

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

Valtion yhtiöomistajuus ja omistajaohjaus markkinaehtoisesti toimivissa yrityksissä

Arviointitutkimus strategisista vaihtoehdoista ja
vaikuttimista

Finanssihallinto ja
julkisyhteisöjen laskentatoimi
Pro gradu -tutkielma
Marraskuu 2011
Ohjaaja: Lasse Oulasvirta

Harri Ojala

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu; finanssihallinto ja julkisyhteisöjen laskentatoimi
Tekijä:	OJALA, HARRI
Tutkielman nimi:	Valtion yhtiöomistajuus ja omistajaohjaus markkinaehtoisesti toimivissa yrityksissä – Arviointitutkimus strategisista vaihtoehtoista ja vaikuttimista
Pro gradu -tutkielma:	78 sivua, 6 liitesivua
Aika:	Marraskuu 2011
Avainsanat:	Valtionyhtiöt, valtionomistus, omistajaohjaus, Solidium

Valtio-omisteiset markkinaehtoisesti toimivat yritykset ovat merkittävä osa suomalaista kansallisvarallisuutta. Valtio on omistajana kymmenissä yhtiöissä ja kun huomioidaan näiden tytäryhtiöt ja alakonsernit, vaikutus ulottuu noin tuhanteen yritykseen. Valtion yhtiöomistamisen pitää olla täten kokonaistaloudellisesti optimaalista, määrätietoista ja läpinäkyvää. Myös omistamisen laajuuden täytyy olla perusteltavissa.

Valtion yhtiöomistajuuden strategisiin vaihtoehtoihin ja ratkaisumalleihin liittyvät keskeisinä esimerkiksi aktiivisen omistajuuden, huoltovarmuuden ja määräysvallan määrittelykysymykset, lainsäädäntö ja corporate governance -ohjeistus sekä teoriat omistamisesta ja kannustimista.

Omistus jakaantuu valtion viitekehyksessä eduskunnalle, valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastolle, vastuuministereille, virkamiehille, Solidiumille ja yhtiöiden hallituksille. Yhtiöomistuksia koskeva vastuujako on tehty, mutta pääomistajaa eli todellista omistajan tahtotilan ilmaisijaa on valtio-omistamisen tapauksessa vaikea määrittää. Koska tahtotila ei ole yksiselitteinen, on vaikea rakentaa myöskään siihen tähtääviä kannustin- ja vaikutinjärjestelmiä.

Valtion yhtiöomistajuuden historia valottaa omistamisen syitä ja lähihistoria antaa viitteitä toimintamalleista, joita valtio-omistaja voi portfolioonsa soveltaa. Kansainväliset esimerkit Iso-Britanniasta ja Ruotsista osoittavat, että laaja valtionyhtiöiden yksityistäminen on aito vaihtoehto. Suomessakin moni kannattaa puhdasta markkinalähtöisyyttä, kun kyse on näin merkittävästä osasta elinkeinoelämää.

Yhtäläillä monet kannattavat sinivalkoisen omistajuuden säilyttämistä, jolloin edesautetaan pääkonttoreiden pysymistä Suomessa ja saavutetaan siitä johtuvia hyötyjä. Valtion holdingyhtiö Solidium voi olla yhtä aikaa niin sinivalkoisen omistajuuden tulevaisuus kuin askel markkinaehtoiseen ratkaisuun.

Tämän tutkimuksen aineistosta johdettuna päätelmänä voidaan esittää, että valtio-omistajuutta on mahdollista selkeyttää osoittamalla markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistajuus Solidiumiin. Lisäksi Solidiumin osittainen yksityistäminen vaikuttaa mielekkäältä vaihtoehdolta, koska se edistäisi tehokkuutta ja vahvistaisi valtiontaloutta vaarantamatta valtion strategisia intressejä.

SISÄLLYSLUETTELO

1. Johdanto.....	4
1.1 Tutkimusongelma	4
1.2 Tutkimuskysymykset, keskeiset rajaukset ja tutkimuksen rakenne	5
1.3 Tutkimusmenetelmät	6
1.4 Tutkimuksen tavoitteet	7
1.5 Aiempi tutkimus	7
1.6 Tutkimusprosessin kuvaus.....	10
2. Tutkimuksen käsitteellinen, juridinen ja teoreettinen viitekehys	12
2.1 Keskeinen käsitteistö	12
2.1.1 Omistajuuden käsitteitä	12
2.1.2 Valtion yhtiöomistus	17
2.1.3 Sinivalkoinen omistajuus.....	21
2.2 Lainsäädäntö	27
2.3 Corporate Governance.....	28
2.4 Aganttiteoria, palkitseminen ja pehtorimalli	30
3. Omistajuus valtionhallinnossa.....	35
3.1 Lähihistoria.....	35
3.2 Valtion julkinen omistusstrategia	39
3.2.1 Valtioneuvoston kanslia strategian toteuttajana	42
3.2.2 Solidium strategian toteuttajana ja strategian osana.....	43
3.3 Yksilöiden rooli ja vaikuttimet osana valtion yhtiöomistamista	45
3.4 Valtion yhtiöitä koskevat omistusjärjestelyt.....	48
4. Kansainväliset esimerkit.....	52
4.1 Ruotsi.....	52
4.2 Norja	56
4.3 Iso-Britannia	58
5. Valtion yhtiöomistuksen ja omistajaohjauksen strategiset vaihtoehdot.....	62
5.1 Yksityistäminen – markkinaehtoisten yhtiöiden myyminen	62
5.2 Status quo – markkinaehtoisten yhtiöiden omistaminen nykyrakenteella.....	65
5.3 Solidium – markkinaehtoisten yhtiöiden keskittäminen Solidiumin portfolioon. 67	
6. Yhteenveto.....	69
7. Lähteet	73
Liite 1. Valtion omistusosuudet 1.6.2011.....	79
Liite 2. Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 21.12.2007/1368	81

1. JOHDANTO

Suomen valtio on omistajana kymmenissä yrityksissä ja jos huomioidaan näiden yritysten tytäryhtiöt ja alakonsernit, vaikuttaa valtio omistajana suorasti tai epäsuorasti yli tuhannessa yhtiössä (Valtioneuvoston periaatepäätös 2011, 2). Suorien omistusten arvo on nykyään yli 20 miljardia euroa, vaikka maailmanlaajuinen taloustaantuma on aiheuttanut huomattavia, lähes 10 miljardin euron arvonalennuksia (Valtionomistus – tilastot). Valtion yhtiöomistajuuden lähtökohtana oli osaltaan talouden ja teollisuuden turvaaminen itsenäistyneessä Suomessa. Sittemmin näkökulma on laajentunut ja viime vuosina omistajaohjausprosessia on ammattimaistettu ja itsenäistetty keskittämällä markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistus valtioneuvoston kanslian sekä edelleen Solidium Oy:n hallintaan. Sijoituskokonaisuus eli portfolio on elänyt rakenteellisesti koko sen olemassaolon ajan ja muutoksia tehdään jatkossakin. Siksi on aiheellista tarkastella ja mallintaa vaihtoehtomalleja portfoliosta historiatietojen, nykytilakuvauksen sekä teoreettisen viitekehysten avulla.

1.1 Tutkimusongelma

Tutkimusongelmana on valtion yhtiöomistamisen strategisten suuntavaihtoehtojen arvioiminen. Tutkimusongelman ydin on siten määrittää, mikä vaikuttaa valtion toimintaan omistajana ja johtaa siitä päätelmät käytännön tason vaihtoehtoihin. Tutkimusongelma pyritään ratkaisemaan tarkastelemalla sekä teoreettista että empiiristä viitekehystä ja määrittämällä niihin perustuvia sisäisiä ja ulkoisia vaikuttimia. Ottamalla huomioon vaikuttimet ja arvioimalla niiden painoarvoa, voidaan johtaa synteesi valtion strategisista vaihtoehdoista. Tutkimusongelman asettamista voi perustella siten, että valtion yhtiöomistukset ovat kansantaloudellisesti merkittävä kokonaisuus, jonka hoitamisen pitää olla strategista, määrätietoista ja läpinäkyvää, jotta siitä johtuva taloudellinen ja poliittinen vaikutus olisi mahdollisimman positiivinen Suomen valtiolle.

Pro gradu -tutkielma on aihepiiriltään jatkoa kandidaattitutkielmalle ”Valtion omistajapolitiikka – yhtiöomistajuus valtion näkökulmasta”, joka hyväksyttiin Tampereen yliopiston taloustieteiden laitoksella syksyllä 2010.

1.2 Tutkimuskysymykset, keskeiset rajaukset ja tutkimuksen rakenne

Tärkein tutkimuskysymys on, mitkä tekijät vaikuttavat valtion yhtiöomistamisen muotoon ja laajuuteen. Tarkentavina apukysymyksinä tarkastellaan, millaisia vaikuttimia vaikutusvaltaa omaaville yksilöille on asetettu valtion omistusjärjestelyiden suhteen, onko valtion strateginen intressi tai huoltovarmuus tarkoituksenmukainen ohjaava peruste valtio-omistuksille sekä millainen vaihtoehto omistusten yksityistäminen on.

Tutkimuksen olennaisin rajaus on valtion erityistehtävayhtiöiden poistaminen portfoliotarkastelusta. Erityistehtävayhtiöiden omistaminen perustuu pääosin eri syihin kuin markkinaehtoisesti toimivien yritysten omistaminen. Erityistehtävayhtiöihin ei voi soveltaa tiettyjä lainalaisuuksia, joilla esimerkiksi selitetään markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistamista tai yksityistämistä. On epätodennäköistä, että valtio luopuisi nykyisten erityistehtävayhtiöiden omistuksesta muuten kuin yksittäistapauksissa. Erityistehtävayhtiö-näkökulman rajaaminen pois tutkimuksesta vaikuttaa tutkimusongelmaan sekä aineiston määrittelyyn ja analysointiin merkittävästi. Erityistehtävayhtiöiden sisällyttäminen tutkimukseen edellyttäisi sekä teoreettisen että empiirisen tarkastelun laajentamista vaikuttimista yhä enemmän ideologisten ja poliittisten yhteiskunnallisten kysymysten käsittelyyn. Esimerkiksi teoreettisessa viitekehyksessä olisi tällöin tarkasteltava ennen kaikkea sosialistista ja kapitalistista lähestymistä valtionomistuksiin. Ideologiat huomioidaan markkinaehtoistenkin yhtiöiden tutkimuksessa, mutta tässä tutkimuksessa korostuu perusolettamus pragmaattisuuden hallitsevuudesta omistajapoliittisessa päätöksenteossa.

Toinen keskeinen rajaus on kvantitatiivisen analyysin jättäminen pois tutkimuksesta. Tutkimusongelman kannalta vaihtoehtojen kvantitatiivinen vertailu on tärkeää, mutta ei välttämätöntä. Luotettavan aineiston saaminen analyysin perustaksi on lisäksi epätodennäköistä.

Tutkimuksen rakenne on luotu siten, että toinen, kolmas ja neljäs kappale luovat perustan analyysille, josta johdetaan synteesi. Toinen kappale koostuu pääasiassa teoreettisten näkökulmien tarkastelusta. Kolmannessa ja neljännessä kappaleessa

käsitellään empiiristä aineistoa. Synteesi jakautuu vaihtoehtomalleihin, yhteenvetoon ja johtopäätökseen, jossa vahvistetaan aineiston perusteella mielekkäin vaihtoehto. Tutkimuksen rakentamisessa on pyritty siihen, että valtioneomistamisen aihepiirissä vallitsevat kausaalisuhteet tulevat esiin mahdollisimman laajasti.

1.3 Tutkimusmenetelmät

Tutkimus on pääasiassa arviointitutkimus. Laajemmassa tutkimusstrategioiden luokittelussa ja tarkastelussa se määrittyy tapaustutkimukseksi ja kvalitatiiviseksi eli laadulliseksi tutkimukseksi. Tutkimuksen kohteena ovat prosessit ja ilmiöt. Tutkimuksessa tarkastellaan yksittäistapauksia suhteessa niiden omaan ympäristöön. Nämä ovat tyypillisiä tapaustutkimuksen piirteitä. (Hirsjärvi ym. 2009, 134–135)

Tutkielman aineistona tullaan käyttämään pääasiallisesti kirjallisuutta, artikkeleja, aiempaa tutkimusta, raportteja sekä teemahaastatteluja. Kirjallisuuslähteet ja artikkelit tarjoavat teoretietoa ja auttavat historiakatsauksessa. Raportteina relevantteja ovat ainakin hallitusohjelma, valtioneuvoston periaatepäätökset ja linjaukset sekä omistajaohjauksen raportit. Valtioneuvoston periaatepäätöksessä on yleensä kirjattu selkeimmin valtiovallan kanta yhtiöomistamiseen ja omistajaohjaukseen. Yhteiskunnallinen keskustelu medioissa on myös aiheellista kartoittaa. Tärkeiden instituutioiden ja organisaatioiden kotisivut tarjoavat useimmiten ajankohtaisen ja luotettavan lähteen. Myös kansainvälisiä esimerkkejä kartoittaessa verkosta saatavat lähteet muodostavat hyvin merkittävän aineiston.

Tutkimusta varten tehtiin myös puolistrukturoituja teemahaastatteluja. Haastattelujen tavoitteena oli kerätä sekä empiiristä että teoreettista analyysia tutkimusaineistoksi, mikä vaikutti haastateltavien valintaan. Haastattelut rakennettiin siten, että haastateltava pääsi muodostamaan haastattelun rakenteen omien näkemystensä mukaiseksi. Haastattelijä lähinnä rytmitti, syvensi ja tarkensi haastattelua lisäkysymyksillä, mutta ei ohjannut haastattelun kulkua enempää kuin oli tutkimuksen kannalta välttämätöntä. Näin toimittiin sen vuoksi, että laadullisessa tutkimuksessa on olennaista saada nimenomaan haastateltavan johdattelematon näkemys ilmiökentästä (Marshall & Rossman 2006, 101).

Haastateltaviksi valikoituivat varatuomari Harri Pynnä (Fortumin lakiasiainjohtaja) sekä Tero Luoma (Taaleritehtaan sijoituspäällikkö ja Jyväskylän yliopiston tutkija). Pynnä on työskennellyt 1994–98 välisenä aikana kauppaja- ja teollisuusministeriön omistajaohjausyksikössä. Hän kuului myös corporate governance -työryhmään (2009). Pynnällä on siten merkittävä kokemuspohja tutkimuksen ilmiökentän tarkasteluun. Pynnän haastattelu käsitteli ennen kaikkea valtio-omistajuuden lähistoriaa ja sen tavoitteena oli tuoda tutkimukseen empiirinen näkökulma. Luoma on tutkinut Jyväskylän yliopiston Global Venture Labissa omistajuutta ja kirjoittaa väitöskirjaa aiheesta. Luoman haastattelu keskittyi omistajuuteen ja sen käsitteistöön. Luoman haastattelun tavoitteena oli syventää tutkimuksen teoreettista aineistoa sekä tuoda kriittinen lähestymistapa ilmiökenttään.

