetaan, että jos yhtiölle asetetaan joitain kokonaistaloudellisia tavoitteita, ne on voimassaolevien kansainvälisten sopimusten puitteissa korvattava. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 2.)

Toisena periaatteena mainitaan vakavaraisuus. Tähän pyritään tulorahoituksen keinoin mutta myös osakepääomasijoituksin. Kolmannessa periaatteessa puhutaan osakepääomansijoituksista ja osinkopolitiikasta. Periaatteena on, että sijoituksia pyritään suuntaamaan kasvaville ja kehittyville aloille, jolloin voidaan tukea elinkeinotoiminnan rakennetta, ulkomaakauppaa ja työllisyyttä. Osinkopolitiikan lähtökohta on, että valtionyhtiöistä maksetaan yleistä käytäntöä vastaava osinko. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 2–3.)

Neljännän periaatteen mukaan valtion tukia myönnettäessä valtionyhtiöitä on kohdeltava samoin kuin muita vastaavan kokoluokan yhtiöitä. Toimialan muutoksista todetaan, että kannattavan liiketoiminnan harjoittaminen vaatii, että yhtiöiden toimintaa on mahdollista suunnata myös uusille aloille. Lisäksi todetaan, että yhtiöiden laajentuminen yritysostoilla tai tytäryrityksiä perustamalla on normaalia liiketoimintaa ja nämä päätökset kuuluvat yhtiön hallitukselle ja toimivalle johdolle. Yhtiön tulee informoida merkit-

täviä omistajia toimialan muutoksesta etukäteen. Yhtiöissä, joissa on valtion lisäksi muita omistajia, tähän pyritään yhtiön ja merkittävimpien omistajien tavanomaisen yhteydenpidon puitteissa. Aloitteen on kuitenkin tultava yhtiön toimivan johdon puolelta. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 3; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 3.)

Vielä vuoden 1994 periaatepäätöksessä todetaan, että valtionyhtiöiden toiminnan painopiste on kotimaassa mutta ne voivat liiketaloudellisista näkökohdista laajentua ulkomaille. Lisäksi todettiin, että yhtiöiden tai kansantalouden kannalta merkittävät sijoitukset ulkomaille vaativat pääomistajan hyväksynnän. Vuoden 1999 periaatepäätöksestä on poistettu lauseke, jonka mukaan yhtiöiden pääpaino on kotimaassa ja koko kansainvälistä toimintaa koskevaa toimintaperiaatetta ei enää mainita vuoden 2004 periaatepäätöksessä. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 1999, 1999, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 2004, 2004.)

Henkilöstöpolitiikasta todetaan, että valtionyhtiöiden oletetaan olevan esimerkittäviä työnantajia ja kehittävän aktiivisesti henkilöstöpolitiikkaansa. Vuosien 1994 ja 1999 todetaan, että valtionyhtiön on informoitava asianomaista ministeriötä hyvissä ajoin, jos se aikoo toteuttaa merkittäviä henkilöstön irtisanomisia tai lomautuksia. Vuosien 2004 ja 2007 periaatepäätöksissä tämä velvollisuus koskee enää valtion kokonaan omistamia yhtiöitä. Vuoden 2007 periaatepäätöksessä todetaan myös, että valtio on valmis edistämään järjestelyjä, jotka luovat edellytyksiä uusien työpaikkojen syntyyn. Yhtiöiden ympäristöpolitiikan tavoitteena tulisi valtion mukaan olla esimerkittävä ja vastuullinen käyttäytyminen. Lisäksi valtio on omistajana valmis edistämään sellaisia järjestelyjä, joilla yhtiöt pyrkivät yhteen sovittamaan taloudelliset ja ympäristölliset seikat yhtiöiden kilpailukykyä lisäävästi. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 1999, 1999, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 2004, 2004, 5; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 6.)

Valtio-omisteisten yhtiöiden hallinnon kehittämisessä on kaikissa periaatepäätöksissä korostunut kolme päälinjaa: hallituksen toimivallan korostaminen, hallintoneuvostojen aseman arviointi ja henkilöstön edustuksen turvaaminen. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1994, 1994, 5; Valtioneuvoston periaatepäätös 1999, 1999, 5; Valtioneuvoston periaatepäätös 2004, 2004, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 4-6.)

Vuoden 2007 periaatepäätöksessä todetaan, että omistajaohjauksen kannalta keskeinen päätöksentekovelvollisuus on yhtiön hallitus, joka koostuu yhtiön ulkopuolisista asiantuntijoista. Lisäksi kaikissa sellaisissa yhtiöissä, joissa valtiolla on määräysvalta, tulee valtiolla olla suora edustus hallituksessa. Valtion virkamies edustaa hallituksen jäsenenä yhtiötä, eikä saa osallistua yhtiötä koskevaan omistajapoliittiseen päätöksentekoon. Lisäksi julkisissa yhtiöissä on huomioitava arvopaperimarkkinain sisäpiirisäännösten asettamat rajoitukset. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 4-5.)

Hallintoneuvostojen asema määritellään vuoden 2007 periaatepäätöksessä. Hallintoneuvostoja voidaan pitää perusteltuina vain sellaisissa yhtiöissä, joihin liittyy valtion strateginen intressi. Tämä linja on valittu jo vuoden 1999 periaatepäätöksessä. Tuota periaatepäätöstä täydennettiin vuonna 2000. Tässä täydennyksessä linjattiin, että markkinaehtoisissa yhtiöissä, joihin liittyy strateginen intressi, voidaan pitää tarkoituksenmukaisena hallintoneuvostoa, jonka toimivalta on rajattu osakeyhtiölain mukaiselle minimitasolle. Tällöin hallintoneuvostoille jäisi näissä yhtiöissä ainoastaan valvonnallisia tehtäviä. Tätä perusteltiin sillä, että hallintoneuvosto ei vähentäisi yhtiön kiinnostavuutta sijoituskohteena arvopaperimarkkinoilla. Vuoden 2007 päätöksessä todetaan myös, että sellaisissa yhtiöissä, joissa valtiolla ei ole määräysvaltaa, hallintoneuvostoista luovutaan vuonna 2010. (Valtioneuvoston periaatepäätös 1999, 1999,5; Valtioneuvoston periaatepäätöksen hallintoneuvostoja koskeva täydennys, 2000, 1–2; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 5.)

Kolmantena päälinjana toistuu vaatimus henkilöstön aseman turvaamisesta yhtiöiden hallinnossa vähintään henkilöstöedustuksesta annetun lain mukaisena. Lisäksi vuosien 2004 ja 2007 periaatepäätöksissä odotetaan yhtiöiden toteuttavan sekä kotimaisten että kansainvälisten corporate governance suositusten mukaisia parhaita käytäntöjä. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2004, 2004, 4; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 4, 6.)

Palkitsemiseen liittyvän ohjeistuksen lähtökohtana on, että valtio pyrkii turvaamaan yritysten kilpailukyvyn niiltä osin kuin siihen voi omistajana vaikuttaa. Tämä koskee myös palkkausjärjestelmiä ja niiden vaikutusta mahdollisuuksiin kilpailla ammattitaitoisista ja osaavista johtajista. Vuoden 2007 periaatepäätöksessä mainitaan myös kaksi muuta palkkausta ja palkitsemista määrittelevää tekijää. Ne ovat kohtuullisuus ja oikeudenmukaisuus. Kohtuullisuudella tarkoitetaan ylisuurien etuuksien kieltämistä ja oikeudenmukaisuudella sitä, että myös henkilöstöä motivoidaan ja palkitaan. Valtion ohjeistusta palkkiojärjestelmistä on lisäksi täydennetty talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotoilla. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 5.)

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanottoja on annettu 2000-luvulla kahdesta asiasta palkitsemisesta ja valtio-omisteisten yhtiöiden hallitusjäsenten nimeämisestä. Palkitsemiseen on otettu kantaa useita kertoja. Viimeisin kannanotto on julkaistu vuonna 2009. Kannanoton lähtökohta on, että palkitsemisjärjestelmissä tulisi yhdistyä yhtiöiden kyky kilpailla ammattitaitoisista johtajista ja kohtuullisuus. Kannanotossa määritellään palkkiojärjestelmien kehittämisen keskeiset tavoitteet, jotka ovat selkeys, sitoutavuus ja pitkäjänteisyys. Lisäksi todetaan, että jokaisen järjestelmän tulee ohjata omistaja-arvon pitkäjänteiseen kasvattamiseen, sekä olla ehdoiltaan kohtuullinen ja ennustettava siten, että kohtuuttomat etuudet eivät ole mahdollisia. Lisäksi kannanotossa määritellään palkkioiden enimmäismäärät suhteessa peruspalkkaan. Lisäksi asetetaan ehtoja liittyen johdon eläkesopimukseen ja irtisanomisehtoihin. Esimerkiksi kannanotto kieltää

hyväksymästä sellaista ylemmän johdon eläkesopimusta, joka sallii eläkkeelle jäämisen ennen yleistä eläkeikää. (Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto palkitsemisesta, 2009, 1, 3–4, 6.)

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto hallitusten jäsenten nimeämisestä annettiin vuonna 2004 ja se liittyi tuolloin käyttöön otettuun Helsingin pörssin corporate governance -ohjeeseen. Ohjeen mukaan hallitusjäsenten nimeäminen on hallituksen itsensä vastuulla ja sitä varten tulisi perustaa erityinen nimeämisvaliokunta. Talouspoliittinen ministerivaliokunta totesi, että tämä käytäntö ei välttämättä sovi suomalaiseen omistusrakenteeseen tai siihen, että hallituksen valinta on keskeinen omistajavallan käyttöön perustuva päätös. Kannanotossa esitellään malli, jonka mukaan omistajaohjauksesta vastaava ministeriö tekee yhtiökokoukselle esityksen, jonka mukaan yhtiökokous asettaa nimeämisvaliokunnan valmistelemaan ehdotukset hallituksen kokoonpanosta ja palkkioista yhtiökokouksesta. Nimitysvaliokunnan kokoonpanoon kuuluvat Kolmen suurimman omistajan edustajat sekä yhtiön hallituksen puheenjohtaja asiantuntijajäsenenä. Tällainen nimeämisvaliokunta otettiin käyttöön Neste Oilissa vuoden 2007, Finnairissa vuoden 2008 ja Fortumissa vuoden 2009 varsinaisessa yhtiökokouksessa. (Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto hallituksenjäsenten nimeämisestä, 2004, 1–2; Neste Oil vuosikertomus 2007, 2008, 46; Finnair taloudellinen katsaus 2008, 2009, 81; Fortum vuosikertomus 2009, 2010, 67.)

3.2.2 Omistajaohjauksen välineet

Valtion omistajaohjauksella toteutetaan omistajapolitiikan tavoitteita. Markkinaehtoisesti toimivien ja erityistehtäväyhtiöiden omistajaohjaus eroaa toisistaan. Tässä tutkielmassa keskitytään markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistajaohjaukseen. Markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä valtio on ilmoittanut omistajaohjauksen lähtökohdaksi omistajien välisen yhdenvertaisuuden (Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 4). Valtion keinot omistajaohjauksessa liittyvät hallitus ja hallintoneuvostossa työskentelyyn, pääoma- ja omistusrakenteeseen, johdon kannustimiin vaikuttamiseen sekä läpinäkyvyyteen liittyviin kysymyksiin.

Hallituksen rooli omistajaohjauksessa on omistajien tavoitteiden kytkeminen yhtiön toimintaan. Tätä varten hallituksen tulee konsultoida yhtiön johtoa strategisissa kysymyksissä sekä varmistaa taloudellisen lisäarvon tuottaminen. Jälkimmäinen edellyttää johdon toimien valvomista sekä kannustinten asettamista siten, että ne tukevat lisäarvon tuottamista. Hallitustyöskentelyn kannalta eräs olennainen kysymys on hallituksen riippumattomuus yhtiön toimivasta johdosta. Tätä varten yhtiön hallitukseen tulisi kuulua niin sanottuja ulkopuolisia jäseniä. Ulkopuolisia jäseniä ovat sellaiset henkilöt, jotka eivät ole työsuhteessa yhtiöön tai näiden lähisukulaiset, eivätkä he ole yhtiön merkittä-

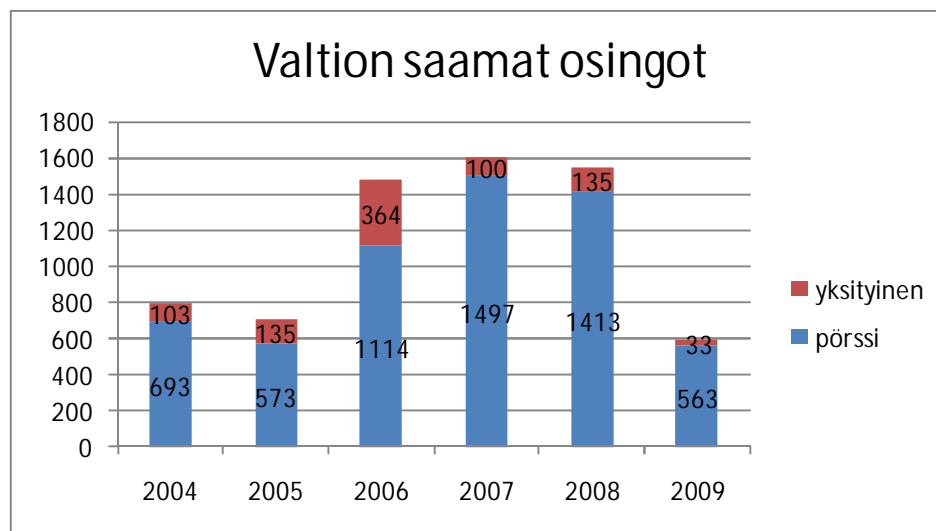
viä omistajia. Vuonna 2002 valtion omistajaohjauksessa omaksuttiin käytäntö, jonka mukaan yhtiöiden toimitusjohtajat tai muu toimiva johto eivät voi kuulua yhtiöiden hallitukseen. Kauppa- ja teollisuusministeriössä laadittiin vuonna 2000 potentiaalisten hallitusjäsenten kandidaattipooli. Tämän avulla pyritään parantamaan ammattitaitoisten ja osaavien jäsenten valintaa tilannekohtaisen päätöksenteon sijaan. (Kaisanlahti, 2001, 23, 26; omistajaohjaus internetsivut)

Vuoden 2007 valtioneuvoston periaatepäätöksessä omistajapolitiikasta todetaan, että yhtiöiden hallitukseen valitaan ulkopuolisia jäseniä. Kuitenkin valtio on halunnut pitää kiinni virkamiesten edustautumisesta yhtiöiden hallituksissa. Tästä todetaan periaatepäätöksessä seuraavaa: yhtiöissä, joissa valtio on enemmistöomistaja tai joissa valtio on niin merkittävä vähemmistöomistaja, että sillä on tosiasiallinen päätäntävalta, tulee yhtiön hallituksessa olla myös valtion suora edustus. Valtioneuvoston kanslian virkamies toimii hallituksen jäsenenä Finnairissa, Fortumissa ja Neste Oilissa. Valtion omistajapolitiikan selvitysmies Matti Vuoria (2004, 20) totesi raportissaan, että valtion edustus tulisi säilyttää myös valtion intressiyhtiöissä. Hänen mukaansa virkamiesten tulee toimia hallituksissa kuten kenen tahansa hallituksen jäsenen. Lisäksi hän totesi, ettei valtion tule asettaa virkamiehille sellaisia rajoitteita tai velvoitteita, jotka estäisivät virkamiestä toimimasta yhtiön edun mukaisesti. Valtion intressiyhtiöistä Kemiran, Rautaruukin ja Spondan hallituksissa on valtion suora edustus. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 4-5; Kemiran selvitys Hallinto- ja ohjausjärjestelmistä, 2010, 1; Rautaruukin vuosikertomus 2009, 2010, 69; Spondan vuosikertomus 2009, 2010, 67–68.)

Hallitustoiminnan lisäksi merkittävä omistajan keino vaikuttaa yhtiön toimintaan liittyy pääoma- ja omistusrakenteen säätelyyn. Valtion yhtiöissä on vuosien saatossa toteutettu useita toimialajärjestelyjä sekä kotimaassa että kansainvälisesti. Esimerkkeinä voidaan mainita muun muassa Enso Oy:n ja ruotsalaisen Stora AB:n fuusio vuonna 1998, samana vuonna Valmet Oyj ja Rauma Oyj fuusioituivat Valmet-Rauma Oyj:ksi, joka tunnetaan nykyisin nimellä Metso Oyj sekä Soneran fuusio ruotsalaisen Telian kanssa vuonna 2002. Vuoden 2007 periaatepäätöksessä valtioneuvosto painotti, että omistusjärjestelyiden yhtenä lähtökohtana on kotimaisen kilpailukyvyn parantaminen. Kaisanlahti toteaa tutkimuksessaan, että valtionyhtiöiden rahoitusrakenteessa on tarpeen säilyttää tietty joustovara, jotta yhtiön on mahdollista reagoida markkinoiden muutoksiin. Samalla on huomioitava, että yhtiön johdolle ei jää likaa pääomia, joilla se voisi ryhtyä kannattamattomiin investointeihin. Kaisanlahti toteaa lisäksi, että vakiintuneiden valtionyhtiöiden rahoitusrakenteen joustovara on ensisijaisesti tulorahoituksen varassa. (omistajaohjaus internetsivut; Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 7; Kaisanlahti, 2001, 37.)