1.4 Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen ensisijaisena tavoitteena on määrittää valtion markkinaehtoisten yhtiöiden yhtiöomistajuuden vaihtoehtoja ja arvioida vaihtoehtojen toteuman todennäköisyyttä. Tutkimuksessa pyritään luomaan kattava ja perusteltu raportti, joka huomioi teoreettisen viitekehyksen, aiempaa yhteiskunnallista keskustelua sekä nostattaa tietoisuutta ja edistää monipuolista keskustelua valtion yhtiöomistajuudesta ja omistajaohjauksesta.

1.5 Aiempi tutkimus

Valtion yhtiöomistajuutta sekä sen perusteita ja johdannaisia on tutkittu kansainvälisesti vuosikymmenten ajan. Teoriakirjallisuus ja -tutkimus keskittyvät pääasiassa agenttiteorian ympärille sekä talouspoliittiseen tarkasteluun. Laajemmassa kontekstissa sekä sosiologian että liiketalous- ja rahoitusteorian puitteista löytyy valtio-omistajuuteen soveltuvia tutkimuksia. Ensimmäiset klassikkoartikkelit aihepiiristä julkaistiin 1970-luvulla muun muassa Jensenin ja Mecklingin toimesta. Margaret Thatcherin pääministerikaudella Iso-Britanniassa 1980-luvulla aloitettu yksityistämisaalto kiihdytti julkista keskustelua valtion yhtiöomistajuudesta. Myös Suomessa on julkaistu aiheesta runsaasti tutkimuksia ja raportteja. Keskeisiä julkaisuja tämän tutkimuksen kannalta ovat:

Davis & Donaldson (1991) kirjoittivat artikkelin ”Stewardship Model or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”. Artikkelissa esitellään kriittinen lähestymistapa agenttiteoriaa kohtaan niin sanotun pehtorimallin (Stewardship Model) muodossa. Davis ja Donaldson asettavat tarkasteluun agenttiteorian oletuksen, jossa hallituksen puheenjohtajan ja operatiivisen johdon (CEO) virat pitää eriyttää ja jossa operatiivinen johto toimii omistajien intressien mukaan ainoastaan erillisen kannustinjärjestelmän avulla. He huomioivat niin ikään agenttiteorian vastaisen pehtorimallin näkemyksen, jonka mukaan yrityksen rakenteen on oltava oikeanlainen, jotta se mahdollistaa operatiivisen johdon tehokkaan toiminnan. Mallin mukaan johdon motivaatiossa ei ole lähtökohtaista ristiriitaa omistajien tavoitteiden kanssa. Davis ja Donaldson toteavat artikkelissaan, että empiiriset tutkimukset tukevat pehtorimallia agenttiteorian sijaan. Myöhemmin myös Fox ja Hamilton (1994) pohtivat artikkelissaan ”Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory” samaa agentti-pehtori-asetelmaa ja erityisesti yhtiöiden toiminnan hajauttamisen merkitystä.

Fogelberg (1980) tutki omistajuutta Uuden-Seelannin suurimmissa pörssiyrityksissä. Tutkimukset ulottuivat 1960-luvulta 1980-luvulle asti. Fogelberg julkaisi artikkelin ”Ownership and Control in 43 of New Zealand’s Largest Companies”, jossa hän luokitteli yritykset omistajuusmallin perusteella enemmistö-, vähemmistö-, yhdistelmä- ja managerialiseen omistukseen. Fogelberg tarkasteli omistajuusmallin ja yrityksen toiminnallisen tehokkuuden välistä yhteyttä. Fogelbergin lähestymistapa on ollut muun muassa yksi Foxin ja Hamiltonin (1994) agentti- ja pehtorimalleja käsittelevän artikkelin lähtökohdista.

Jensen & Meckling (1976) kirjoittivat artikkelin ”Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures”, jota voidaan pitää omistaja-tematiikan klassikkona. Artikkelissa esitellään rahoitus- ja agenttiteorioihin sekä omistusoikeuteen perustuva teoria yrityksen omistusrakenteesta. Artikkeliin on viitattu hyvin runsaasti agentti- ja kannustinongelmia käsittelevissä tutkimuksissa, joten sen esiintuonti tässä yhteydessä on tärkeää. Jensenin ja Mecklingin mukaan empiiriset havainnot osoittavat, että nykyinen julkisten yhtiöiden omistus- ja johtamismalli on

agenttikustannuksista huolimatta elinkelpoinen, koska sekä yhtiöiden markkina-arvot että yhtiömuodon hyödyntäminen kasvavat jatkuvasti.

Kaisanlahti (2001) julkaisi virkatyönä kauppaja teollisuusministeriön julkaisusarjassa muistion ”Valtion omistajaohjaus – perusta ja välineet”, joka käsittelee valtion omistajaohjauksen ja osakasvalvonnan tavoitteita sekä tavoitteiden toteuttamisen välineitä. Kaisanlahti lähestyi aihepiiriä rahoitusteorian ja erityisesti agenttiteorian näkökulmasta. Lisäksi muistio on laadittu corporate governance -säännöstö vahvasti huomioiden. Tästä viitekehuksesta johdettuna on muistiossa päädytty ennen kaikkea hallituksen ja yritysjohdon kannustinjärjestelmien korostamiseen valtion omistajaohjauksen tavoitteiden saavuttamiseksi.

Kankaanpää, Oulasvirta & Wacker (2011) laativat eduskunnan tarkastusvaliokunnan tilaaman raportin ”Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle”. Raportissa tarkasteltiin omistajaohjauksen valvonnan nykytilaa sekä eduskunnan että valtio-omisteisten yhtiöiden tasoilla. Raportissa hyödynnetään runsaasti myös kansainvälisiä esimerkkejä. Kankaanpää ym. tekevät yksityiskohtaisen ja analyyttisen kuvauksen valtion omistajaohjauksen kokonaisuudesta ja antavat useita ehdotuksia sen kehittämiseksi. Raportti luo lisäarvoa suhteessa aikaisemmin julkaistuun dokumentaatioon valtion omistajaohjauksesta.

Lumijärvi on julkaissut useita artikkeleja ja teoksia, jotka ovat suomalaisittain varhaisia lähestymisiä etenkin agenttiteoriaan. Niistä vuonna 1987 julkaistu ”Agenttiteoria ja sen eräitä sovellutuksia” on tämän tutkimuksen kannalta keskeisin. Lumijärven teos on tiivis ja kattava katsaus agenttiteoriaan ja erityisesti sen soveltuvuuteen johdon laskentatoimen tutkimuksessa.

Löytyniemen (2011) ”Valtio-omistus 2030 – mitä ja miksi?” on tämän tutkimuksen aihepiirin kannalta keskeinen raportti, koska se keskittyy valtion yhtiöomistajuuden ja omistajaohjauksen tulevaisuuteen. Löytyniemen raportti vastaa esimerkiksi kysymyksiin mitä ja miksi valtion tulisi omistaa. Raportissa on huomioitu globaali talouspoliittinen ja omistajakulttuurillinen kehitys, suomalainen valtio-omistajuuden viitekehys sekä valtio-omistajuuden ominaisuudet ilmiönä. Löytyniemi kuvaa

raportissa perustellun näkemyksensä valtion yhtiöomistajuuden tulevaisuudesta, sen syistä ja vaikutuksista.

Puttonen (2004) on julkaissut EVA raportin ”Onko omistamisella väliä?”, joka keskittyy suomalaiseen omistajuuteen sekä kansantalouden, pääomamarkkinoiden että yritysten näkökulmasta. Puttonen listaa raportissaan vaatimuksia toimivan kansallisen yritysrahoitusmarkkinan rakentumiselle. Raportti on tärkeä lähde tutkittaessa sinivalkoista omistajuutta. Myös Puttosen (& Knüpferin 2007) teos ”Moderni rahoitus” on tärkeä tämän tutkimuksen aihepiirille. Kirjassa esitetään esimerkiksi olennaisia näkökulmia agenttiongelman.

Shleifer on julkaissut useita merkittäviä artikkeleita valtion yhtiöomistajuudesta. Näistä tämän tutkimuksen kannalta kiinnostava on esimerkiksi vuonna 1998 julkaistu ”State versus Private Ownership”. Kyseinen kirjoitus käsittelee valtiota omistajana ja viime vuosikymmeninä tapahtunutta muutosta yleisessä suhtautumisessa valtio-omistajuuteen. Shleifer hyödyntää artikkelissaan agenttiasetelmaa ja tarkastelee kriittisesti poliittisen järjestelmän ja poliitikkojen kykyä tehdä päätöksiä sosiaalisten tavoitteiden näkökulmasta oman edun tavoittelemisen sijaan. Shleifer päätyy artikkelissaan päätelmään, jonka mukaan omistaminen ei ole yhteiskunnallisesti tehokas keino valtion tavoitteiden saavuttamiseen.

1.6 Tutkimusprosessin kuvaus

Tutkimusprosessin voi jakaa kuuteen eri vaiheeseen. Ensimmäinen tutkimus aloitettiin tammikuussa 2011 tutkimussuunnitelman laatimisella, jossa määritettiin tutkimusaihe, -menetelmät ja -rajaukset. Tutkimuksen valinnat tehtiin samasta aihepiiristä tehdyn kandidaattitutkielman kautta hankitun aiemman perehtyneisyyden sekä Tampereen yliopiston pro gradu -seminaarissa käytyjen keskusteluiden pohjalta. Tutkimuksen toinen vaihe oli aineiston keräämisen aloittaminen. Aineiston keräämiseen kuului aiemman tutkimuksen, aiheesta käydyn yhteiskunnallisen keskustelun sekä virallisen dokumentoinnin kartoittaminen ja siihen tutustuminen. Lisäksi toiseen vaiheeseen kuului asiantuntija-avun määrittäminen, jossa katsottiin aiheelliseksi haastatella

asiantuntijoita tutkimuksen eri osien tueksi. Ensisijaiseksi haastattelumenetelmäksi valittiin puolistrukturoitu teemahaastattelu.

Tutkimuksen kolmas vaihe oli kirjoittamisen aloittaminen. Kirjoittaminen koostui Johdanto-osion kirjoittamisesta ja tutkimusraportin rakenteen kirjaamisesta. Lisäksi tekstiin kirjattiin otteita ensimmäisistä lähteistä. Tässä vaiheessa tehtiin myös ensimmäinen teemahaastattelu, jonka tarkoituksena oli taustoittaa aihepiirin empiiristä puolta kokonaisuutena. Neljännessä vaiheessa tarkastettiin tutkimuksen rakenne ja menetelmät suhteessa tutkimuksen tavoitteisiin ja tehtiin asianmukaisia tarkennuksia. Viidennessä vaiheessa jatkettiin lähdeaineiston keräämistä sekä kirjoittamista terävöitetyllä rajauksilla. Tässä vaiheessa suoritettiin tutkimuksen toinen teemahaastattelu. Haastattelulla täydennettiin sekä tutkimuksen teoreettista että empiiristä osuutta ja saatiin kriittinen lähestymistapa tutkimusaihepiirin valtavirta-ajatteluun.

Tutkimuksen viimeiseen vaiheeseen kuului tutkimusraportin viimeistely sekä johtopäätöksien tekeminen ja kirjaaminen. Tutkimuksen viimeistely ajoittui marraskuulle 2011, jolloin tutkimus myös palautettiin arvioitavaksi.

2. TUTKIMUKSEN KÄSITTEELLINEN, JURIDINEN JA TEOREETTINEN VIITEKEHYS

2.1 Keskeinen käsitteistö

Suurin osa tutkimusaiheen keskeisestä käsitteistöstä on vakiintunut tieteellisessä viitekehyksessä, mutta samalla monet käsitteet ovat monitulkintaisia. Siksi kappaleessa avataan käsitteiden merkitys etenkin tämän tutkimuksen asiayhteydessä. Käsitteistö muodostaa myös osan tutkimuksen teoreettisesta viitekehyksestä.

2.1.1 Omistajuuden käsitteitä

Aktiivisella omistajuudella (vrt. passiivinen omistajuus) tarkoitetaan omistajavallan systemaattisesta käyttöä yhtiön päätöksenteossa. Omistaminen on ensisijaisesti strategista, aktiivista ja lisäarvoa tuottavaa. Aktiivisen omistajan tavoitteena on menestyä yhtiön mukana. Kääntöpuolena tavoitteelle on omistukseen liittyvä riski ja epälikvidiys sekä tietty vastuu yhtiön sidosryhmille. (Luoma 2011) Jotta omistajavaltaa on mahdollista käyttää merkittävästi, on omistajalla oltava tarpeeksi suuri osa yhtiön osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Etenkin listatuissa yhtiöissä ankkuriomistajuuteen (ks. jäljempänä) pyrkiminen on tyypillisesti osoitus sijoittajan tavoitteesta olla aktiivinen omistaja. Valtio-omistajalla on resurssiensa vuoksi erityinen lähtökohta omistajuuteen ja siksi omistajuuden lainalaisuudet pätevät siihen soveltuvasti. Erman (ym. 2009, 39–40) mukaan aktiivisen omistajan pitää tehdä omistajastrategia, jossa määritetään mitä yhtiöltä ja omistukselta halutaan.

Ankkuriomistus tarkoittaa merkittävää omistusosuutta eli osuutta, jolla pystytään ohjaamaan yhtiön päätöksentekoa. Suurissa yrityksissä ankkuriomistukseen vaaditaan vähintään viiden, usein kymmenen prosentin äänivalta (Vihervuori 2005). Ankkuriomistajaksi voidaan määritellä kuka tahansa, joka on yrityksessä suurella osuudella ja pitkällä aikahorisontilla (Luoma 2011). Ankkuriomistajuudella katsotaan olevan vaikutus yrityksen pääkonttorin maakohtaiseen sijoittumiseen, sikäli kun ankkuriomistajia on vain yhdestä maasta. Siten se edistää myös kansallisten resurssien hyödyntämistä ollen suotuisa ilmiö. Valtio-omistajan kannalta ankkuriomistajuus on

hyvä strateginen valinta, kun se haluaa olla merkittävä, tuottohakuinen omistaja markkinaehtoisessa yhtiössä. (Löyttyniemi 2011, 41–42) Fogelbergin (1980) näkemys omistajuudesta tuo näkökulman ankkuriomistajuuden määrittelyyn. Sen mukaan omistajuus voidaan jaotella neljään kategoriaan: enemmistö- (majority), vähemmistö- (minority), yhdistelmä- (joint) ja johdon omistus (management). Enemmistöomistus on aina yksiselitteinen, mutta muiden kategorioiden määritelmät ovat kiinnostavia. Vähemmistöomistus tarkoittaa 15–50 prosentin osuutta, joka sisältää edustuksen hallituksessa ja tarpeeksi vahvan aseman omien tavoitteiden suojaamiseen. Yhdistelmäomistus tarkoittaa joko 10–15 prosentin osuutta yhdistettynä hallituspaikkaan tai yli viiden prosentin osuutta yhdistettynä hallituspaikkaan ja johtoasemaan. Johdon omistus ei ole muodollista, mutta se realisoituu tilanteessa, jossa omistajuus on niin hajaantunutta, ettei yksittäinen omistaja pysty harjoittamaan omistajavaltaa. (ks. Fox & Hamilton 1994, 72) Fogelbergin luokittelussa vähemmistö- ja yhdistelmäomistus edustavat tavallaan ankkuriomistajuutta. Luoma (2011) on esittänyt, että ankkuriomistajaa osuvampi määritelmä vastaavalle omistajalle olisi ruoriomistaja, koska se kuvastaisi aktiivisen omistajan ihanneroolia.