Toinen pääoma rakenteeseen liittyvä kysymys on yhtiöiden osinkopolitiikka. Osinkopolitiikan määrittelyssä on neljä lähtökohtaa. Osingot määritellään yhtiökohtaisesti (1). Yhtiöiden tulisi maksaa toimialalleen vertailukelpoinen osinko (2) kuitenkin siten,

että otetaan huomioon yhtiön vakavaraisuus sekä markkinatilanne (3). Esimerkiksi VR:n ei ole tarvinnut maksaa kahdelta viime vuodelta osinkoa. Tällä on ministeri Häkämiehen mukaan annettu yhtiölle aikaa korjata kurssiaan. Koska valtio on pitkäjänteinen omistaja, se arvostaa tasaista osinkovirtaa (4). Valtio saamia osinkotuloja esittää kuvio 3. Siitä huomataan, että suurin osa valtion saamista osinkotuloista tulee pörssi-yhtiöiltä. Lisäksi nähdään, että vuonna 2008 alkanut talouden taantuma on vaikuttanut selvästi osinkoihin. Vuonna 2008 valtion osakesalkun keskimääräinen osinkosuhde (osingot / tilikauden nettotulos) oli 69 % ja osinkotuotto 5,7 %. Nämä ovat molemmat suurempia kuin Helsingin pörssin keskimääräiset luvut. (Kaisanlahti, 2001, 38; Ykkösaamu, Yle TV1, 6.3.2010; Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 26.)



Kuvio 3 Valtion saamat osingot kassaperusteisesti 2004–2009 (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 26.)

Omistajan on mahdollista vaikuttaa yhtiön menestykseen vaikuttamalla johdon palkkaukseen. Ikäheimo, Kontu, Kostander, Tainio ja Uusitalo (2007) tarkastelivat valtio-omisteisissa yhtiöissä käytössä olevia johdon palkitsemisjärjestelmiä. He toteuttivat tutkimuksen vertailemalla eri yhtiöiden maksamia palkkoja ja palkkioita vuosilta 2001–2005. Lisäksi he haastattelivat yhtiöiden johtajia ja hallitusten puheenjohtajia selvittääkseen mitä mieltä yhtiöissä oltiin valtio-omistajan antamasta ohjeistuksesta. Yleisenä havaintona voidaan todeta, että vuodesta 2002 lähtien kaikissa tarkastelluissa 25 valtio-omisteisessa yhtiöissä on ollut käytössä jonkinlainen tulospalkkaus ja vuonna 2005 yhdeksässä yhtiössä oli käytössä osakepalkkiojärjestelmä ja seitsemässä osakeoptiojärjestelmä. (Ikäheimo ym., 2007, 10–11, 14.)

Ikäheimo ym. havaitsivat, että valtio-omisteisten yhtiöiden johdon palkkaus on kansallisesti kilpailukykyisellä tasolla ja kansainvälisesti lähellä sitä. He toteavat, että tarkastelu ajanjakson aikana johdon palkat ovat nousseet selvästi mutta eivät kuitenkaan

moninkertaistuneet. Palkan rakenne on muuttunut siten, että tulospalkkioiden osuus on kasvanut mutta kiinteän palkan osuus on pysynyt koko tarkastelujakson yli 50 %:ssa. Osakesidonnaisten palkkiojärjestelmien työryhmä toteaa olevan sellaisia, että yrityksen osakekurssin muutoksilla on vaikutusta ylimmän johdon taloudelliseen hyvinvointiin. Ikäheimo ym.:n näkemyksen mukaan tällä on merkittävä osa johdon kannustamisessa ja sitouttamisessa. He toteavat sen kytkevän johdon taloudellisen hyvinvoinnin kiinteämmin omistajien tavoitteisiin. (Ikäheimo ym., 2007, 5, 14–27.)

Vertailtaessa valtio-omisteisia yhtiöitä muihin suomalaisiin yrityksiin havaittiin esimerkiksi, että tulospalkkiot kasvoivat valtio-omisteisissa yhtiöissä keskimäärin hitaammin kuin muissa yhtiöissä. Toisaalta kaikkein suurimpien yhtiöiden ryhmässä (liikevaihto yli 2 mrd. euroa) valtio-omisteiset yhtiöt maksoivat selvästi suurempaa kiinteää palkkaa kuin vertailtavat suomalaiset yhtiöt. Vuonna 2005 valtio-omisteisten yhtiöiden maksama kiinteä mediaanipalkka oli 62 % suurempi verrattuna muihin suomalaisiin yhtiöihin. Sen sijaan keskikokoisissa yhtiössä kiinteän palkan taso läheni yleistä kotimaista tasoa. (Ikäheimo ym., 2007, 33–35.)

Ikäheimo ym.:n tutkimuksessa arvioitiin johdon palkkauksen yhteyttä omistaja-arvon kehitykseen julkisesti noteerattujen valtionyhtiöiden osalta. He havaitsivat, että palkkojen muutos ja omistaja-arvo liikkuivat samaan suuntaan. He laskivat yritystasolta toimitusjohtajien kokonaispalkan muutoksen ja omistaja-arvon kehityksen välisen korrelaatiokertoimen, jonka arvoksi tuli 0,356, mitä voidaan pitää hyvin vahvana. Lisäksi he tekivät regressioanalyysin, jossa kokonaispalkan muutosta selitettiin omistaja-arvon muutoksella. Laskettu regressiokerroin oli tilastollisesti merkitsevä ja regression selityksasteeksi saatiin 15,8 %. (Ikäheimo ym., 2007, 43–44.)

Ikäheimo ym. arvioivat palkitsemisjärjestelmien toimivuutta haastatteleamalla yhtiöiden johtoa ja hallitusten puheenjohtajia. työryhmän yleinen havainto oli, että haastateltavien mielestä palkkiojärjestelmät toimivat pääosin hyvin ja että järjestelmien uudistuksilla oltiin menossa oikeaan suuntaan. Kuitenkin oli myös yhtiöitä, joissa palkkiojärjestelmää pidettiin huonona. Järjestelmiä pidettiin huonona muun muassa seuraavista syistä: toimitusjohtajan palkkataso, pitkän aikavälin kannusteiden kehittymättömyys ja yhtiön ulkopuolisten tekijöiden liian suuri vaikutus. (Ikäheimo ym., 2007, 46, 49–50.)

Ikäheimo ym.:n haastatteluissa tarkasteltiin myös valtion antamaa ohjeistusta palkitsemisjärjestelmistä. Ohjeistuksia oli päivitetty tutkimusaikana vuosina 2004 ja 2006 ja ne kehittyivät kireämpään suuntaan. Tämän taustalla vaikutti erityisesti Soneran ja Fortumin optiojärjestelmien tiimoilta käyty julkinen keskustelu. Järjestelmien oli katsottu tuottavan johdolle ylisuuria etuuksia. Esimerkiksi vuoden 2006 ohjeistuksessa rajattiin tulosperusteisten rahapalkkioiden enimmäismääräksi 40 % peruspalkasta, osakepalkkioiden enimmäismäärä ei sen sijaan saanut ylittää vuotuista peruspalkkaa ja optiot kiellettiin kokonaan. Haastatteluissa valtion ohjeisiin suhtauduttiin kaksijakoisesti suuri enemmistö kriittisesti ja vähemmistö myönteisesti. Kriittisesti suhtautuvat kokivat oh-

jeistuksen rajoittavana ja heidän mielestään ohjeiden sijaan pitäisi luottaa hallitusten ammattitaitoon. Myönteisesti suhtautuvat taas kokivat ohjeistuksen suuren omistajan oikeutena. Yleinen havainto oli, että kriittinen suhtautuminen lisääntyi valtion omistusosuuden laskiessa. Ohjeistuksen positiivisena puolena yhtiöiden hallitusten puheenjohtajat kokivat sen, että se antoi heidän toiminnalleen "selkänöjan" ja lisäksi sen uskottiin poistavan kannustinjärjestelmien kohtuuttomia elementtejä. Negatiivisina puolina taas nähtiin liiallinen yksityiskohtaisuus. Puheenjohtajat kokivat, että hallituksille ei jäänyt tarpeeksi liikkumatilaa yhtiökohtaisten erojen huomiointiin. Myös optiokiellon negatiivista vaikutusta rekrytointimahdollisuuksiin pelättiin. (Ikäheimo ym., 2007, 60–64.)

Valtion ohjeistusta on uudistettu Ikäheimo ym.:n tutkimuksen jälkeenkin vuosina 2007 ja 2009. Markku Pohjola, Pekka Merilampi ja Pekka Nikula (2009) arvioivat vuoden 2007 ohjeistuksen toimivuutta. Työryhmän asettamisen taustalla vaikuttivat finanssikriisi, kansainväliset palkitsemisessa havaitut ylilyönnit erityisesti finanssisektorilla sekä julkinen keskustelu. Palkitsemisen lisäksi työryhmän huomion kohteena olivat valtio-omisteisten yhtiöiden johdon eläkejärjestelyt. Tämän taustalla vaikuttivat yleiset eläkepolitiikkaan kohdistuvat paineet, kuten tarve pidentää työuria. Työryhmä totesi palkitsemisohjeiden olevan pääosin toimivia, vastaavan markkinatasoa ja jättävän vain vähän tulkinnan varaa. (Pohjola ym., 2009, 5, 11.)

Palkkiojärjestelmien kehityskohtina Pohjola ym. näkivät pidemmän aikavälin palkkioiden kehittämisen ja siten johdon ja omistajien tavoitteiden yhtenäistämisen. He toteavat, että johdon noin vuoden kiinteän palkan suuruinen omistus varmistaisi, että yhtiön arvon kehityksellä on merkitystä johdon hyvinvoinnin muodostumisessa. Pohjola ym. ehdottavat myös palkkiosopimukseen pykälää, joka antaa yhtiöiden hallituksilla mahdollisuuden jälkikäteen muuttaa sovittuja järjestelyitä tai lykätä palkkion maksua, mikäli yhtiöstä riippumattoman olosuhde muutoksen takia sovitun järjestelmän soveltaminen johtaisi yhtiön kannalta haitalliseen lopputulokseen. Työryhmä toteaa, että palkkiosta päättämisen tulisi olla hallitusten vastuulla. Omistajavalvontaa voitaisiin parantaa lisäämällä palkkiojärjestelmien läpinäkyvyyttä. Tämä voitaisiin toteuttaa esimerkiksi siten, että hallituksen puheenjohtaja antaa selvityksen palkkiojärjestelmistä yhtiökokoukselle, joka voi sitten arvioida hallituksen suoriutumista. (Pohjola ym., 2009, 6–7.)

Viimeinen omistajaohjauksen väline on läpinäkyvyyden vahvistaminen valtio-omisteisissa yhtiöissä. Valtion tavoitteena on, että yhtiöiden raportointitavat ovat ensiluokkaisia. Kauppa- ja teollisuusministeriön suosituksessa corporate governance kysymysten käsittelystä on raportoinnin osalta painotettu seuraavia asioita: taloudellisen lisäarvon tuottamisen raportointi (*value based reporting*), valvontajärjestelmän kuvaus, joka koostuu tulostavoitteiden seurantajärjestelmän esittelystä ja sisäisen tarkastuksen

kuvauksesta, sekä yrityksen kohtaamien riskien arviointi ja riskinhallintajärjestelmien yleispiirteiden esittely. (Kaisanlahti, 2001, 40–41.)

3.3 Omistajaohjauksen tavoitteet, uskottavuus ja läpinäkyvyys

Valtion tavoitteita voidaan tarkastella kolmella eri tasolla: omistajuuden tavoitteet, omistajapolitiikan tavoitteet ja omistajaohjauksen tavoitteet. Suomen valtio on omaksunut kannan, jonka mukaan omistajuuden yleisenä lähtökohta on, että valtion tulee olla hyvä omistaja. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 16.)

Omistajaohjausyksikön määritelmän mukaan valtio tavoittelee omistuksellaan mahdollisimman hyvää taloudellista ja yhteiskunnallista kokonaistulosta. Markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä tavoitteena on parhaan mahdollisen taloudellisen tuloksen saavuttaminen. Sitä arvioidaan sekä kannattavuuden että omistaja-arvon pitkäjänteisen kasvatamisen perusteella. Erityistehtävayhtiöiden osalta yleisenä tavoitteena on, että toiminta on taloudellisesti kannattavaa. Niiden omistuksessa tähdätään kuitenkin ensisijaisesti yhteiskunnallisten tavoitteiden saavuttamiseen. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 11–12.)

Omistajapolitiikan tavoitteena on omistajaohjauksen järjestäminen siten, että se on avointa, johdonmukaista ja luottamusta herättävää. Valtio-omistaja pyrkii siihen, että sen toimiin voivat luottaa niin arvopaperimarkkinoiden toimijat kuin sen omistamien yhtiöiden liikekumppanit ja kilpailijat. Omistajaohjausyksikön omistajastrategiseen työhön kuuluu olennaisesti myös ulkoinen kommunikaatio. Omistajaohjausyksikön tehtävänä on:

... valtion yhtiöomistusta ja sen hoitoa koskevan, kattavan ja ymmärrettävän informaation tuottaminen ja säännönmukainen julkistaminen. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 11–12.)

Omistajaohjausyksikkö pyrkii osaltaan lisäämään avoimuutta ja läpinäkyvyyttä juuri tuottamalla omistajaohjausta koskevaa informaatiota. Samalla tulee kuitenkin huomioida omistajaohjaukseen liittyvä luottamuksellisuus sekä sisäpiirisääntöjen poikkeukseton noudattaminen (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2008, 2009, 12).

Omistajaohjauksen lähtökohtainen tavoite on, että valtio on hyvä omistaja. Tällä tarkoitetaan sitä, että valtio toimii omistaja johdonmukaisesti ja ennakoitavasti sekä pyrkii osaltaan edistämään yhtiöiden pitkäjänteistä kehittämistä. Hyvä omistajuus edellyttää omistajan roolin ja tehtävien ymmärtämistä. Omistajan kyky vaikuttaa yhtiön menestykseen on rajallinen. Kuitenkin valtio pyrkii käyttämään niitä keinoja, joita sillä on. (Omistajaohjausyksikön vuosikertomus 2007–2008, 2008, 17.)

Edellä on esitelty valtion yhtiöomistukseen liittyviä tavoitteita. Seuraavaksi tarkastellaan sitä miten valtion toimet ovat edistäneet omistajapoliittisten tavoitteiden ja omista-

jaohjauksen tavoitteiden saavuttamista. Omistajaohjauksen järjestämisen tarkastelussa käytetään omistajaohjauksen keskittämistyöryhmän mietintöä. Läpinäkyvyyttä puolestaan arvioidaan niin OECD:n suositusten kuin teorian pohjalta.

3.3.1 Omistajaohjauksen keskittäminen

Omistajaohjauksen keskittäminen tuotiin esille Vanhasen ensimmäisen hallituksen hallitusohjelmassa. Sitä toteutettiin vaiheittain vuosien 2003 ja 2007 välisenä aikana. Nykyinen omistajaohjausyksikkö aloitti toimintansa 1.5.2007. Vanhasen ensimmäisen hallituksen hallitusohjelmassa todettiin, että omistajaohjauksen keskittämisellä pyrittäisiin avoimella ja luottamusta herättävällä tavalla erottamaan omistajaohjaus sääntelytehtävistä. Keskittämistä pohtimaan asetettiin työryhmä (myöh. omistajaohjaustyöryhmä), jonka tehtävä oli ensinnäkin jaotella valtio-omisteiset yhtiöt markkinaehtoisesti toimiviin ja erityistehtäväyhtiöihin. Toiseksi antaa ehdotus siitä miten omistajaohjaus järjestetään omaan erityisyksikköön sekä arvioida yksikölle sopiva sijoituspaikka valtion hallinnossa. (Omistajaohjaustyöryhmän raportti, 2003, 5.)

Työryhmä tiivistä raportissaan omistajaohjauksen lähtökohdat kahteen yleiseen kannanottoon, joiden mukaan ensiksi markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistajaohjaus on luonteeltaan yhtenäinen toiminto ja toiseksi kehittämisen keskeinen haaste on parempi johdonmukaisuus ja siten uskottavuus markkinoiden ja kansalaisten silmissä. Keskeistä työryhmän mielestä oli myös omistajaohjauksen erottaminen sääntelystä.

Työryhmä selvitti omistajayksikön sijoittamista yhteensä kuuteen eri paikkaan:

- Kauppa- ja teollisuusministeriö (KTM)
- Valtiovarainministeriö (VM)
- Valtioneuvoston kanslia (VNK)
- Kauppa- ja teollisuusministeriön alainen erillinen viranomainen
- Valtionvarainministeriön alainen erillinen viranomainen
- Valtion holding-yhtiö.