Huoltovarmuudella tarkoitetaan kykyä sellaisten yhteiskunnan taloudellisten perustoimintojen ylläpitämiseen, jotka ovat välttämättömiä väestön elinmahdollisuuksien, yhteiskunnan toimivuuden ja turvallisuuden sekä maanpuolustuksen materiaalien edellytysten turvaamiseksi vakavissa häiriöissä ja poikkeusoloissa. (Huoltovarmuuskeskus) Huoltovarmuuden määrittely on erittäin keskeistä valtion omistajapolitiikassa, sillä siihen perustuu useiden valtionyhtiöiden ja valtion omistusyhtiöiden kuuluminen valtion yhtiöportfolioon. Huoltovarmuudelle on vaikeaa tai mahdotonta löytää optimaalista tasoa, sillä sen vaatimukset ovat subjektiivisia ja ne määritellään oletuksille perustuen. Luoma (2011) korostaa, että Suomessa pitäisi keskustella huoltovarmuuden perusteista erityisesti kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin pitäisi tarkastella kriittisesti, takaako nimenomaan valtio-omistajuus automaattisesti huoltovarmuuden, vaikka kriisitilanteissa tärkeiden resurssien hinnat todennäköisesti nousisivat ja saatavuus vaikeutuisi. Toisekseen olisi olennaista määrittää keneltä huoltovarmuusjärjestelyillä suojaudutaan eli kuka tai mikä ei ole toivottu omistaja Suomessa.

Ideologisella omistajuudella (vrt. pragmaattinen omistajuus) tarkoitetaan omistuksen ensisijaisen syyn poliittisuutta pragmaattisuuden tai kaupallisuuden sijaan. Rytterin (2009, 274–282) mukaan kotimaisessa poliittisessä keskustelussa yksityistäminen on nähty oikeiston ja vasemmiston näkökulmista ideologisena omistajapoliittisena kysymyksenä. Oikeisto kannattaa valtion mahdollisimman vähäistä osallistumista talouselämään ja muiden kuin liiketaloudellisten päämäärien poistamista (valtion-) yhtiöiden toiminnasta. Vasemmisto taas suhtautuu yksityistämiseen negatiivisesti, koska yksityisen omistajan tavoite on ainoastaan omistaja-arvon kasvattaminen.

Määräysvallalla tarkoitetaan omistajan valtaa päättää yhtiön asioista. Osakeyhtiölain (1:6) mukaan yhtiökokouksessa päätökset tehdään äänten enemmistöllä, ellei yhtiöjärjestyksessä toisin määrätä tai ilmene laissa säädettyä poikkeusta. Näin ollen absoluuttisen määräysvallan saa omistamalla 50,1 prosenttia yhtiön osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Empiirinen tarkastelu osoittaa kaksi olennaista tarkennusta määräysvallan käsitteeseen. Ensinnäkin jo pienempi omistusosuus antaa määräysvallan tapauksissa, joissa omistus on hajaantunut. Usein 10–20 prosentin omistusosuus riittää ohjaamaan yritystä. Suuren omistajan ehdotukset hyväksytään usein sellaisenaan, vaikka omistusosuus ei ole edellä mainittua suurempi. Toisekseen määräysvalta on aina suhteellista muihin omistajiin ja omistusrakenteeseen, joten omistusosuutta pitää tarkastella suhteessa niihin eikä 100 prosenttiin. (Luoma 2011) Suomessa myös corporate governance -listakoodi määrittää määräysvaltaa, mutta määritelmä mukailee osakeyhtiölakia (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, 8).

Passiivisella sijoittamisella (vrt. aktiivinen omistajuus) tarkoitetaan sijoitusperusteista omistamista, jossa omistaja ei juuri osallistu yhtiötä koskevaan päätöksentekoon, vaan toimii sijoittajana ja on mukana ainoastaan taloudellisen hyödyn näkökulmasta. Passiivisuus on tyypillistä suurissa yhtiöissä. Passiivinen sijoittaminen korostuu anglosaksisessa mallissa, jossa on vähemmän kontrolloivia omistajia, informaatiota on paljon sekä markkinat ovat vilkkaat ja likvidit (Vihervuori 2005). Passiivisen sijoittajan toimintamallina on irtaantua heikkojen näkymien vallitessa, koska sijoittamisen lähtökohtana on riskin hajauttaminen ja minimoiminen. Passiiviselle sijoittajalle yksittäinen yhtiö on yleensä vain rivi portfoliossa. Sijoittajalla ei ole vastuuta

sidosryhmille. Rahoitusteoria keskittyy omistajuuteen lähinnä passiivisen sijoittajan (shareholder) näkökulmasta. (Luoma 2011)

Portfoliosijoittamisella tarkoitetaan sijoituskohteiden yhdistelemistä, jolla pyritään optimoimaan sijoitusten riski-tuotto-suhde. Portfoliosijoittaminen perustuu portfolioteoriaan, joka puolestaan perustuu hyötyteoriaan. (Niskanen & Niskanen 2000, 193–194, 199) Portfolioteoria on valtion yhtiöomistamisen ja sitä kautta kansallisvarallisuuden arvon maksimoimisen kannalta tärkeä lähestymistapa. Valtio ei toistaiseksi ole hoitanut markkinaehtoisestikaan toimivaa yhtiövarallisuuttaan tyyppillisen portfoliosijoittajan tavoin (Pynnä 2011).

Pragmaattisella omistajuudella (vrt. ideologinen omistajuus) tarkoitetaan käytännön perusteisiin nojautuvaa omistamista, jossa päätökset tehdään hyötyperusteella. Tällaista on esimerkiksi toimialarakenteiseen ja kilpailullisuuteen vaikuttaminen omistusjärjestelyillä. Pragmaattisuuden piiriin luetaan tässä myös taloudelliset tekijät eli kansantalous, valtiontalous ja yhtiöiden arvo vaikuttimina.

Valtioenemmistöisellä yhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, jossa valtiolla on kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä yli 50 prosenttia (Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta, 2 §). Valtioenemmistöistä yhtiötä kutsutaan yleisesti valtionyhtiöksi. Aharoni (1989) on todennut, että valtionyhtiöillä on kolme erityistä ominaispiirrettä. Ensinnäkin ne ovat luonnollisesti valtion omistamia. Toiseksi, ne tuottavat kaupallisia tuotteita tai palveluita. Kolmanneksi, niiden hinnoittelu on asetettu kustannuksia vastaavaksi, mikä tarkoittaa, etteivät ne tavoittele ylisuuria voittoja tai toimi merkittävän tappiollisesti. (ks. Zeckhauser & Horn 1989, 10) Viimeksi mainittu ominaispiirre on haasteellinen markkinaolosuhteissa.

Valtion omistajaohjauksella tarkoitetaan ”valtion äänioikeuden käyttämistä yhtiökokouksissa sekä muita toimenpiteitä, joilla valtio osakkeenomistajana myötävaikuttaa yhtiöiden hallintoon ja toimintaperiaatteisiin”. (Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta, 2 §) Valtion omistajaohjaus perustuu selkeään toimivallan ja vastuiden määrittelyyn omistajien, hallituksen ja yritysjohton välillä. Omistajat valitsevat hallituksen toteuttamaan omistajien tavoitteita. Omistajat

valvovat ja arvioivat hallitusta. Valtio-omisteisissa yhtiöissä omistajavaltaa käytetään osakeyhtiölain mukaisesti yhtiökokouksissa ja osakkeenomistajien kokouksissa. Omistajan yhteydenpito yhtiöön kokousten välillä hoidetaan ensisijaisesti hallituksen puheenjohtajan kautta. (Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 2009; Valtioneuvoston periaatepäätös 2011) Valtioneuvoston periaatepäätöksen (2011) mukaan niissä markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä, joissa valtiolla on strateginen intressi, voi olla vielä myös hallintoneuvosto. Hallintoneuvostot koostuvat valtionyhtiöissä lähinnä kansanedustajajäsenistä.

Valtion osakkuusyhtiöllä tarkoitetaan valtionyhtiölain (2 §) mukaan ”osakeyhtiötä, jonka kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta valtiolla on vähintään kymmenen prosenttia ja enintään viisikymmentä prosenttia.” Valtion osakkuusyhtiöksi voidaan myös määrätä valtioneuvoston asetuksella yhtiö, jossa valtion osuus äänivallasta on alle kymmenen prosenttia. ”Edellytyksenä on, että valtion osakeomistusta yhtiössä pidetään merkittävänä joko taloudellisten tai omistajaohjaukseen liittyvien seikkojen nojalla.” (Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta, 2 §; vrt. *Ankkuriomistajuus*)

Valtion yhtiöomistusta koskevilla päätöksillä tarkoitetaan juridisen määritelmän mukaan ”toimenpiteitä, joilla valtio luovuttaa tai hankkii osakkeita tai osakkeenomistajana hyväksyy sellaisia yhtiöiden toimielinten päätöksiä, joiden seurauksena valtion omistus- tai äänivaltaisuus yhtiössä muuttuu.” Laissa valtion yhtiöomistajuudesta ja omistajaohjauksesta vaaditaan eduskunnan valtuutus merkittävien päätösten toteuttamiseen. (2 §) Valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011, 2) todetaan lisäksi, että vastuuministeriölle kuuluvat merkittävät valtionomistusten toteutustapoja ja muutoksia koskevat päätökset vaativat talouspoliittisen ministerivaliokunnan käsittelyn.

Yksityistämisellä tarkoitetaan talouselämässä vakiintuneen käytännön mukaan valtio-omisteisen yhtiön myymistä yksityiselle sektorille (Ward 1993, 234). Yksityistäminen voi myös koskea valtion omistamaa liiketoimintaa, kuten virastoa tai laitosta, jonka lähtökohtana on talousarviosidonnainen liiketoiminta. Astetta lähempänä yksityistä sektoria on valtion liikelaitos, joka perustetaan erikseen säädetyllä lailla. Liikelaitosten määrärahat ja tuloarviot kuuluvat talousarvionalouteen ainoastaan lailla säädetyin osin. Liikelaitosten on pääasiassa rahoitettava menonsa toiminnan tuloilla. Osa voitosta

tuloutetaan talousarvioon ja valtio vastaa liikelaitosten sitoumuksista niiltä osin, kun ne eivät siihen itse kykene. Liikelaitos ei ole yhtiön tavoin itsenäinen oikeussubjekti. (Myllymäki 2007, 115–118) Koska liikelaitos harjoittaa liiketoimintaa, sen yhtiöittäminen on mahdollinen vaihtoehto. Liikelaitoksella on valtion erityistehtävayhtiön tavoin yhteiskunnallinen palvelutehtävä. Kun toiminta on yhtiöitetty, yksityistämistä voi edistää edelleen pienentämällä valtion omistusosuutta. Toiminta on periaatteessa yksityistetty, kun valtion omistusosuus on vähemmän kuin 50,1 prosenttia kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Tällöin puhutaan valtion osakkuusyhtiöstä. Honkasen (1995, 81–82) mukaan yksityistämisen liikkeelle paneva voima voi olla pragmaattinen, ideologinen tai kaupallinen. Valtiolla yksityistämisen tärkeimpänä motiivina on kokonaistaloudellinen optimointi, mutta liikkeelle panevat motiivit vaihtelevat. Pragmaattisista (ks. *pragmaattinen omistajuus*) eli käytännöllisistä syistä yksityistämistä perustellaan yleensä käytännön hyödyn tavoittelulla. Niin toimitaan, kun yhtiöstä voidaan todeta syntyvän suurempaa arvoa yksityis- kuin valtio-omisteisena. Pragmaattiseksi syyksi voidaan lukea myös huoltovarmuusperusteen heikkeneminen. Ideologiset syyt yksityistämiseen liittyvät kapitalismi-sosialismi-asetelmaan, jossa kapitalistinen koulukunta vannoo yksityisen omistuksen ja markkinaohjauksen nimiin ja kannattaa siten yksityistämistä. Kaupalliset syyt yksityistämiseen perustuvat myyntivoittotavoitteeseen ja vaihtoehtoiskustannuslaskelmiin.

2.1.2 Valtion yhtiöomistus

Valtion yhtiöomistuksen määrittely riippuu lähestymistavasta. Yhtiöomistusta voi tarkastella joko siten, että tarkasteltavana objektina ovat valtion omistamat yhtiöt tai valtio omistajana. Ensimmäisessä vaihtoehdossa tarkastellaan yleensä sitä millainen vaikutus valtiolla on omistajana yhtiön toimintaan ja tuloksentekoon. Zeckhauser ja Horn (1989, 8-9) toteavat, että valtio-omisteisille yrityksille ladataan usein perustehtävän lisäksi poliittissävyytteisiä lisävelvoitteita. Vastaavasti valtio-omistaja pääomittaa yhtiöitä, vaatii vähemmän tulosta ja suojelee yhtiötä kilpailulta. Tällaisen yhtiön uskotaan toimivan tehottomammin kuin kilpailluilla markkinoilla toimivan yksityisomisteisen vastineensa. On selvää, että markkinaehtoisesti toimiviin yhtiöihin

kohdistuu lainsäädäntöä ja tuloksellisuusvaatimuksia, jotka edellyttävät valtiolta myös markkinaehtoista omistajuutta.

Toinen vaihtoehto, jossa tarkastellaan valtiota omistajana, on tässä tutkimuksessa keskeisempi, koska tarkoitus on määrittää valtio-omistajan strategisia toimintavaihtoehtoja. Shleiferin (1998, 133–136) mukaan valtion yhtiöomistamisen perusteet ja olemus ovat muuttuneet merkittävästi kuluneen puolen vuosisadan aikana. Toisen maailmansodan jälkeen ekonomistit suosittelivat valtion kohdennettua interventiota välittömästi, jos markkinaolosuhteissa ilmaantui häiriöitä. 1980-luvulta lähtien yksityistäminen on puolestaan ollut vallitseva suunta. Valtion strategisesta omistajuudesta on tullut täysin subjektiivinen käsite. Nykyään taloustieteelliset perusolettamukset lähtevät siitä, että yksityisomistus johtaa tehokkuuteen ja innovatiivisuuteen, kun taas julkisomistus ja poliittinen päätöksenteko toimintamuotona arveluttavat markkinoita. Lisäksi julkinen omistus on nähty mahdolliseksi korvata sopivalla sääntelyllä ja sopimuksilla.