Lisäksi arvioitiin mahdollisuutta jatkaa vanhalla mallilla mutta tehostaa keskeisten ministeriöiden välistä yhteistyötä. Taulukossa 2 on esitetty eri vaihtoehtojen sopivuutta kolmen eri kriteerin mukaan. Kriteerit ovat omistajaohjauksen yhtenäisyys, ohjauksen erottaminen regulaatiotehtävistä sekä päätöksenteon avoimuus ja poliittinen kontrolli. Taulukossa numero 1 tarkoittaa, että kyseisen kriteerin osalta vaihtoehto sopii huonosti, numero 2 tarkoittaa, että vaihtoehto on mahdollinen mutta sisältää myös ongelmia ja numero 3, että vaihtoehto sopii hyvin. (Omistajaohjaustyöryhmän raportti, 2003, 50–51, 56, 59–60.)

	VNK	VM	KTM	KTM:n virasto	VM:n virasto	Holdings-yhtiö	Yhteistyöryhmä
Yhtenäisyys	3	3	3	3	3	3	2
Erottaminen regulaatiosta	3	2	1	1	1	3	1
Päätöksenteko ja poliittinen kontrolli	3	3	3	1	1	1	2

Taulukko 2 Omistajaohjauksen keskittämismuotojen vertailu (Omistajaohjaustyöryhmän raportti, 2003, 60.)

Työryhmä piti parhaana omistajaohjausyksikön sijoittamispaikkana valtioneuvoston kansliaa, johon se myös lopulta sijoitettiin. Sen etuna oli muun muassa se, että sillä ei ollut lainkaan regulaatiotehtäviä, jolloin uusi omistajaohjaustoiminto saisi aloittaa toimintansa ilman aiempia rasitteita. Työryhmä katsoi, että keskittämisen tapahtuessa Valtioneuvoston kansliaan, olisi tärkeää osoittaa omistajaohjauksesta vastaaminen jonkin ministerin vastuulle. Lisäksi vastuunalaisen ministerin pitäisi olla sellainen, jolle ei kuulu yhtiöitä koskevia sääntely vastuita. Keskittämisen toteuduttua omistajapolitiikka osoitettiin puolustusministerin tehtäväkenttään.

3.3.2 Omistajaohjauksen läpinäkyvyys

Omistajaohjauksen läpinäkyvyyden tarkastelussa käytetään viitteenä aiemmin luvussa kaksi käsiteltyä läpinäkyvyyteen tähtävää julkistamista. Julkistaminen voidaan jakaa viiteen eri komponenttiin, jotka ovat poliittinen, taloudellinen, menettelytavallinen, poliittikapäätösten ja operationaalinen julkistaminen. Lisäksi viitataan OECD:n läpinäkyvyyttä käsitteleviin suosituksiin.

Suomen omistajapolitiikan poliittinen julkistaminen on toteutettu valtioneuvoston periaatepäätösten avulla. Periaatepäätöksessä valtio ilmoittaa omistajapolitiittiset tavoitteensa ja myös ne periaatteet joiden mukaan se omistajaohjausta toteuttaa. Tällaisen poliittikasäännön julkistamista suositellaan myös OECD:n ohjeistuksessa.

Taloudelliseen julkistamiseen voidaan omistajaohjauksen kontekstissa ajatella liittyvän erityisesti yhtiöitä ja sijoitusten tuottoa koskevaan informaatioon. OECD:n suositus 5A toteaa, että valtioiden tulisi julkaista kokonaisraportti valtionyhtiöistä. Omistajaohjausyksikkö on vuodesta 2008 lähtien julkaissut vuosittaisen toimintakertomuksen, joka

sisältää lyhyet yhtiökatsaukset sekä katsauksen valtion osakesalkun tuotosta ja kehityksestä. Ennen vuotta 2008 Kauppa- ja teollisuusministeriö on julkaissut Valtion yhtiöomistus sarjaa, joka sisälsi hyvin samanlaista informaatiota. Runsaasti tietoa on tarjolla omistajaohjauksen internet sivuilla.

Menettelytavallista julkistamista on tehty vähemmän. Omistajaohjausyksikön vuosikertomuksessa sekä omistajapoliittisissa periaatepäätöksissä mainitaan joitain strategioita kuten esimerkiksi yritysjärjestelyihin liittyvä parhaan kokonaistuloksen tavoittelu. Omistajapoliittisista päätöksistä on tiedotettu julkisuuteen ripeästi ja esimerkiksi valtioneuvoston periaatepäätöksissä mainitaan myös perusteluita päätöksen tueksi. Operaatiosta julkistamisesta ei sen sijaan löytynyt tietoja.

Näyttäisi siltä, että läpinäkyvyyden parantamiseksi on tehty toimenpiteitä, mutta läpinäkyvyyttä voitaisiin vielä edelleenkin parantaa.

3.3.3 Omistajapolitiikan uskottavuutta heikentäviä tekijöitä

Valtion omistajapolitiikasta on ajoittain käyty kriittistä keskustelua eduskunnassa. Ajoittain on jopa arvosteltu yksittäisten valtio-omisteisten yhtiöiden tekemiä päätöksiä julkisesti. Omistajapolitiikan selvitysmies toteaaakin raportissaan, että valtioneuvosto on tuonut eduskunnan käsiteltäväksi sellaisiakin asioita, jotka ovat kuuluneet sen toimivaltaan. Täten eduskunta on ottanut kantaa asioihin, jotka kuuluvat hallituksen toimivaltaan. Tästä on seurannut, että eduskunnassa on koettu tarvetta ohjata suoraan valtio-omisteisia yhtiöitä. Vuoria kuitenkin toteaa, että sellaisten yhtiöiden paikka ei ole pörsissä, joiden ohjausta ei voida hoitaa valtioneuvoston suorittaman hallinnoinnin puitteissa. (Vuoria, 2003, 18-19.)

Tämän jälkeenkin eduskunta on usein ottanut kantaa valtio-omisteisten yhtiöiden omistajaohjaukseen. Arvostelun kohteeksi ovat vuorollaan joutuneet Finnair, Fortum ja Stora Enso. Finnairin tapauksessa oli kyse siitä, että pääoppositiopoolue SDP:n Eero Heinäluoma arvosteli Finnair johtamista ja strategian puutetta eduskunnan keskustelussa vuoden 2009 joulukuussa. Tämän seurauksena Finnairin toimitusjohtaja Jukka Hienonen ja hallituksen puheenjohtaja Christopher Taxell kävivät antamassa eduskunnan talousvaliokunnalle selvityksen yhtiön näkymistä. (Noponen, 2009.) Fortumin johdon tulospalkkiojärjestelmästä on puhuttu useaan otteeseen viimeisen kerran vuoden 2009 keväällä. Tuolloin asiaa käsiteltiin kahteen otteeseen eduskunnan suullisella kyselytunnilla. (Täysistunnon pöytäkirja PTK 35/2009, 2009.) Stora Enson kohdalla eduskunta on ilmaissut mielipiteensä muun muassa Kemijärven ja Summan tehtaiden lopettamisesta vuonna 2008. Tuolloin oppositio kehotti hallitusta käyttämään omistajaohjausta, jotta tehtaiden sulkemisesta luovuttaisiin. (Välikysymys 1/2008, 2008.) Samansuuntaisia kannanottoja kuultiin keväällä 2010, kun Stora Enso päätti sulkea kaksi paperikonetta

Varkaudessa (Täysistunnon pöytäkirja PTK 41/2010, 2010). Erikoista näissä kannanotoissa on se, että niiden ehdotukset voivat olla osakeyhtiölain tai arvopaperimarkkinalain sisäpiirisäännösten vastaisia. Tällöin ne eivät sovi yhteen valtion omaksuman omistajapoliittisen linjan kanssa ja ovat omiaan aiheuttamaan ihmetystä markkinoilla.

4 EMPIRIA

Valtionyhtiöihin liittyviä tutkimuksia on tehty varsin paljon. Kuitenkin sellainen tutkimus, jossa tarkasteltaisiin valtion ja yksityisten yhdessä omistamia yhtiöitä on ollut vähäisempää. Yksi tällainen tutkimus on Nhut Nguyn tarkastelu, jossa hän tutki osakemarkkinoiden reaktioita kauppoihin, joissa valtio joko hankki tai möi suuren osuuden jossain julkisesti noteeratussa yhtiössä. Hänen otoksensa koostui 518 havainnosta useissa eri maissa. Tutkimus tehtiin event study –menetelmää käyttäen. Nguyn tulosten mukaan osakkeiden kurssit reagoivat positiivisesti kauppoihin, joissa valtio myy osuuden omistuksistaan, ja ylituottojen keskiarvo on tilastollisesti merkitsevä. Kaupoissa, joissa valtio kasvattaa omistustaan, markkinoiden reaktio on negatiivinen, mutta ylituottojen keskiarvo ei ole tilastollisesti merkitsevä. (Nguyn, 2009, 4; 9–10; 17.)

Etlan keskusteluaiheissa valtion omistajuuden vaikutuksia ovat tarkastelleet Topi Miettinen sekä toisessa tutkimuksessa Mika Pajarinen ja Pekka Ylä-Anttila. Topi Miettinen tarkasteli omassa tutkimuksessaan valtionyhtiöiden tavoitteita ja niiden muutosta 1980- ja 90-lukujen aikana. Lisäksi hän tarkasteli eroavatko valtionyhtiöiden tavoitteet yksityisesti omistetuista. Aineistona hänellä oli *Talouselämä* lehden ja Etlatieto Oy:n keräämä suuryrityksiä koskeva tietokanta. Havaintoina käytettiin yritysten vuosikertomuksissa ilmoittamia tavoitteita. (Miettinen, 2000.)

Miettisen saamien tulosten mukaan valtionyhtiöiden tavoitteet olivat tarkasteluajan kohtana selvästi muuttuneet. Lisäksi hän havaitsi, että valtionyhtiöiden ja yksityisten omistamien yhtiöiden tavoitteissa oli eroja. Valtionyhtiöt ovat esimerkiksi korostaneet kannattavuus ja omistaja-arvotavoitetta yksityisiä enemmän. Toisaalta teknologian kehittäminen on tavoitteena laskenut tarkasteluajana, mitä ei ole käynyt yksityisesti omistettujen yhtiöiden kohdalla. Lisäksi Miettinen havaitsi muun muassa, että valtionyhtiöt ovat saavuttaneet kasvutavoitteensa paremmin kuin yksityiset, mutta taas kannattavuustavoitteet heikommin. (Miettinen, 2000, 38.)

Mika Pajarinen ja Pekka Ylä-Anttila tarkastelivat tutkimuksessaan omistajuuden vaikutusta yritysten menestymiseen suomalaisia suuryrityksiä käsittävällä aineistolla. Eräänä yhtiöryhmänä tässä tutkimuksessa oli valtionyhtiöt. Heidän tulostensa mukaan valtionyhtiöt ovat keskimäärin suuria, kannattavia ja erittäin vakavaraisia. Lisäksi valtionyhtiöiden investoinnit kiinteään pääomaan ovat olleet selvästi muita yhtiöitä suuremmat. (Pajarinen&Ylä-Anttila, 2006, 18.)

4.1 Aineisto

Aineistona käytettiin valtio-omisteisten julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakkeiden päivätuottoja. Havainnot tehtiin päivätasolla ja aikasarjana käytettiin Thompson Datast-

ream tietokannan total return indeksii, jossa osakkeen kurssissa on otettu huomioon mahdolliset osingot ja splittaukset. Yhtiöt ja aikaväli, jolla kyseisestä yhtiöstä on havaintoja, on esitetty taulukossa 3. Ensimmäinen tarkastelussa käytetty tapahtuma on toukokuulta 1999. Havainnointi on aloitettu vuoden alusta, jotta yrityskohtaiset betaker-toimet on saatu laskettua. Viimeinen havainto on syyskuusta 2009. Näistä ajoista poikkeava havainnointi aika johtuu valtio omistuksen alkamisesta tai päättymisestä tarkastelujakson aikana.

Yhtiö	Havainnointiaika
Elisa	12/2008-09/2009
Fortum	01/1999-09/2009
Finnair	01/1999-09/2009
Kemira	01/1999-09/2009
Metso	01/1999-09/2009
Neste Oil	04/2005-09/2009
Outokumpu	01/1999-09/2009
Rautaruukki	01/1999-09/2009
Sampo	12/2000-09/2009
Sonera	01/1999-12/2002
Sponda	01/1999-09/2009
Stora Enso	01/1999-09/2009
TelisaSonera	12/2002-09/2009

Taulukko 3 Tarkastellut yhtiöt sekä yhtiökohtainen havainnointiaika

Tapahtumapäiviä on yhteensä kuusi: valtioneuvoston omistajapolitiikkaa koskevat periaatepäätökset vuosilta 1999, 2004 ja 2007, talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto palkitsemisesta vuodelta 2009 sekä kaksi omistajaohjauksen keskittämiseen liittyvää tapahtumaa. Keskittämiseen liittyvät tapahtumat ovat omistajaohjaustyöryhmän raportin luovutus 2003 sekä päätös omistajaohjauksen keskittämisestä vuodelta 2004. Tapahtumapäiväkohtaiset havaintomäärät sekä havaintojen kokonaismäärä on esitetty taulukossa 4.

Tapahtuma	Päivämäärä	Havaintoja
Periaatepäätös 1999	16.9.1999	9
Raportit	18.12.2003	10
Periaatepäätös 2004	19.2.2004	10
Omistajaohjauksen keskityspäätös	23.6.2004	10
Periaatepäätös 2007	7.6.2007	11
Kannaotto palkitsemisesta	8.9.2009	12
Havaintoja yhteensä		62

Taulukko 4 Tapahtumat sekä havaintojen määrä

Eri päätösten sisältö sekä raportit ovat olleet julkista tietoa taulukossa mainittuna päivämääränä. Periaatepäätökset on valmisteltu virkamiesvalmisteluna ennen omistajaohjausyksikön perustamista kauppa- ja teollisuusministeriön omistajaohjausosastolla ja sen jälkeen omistajaohjausyksikössä. Asianosainen ministeri on esitellyt ne valtioneuvoston kokouksessa hyväksyttäväksi. (Puro, 2010.) Periaatepäätöksen julkistaminen tapahtuu samana päivänä. Periaatepäätöksen tekstissä mainitaan, että asia on ollut tänään valtioneuvoston käsiteltävänä (Valtioneuvoston periaatepäätös 2007, 2007, 1). Samanlainen valmistelu on myös talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotossa (Puro, 2010). Omistajapolitiikan selvitysmies sekä omistajaohjaustyöryhmä ovat suorittaneet työtään itsenäisesti, tosin selvitysmies Vuoria toteaa luovutuskirjeessään käyneensä keskusteluja valtion intressiyhtiöiden omistajaohjaukseen liittyvissä kysymyksissä. Molemmat raportit on luovutettu Kauppa- ja teollisuusministerille taulukossa mainittuna päivänä (Vuoria, 2003,5; Omistajaohjaustyöryhmän raportti, 2003, 3). Päätös omistajaohjauksen keskittämisestä tiedotettiin julkisuuteen taulukossa mainittuna päivänä (omistajaohjaus internetsivut).

4.2 Tutkimuksen suorittaminen

Tutkimuksessa tarkasteltiin yhtiöiden päivätuottoja tietyn omistajapolitiikan linjasta kertovan signaalin lähetyspäivänä. Ensin yhtiöille määritettiin normaalituotto kyseisenä ajankohtana. Normaalituoton määrittämiseen käytettiin CAPM-mallia (ks. esim. Vaihekoski, 2004, 204), jonka matemaattinen muoto on

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \times (E(r_m) - r_f),$$

jossa $E(r_i)$ on osakkeen i odotettu tuotto, r_f on riskitön korko, β_i on osakkeen i beta-kerroin ja $E(r_m)$ markkinaportfolion odotettu tuotto.

Riskittömänä korkona käytettiin Suomen valtion kymmenen vuoden obligaation korkoa ja markkinaportfoliona Helsingin pörssin yleisindeksiä. Betakertoimet estimoitiin historiallisen datan perusteella 250 päivältä ennen tapahtumapäivää regressoimalla osakkeen tuotto markkinaportfolion tuottoa vastaan. Tätä varten CAPM-yhtälö kirjoitettiin muotoon.

$$r_i^e = \beta_i \times r_m^e,$$

jossa yläindeksillä e viitataan ylituottoon yli riskittömän koron.

Estimoinnissa odotettuina tuottoina käytettiin aina päivän toteutuneita tuottoja. Estimoidut betat, niiden selitysaste sekä kertoimen tilastollisen merkitsevyyden tarkastelu on esitetty liitteessä 1. Yleisenä havaintona voidaan todeta, että tyypillisesti betan arvot olivat alle yhden ja useimmat niistä olivat tilastollisesti merkitseviä.

CAPM-mallin antamia normaalituottoja verrattiin osakkeiden jatkuva aikaisiin (logaritmiin) päivätuottoihin ja näin laskettiin tapahtuman ylituotot (*abnormal returns*).

Käytän termiä ylituotto niin positiivisista kuin negatiivisista ylituotoista. Tapahtumapäivän ylituotoista laskettiin keskiarvo. Lisäksi tarkasteltiin osakkeiden tuottoja tapahtumapäivän jälkeen, jotta voitiin selvittää reagoiko osakkeen kurssi signaaliin viiveellä. Tätä varten laskettiin kumulatiivisia ylituottoja signaalin jälkeisiltä kymmeneltä kaupankäyntipäivältä.