Suomen valtion yhtiöomistajuus alkoi vuonna 1918, kun se osti W. Gutzeit & Co. -yhtiön. Hankinta kuvasti hyvin valtion yhtiöomistamisen alkuperäisiä syitä. Valtio perusteli ostojaan yhteiskunta- ja elinkeinopoliittisilla syillä. Tarkemmin määriteltynä valtio halusi omistajuudellaan tuoda pääomaa teollisuuden kehittämiseen, toimia riskinkantajana, hoitaa aluepolitiikkaa ja hyödyntää luonnonvarojaan. Esimerkiksi Gutzeitin ostolla valtio sai hyödynnettäväkseen merkittävän osan Kaakkois-Suomen vesivoima- ja metsävaroista. (mm. Junka 2010, 4-5)

Kauppa- ja teollisuusministeriö jäsenseli vuoden 2003 omistajaohjaustyöryhmän raportissa omistajuuden syyt viiteen kategoriaan. Ensimmäiseen kategoriaan kuuluvat valtion infrastruktuuriin kuuluneista viranomaistoiminnoista rakennemuutoksessa kehittyneet liiketoiminnot. Toiseen ryhmään kuuluvat tapaukset, joissa valtio on pääomittanut infrastruktuuriin liittyvää liiketoimintaa, ottanut yrittäjäriskiä ja tullut siten omistajaksi. Kolmannessa kategoriassa taas valtio on eri syistä pääomittanut muuta kuin infrastruktuuriin liittyviä liiketoimintoja, erityisesti perusteollisuutta, ottaen samalla yritysrisiä ja tullen omistajaksi. Neljännessä ryhmässä valtio on siirtänyt tiettyjä viranomaisluonteisia tehtäviä osakeyhtiömuotoisille organisaatioille

tarkoituksenmukaisuuden nimissä. Viides kategoria koostuu tapauksista, joissa valtiolle on pankkikriisin seurauksena siirtynyt sekä rahalaitosten omistusta että rahalaitoksilla ollutta yhtiö- ja kiinteistöomistusta. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 2003, 8)

Löyttyniemi (2011, 33–34) tiivistää valtio-omistajuuden perustelut Suomessa 11 syyhyn. Ne ovat toimialan alikehittyneisyys, suuromistajien puute, kotimaisten resurssien hyödyntäminen, kriisiaikojen pelastusoperaatiot, markkinoiden toimimattomuus, valtion toimintojen kehittäminen, taloudellisen vallan tasoittaminen alueellisesti, naapurimaiden esimerkki, elvytyspolitiikka, sota ja jälkiseuraukset sekä huoltovarmuus. Edellä mainituilla syillä voidaan perustella valtion yhtiöomistuksen Gutzeitin ostosta lähtien, ja suurin osa niistä on sovellettavissa nykypäivään. Valtio-omistajuuden syyt voidaan listauksen perusteella jäsenellä edelleen kolmeen teemaan: kehittäminen, täydentäminen ja turvaaminen. Teemat heijastuvat nykylinjauksessa, vaikka valtio käyttää eri käsitteitä.

Tällä hetkellä Suomen valtiolla on omistuksia 60 eri yhtiössä, kun tytäryhtiöt jätetään laskusta. Näistä 40 on markkinaehtoisesti toimivia yrityksiä, joista edelleen 14 on pörssiyhtiöitä. Markkinaehtoisesti toimivista yhtiöistä noin puolet on valtionyhtiöitä ja puolet osakkuusyhtiöitä. Valtio jakaa markkinaehtoiset yhtiönsä kahteen strategiseen luokitukseen, 1a ja 1b -luokkiin. 1a-ryhmän yhtiöiden määritelmä on seuraava:

Valtiolla on omistajana ainoastaan tai lähes yksinomaan vahva sijoittajaintressi. Omistajaohjausta järjestettäessä on otettava huomioon valtion omistususuuteen liittyvä määräys- tai vaikutusvalta sekä siihen liittyvät omistajan riski ja omistukseen perustuva osallistuminen yhtiön päätöksentekoon.

Tähän ryhmään kuuluvat Solidiumin portfoliossa olevat yhtiöt sekä esimerkiksi Destia Oy, Edita Oyj ja Raskone Oy. Valtio määrittelee 1b-ryhmän yhtiöt puolestaan seuraavasti:

Vahvan sijoittajaintressin lisäksi yhtiöön liittyy strategisia intressejä, joiden vuoksi valtion on syytä pysyä toistaiseksi vahvana omistajana tai

turvata muulla tavoin kyseiset strategiset intressit, jos omistusosuutta pienennetään tai omistuksesta luovutaan.

Tällaisia strategisia intressejä valtiolla on pörssiyhtiöiden Neste Oil Oyj:n, Finnair Oyj:n ja Fortum Oyj:n lisäksi muun muassa Itella Oyj:ssä sekä VR-Yhtymä Oy:ssä. (ks. liite 1; Valtion omistusosuudet 1.6.2011) Omistajaohjausosaston tilaston mukaan Fortum on ylivoimaisesti valtion suurin sijoitus, sillä sijoituksen arvo on noin 10 miljardia euroa, kun toiseksi suurimman sijoituksen, TeliaSoneran, arvo on alle neljä miljardia euroa (ks. Löyttyniemi 2011, 25–26). Voittoa tavoittelevissa yhtiöissä strategiset intressit voidaan ryhmitellä neljään kategoriaan: maanpuolustus, huoltovarmuus, infrastruktuuri ja sen ylläpito sekä kaupallinen monopoli (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 35).

Jäsentely strategisen ja sijoittajaintressin mukaisesti syntyi 2000-luvun alussa, kun valtionhallinnossa valmisteltiin omistajaohjauksen keskittämistä. Kyseistä terminologiaa on kritisoitu muun muassa siitä, että se kategorisoi yhtiöitä, vaikka termit kuvaavat ainoastaan valtion omistajaintressiä niissä. Onkin esitetty, että termien pitäisi olla nykyistä yhtenevämpiä lainsäädännössä käytettyjen termien kanssa. Tällöin pitäisi puhua voittoa tavoittelevista yhtiöistä eli kaupallisesti toimivista yhtiöistä sekä muista eli erityistehtävayhtiöistä. Näin kaikille sidosryhmille olisi selvää mikä on asianomaisen yhtiön omistuksen lähtökohta. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 32)

Valtionomistuksia yhtiöissä jäsennellään muillakin tavoilla. Ward (1993, 239) linjaa puolestaan omistusten syntyyn kaksi pääsyytä. Ensimmäinen on valtion pelastustoimien johdosta syntynyt omistus, johon usein on ollut syynä vaikea taloudellinen tilanne ja julkisen sektorin halu yhtiön toiminnan jatkumiselle. Toinen ja yleisempi syy on yhtiön toiminnan strateginen tärkeys alun perin valtion virastona. Esimerkki strategisesti tärkeästä yhtiöstä on vaikkapa puolustusvoimien alihankkijayhtiö. Ensimmäiseen ryhmään kuuluvien yhtiöiden siirtäminen yksityisomistukseen on pääsääntöisesti mutkattomampaa.

Valtioneuvoston kanslia esittää joissain yhteyksissä omistukset kolmijaolla, joka muodostuu pörssiyhtiöistä, noteeraamattomista markkinaehtoisista yhtiöistä ja

erityistehtäviä hoitavista yhtiöistä (ks. liite 1). Joskus portfolion yritykset esitetään myös jaoteltuna valtionyhtiöiksi ja valtion osakkuusyhtiöiksi (ks. Vuoria 2004, 36–37).

Valtio-omisteisten ja valtion osakkuusyhtiöiden merkitys Suomen talouselämässä on suuri. Niiden palveluksessa oli vuonna 2010 noin 214 000 henkilöä (Valtioneuvoston periaatepäätös 2011, 2). Vuonna 2007 valtio-omisteisten yhtiöiden henkilöstön osuus kaikkien Suomen yritysten henkilöstöstä oli 14 prosenttia. Vielä paremmin mittasuhdetta osoittaa vertaus suuryrityksiin. Kolmannes Suomen 50 suurimman yrityksen henkilöstöstä on valtio-omisteisissa yhtiöissä. Valtion yhtiöomaisuuden arvo on yli 20 miljardia euroa, ja siitä noin 80 prosenttia muodostuu pörssiomistuksista. Helsingin pörssin suomalaisyritysten markkina-arvosta valtio-omisteiset yhtiöt muodostavat yli kolmanneksen. (Löyttyniemi 2011, 18–27) Pörssiomistuksen arvo vaihtelee osakeantien ja yrityskauppojen lisäksi suhdanteiden mukaan. Elokuussa 2011 valtion pörssiomistuksen arvo oli 16,5 miljardia euroa (Valtionomistus – tilastot).

Kuten tämä kappale osoittaa, valtion omistamaa yhtiömassaa voidaan luokitella hyvin monella eri tavalla. Olennaisin jäsentely markkinaehtoisista yhtiöistä on valtionhallinnon virallinen luokittelu 1a ja 1b -ryhmiin, koska siihen pohjautuen valtio tekee tällä hetkellä yhtiöomistamista koskevat päätökset. Määritelmien mukaan valtion pitäisi hoitaa 1a-ryhmän omistuksia, kuten sijoitusportfoliota. Koska valtio kuitenkin on suuri omistaja ja pyrkii olemaan useimmissa kyseisen ryhmän yhtiöissä myös aktiivinen omistaja, joka toimii hyvän corporate governance -tavan mukaisesti, ei se voi omistaa kasvottomasti passiivisen sijoittajan tavoin. 1b-ryhmää voi kutsua huoltovarmuus- tai ankkuriomistusryhmäksi riippuen siitä miten strategisen intressin mukanaolo määritellään.

2.1.3 Sinivalkoinen omistajuus

Sinivalkoinen omistajuus on Suomessa vakiintunut termi, jolla tarkoitetaan yhtiöiden kotimaista omistuspohjaa. Sinivalkoinen omistajuus on yhtä lailla Suomen valtion, suomalaisten yritysten kuin suomalaisten perheiden tai yksityishenkilöiden määräysvaltaa yrityksissä. Helpoimmin ymmärrettävissä ja määriteltävissä se on valtio-omistuksissa, missä omistajan tahtotila voidaan esittää kohtalaisen yhtenäisenä.

Sinivalkoinen omistajuus on noussut poliittisesti keskeiseksi aiheeksi etenkin, kun ulkomaalaisomistusrajoitukset purkaantuivat vuonna 1993 ja suomalaisyritysten omistuspohjassa tapahtui nopea rakenteellinen muutos (ks. Kallunki ym. 2002, 102).

Etenkin pörssilistatuissa yhtiöissä ulkomaalaisomistusta on Suomessa poikkeuksellisen paljon. Eurooppalainen vertailu osoittaa, että tyypillisesti julkisenkin kaupankäynnin kohteina olevat yritykset ovat pääasiassa paikallisessa omistuksessa, kun taas Helsingin pörssiin listatuista yrityksistä suuri enemmistö on ulkomaisessa omistuksessa. Ilmiössä on kotimaisesta näkökulmasta sekä positiivisia että negatiivisia piirteitä. Ulkomaalaisomisteiset pörssiyritykset ovat tutkimusten mukaan esimerkiksi kannattavuudeltaan ja taloudellisen lisäarvon tuottajina parempia kuin vastaavat suomalaisomisteiset. Investoijina taas ulkomaalaisomisteiset yhtiöt ovat olleet systemaattisesti heikompia Suomessa. (Puttonen 2004, 10–17) Kansantaloudellisesti on kriittisen tärkeää, että myös suuret yritykset investoivat Suomeen. Siten yhtiöiden laajan kotimaisen omistuspohjan turvaaminen valtion toimesta on perusteltua ja holdingyhtiö Solidiumin muodostaminen voidaan ymmärtää valtion nimenomaiseksi toimenpiteeksi tähän.

Toinen sinivalkoisen omistamisen puolesta argumentoiva näkökulma on kansallinen huoltovarmuus eli maan toimintakyvyn turvaaminen vakavissa häiriötiloissa ja poikkeusoloissa. Laki huoltovarmuuden turvaamisesta (4 §) osoittaa huoltovarmuuden kehittämisen ja varautumistoimien yhteensovittamisen työ- ja elinkeinoministeriön vastuulle. Lain mukaan ministeriön ohjauksessa ja valvonnassa oleva Huoltovarmuuskeskus on valtion operatiivinen toimija huoltovarmuusasioissa (5 §). Valtioneuvosto on edelleen päätöksellään määrittänyt huoltovarmuuden tavoitteiksi yhteiskunnan kriittisen infrastruktuurin sekä kriittisen tuotannon turvaamisen (21.8.2008/539). On kuitenkin tärkeää muistaa, että sinivalkoinen omistajuus ja valtion strateginen omistajuus eivät ole identtisiä käsitteitä, vaikka niissä on paljon yhteneväisyyksiä ja niistä puhutaan samoissa asiayhteyksissä. Sinivalkoinen omistajuus on myös yksityistä, puhtaasti markkinaehtoista omistamista, jonka ei tarvitse edistää esimerkiksi valtion huoltovarmuutta.

Solidiumin toiminnalla ja roolilla on liitoskohtia valtion huoltovarmuuteen. Ennen kaikkea se näkyi yhtiön perustamisajankohtana vuonna 2008. Finanssikriisi oli puhkeamassa ja markkinaolot olivat arvaamattomat. On todennäköistä, että valtio halusi varmistaa, ettei sille tärkeitä yhtiöitä ainakaan myydä kriisiaikana alihintaan tai ylipäättään. Samalla valtio ammattimaisti omistajakuvaansa. Solidiumin perustamisen ajankohtaan sijoittuivat myös Elisan vallankaappausyritys ja kritiikki Stora Enson yhtiöjärjestelyitä kohtaan. Solidium oli valtion vastaus sekä markkinoiden mieltymyksiin että kansallisiin intresseihin. (Löyttyniemi 2011, 6)

Kiinnostava kokonaisuus huoltovarmuuden näkökulmasta on myös osakeomistusten hallintarekisteri. Pörssisäätiön määritelmän mukaan hallintarekisteri on arvo-osuusrekisteri, jossa arvopaperin todellinen omistaja ei ilmene, vaan ainoastaan tilinhoitaja. Rekisteriin kuuluvat ovat oikeutettuja osinkoihin ja osakeanteihin, mutta he eivät voi käyttää äänivaltaa yhtiökokouksissa ennen kuin todellinen omistaja nimetään. Tällä hetkellä laki mahdollistaa hallintarekisterimenettelyn ainoastaan ulkomaisille sijoittajille. (Pörssisäätiö – hallintarekisteri) Usean valtionyhtiön ja valtion osakkuusyhtiön osakkeista suuri osa kuuluu hallintarekisteriin kuuluville omistajille. Näin ollen on mahdotonta tietää keitä yhtiön omistajakuntaan kuuluu ja minkälaisin osuuksin. On esimerkiksi mahdollista, että ulkomaiset valtiolliset rahastot omistavat suuria osia suomalaisyhtiöistä. Luoman (2011) mukaan on tärkeä ymmärtää, että kansainvälinen kilpailu maailman avainresursseista on käynnissä. Avainresursseja ovat esimerkiksi ruoka, vesi, öljy, useat muut kriittiset raaka-aineet sekä tietyt IT-verkot. Siten ei ole yhdentekevää kuka omistaa, mitä omistaa, miksi omistaa, miten omistaa ja milloin omistaa.