4.3 Tulokset

Tutkimuksessa tarkasteltiin valtion omistajapoliittisten signaalien vaikutusta valtiomisteisten yhtiöiden pörssikursseihin. Tapahtumapäivän ja sitä seuraavien kymmenen päivän ylituottojen keskiarvot on esitetty taulukossa 5.

Päivä	Ylituottojen keskiarvo	Poikkeaa tilastollisesti nolasta
0	-0,003	Ei
+1	-0,0078	Kyllä
+2	-0,014	Kyllä
+3	-0,0173	Kyllä
+4	-0,0201	Kyllä
+5	-0,0283	Kyllä
+6	-0,0308	Kyllä
+7	-0,0301	Kyllä
+8	-0,0372	Kyllä
+9	-0,044	Kyllä
+10	-0,0467	Kyllä

Taulukko 5 Kumulatiivisten ylituottojen keskiarvot

Tapahtumapäivän ylituottojen keskiarvo on negatiivinen mutta ei ole tilastollisesti merkitsevästi nolasta poikkeava 95 eikä 99 % merkitsevyystasolla. Tapahtumapäivää seuraavien päivien aikana ylituottojen keskiarvon negatiivisuus kasvaa kuutena seuraavana päivänä. Seitsemäntenä kaupankäyntipäivänä negatiivisuus hieman pienenee mutta alkaa sitten taas kasvaa. Kaikkien tapahtumapäivää seuraavien päivien ylituottojen keskiarvot ovat tilastollisesti merkitsevästi nolasta poikkeavia. Ylituottojen kumulatiivista kehitystä on havainnollistettu kuviossa 4.



Kuvio 4 Kumulatiivisten ylituottojen keskiarvon kehitys

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkielmassa tarkasteltiin valtion omistajapolitiikkaa erityisesti politiikan signaloinnin näkökulmasta. Teorian perusteella todettiin, että valtion omistajuudella on vaikutusta yrityksen kontrollirakenteisiin ja tavoitteenasetteluun sekä niiden kautta yhtiön kannattavuuteen. Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä tämä heijastuu yhtiöiden osakkeiden kursseihin. Täten turvataksaan omistamiensa osakkeiden mahdollisimman hyvän arvostustason, valtion tulisi vakuuttaa sijoittajat siitä, että se toimii kaikkien omistajien parhaan edun mukaan. Tätä varten valtion signaloi omistajapolitiittiset periaatteensa markkinoille.

Suomen valtio on pyrkinyt useiden vuosien ajan kehittämään niin sanottua pragmaattista omistajapolitiikkaa. Tällä on tarkoitettu sitä, että markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä valtio ei vaadi muihin omistajiin nähden eri asemaa. Samaten markkinaehtoisesti toimivat yhtiöt toimivat kilpailullisin perustein. Suomen valtio on pyrkinyt erilaisin omistajan käytössä olevin keinoin vaikuttamaan yhtiöiden menestykseen. Se on myös kommunikoinut tavoitteensa ja toimintaperiaatteensa markkinoille valtioneuvoston antamalla omistajapolitiikkaa koskevilla periaatepäätöksillä.

Empiirisessä osiossa testattiin onko valtion omistajapolitiikan signaloinnilla vaikutusta valtio-omisteisten yhtiöiden pörssikursseihin. Saatujen tulosten perusteella signaloinnilla on vaikutusta ja markkinareaktio vaikuttaisi olevan negatiivinen. Teorian perusteella tämän voisi ajatella, johtuvan siitä, että markkinat eivät pidä valtion sitoutumista ilmoittamiinsa tavoitteisiin uskottavana. Toisaalta periaatepäätöksissä ilmaistaan useita asioita, joita valtio omistajana arvostaa. Tällaisiin ovat muun muassa henkilöstö ja ympäristökysymykset. Markkinat saattavat siis korostaa periaatepäätöksistä tätä osiota, jolla voi mielestäni olla vaikutusta myös yhtiöiden päätöksentekoon.

6 YHTEENVETO

Tutkielmassa on käsitelty valtion omistajaohjaukseen liittyviä kysymyksiä ja erityisesti valtio omistajan uskottavuutta markkinoiden silmissä. Empiirisessä osiossa valtion uskottavuutta pyrittiin testaamaan tarkastelemalla Suomen valtion omistajapoliittisista signaaleista seuraavia kurssireaktiota Helsingin pörssissä.

Tutkimuksessa saatujen tulosten mukaan markkinoiden reaktio signaaleihin on negatiivinen. Negatiivisen reaktion mahdollisista syistä esitettiin kaksi tekijää mutta tarkempi syiden analysointi jätetään tulevien tutkimusten selitettäväksi, kuten myös reaktion suuruuden arviointi. Olennaista valtion kannalta olisi huomata, että signaloinnilla on vaikutusta sen omistuksen arvoon. Sen vuoksi kommunikaation sisältöön tulisi kiinnittää entistä enemmän huomiota.

Tutkimus suoritettiin suomalaisella aineistolla. Aiheen tutkimiseksi tarkemmin tarvittaisiin laajempia otoksia, jotka käsittäisivät myös kansainvälisiä havaintoja. Kun havaintojen määrää voitaisiin kasvattaa, olisi myös mahdollista jaotella signaaleja erilaisiin ryhmiin. Tätä voisi mahdollisesti hyödyntää markkinareaktioiden tulkinnassa. Lisäksi selittämisen apuna voitaisiin käyttää yhtiöihin liittyviä taustamuuttujien kuten kooka, toimialaa ja valtion omistusosuutta.

Mielestäni aiheen laajempi tutkiminen olisi tärkeää, koska edelleen valtiot ovat merkittäviä yhtiöomistajia ja toisaalta valtionyhtiöt ovat merkittävä osa kansallisvarallisuutta ja vaikuttavat kaikkien hyvinvointiin. Lisäksi valtionyhtiöihin liittyvä keskustelu on usein aatteellisesti latautunutta, joten yhteiskunnalliseen keskusteluun olisi hyvä saada lisää tutkittua tietoa.

LÄHTEET

- Akerlof George A. (1970) The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No: 3, 488–500.
- Arvopaperimarkkinat (2005)
 <<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1989/19890495?search%5Btype%5D=pika&search%5Bpika%5D=arvopaperimarkkinat>> haettu 3.2.2010.
- Barro, Robert – Gordon, David (1983a) A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 589-610.
- Barro, Robert J. – Gordon, David B. (1983b) Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, 101–121.
- Brumby, Jim - Hyndman, Michael (1998) State Owned Enterprise Governance: Focus on Economic Efficiency. Teoksessa: *OECD Proceedings: Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation*, eds. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Survey of OECD Countries* (2005) eds. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Drazen, Allan – Masson, Paul R. (1994) Credibility of Policies Versus Credibility of Policymakers. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No: 3, 735-754.
- Dewenter, Kathryn L. – Malatesta, Paul H. (2001) State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage and Labor Intensity. *American Economic Review*, Vol. 91, No: 1, 320–334.
- Estrin Saul (1998) State ownership, Corporate Governance and Privatisation. Teoksessa: *OECD Proceedings: Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation*, eds. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Finnair taloudellinen katsaus 2008 (2009)
 <http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/Finnair_taloudellinen_katsaus_2008.pdf> haettu 20.3.2010.
- Fortum vuosikertomus 2009 (2010)
 <http://www.fortum.com/gallery/Investors2009/Annual-Report_2009/Fortum_AR09_fi.pdf> Haettu 12.3.2010.
- Haan, Jakob, de – Eijffinger, Sylvester C. W. – Waller, Sandra (2005) The European Central Bank: credibility, transparency and centralization. MIT Press, Cambridge, MA.
- Horn, Murray J. (1995) The Political Economy of Public Administration: Institutional Choice in the Public Sector. Cambridge University Press, Cambridge.

- Ikäheimo, Seppo - Kontu, Hanna - Kostander, Leena - Tainio, Risto - Uusitalo, Antti (2007) *Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmien toimivuus valtionyhtiöissä ja osakkuusyhtiöissä*. Valtioneuvoston kanslia, Helsinki.
- Kaisanlahti, Timo (2001) *Valtion omistajaohjaus - perusta ja välineet*. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 4/2001. Kauppa- ja Teollisuusministeriö, Helsinki.
- Kemiran selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistä (2010) <http://www.kemira.com/SiteCollectionDocuments/About_us/Kemira_selvitys_hallinto_ ja_ohjausjarjestelmasta_2010.pdf> haettu 20.3.2010.
- Kothari, S. P. – Warner, Jerold B. (2006) *Econometrics of Event Studies*. Tuck School of Business at Dartmouth Working Paper. Dartmouth.
- Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (2007) <<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2007/20071368>> haettu 31.1.2010.
- Miettinen, Topi (2000) *Poikkeavatko Valtionyhtiöt Yksityisistä? – Valtionyhtiöiden Ta-voitteiden kehitys ja vertailu yksityisomistettuihin yrityksiin*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos (ETLA) keskusteluaiheita, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Helsinki.
- Nguyen, Nhut H. (2009) State Versus Private Ownership: A Shareholder's Wealth Perspective. *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol. 9 (1), 1-19.
- Neste Oil vuosikertomus 2008 (2009) <<http://www.nesteoil.fi/default.asp?path=35,52,107,393,5333>> haettu 20.3.2010.
- Noponen, Sami (2009) Finnairin johto kävi eduskunnan kuultavana. Taloussanomat 15.12.2009. <<http://www.taloussanomat.fi/politiikka/2009/12/15/finnairinjohto-kavi-eduskunnan-kuultavana/200925625/12>> haettu 23.10.2010.
- OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises* (2005) Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Omistajaohjaus internetsivut <<http://www.omistajaohjaus.fi/etusivu/fi.jsp>> haettu 26.3.2010.
- Omistajaohjaustyöryhmän raportti 18.12.2003* (2003) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Tyoeryhmien_raportit/suomi/Omistajaohjaus_tr.pdf> haettu 22.3.2010.
- Osakeyhtiölaki (2006) <<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>> haettu 2.2.2010.
- Pajarinen Mika – Ylä-Anttila Pekka (2006) *Omistajuus ja Yritysten menestyminen: Analyysia suomalaisella aineistolla*. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos (ETLA) keskusteluaiheita, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Helsinki.
- Puro, Ilkka. Sähköpostivastaus 17.8.2010.

Rasmusen Eric (2007) *Games and Information: an introduction to game theory*. 4. p. Blackwell publishing, Malden, MA.

Rautaruukki vuosikertomus 2009 (2010) <[http://www.ruukki.com/www/publications.nsf/92D59FA75BF5F124C22576DA00284B37/\\$file/Ruukki_Vuosikertomus_2009.pdf?OpenElement](http://www.ruukki.com/www/publications.nsf/92D59FA75BF5F124C22576DA00284B37/$file/Ruukki_Vuosikertomus_2009.pdf?OpenElement)> haettu 20.3.2010.

Spondan vuosikertomus 2009 (2010) <<http://www.sponda.fi/loader.aspx?id=1d865ffef7f41f4-8212-59f5d2db6416>> haettu 20.3.2010.

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto palkitsemisesta 8.9.2009 (2009) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/talpon_palkitsemiskannanotto_2009.pdf> haettu 21.3.2010.

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto: Valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyritysten hallitusehdokkaiden nimeäminen 17.2.2004 (2004) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/talpo_hall.valinnat_1302041.pdf> haettu 21.3.2010.

Tärkeät tietoliikenneverkot halutaan suomalaisomistukseen. Yle Uutiset. <http://yle.fi/uutiset/talous_ja_politiikka/2009/11/tarkeat_tietoliikenneverkot_halutaan_suomalaisomistukseen_1175799.html> haettu 23.02.2010.

Täysistunnon pöytäkirja PTK 41/2010. Eduskunnan valtiopäiväasiakirjat (2010) <http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utatmp/akxtmp/skt_41_2010_69_p.shtml> haettu 26.10.2010.

Täysistunnon pöytäkirja PTK 35/2009. Eduskunnan valtiopäiväasiakirjat (2009) <http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utatmp/akxtmp/skt_35_2009_48_p.shtml> haettu 23.10.2010.

Vaihekoski, Mika (2004) *Rahoitusalan sovellukset ja Excel*. WSOY, Helsinki.

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 7.6.2007 (2007) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/VN_n_periaatepaeatoes_omistajapolitiikasta_20070607__2_.pdf> haettu 6.11.2009.

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 19.2.2004 (2004) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/valtioneuvoston_periaatepaeatoes04.pdf> haettu 21.3.2010.

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 16.9.1999 (1999) <http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/Periaatepaeatoes_-99.pdf> haettu 21.3.2010.

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2008 (2009) Valtioneuvoston kanslia, Helsinki.

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2007-2008 (2008) Valtioneuvoston kanslia, Helsinki.

Valtioneuvoston periaatepäätös omistajapolitiikasta – hallintoneuvoston asemaa ja tehtäviä koskeva täydennys 31.5.2000 (2000) <
http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/Taeydennys_periaatep.pdf> haettu 21.3.2010.

Valtionyhtiöiden toimintaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 23.6.1994 (1994) <
http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/periaatepaeatoes_1994.pdf> haettu 21.3.2010.

Vuoria, Matti (2004) *Valtion omistajapolitiikan selvitysmiesraportti*. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/2004. Kauppa- ja teollisuusministeriö, Helsinki.

Välikysymys 1/2008. Eduskunta valtiopäiväasiakirjat (2008) <
http://www.eduskunta.fi/faktatmp/utatmp/akxtmp/vk_1_2008_p.shtml>
haettu 23.10.2010.

Winkler Bernhard (2000) *Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-making*. European central bank working paper series. No. 26, Frankfurt.

Yle TV1:n Ykkösaamu. Vieraana puolustusministeri Jyri Häkämies, haastattelija Petri Kejonen. 6.3.2010.

Liite 1. Yhtiöille estimoidut betat, betojen selityssaste sekä tilastollinen merkitsevyys 95 % merkitsevyystasolla.

Signaali	Yhtiö	Betat	Selityssaste	Tilastollisesti merkitsevä
Periaatepäätös 1999	Fortum	0,221	0,047	Kyllä
	Finnair	0,048	0,003	Ei
	Kemira	0,373	0,097	Kyllä
	Metso	0,251	0,018	Ei
	Outokumpu	0,151	0,011	Ei
	Rautaruukki	0,182	0,021	Ei
	Sponda	0,216	0,046	Kyllä
	Stora Enso	0,344	0,054	Kyllä
	Sonera	0,852	0,252	Kyllä
Omistajaohjauksen raportit	Fortum	0,096	0,013	Ei
	Finnair	0,27	0,067	Kyllä
	Kemira	0,16	0,038	Kyllä
	Metso	0,654	0,193	Kyllä
	Outokumpu	0,374	0,143	Kyllä
	Rautaruukki	0,378	0,085	Kyllä
	Sampo	0,272	0,09	Kyllä
	Sponda	0,052	0,003	Ei
	Stora Enso	0,69	0,26	Kyllä
	TeliaSonera	0,396	0,12	Kyllä
Periaatepäätös 2004	Fortum	0,093	0,009	Ei
	Finnair	0,242	0,048	Kyllä
	Kemira	0,191	0,05	Kyllä
	Metso	0,659	0,233	Kyllä
	Outokumpu	0,366	0,124	Kyllä
	Rautaruukki	0,411	0,107	Kyllä
	Sampo	0,266	0,093	Kyllä
	Sponda	0,118	0,014	Ei
	Stora Enso	0,694	0,26	Kyllä
	Teliasonera	0,414	0,134	Kyllä
Omistajaohjauksen keskittäminen	Fortum	0,096	0,007	Ei
	Finnair	0,378	0,088	Kyllä
	Kemira	0,321	0,107	Kyllä
	Metso	0,439	0,101	Kyllä
	Outokumpu	0,421	0,143	Kyllä
	Rautaruukki	0,277	0,049	Kyllä
	Sampo	0,371	0,18	Kyllä
	Sponda	0,319	0,076	Kyllä
	Stora Enso	0,516	0,185	Kyllä
	TeliaSonera	0,337	0,096	Kyllä
Periaatepäätös 2007	Fortum	0,657	0,201	Kyllä
	Finnair	0,338	0,044	Ei
	Neste Oil	0,967	0,236	Kyllä

	Kemira	0,789	0,207	Kyllä
	Metso	1,355	0,432	Kyllä
	Outokumpu	1,278	0,262	Kyllä
	Rautaruukki	1,546	0,362	Kyllä
	Sampo	0,765	0,288	Kyllä
	Sponda	0,864	0,146	Kyllä
	Stora Enso	0,929	0,397	Kyllä
	Teliasonera	0,948	0,299	Kyllä
Talouseliittisen ministerivaliokunnan kannanotto	Fortum	0,67	0,346	Kyllä
	Finnair	0,346	0,07	Kyllä
	Neste Oil	0,735	0,459	Kyllä
	Elisa	0,426	0,154	Kyllä
	Kemira	0,912	0,372	Kyllä
	Metso	1,264	0,549	Kyllä
	Outokumpu	1,35	0,535	Kyllä
	Rautaruukki	1,24	0,555	Kyllä
	Sampo	1,019	0,543	Kyllä
	Sponda	0,796	0,167	Kyllä
	Stora Enso	1,176	0,468	Kyllä
	TeliaSonera	0,752	0,41	Kyllä