Valtiolliset rahastot toimivat pitkäaikaisina portfoliosijoittajina, ja ne sijoittavat varansa yleensä oman talouden ulkopuolelle. Valtiollisilla rahastoilla on tällä hetkellä varallisuutta 2 600 – 4 100 miljardia dollaria ja summa noussee 10 000 miljardiin dollariin lähitulevaisuudessa. Rahoitusallalla arvioidaan, että valtiolliset rahastot tähtäävät 45 prosentin osakeosuuteen sijoituksissaan. Rahastoja ja niiden tarkoitusperiä kohtaan on noussut epäluuloisuutta maailmanlaajuisesti. Epätietoisuuden johdosta rahastojen toimintaan ja sijoituspolitiikkaan on alettu kiinnittää huomiota. (Löyttyniemi 2011, 12–13) Linaburg-Maduell-läpinäkyvyysindeksi on rakennettu kuvaamaan

rahastojen avoimuutta. Indeksien mukaan esimerkiksi kolme maailman neljästä suurimmasta rahastosta ovat läpinäkyvyydeltään heikkoja. (Sovereign Wealth Fund Institute 2011)

Jos merkittävä kotimainen omistus suomalaisissa yhtiöissä halutaan jatkossakin varmistaa, on valtion pidettävä kiinni ankkuriomistuksistaan. Valtio-omistajan keskeisyys sinivalkoisena omistajana on edellä mainituista syistä merkittävä. Jotta voidaan käsitellä valtion roolia sinivalkoisen omistamisen toimijana, on tarkasteltava valtion yhtiöomistamisen taustoja. Valtio perusti pian itsenäistymisen jälkeen, jo 1920-luvulla yhtiöitä, joiden tarkoituksena oli lujittaa taloudellista itsenäisyyttä, hyödyntää luonnonvaroja sekä parantaa laajasti alueiden ja toimialojen teollisia rakenteita. Valtionyhtiöiden muodostaminen oli hyvin poliittinen aihe useiden vuosikymmenien ajan. Vasemmisto on suhtautunut valtion yhtiöomistamiseen myönteisesti ja oikeisto kriittisesti. Vasemmisto kannatti omistuksia alue- ja työllisyyspoliittisista syistä, kun taas oikeisto näki, ettei yritysten valjastaminen kyseisiin tarkoituksiin johtanut yhteiskunnallisesti hyviin tuloksiin. Sotien jälkeisessä Suomessa myös Urho Kekkosen johtama Maalaisliitto asettui tukemaan etenkin pohjoisen Suomen teollistamista valtion voimin. Tämä ohjasi ratkaisevasti valtio-omistamisen suuntaa ja rakennetta. (Rytteri 2009, 275–276) Itsenäisen Suomen ensimmäisinä vuosikymmeninä valtio muodosti siten erittäin merkittävän osan sinivalkoisesta omistajuudesta. Sitten markkinatalouden lainalaisuudet ja taloudellinen pragmatismi ovat nousseet hallitsevaan rooliin valtio-omistamisessa. (Pynnä 2011) Valtionyhtiöiden yhteiskunnallisia tehtäviä alettiin vähentää 1970-luvulla, ja seuraavalla vuosikymmenellä valtio virallisti hallituksen periaatepäätöksellä teollisuuspolitiikan osalta, ettei kannattamatonta tuotantoa tule tukea valtionyhtiöissäkään (Rytteri 2009, 276).

Vielä 1980-luvun alkupuolella kansainväliset investoinnit niin Suomeen kuin Suomesta olivat hyvin vähissä. Esimerkiksi suomalaisista suuryrityksistä ainoastaan KONE oli investoinut ulkomaille niin runsaasti, että sen henkilöstöstä enemmistö työskenteli ulkomailla (Puttonen 2004, 13). Simonin (2009, 26) mukaan siihenkin oli pakottava syy, sillä hissimarkkinat olivat jo 1960-luvulla niin jaetut, että KONEella oli strategisina vaihtoehtoina ainoastaan nopea kasvu yritysostojen kautta tai yrityksen myynti isommille valmistajille. KONE laajeni näin ollen monikansalliseksi yhtiöksi ennen

muita suomalaisyrityksiä. Sinivalkoinen omistajuus saikin kansainvälistymisen kautta varsinaisen merkityksensä vasta, kun yhtiöosakkeiden ulkomainen omistus vapautettiin 1993.

Suomessa omistajuudella on melko lyhyet perinteet. Ulkomaisten esimerkkien tapaisia pitkiä perinteitä omaavia omistajaperheitä on hyvin vähän, mutta nykyisten sukupolvien joukossa on jo muutamille perheille keskittynyt tarvittavaa pääomaa ja aktiivisuutta. (Pynnä 2011) Tällä hetkellä merkittävimpiä omistajaperheitä ovat Herlinin sisarukset, joiden omistuksessa on tällä hetkellä KONE ja Cargotec, Paasikiven veljekset, jotka omistavat Oras Invest -yhtiön kautta Kemiraa, Orasta, Uponoria ja Tikkurilaa sekä Ehrnroothin veljekset, jotka käyttävät valtaa Pöyryssä ja YIT:ssä. KONEen hallituksen puheenjohtaja Antti Herlin omistaa yhtiön äänivallasta peräti 61 prosenttia. (Mikkonen 2011) Kaikki kolme perhettä näyttäytyvät nimenomaan aktiivisina omistajina.

Omistajakeskittymien syntyminen on suomalaisen omistajuuden kehittymisen edellytys. Esimerkiksi Kemiran myynti Paasikiville voidaan tulkita osoitukseksi siitä, että valtio haluaa osaltaan vahvistaa suomalaista omistajuutta. (Pynnä 2011) Länsimaiset valtiot ylipäättään eivät itse ota aktiivista isännän roolia mielellään ja siksi esimerkiksi kriisiaikoina tehtyjen toimenpiteiden osalta on yleensä laadittu myös irtaantumisstrategia (Löyttyniemi 2011, 9). Suomen kansantaloudelle ja muille kansallisille intresseille on edullista, jos yksityiset omistajakeskittymät toimivat aktiivisesti ja pitkäjänteisesti esimerkiksi kotimaassa tapahtuvien investointien kautta. Tällaisen omistajakulttuurin syntyminen muuttaisi todennäköisesti myös yrityskulttuuria omistajalähtöisemmäksi.

Omistajalähtöisyys ei ole ollut perinteinen ilmiö Suomessa. Suomalaista yrityskulttuuria on leimannut sen sijaan johtokeskeisyys. Lisäksi yritysten johtamista ohjasi alkujaan tuotantokeskeisyys ja myöhemmin asiakaskeskeisyys ennen nykyistä liikehdintää omistajakeskeisyyteen (Hirvonen ym. 2003, 61). Omistajalähtöisyys tarkoittaa käytännössä markkina-arvon maksimoimiseen tähtäävää johtamista. Omistaja luonnollisesti kannustaa johtoa tähän. Suomessakin yrityskulttuuri on siirtynyt omistajalähtöisempään suuntaan muun muassa juuri pääomamarkkinoiden kansainvälistymisen myötä. (Kallunki & Niemelä 2007, 50)

Jos kotimainen sinivalkoinen omistajuus vähentyy merkittävästi, voi syntyä kansallisesti kaksi erityistä uhkaa: *Kiina-ilmiö* ja *tytäryhtiötalous*. Vaikka ilmiöt käsitetään yleisesti uhaksi, liittyy niihin myös positiivisia kokonaistaloudellisia seikkoja (ks. Piippo 2003; Suni 2004). Kiina-ilmiö oli vahvasti esillä julkisessa keskustelussa etenkin 2000-luvun alussa. Tytäryhtiötalous on ajankohtaisempi ilmiö ja se liittyy olennaisemmin valtionomistajuuden nykytilan tarkasteluun.

Kiina-ilmiöllä tarkoitetaan yksinkertaistettuna länsimaisen tuotannon siirtämistä Kiinaan tai vastaavaan edullisen kustannustason maahan. Kiina-ilmiö on osa maailmantalouden tuotannonoptimointia, jonka rajoitteet ovat pienentyneet kehittyneen teknologian, pääoman liikkumisen vapauttamisen sekä kevennettyjen raja- ja tullimuodollisuuksien vuoksi. Tuotannonoptimointi on lisännyt maailmanlaajuista kilpailua, jonka vuoksi yritysten on kehitettävä kilpailukykyään muun muassa tuotantorakenteellisilla investoinneilla. Tuotannon siirtyminen esimerkiksi Kiinaan parantaa keskimäärin yritysten kannattavuutta, jolloin myös suomalainen kansantalous hyötyy. Kääntöpuolena on työllisyyspoliittisen tilanteen vaikeutuminen Suomessa. (Suni 2004, 124) Esiin on noussut myös mielipiteitä, jotka pitävät Kiina-ilmiötä enää myyttinä. Hiltusen (2011) mukaan Kiinassa toteutetaan ensinnäkin palkkatason merkittävää nostoa, jolloin sen houkuttelevuus tuotantolaitosten sijoituspaikkana laskee. Samalla Kiinassa tavoitellaan myös koulutustason ja tietointensiivisyyden nostoa. Toisekseen investoinnit Kiinaan johtuvat nykyään hyvin usein maan suurista ja kehittyvistä sisämarkkinoista. (ks. Kiina-ilmiö... TS 20.5.2011)

Tytäryhtiötalous-termiä alettiin Suomessa käyttää 1990-luvulla. Tytäryhtiötalous käsitetään Suomessa taloudessa vallitsevaksi tilaksi, jossa kotimaassa toimivat yritykset myydään ulkomaiseen omistukseen ja yhtiöiden pääkonttorit siirretään ulkomaille. Ilmiötä on pidetty Suomessa ennen kaikkea haitallisena. Johtopäätöstä voi pitää ainakin osin virheellisenä, koska ilmiöllä on kansallisesti myös positiivisia vaikutuksia. Lisäksi ulkomaista omistusta ja tytäryhtiötaloutta syytetään asioista, jotka johtuvat epäedullisesta kansallisesta elinkeinopolitiikasta. Ongelmana on nimittäin useimmiten yritysten liiketaloudellisiin periaatteisiin perustuva tarve siirtää toiminto pois Suomesta. Toisin sanoen tämä todistaa, että Suomessa on paljon kiinnostavia yrityksiä, mutta

paikallinen toimintaympäristö ei houkuta omistajia pitämään niitä maassa. (Piippo 2003) Monissa tapauksissa kannattamattomasta suomalaisyrityksestä on tullut menestyksekkäs vasta, kun se on tullut osaksi suurempaa kansainvälistä yritystä tai osaksi kansainvälistä alihankintarakennetta (Tytäryhtiötalous... KL 14.1.2005).

Valtiolta vaaditaan selkeää linjausta suhtautumisessa tytäryhtiötalouteen. Tytäryhtiötaloudessa mahdollinen uhka on se, etteivät ulkomaiset omistajat investoi alueilla, joissa ei ole raaka-aineita tai loppuasiakasmarkkinoita. Suomen kohdalla tilanne on usein tällainen. Suomi on hyvin pieni markkina-alue, jonka yksittäiset ulkomaiset investoijat näkevät usein vain osana pohjoismaisia markkinoita. Lumijärven mukaan investointien vähentyminen saattaa johtaa kerrannaisvaikutuksineen muun muassa työllisyyden vähentymiseen, pörssin toimialojen supistumiseen ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kuihtumiseen. Valtion pitäisi siten tarkastella yksityistämistä kriittisesti monissa tapauksissa ja suojella omistajana omia etujaan. (ks. Kulmala 2003) Valtio onkin hillinnyt omistusten yksityistämistä viime vuosina ja pyrkinyt vakiinnuttamaan nykyisen omistajarakenteen, jossa valtioneuvoston kanslia omistaa markkinaehtoisesti toimivia valtionyhtiöitä ja osakkuusyhtiöitä ja Solidium toimii lähinnä pörssiomistusten holding-yhtiönä.

Jos valtio luopuisi pörssiomistuksistaan, ulkomaalaisomistuksen kasvaminen niissä olisi todennäköinen tulema. Löyttyniemen (2011, 20, 40–41) mukaan tytäryhtiötalouden kiihtymisestä tulisi ajan kysymys, Helsingin pörssi pienentyisi ja mahdollisesti myös maan työllisyys ja kansallisten resurssien käyttäminen muissakin muodoissa heikkenisivät. Valtion yhtiöomistus vaikuttaisi näin ollen valtion varallisuusaseman ja säästämisen lisäksi kansallisen elinkeinoelämän vahvuuteen. Omistajuus vaikuttaa siten pääkonttorin sijaintiin, joka edelleen vaikuttaa Suomeen kohdistuvaan tulovirtaan, edellä mainittuun kansallisten resurssien käyttöön sekä eri tavoin huoltovarmuuden tasoon.

2.2 Lainsäädäntö

Valtion markkinaehtoista yhtiöomistajuutta koskevan tutkimuksen kannalta keskeisimmät lait ovat osakeyhtiölaki ja laki valtion yhtiöomistajuudesta ja

omistajaohjauksesta eli niin sanottu valtionyhtiölaki (ks. liite 2). Yhtiöiden toiminta ylipäätään perustuu osakeyhtiölakiin, ja valtio-omistajan toimintaa ohjaa valtionyhtiölaki. Myös laki huoltovarmuuden turvaamisesta on hyvin merkittävä, koska se määrittää perusteet suurelle osalle valtion omistuksista. Julkisesti noteeratuissa yhtiöissä arvopaperimarkkinalaki luo puitteita yhtiöomistamiselle. Lisäksi arvopaperimarkkinalaki määrittää omistus- ja yritysjärjestelyiden oikeudellisia raameja. Osaa valtionyhtiöistä säännellään toimialaa koskevalla erityislainsäädännöllä ja kokonaisuudessaan valtion yhtiöomaisuuden hallinnointia normitetaan myös valtioneuvoston periaatepäätöksillä (Valtionomistus – lainsäädäntö). Erityislainsäädäntö koskee lähinnä erityistehtäväyhtiöitä, mutta myös osaa markkinaehtoisesti toimivista yhtiöistä.

2.3 Corporate Governance

Corporate governancella tarkoitetaan yleisesti hyvää hallinto- ja ohjausjärjestelmää. Käsitteen määrittely on kuitenkin aiheellista tehdä tavoitelähtöisesti, koska se sisältää lukuisia näkökulmia. Suomessa corporate governance -viitekehys muodostuu keskeisimmin lokakuussa 2010 voimaan astuneesta Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodista sekä sitä tukevasta keskuskauppakamarin kannanotosta listaamattomien yhtiöiden hallinnoinnin kehittämistä. Kansainvälisistä standardeista valtionomistusta ohjaa keskeisesti OECD:n ”Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises” -julkaisu vuodelta 2005 (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 31).

Corporate governance on järjestelmä, jolla haetaan omistajien ja johdon intressien oikeaa tasapainoa yrityksessä. Suppeimmillaan järjestelmä käsittää yritysjohton toiminnan valvonnan, jolloin tarkastellaan johdon ja omistajien suhdetta oikeudellisessa viitekehyksessä. Corporate governance sisältää myös rakenteet, joiden avulla asetetaan yrityksen tavoitteet sekä määritellään niiden saavuttamisen keinot ja toiminnan valvonta. Edelleen järjestelmää voi laajentaa huomioimaan myös esimerkiksi yrityksen lainoittajat, koska edellä kuvatut toimet omistaja-arvon kasvattamiseksi edellyttävät yhteistyötä ja informaation jakamista johdon ja tärkeimpien rahoittajien kesken. Corporate governance -järjestelmän tavoitteena on siten vähentää tuoton kerryttämisen

kannalta negatiivisten päätösten mahdollisuutta ja reagoitua niihin. (Kaisanlahti 2001, 14)

Corporate governance on Suomessa jäsenetty myös kaksijakoisesti ulkoiseen ja sisäiseen osaan. Ulkoinen corporate governance tarkoittaa osakkaiden vallankäyttöä yhtiökokouksessa ja sisäinen corporate governance yhtiön johtamista yhtiökokousten välillä. (Hirvonen ym. 2003, 28) Corporate governance -koodi perustuu lainsäädäntöön ja jäljelle jäävä osa luetaan velvoitteiksi. Sen noudattamisessa sovelletaan noudata tai selitä -periaatetta (Comply or Explain) eli jos yhtiö poikkeaa koodista, sen pitää antaa poikkeamasta selostus perusteluineen. (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, 6)

OECD:n julkilausumien mukaan hyviksi corporate governance -periaatteiksi on tunnustettu osakkaiden oikeuksien turvaaminen, osakkaiden tasavertaisuus, muiden sidosryhmien asema corporate governancessa, tietojen julkistaminen ja transparenttisuus sekä hallituksen tehtävät. (Kaisanlahti 2001, 16) OECD:n valtionomistusta koskeva standardi on Suomessa toteutunut hyvin lukuun ottamatta sääntelyn ja omistajaohjauksen erottamista toisistaan. Erityistehtävayhtiöiden omistajaohjaus hoidetaan edelleen usein samassa ministeriössä kuin toimialan sääntely. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 31) Valtion markkinaehtoisesta portfolioista erityistä julkisuutta on saanut energiayhtiö Fortumin tapaus. Ongelma johtui asetelmasta, jossa energia-alan sääntelystä vastaava kauppa- ja teollisuusministeriö hoiti Fortumin omistajaohjausta ja oli asettanut kansliapäällikön eli ylimmän virkamiehensä Fortumin hallitukseen. Sijoittajamarkkinoilla epäiltiin vahvasti, että Fortumin kautta harjoitetaan liiketoiminnan ohella suomalaista energiapolitiikkaa vähemmistöomistajien tavoitteiden kustannuksella. (Hirvonen ym. 2003, 41)

Olennainen corporate governance -kysymys valtion osalta on, kuka tai mikä määrittää valtio-omistajan tahtotilan suhteessa sen omistamiin yhtiöihin. Selkeä määritelmä, jota noudatettaisiin myös tosiasiallisesti, on corporate governance -ohjeistuksen mukaista. Edelleen, on myös tärkeää ymmärtää valtion mahdollisuudet käyttää omistusosuuden mukaista omistajavaltaa näissä yhtiöissä. Valtion heikkoudeksi on havaittu corporate governance -säännön ylikorostaminen, mikä ilmenee siten, että valtio jättää käyttämättä omistusosuuden oikeuttamaa valtaa vähemmistöomistajien tahdon alistamisen pelossa.

(Luoma 2011) Ulkoisen corporate governance -ohjeistuksen ajatuksena ei nimittäin ole tasapäistä, vaan tasapainottaa yhtiön hallintoa.

2.4 Agenttiteoria, palkitseminen ja pehtorimalli

Agenttiteorian mukaan johtajat eivät välttämättä toimi omistajien saaman tuoton maksimoimiseksi suurissa yrityksissä ilman, että yritysten hallinnolliset rakenteet järjestetään suojaamaan omistajien intressiä (Jensen & Meckling 1976, 6). Agenttiteorian lähtökohtana on siten ”miten toimija toimisi omistajan tavoin” -ongelma. Ongelman mikrotalousteoreettinen ratkaisu perustuu tehokkaiden markkinoiden olemassaoloon eli havaintoon siitä, että bruttokansantuotos maksimoituu, kun yksilöiden palkka perustuu heidän rajatuotokseensa, jonka he pyrkivät edelleen maksimoimaan. Tällöin syntyy tarve optimaaliselle palkitsemisjärjestelmälle. Ongelmaksi jää edelleen rajatuoton mittaaminen, joka on käytännössä erittäin haasteellista. 1970-luvulla palkitsemis-tematiikka johti viralliseen päämies-alainsuhteen teoretisointiin. Yhtenä ratkaisumallina oli agency-teoria, jonka sovellukset ulottuvat johdon palkitsemisjärjestelmästä ja johdon laskentatoimesta aina rahoituksen teoriaan sekä yrityksen talousteoriaan saakka. (Lumijärvi 1987, 4)

Agenttiteoriassa tarkastellaan agentin ja päämiehen välisen sopimuksen tekemistä, toteuttamista ja valvontaa. Agenttiteoria on riippuvainen edellä mainitusta kansantaloudellisesta raja-analyysistä agentin käyttäytymisstandardin rajoitteet kuitenkin huomioiden. (Lumijärvi 1987, 6) Agenttiteorian perussovellus yritysmaailmassa on asetelma, jossa omistaja on päämies ja toimiva johto hänen agenttinsa. Johdolla pitää olla koulutus ja kokemus hoitaa tehtävä, jotta se saa toimeenpanovallan. Päämiehellä eli omistajalla on valvontavastuu. Omistaja-päämies haluaa tuottoa sijoittamalleen pääomalle. Valtio-omistajan tavoite voi olla moninaisempi, mutta sekin haluaa vastineen sijoitukselleen. Johtaja-agentti ei usein toimi täydellisesti omistajan päämäärän mukaisesti. Tästä syntyy agenttikustannus. Jos agentti toimii täysin omistajan tahdon ja päämäärän mukaisesti, agenttikustannusta ei synny. (Hirvonen ym. 2003, 30–31)

Rahoitusteorian nykytutkimuksessa toimitaan nimenomaan olettamuksessa, että lähtökohtaisesti omistajien ja johdon intressit poikkeavat toisistaan. Kuka tahansa voi sijoittaa pörssiosakkeisiin ilman halua, kykyä tai aikomusta johtaa yhtiötä. Sijoittaja ainoastaan odottaa tuottoa eli taloudellista lisäarvoa riskinkantamisesta. (Kaisanlahti 2001, 11) Yritysjohto on palkattu ajamaan osakkaiden etua ja se on useimmiten sidotumpi yhtiön menestykseen. Omistajan asemaan perustuva riski on pienempi, koska omistaja voi hajauttaa sijoituksensa ja sitä kautta riskin. Tämän vuoksi se on johtoa valmiimpi riskinottoon, ellei johdon palkkausta ole kytketty yhtiön markkina-arvoon. (Puttonen 2004, 45–46) Intressien erosta aiheutuu tehokkuustappioita eli agenttikustannuksia. (Kaisanlahti 2001, 11)

Lisäksi agenttikustannuksia aiheutuu ulkopuolisen johdon ja omistajan erilaisista tiedonsaantimahdollisuuksista. Teoriakirjallisuus puhuu informaation epäsymmetrisyydestä. Johdolla on paras tieto yrityksen päivittäisestä liiketoiminnasta. Etenkin julkisesti noteeratuissa yhtiöissä omistajat saavat informaation yhtiön toiminnasta määrämuotoisena ja samassa mitassa kuin muutkin sidosryhmät. (mm. Puttonen 2004, 46) Jensenin ja Mecklingin (1976, 5-6) mukaan agenttikustannukset ovat päämiehelle agentin valvonnasta aiheutuvien kustannusten (monitoring costs), agentille päämiehen vakuuttamisesta koituvien kustannusten (bonding costs) sekä agentin muista kuin omistajalähtöisistä päätöksistä aiheutuvien jäännöstappioiden (residual loss) summa.

Agenttikustannusten suuruutta on hyvin vaikeaa laskea tarkalleen. Rahoitusteoria ei ole pystynyt kertomaan kuinka merkityksellisiä ne ovat. Olennaisempaa on kumpi osapuoli ne kantaa. Omistajat pyrkivät minimoimaan agenttikustannukset jo rekrytointivaiheessa. Omistajat voivat esimerkiksi tarjota suurempaa korvausta johtajalle, joka on aiemmassa työssään osoittanut toimivansa omistajalähtöisesti kuin johtajalle, jolla on ollut toisenlaisia taipumuksia. Yritysjohtaja kantaa agenttikustannukset, jos omistaja-päämies osaa arvioida oikein agenttiongelman vaikutukset ja toimia sen mukaisesti. Kun johtaja on palkattu, hänen kannalta suosiollista onkin vakuuttaa osakkaat siitä, että toiminta on omistajalähtöistä. Jos osakkaat ovat epäileväisiä, he nostavat tuottovaatimustaan jättäen johdolle vähemmän liikkumavaraa. (Kaisanlahti 2001, 12) Agenttikustannusten laskusta ja pienuudesta hyötyvät sekä päämies että agentti. Haitallisimmaksi kustannustaso

nousee, kun intressit ovat keskenään huomattavan erilaisia ja informaation hankkiminen luo jatkuvia kustannuksia. (Lumijärvi 1987, 16)

Agenttiteorian kannalta mielenkiintoista on myös stakeholder-ajattelu, jota rahoitusteoriakin tukee. Stakeholder-näkökulmasta työntekijät, tavarantoimittajat ja velkojat ovat omistajan kanssa samassa asemassa sikäli, että kaikkien suhde yhtiöön perustuu sopimukseen ja yhtiön menestyminen vaikuttaa niihinkin. Tässä lähestymistavassa omistaja tulkitaankin lähinnä jäännösrisikin kantajaksi, koska omistajalla on viimeisenä oikeus yhtiön varoihin. Toki omistajalla on oikeus tuotettuun taloudelliseen lisäarvoon. Yrityksen menestys on joka tapauksessa kaikkien etu. (Kaisanlahti 2001, 13) Agenttikustannukset voivatkin tarkoittaa myös kustannuksia erilaisista tavoitteista yrityksen tärkeimpien sidosryhmien välillä. Käytännössä kustannusten muodostumisessa nähdään eroa perheyrityksien ja esimerkiksi listattujen yhtiöiden välillä. Perheyritysten kasvullisuus yhdistetään sidosryhmissä usein myös vastuullisuuteen, joka pienentää sidosryhmien yritykseltä vaatimaa riskipreemiota verrattuna pääosin institutionaalisesti omistetuilta yhtiöiltä vaadittuun preemioon. (Puttonen 2004, 45–46) Suomessa muiden sidosryhmien kuin omistajien vaikutusvalta yritysjohtoon on ollut merkittävämpi kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa (Hirvonen ym. 2003, 62) Knüpfer ja Puttonen (2007, 24) näkevät, että omistajien ja vieraan pääoman ehtoisten rahoittajien välillä vallitsee usein ristiriitainen tilanne, koska omistaja on halukkaampi lisäriskinottoon kuin muu rahoittaja. Tämä johtuu siitä, että lainoittaja ei hyödy lainoituspäätöksen jälkeen otetusta lisäriskistä, vaan usein päinvastoin. Omistajalle riskinotto saattaa puolestaan tuoda merkittäviäkin lisävoittoja. Yhtenä ratkaisumallina ongelmaan nähdään välirahoitus, jolla myös lainoittaja hyötyy mahdollisista lisävoitoista.

Agenttisuhteen pyrkimyksenä on jakaa päämiehen ja agentin kannalta optimaalisesti toiminnasta saatava tulo ja sen aiheuttama riski. Tulon ja riskin jakamisjärjestelyä kutsutaan (työ-) sopimukseksi. (Lumijärvi 1987, 10) Agenttiongelman ratkaisuna käytetäänkin pääasiassa taloudellisia kannustimia. Näillä kannustimilla yritysjohtolta saadaan takeet omistajalähtöisestä toiminnasta, koska käytännössä johto menettää määrätyn taloudellisen etuuden, jollei työskentely ole sovitunlaista. (Kaisanlahti 2001, 11) Yksinkertainen ratkaisu tähän on sitoa agentin palkkio yrityksen markkina-arvoon.

Rahoitusteoria kannustaa markkina-arvon korostamista tavoitteena, koska markkina-arvo kestää ajan yli ja huomioi riskejä toisin kuin esimerkiksi liikevoiton optimointi. Lisäksi markkina-arvon maksimoiminen suojaa yhtiötä valtausyrittäyksiltä. (Kallunki & Niemelä 2007, 40–41)

Agentin saama palkkio riippuu aikaansaadusta tuloksesta, ympäristön tilasta ja valitusta toimenpiteestä siten, kun ne ovat päämiehen tarkkailtavissa. Omistaja haluaa maksimoida yrityksen tuloksesta odotetun hyödyn, josta agentin palkkio on jo maksettu. Omistajan tehtävänä on valita palkkiojärjestelmä, joka muodostaa omistajan odotetun hyödyn mahdollisimman suureksi, kun agentti maksimoi omaa hyötyfunktioaan. Tosin ongelmia esiintyy silloin, kun omistaja ja johtaja suhtautuvat riskiin eri tavoin. Päämiehen oletetaan kuitenkin olevan asemassa, jossa hän vastaa palkkiojärjestelmästä ja pyrkii järjestämään tilanteen, jossa kaikki toiminnan parannukset ovat päämiehelle eduksi. Agenttiteoria korostaa myös, että täydellisesti rakennettu palkkiojärjestelmä minimoi ylimääräisiä kustannuksia omistajien ohella johdolta ja yritykseltä sidosryhmineen hyödyttäen kaikkia osapuolia. (Lumijärvi 1987, 12–13)

Agenttisuhteen ja kannustimien soveltaminen valtiolle on monimuotoista, kun päämies-agentti-asetelma ketjuuntuu. Eduskunta on kansalaisten agentti, valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikkö tai vastaava ministeri on eduskunnan agentti, Solidium on omistajaohjausyksikön agentti ja valtion osakkuusyhtiön johto Solidiumin tai omistajaohjausyksikön agentti. Agenttisuhteista voi muodostua useita variaatioita näkökulmasta riippuen. Valtionhallinnon virkamiesten ja finanssineuvosten rooli on tarkastelussa merkityksellinen, koska he toteuttavat yhtiöiden omistajaohjausta käytännössä. Lisäksi moni yhtiöiden hallituksissa ja toimivassa johdossa työskentelevistä omaavat aseman useammassa kuin yhdessä valtio-omisteisessa yhtiössä. Tällöin on huomioitava moninaisempi joukko yksilötason intressejä, mikä tekee haasteelliseksi kannustimien rakentamisen yhteistä tahtotilaa palveleviksi.

Kaikissa pörssinoteeratuissa valtionyhtiöissä oli käytössä osakejohdannainen palkitsemisjärjestelmä jo 2000-luvun alussa (Hirvonen ym. 2003, 40). Valtioneuvoston talouspoliittinen ministerivaliokunta teki vuonna 2009 kannanoton, joka on valtio-omistajan ohje yritysjohdon palkitsemisesta ja eläke-etuuksista. Ohjeen lähtökohtana

on, että palkitsemisen pitää kohtuullisuuden rajoissa mahdollistaa kilpailu parhaiden osajien hankkimisesta eri avaintehtäviin. Näin ollen palkkioiden pitää olla markkinatasoisia. Palkkion pitää koostua kiinteästä palkasta sekä mahdollisesta ylittävistä osasta, joka perustuu yhtiötä ja omistajia hyödyttävään hyvään suoritukseen, eikä ainoastaan lyhytjänteiseen riskinottoon. Palkitsemisjärjestelmän pitää koskea yritysten koko henkilöstöä. (Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 2009; Valtioneuvoston periaatepäätös 2011, 6-7)

Agenttiteorian johdannainen on niin sanottu pehtorimalli (Stewardship model). Pehtorimallissa johtajan tavoitteen oletetaan olevan organisaation kannalta hyvän työn tekeminen. Toisin kuin agenttiteoriassa, pehtorimallissa ei nähdä ristiriitaa omistajien ja johtajien tavoitteiden välillä eikä johtajalla ylipäätään motivaatio-ongelmaa. Pehtorimalli korostaa luottamusta ajurina omistajan ja johdon välillä palkitsemisjärjestelmän sijaan. Pehtorimalli esittää, että organisaation ja sen johdon menestyminen riippuu ainoastaan organisaation rakenteesta. Organisaation rakenne joko voimistuttaa tai lamaannuttaa johdon kykyä tehdä tuloksellista työtä. Pehtorimallin hyödyntäminen soveltuu parhaiten amerikkalaiseen liiketoimintaympäristöön, koska se paneutuu paljolti tilanteisiin, joissa hallituksen puheenjohtaja ja toimitusjohtajan roolia hoitaa yksi henkilö, CEO (Chief Executive Officer). Tällainen niin sanottu *CEO duality* johtaa pehtorimallin mukaan suurempaan pääoman tuottoon ja siksi malli korostaa kyseistä rakennetta. (Davis & Donaldson 1991, 51–53) Suomessa etenkin valtiomisteisissä yhtiöissä tällaista asetelmaa ei juuri esiinny. Pehtorimalli ei kuitenkaan ole kelvoton teoria sovellettavaksi suomalaisen valtion omistajaohjausympäristöön, sillä mallin perusolettamukset yksilön motivaatiosta ja rajoitteista ovat usein yhtä tosia kuin agenttiteorian vastaavat oletukset.

3. Omistajuus valtionhallinnossa

Omistajuus valtionhallinnossa -osiossa käsitellään valtio-omistamisen lähihistoriaa sekä valtion julkista omistajastrategiaa ja etenkin valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikön ja Solidiumin roolia. Tutkimusongelman näkökulmasta on lisäksi valaisevaa esittää empiirisiä esimerkkejä valtion tekemistä omistusjärjestelyistä sekä erityisesti tarkastella nykyisiä kannustinjärjestelmiä ja vaikuttimia, jotka ohjaavat valtio-omistajan ratkaisuja käytännössä.

3.1 Lähihistoria

Valtion yhtiöomistamisen ja omistajaohjauksen lähihistorian voidaan tämän tutkimuksen näkökulmasta katsoa alkaneen 1980-luvun alkupuolella, jolloin valtioneuvosto virallisti periaatepäätöksellään ensimmäistä kertaa nykymuotoa muistuttavat valtio-omistamisen intressit eli taloudelliseen pragmatismiin perustuvan omistajuuden. 1990-luvun alussa valtionhallinnossa vallitsi jo laajalti tahto edistää markkinoiden toimintaa ja kilpailullisuutta. Suora esimerkki tästä oli osakkeiden ulkomaalaisomistusten rajoitusten poistaminen. (Rytteri 2009, 277) Laajan ulkomaisen omistuksen salliminen oli ehdoton edellytys valtion aloittamalle yksityistämisprosessille, sillä kotimaassa niin julkisen kuin yksityisenkään sektorin sijoitettava varallisuus ei olisi riittänyt etenkään pörssiyhtiöiden pääomahuollon takeeksi. (mm. Pynnä 2011) Näiden taustojen perusteella 1980- ja 1990-luvun vaihe on erityisen keskeisessä roolissa lähihistoriassa. Yhtä merkityksellisiä rakenteellisia muutoksia nähtiin seuraavan kerran vasta 2000-luvulla, kun omistukset keskitettiin valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosastoon ja Solidiumin yhtiöportfolioon.

Valtio-omisteisten yhtiöiden lukumäärä kaksinkertaistui vajaassa kahdessa vuosikymmenessä 1980-luvulta 2000-luvulle tultaessa. 1980-luvulla valtio-omisteisia yhtiöitä oli kaikkiaan noin 25. Valtion portfolioissa oli samoja yrityksiä kuin nykyään: Oy Alko Ab, Enso-Gutzeit Oy ja Veitsiluoto Oy eli nykyinen Stora Enso Oyj, Finnair Oy, Imatran Voima Oy ja Neste Oy eli nykyinen Fortum Oyj, Kemira Oy, Outokumpu Oy sekä Rautaruukki Oy. Alkoa ja Finnairia lukuun ottamatta valtionyhtiöinä oli ainoastaan teollisuusyrityksiä. Valtionyhtiöiden merkitys kansantaloudelle oli hyvin

suuri. Osuus teollisuuden investoinneista oli noin neljännes ja viennistä noin viidennes. Yhtiöt olivat valtion enemmistöomisteisia eikä portfoliota ollut tarvetta erityisesti jäsenellä. Vasta 1990-luvun puolivälissä omistuspohjan laajennettua esiteltiin esimerkiksi valtionyhtiöiden vuosiraportissa erikseen valtionyhtiöt ja osakkuusyhtiöt. Vuoteen 1997 mennessä valtiolla oli omistuksia jo yli 40 yrityksessä ja vuonna 2004 50 yrityksessä. (Valtionyhtiöt-vuosikertomukset 1983–2004) On tärkeä muistaa, että omistukset lisääntyvät myös valtion toimintojen ja liikelaitosten yhtiöittämisen kautta eli valtio ei ole niinkään hankkinut vain uusia omistuksia markkinoilta.

1990-luvun alkupuolella hallitus linjasi jo, että valtionyhtiöitä pitää kehittää ja johtaa ensisijaisesti liiketaloudellisin perustein, koska Suomeen oli jo vakiintunut teollinen perusta ja kansantalouden infrastruktuuri. Siten hallitus omaksui aikaisempaa aktiivisemmän omistajaohjauksen, joka tähtäsi yritysten kilpailukyvyn parantamiseen. (Valtionyhtiöt 1993, 3) 1990-luvulla valtio-omistajan rooli olikin erittäin aktiivinen ja yhtiöitä koskeva päätöksenteko tapahtui nimenomaan valtio-omistajan toimesta. Nykyään valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden hallitukset toimivat itsenäisinä päätöksentekijöinä. Pynnän (2011) mukaan muutos perustuu valtionhallinnon omaan linjaukseen, jonka taustalla ovat sekä kansainväliset että kotimaiset corporate governance -suositukset.

Valtionyhtiöiden kilpailukyvyn edellytykseksi havaittiin turvattu pääomahuolto ja pääomarakenteen vahvistaminen. (Valtionyhtiöt 1993, 3) 1990-luvun alussa Suomessa elettiin lama-aikaa, eivätkä julkisen talouden varat enää riittäneet valtionyhtiöiden pääomahuollon takeeksi. Sen vuoksi tuli kysymykseen valtionyhtiöiden listaaminen pörssiin. Pörssilistauksen tavoitteena oli uusien pääomien hakeminen yhtiöille sekä myyntitulojen saaminen valtiolle. Ulkomaalaiset sijoittajat merkitsivät pääsääntöisesti uusista osakkeista suuren enemmistön. Valtio halusi yhtiöihin edelleen kotimaista omistusta, joten kotimaisille sijoittajille rakennettiin esimerkiksi erilaisia bonusosakkeita, mutta niiden osuus merkinnöistä jäi silti alle 15 prosenttiin. (Pynnä 2011) Ensimmäisenä valtionyhtiönä Helsingin pörssiin listautui Finnair helmikuussa 1988 (Parker 1999, 13). Myös Outokumpu, Rautaruukki ja Valmet listautuivat vielä 1980-luvun lopulla (Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 9).

Valtiolla oli selvä tavoite yksityistää merkittävästi omistamiaan yhtiöitä, koska yksityistäminen nähtiin tärkeäksi osaksi yleistä taloudellista muutosta. 1990-luvun alun lama-aika asetti hidasteita yksityistämislle, mutta vuodesta 1993 lähtien vauhti alkoi taas kiihtyä (Parker 1999, 13). Hallitus halusi vastata yhtiöiden pääomatarpeisiin, parantaa niiden pääomarakennetta, edistää niiden kansainvälistä kilpailukykyä sekä yleisemmin avointa ja markkinaehtoista kilpailua. Valtiovallan tehtäväksi ei muutenkaan katsottu enää palveluiden ja hyödykkeiden tuottamista. Valtio ohjasi järjestelmällisestä yksityistämisestä syntyneen tuoton kasvupotentiaalia omaavien toimialojen pääomittamiseen ja muuhun tukemiseen. Valtio linjasi yksityistämisen prosessin täysin pragmaattiseksi perustellen sitä ensisijaisesti kansallisen kilpailukykyyn lähtökohdilla. Vaikka valtion linja oli etupäässä pragmaattinen, vaikutti järjestelmälliseen ja nopealla tahdilla 1990-luvulla edenneeseen yksityistämiseen myös ideologiset seikat. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 6-8) Tätä tukee se, että yksityistämisen perusteluiden yhteydessä painotettiin valtion ja hallituksen perustehtävää, joka ei ole yhtiöiden omistaminen.

Valtio-omistajan toimintaa leimasikin vielä 1980-luvulla tietty poliittisuus. Monet katsoivat valtion rooliksi sosialistisen yhteiskuntaomistajuuden, jonka lähtökohdina piti olla muun muassa aluepoliittiset tekijät ja työllisyys. Valtion omistajaohjauksen keskiössä toimineessa kauppa- ja teollisuusministeriössä oli jo tuolloin kuitenkin näkemys, että yhtiöiden taloudellinen menestyminen oli edellytys niiden toiminnalle ja myös valtio-omistajalle. (Pynnä 2011) Myös Rytterin (2009) mukaan valtio-omistus on ollut poliittisen oikeiston ja vasemmiston välinen kiistakysymys. Oikeisto pyrkii valtion mahdollisimman vähäiseen osallistumiseen markkinoiden ja talouselämän toimintaan, kun taas vasemmisto haluaa edistää markkinoiden kontrollia sekä asettaa muitakin kuin liiketaloudellisia tavoitteita valtionyhtiöille. Vaikka valtionyhtiöiden yksityistäminen on nähty siten arkanakin kysymyksenä, on Suomen poliittisen johdon ja hallituksen linja tukenut yksityistämisen prosessia johdonmukaisesti Holkerin hallituksesta lähtien, sillä myös sekä Ahon että Lipposen hallituksen jatkoivat sitä (Parker 1999, 12; Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 9-10).

Valtio listasi 1990-luvulla yksityistämishjelmalle seitsemän pääperiaatetta. Ensinnäkin jokainen yhtiö tuli käsitellä omana tapauksenaan. Sama päti myös eduskunnan

lähestymiseen myyntivaltuusasioissa. Toisen periaatteen mukaan yksityistämisen pitää johtaa yhtiöiden mahdollisimman laajaan ja vakaaseen omistuspohjaan. Erityisesti suomalaisomistusta pyrittiin painottamaan. Kolmas periaate korosti osakeantien oikeanlaista hinnoittelua. Neljännen periaatteen mukaan ulkomaisen pääoman ja omistuksen tuli olla tasa-arvoista kotimaisen kanssa. Viides periaate linjasi, että osakeanteja pitää kohdistaa valtionyhtiöiden henkilöstölle niin paljon kuin mahdollista. Kuudes periaate painotti omistusosuuden ja hallituspaikkojen vastaavuutta. Eli uudella omistajalla pitää olla mahdollisuus omistusosuuttansa vastaavaan ääneen yhtiön hallituksessa. Sama pätee yhtiöiden muihinkin hallintoelimiin. Viimeisen periaatteen mukaan Suomen teollisuuden kehitystarpeet täytyy huomioida valtionyhtiöiden myynnistä saatavien ja muiden tulojen hyödyntämisessä. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 10) Yksityistämishjelman puitteissa valtio-omistaja on luopunut omistuksesta kokonaan tai vähintään määräysvallasta kaikkiaan 25 yhtiössä. Kuluneen kymmenen vuoden aikana se on toiminut näin kymmenen yhtiön kohdalla. (Valtionomistus – yksityistäminen)

Seuraavat merkittävät rakenteelliset muutokset valtion omistajaohjauksessa tehtiin vasta 2000-luvulla. Vielä 2000-luvun alussa omistajaohjausta hoidettiin eri ministeriöissä ja päävastuu oli kauppa- ja teollisuusministeriössä (Hirvonen ym. 2003, 38). Omistajaohjauksen keskittäminen valtioneuvoston kansliaan tapahtui toukokuussa 2007. Uuteen omistajaohjausosastoon siirrettiin virkamiehiä useista ministeriöistä. Osaston vastuulle tuli 39 markkinaehtoisesti toimivan yhtiön omistajaohjaus. Valtio pyrki keskittämisellä sekä määrittämään että eriyttämään entistä vahvemmin poliittisen ja markkinaehtoisen omistajuuden tavoitteet. Valtio halusi ammattimaistaa markkinaehtoisten yhtiöiden omistamista. (Valtion yhtiöomistus 2007, 7) Pian tämän jälkeen Solidiumin tehtäväksi osoitettiin lokakuussa 2008 hoitaa valtion omistajaohjausta kahdeksassa ei-strategisessä pörssiyhtiössä. Omistajaohjauksen vastuuministeri määrätti Solidiumin tehtäväksi sinivalkoisen omistajuuden vahvistamisen ja vakauttamisen sekä optimaalisen kokonaistuoton saavuttamisen. (Solidium – historia)

3.2 Valtion julkinen omistusstrategia

Suomen valtiolla on merkittävä omistus useissa suomalaisissa suuryrityksissä ja siten myös sen rooli elinkeinoelämän rakentajana on poikkeuksellisen korostunut. Suomalaisista pörssiyhtiöistä on kansallisessa omistuksessa erittäin suuri osa yleiseen länsimaiseen tasoon verrattuna (Puttonen 2004, 48). Esimerkiksi vuonna 2010 liikevaihdoltaan Suomen kymmenestä suurimmasta yrityksestä puolet oli valtionyhtiöitä tai valtion osakkuusyhtiöitä (Talouselämä 500). Valtion tavoitteet ja toiminta omistajana ovat määritettyinä valtioneuvoston periaatepäätöksessä.

Valtioneuvoston periaatepäätöksen (2011, 1-2) mukaan ”valtion omistajapolitiikan ja omistajaohjauksen ensisijainen tavoite on yhtiöiden kehittäminen ja omistaja-arvon pitkäjänteisen kasvun tukeminen”. Päätöksessä näiden tavoitteiden toteutumisen lähtökohtina ovat omistajan käyttäytyminen, hallitusnimitykset, johtamisresurssit ja johdon sitouttaminen sekä sidosryhmien huomioiminen. Valtio-omistajan tärkeimmät välineet ovat itsenäisen omistajastrategian valmistelu ja corporate governancen kehittäminen. Periaatepäätöksessä myös linjataan, että yhtiöihin liittyvät strategiset intressit ”täsmennetään ja julkistetaan” vuoden 2012 loppuun mennessä. Valtio-omistaja noudattaa yhtiöissä kilpailuneutraaliteettitavoitetta, jonka mukaan yhtiöiden toimintaperiaatteiden, rahoitusrakenteen ja tuottotavoitteiden pitää olla vertailukelpoisella tasolla saman toimialan yhtiöihin verrattuna.

Valtioneuvoston kanslian mukaan omistajapoliittinen päätöksenteko on perustettu jo kahden vuosikymmenen ajan kolmeen päälinjaukseen:

1. Yritysten talous ja valtiontalous on pidettävä erillään,
2. valtio tunnustaa yritysten toimielimet ja toimii vain omistajana sekä
3. yritysten omistusrakenne ei vaikuta niiden sääntelyyn ja liiketoimintaan.

Ensimmäinen linjaus tarkoittaa, että valtio-omistaja pääomittaa yhtiöitä vain, kun sille on markkinalähtöinen tai liiketoiminnallinen peruste. Näin ollen yritys rahoittaa

toimintansa samoin kuin yksityisessä omistuksessa olevat noteeratut tai noteeraamattomat osakeyhtiöt. Tämä antaa myös yrityksen johdolle samat toimintavapaudet kuin yksityisomisteisissa yhtiöissä. Mahdolliset poikkeukset ovat mahdollisia ainoastaan valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä tai tapauksissa, joissa muut omistajat hyväksyvät poikkeuksellisen menettelytavan. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 33).

Toinen linjaus edellyttää osakeyhtiölain mukaista toimivallan ja tehtävienjaon huomioimista yrityksen omistajaohjauksen järjestämisessä ja suorittamisessa. Omistajan vastuulla on siten pätevän ja toimintakykyisen hallituksen nimittäminen ja liiketoiminnan osalta ainoastaan arvioiva ja valvova rooli. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 34)

Kolmas linjaus mahdollistaa valtio-omisteisten yhtiöiden aidosti markkinaehtoisien toiminnan antaen yhtiöille normaaliin yritystoimintaan kuuluvan vapauden ja vastuun. Linjauksen osalta painotetaan myös selkeän tilaaja-tuottaja-asetelman luomista silloin, kun viranomaisen käyttää tilaamiseen valtion budjettivaroja. Tällöin tuottaja-organisaation omistajaohjausta pitäisi hoitaa eri taholta. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 34) Linjaus täydentää täten valtionalouden ja yritystoiminnan eriyttämisen vaatimusta.

Valtion omistajaohjauksen suunnittelu ja toteutus on jäsennelty staattiseen ja dynaamiseen puoleen. Staattinen puoli käsittää omistusten hoitamiseen liittyviä asioita eli varsinaisen omistajaohjauksen. Dynaaminen puoli taas sisältää kysymykset mitä valtion tulisi omistaa ja miten omistusjärjestelyt toteutetaan. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 2003, 16) Tämän jaottelun perusteella voidaan todeta karkeasti, että erityisesti Solidium hoitaa markkinaehtoisien yhtiöomistamisen staattista puolta valtioneuvoston kanslian kanssa. Dynaaminen puoli on monimuotoisempi ja sen hoitamiseen merkittävimmissä tapauksissa tulee valtuudet eduskunnalta.

Eduskunnalla on perustuslain mukainen parlamentaarinen finanssivalta. Siksi sillä on myös oikeus valvoa valtion yhtiöomistajuuden ja omistajaohjauksen kokonaisuutta. Eduskunnalla on useita keinoja valvontaan ja vaikuttamiseen. Esimerkiksi

omistajaohjausta koskevien lakien säätäminen, omistajaohjauksen kirjallisen raportoinnin käsittely eduskunnassa ja omistajaohjauksen toimijoiden sekä muiden asiantuntijoiden suullinen kuuleminen valiokunnassa ovat parlamentin toimintakanavia. Lisäksi omistajaohjausvaltaa käyttävällä ministerillä on yleinen parlamentaarinen vastuunalaisuus eduskunnalle. (Kankaanpää ym. 2011, 7)

Valtion yhtiöomistuksia ja omistajaohjausta markkinaehtoisissa yhtiöissä hoitavat valtioneuvoston kanslia ja Solidium. 2000-luvulla suoritettua omistusten keskittämistä pois ministeriöistä perustellaan muun muassa sillä, että se tehostaa yhtiökohtaista omistajaohjausta, selkeyttää valtion roolia omistajana ja ehkäisee budjettivarojen vuotamista yrityksiin (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 31). Omistajapolitiikan vastuunjakoon ei esitetty muutoksia hallitusohjelmassa vuosille 2011–2015. Tosin ohjelmassa todetaan, että valtion omaisuusvarannon hallitsemisen vaatimuksia on tarkasteltava ja tarvittaessa ryhdyttävä toimenpiteisiin niiden täyttämiseksi. (Hallitusohjelma 2011–2015, 79)

Valtioneuvoston kanslian linjauksen mukaan markkinaehtoisesti toimivien yritysten omistussuhteen oikeuttama päätösvalta ja yhtiökokouspäätöksenteko kuuluvat keskitetysti omistajaohjausyksikölle (Valtioneuvoston periaatepäätös 2011, 9). Käytännössä yksittäiset virkamiehet käyttävät siten omistajaohjauksessa hyvin merkittävää omistajavaltaa.

Leppämäen (2003, 253) mukaan valtion yhtiöomistamisen julkista strategiaa leimaa valtionhallinnon kykenemättömyys sitoutua omiin päätöksiinsä. Pääomistajaa vastaava taho arvomaailmoineen ja tavoitteineen vaihtuu neljän vuoden välein. Usein valtiota velvoitetaan omistajuuteen, koska sen katsotaan olevan omistaja, joka pitää automaattisesti liiketoiminnan kotimaassa kannattavuuteen katsomatta. Se ei kuitenkaan ole edes kansantaloudellisesti edullista ainakaan pitkällä aikavälillä. Se, millä valtio voi pitää liiketoimintaa Suomessa, on vakaa, pitkäjänteinen ja elinkeinoystävällinen politiikka, joka tekee maasta kilpailukykyisen investointikohteen. (ks. myös Puttonen 2004, 49)

Kriittinen tarkastelu valtion julkiseen omistajastrategiaan paljastaa paradoksin, jonka lähtökohtana on valtion rooli ja toimintamalli yhtiöomistajana. Paradoksin aiheuttaa se, että valtio on yhtä aikaa aktiivinen omistaja ja passiivinen sijoittaja. Valtion julkinen linjaus on se, että se toimii aktiivisena omistajana (mm. Valtioneuvoston periaatepäätös 2011). Kuitenkin se toimii usein kuin passiivinen sijoittaja. Luoman (2011) mukaan valtio pyrkii monilla omistuksillaan edistämään tiettyä intressiään, mutta kun vallankäyttötarve konkretisoituu, valtio usein välttelee sitä corporate governance - ohjeistukseen vedoten. Passiivinen sijoittaja tosin pyrkii aina tuottohakuiseen toimintaan ja riskin hajauttamiseen. Moni asia viittaa siihen, että valtio pyrkii hallitsemaan riskiä ja jopa ottamaan sitä itselleen (Pynnä 2011). Valtiolla on siten passiivisen, pitkäaikaisen sijoittajan piirteitä, vaikka se myös pyrkii olemaan aktiivinen omistaja.

3.2.1 Valtioneuvoston kanslia strategian toteuttajana

Valtioneuvoston periaatepäätöksen (2011, 5-11) mukaan valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto ”vastaa omistajaohjauksen linjausten valmistelusta ja omistajaohjauskäytäntöjen johdonmukaisuudesta”. Omistajaohjausosasto käy dialogia toimialakohtaisesti eri ministeriöiden kanssa, kun kyse on valtion strategisista intresseistä. Lähtökohdaksi on määritetty, että niistä huolehditaan omistajaohjauksen keinoin sääntelyn sijaan. Valtioneuvoston kanslia käyttää omistajavaltaa valtioneuvoston ja talouspoliittisen ministerivaliokunnan asettamien raamien mukaisesti. Omistajaohjaustoimenkuvaan sisältyy esimerkiksi hallitusten jäsenten ehdottaminen sekä yhtiökokoustoiminta ja yhtiökokousten välissä tapahtuva seuranta ja yhteydenpito.

Valtioneuvoston kanslia toimii valtion omistajaohjauksesta vastaavana organisaationa Finnair Oyj:n, Fortum Oyj:n ja Neste Oil Oyj:n enemmistöosuuksien lisäksi lähes kaikissa portfolion markkinaehtoisesti toimivissa listaamattomissa yhtiöissä sekä erityistehtävayhtiöistä Solidium Oy:ssä ja Governia Oy:ssä. (ks. liite 1) Valtioneuvoston kanslia on nimestään huolimatta myös ministeriö ja näin ollen siihen soveltuu laki valtion yhtiöomistajuudesta ja omistajaohjauksesta, joka määrittää omistajaohjauksesta vastaavan ministeriön toimivallan. Lain (5 §) mukaan vastuuministeriö käsittelee ja

ratkaisee valtion edustajan ohjeistuksen ja määräämisen yhtiökokouksiin, valtion omistajuuteen perustuvien oikeuksien hoitamista, yhtiöiden muun omistajaohjauksen sekä valtion myötävaikutuksen järjestelyihin, jotka aiheuttavat muutoksia äänivaltaosuuksiin ja joihin eduskunnan päätöstä ei vaadita.

Valtioneuvosto nimittää hallituskausittain omistajaohjauksesta vastaavan ministerin. Nimitys on poliittinen. Esimerkiksi Kataisen 1. hallituksen työnjaossa omistajaohjausasiat osoitettiin kehitysyhteistyöstä vastaavan ministerin salkkuun. Luoman (2011) mukaan tämä osoittaa, että omistajaohjausasiat eivät saa valtionhallinnon päätöksenteossa tärkeyttään vastaavaa painoarvoa. Käytännössä valtioneuvoston kansliassa omistajaohjausta hoitaa osastopäällikön johtama omistajaohjausosasto, joka koostuu finanssineuvoksista, asiantuntijoista ja virkamiehistä, joilla on yrityskohtaiset vastuut.

3.2.2 Solidium strategian toteuttajana ja strategian osana

Solidium Oy on kokonaan valtion omistama yhtiö, jonka tehtävänä on ”vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistustensa taloudellista arvoa”. Yhtiöjärjestyksessä sen toimialana on ”omistaa ja hallinnoida Suomessa toimivien yritysten osakkeita ja käyttää niissä omistajuuteen perustuvaa määräysvaltaa”. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 6) Solidiumin toimintaa johtaa sen hallitus. Valtioneuvoston kanslia vastaa Solidiumin omistajaohjauksesta.

Valtioneuvoston kanslian linjauksen mukaan Solidium on holdingyhtiö, jonka tehtävä on hallinnoida omistuksiaan. Solidium ei ole myyntiyhtiö, vaikka sillä on mahdollisuus tehdä tiettyjä omistusjärjestelyjä. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 35) Solidiumin käyttää niin merkittävää taloudellista valtaa kansallisesti, että siihen kohdistuvan corporate governancen pitää olla korostuneen oikeaoppista, läpinäkyvää ja hyvin toteutettua. Osakesalkun markkina-arvo oli vuoden 2010 lopussa jo yli 9,5 miljardia euroa (Solidiumin puolivuosisikatsaus, 1).

Solidiumin sijoitusstrategiaan kuuluu ankkuriomistajuus, joka takaa riittävän vallan arvонуontisuunnitelmien kehittämistä ja toteuttamista varten. Lisäksi yhtiön sijoitusstrategia määrittelee osakeomistusten keskittymisestä rajoitettuun määrään ja portfolion allokaatioiden ohjaamisesta Solidiumin tehtävän ja markkinaolosuhteiden mukaisesti. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 2) Monissa eri yhteyksissä on lisäksi tuotu esille, että Solidiumin sijoitustoiminta perustuu taloudelliseen analyysiin. Valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011, 1) todetaan, että Solidiumin portfolion rakennetta kehitetään kotimaisen omistuksen varmistamiseksi ja vahvistamiseksi. Samaan aikaan periaatepäätöksessä korostetaan joustavaa reagointia Solidiumin toiminnan vahvuutena.

Solidiumin yritysportfolio on muodostunut siten, että yhtiölle siirrettiin sen perustamishetkellä lokakuussa 2008 Kemira Oyj, Metso Oyj, Outokumpu Oyj, Rautaruukki Oyj, Sampo Oyj, Sponda Oyj, Stora Enso Oyj ja TeliaSonera Ab niiltä osin kun valtiolla oli niissä omistusta. Sittemmin portfoliota kasvatettiin osuudella Elisa Oyj:stä ja ostamalla Tikkurila Oyj:n osakkeita. Vuoden 2010 aikana Solidium luopui kokonaan Tikkurilan osakkeista ja osin Spondan osakkeista, mutta osti Tieto Oyj:n osakkeita (Vnk:n omistajaohjausosaston vuosikertomus 2010, 5). Lisäksi kesäkuussa 2011 Solidium julkisti ostaneensa 4,6 prosenttia kaivosyhtiö Talvivaara Oyj:n osakkeista. Yhtiöllä on omistusstrategia portfolionsa jokaiselle yritykselle. Strategiassa on tarkoitus luoda perusteellinen kuvaus kohdeyhtiön rahoituksellisesta ja liiketoiminnallisesta asemasta. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 6)

Solidium on määritellyt neljä sijoituskriteeriä. Niiden mukaan sijoituksia voidaan tehdä kansallisesti merkittäviin pörssiyrityksiin ja keskeisillä aloilla toimiviin listautumista valmisteleviin yhtiöihin. Omistuksen on oltava suuruudeltaan merkittävän valta-aseman tuova vähemmistöomistus. Ostettavissa yhtiöissä on oltava aktiivisen omistajuuden mahdollistamaa arvonnousupotentiaalia. Lisäksi Solidium toimii pitkällä sijoitushorisontilla. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 2) Sijoituskriteerien toteutusta ei voida vielä täysipainoisesti arvioida, koska tilikausi 2009 oli vasta ensimmäinen täysi tilikausi nykymuotoisen Solidiumin historiassa. Lisäksi kansainvälinen talouskriisi pakotti useat yhtiöt sopeuttamistoimenpiteisiin pitkäjänteisten kehittämistoimenpiteiden sijaan.

Solidiumin toimitusjohtaja Kari Järvinen on todennut, että yhtiö on aktiivinen suomalainen omistaja. Tämä tarkoittaa ennen kaikkea sitä, että Solidium lähestyy huolellisesti sekä uusia omistusjärjestelyjä että omistamiensa yhtiöiden hallitusnimityksiä. (Taipale 2009) Solidiumilla on edustajia seitsemän portfolionsa yrityksen nimitysvaliokunnassa. Lisäksi aktiivinen omistaja osallistuu omistajan kannanottoa vaativien osakeantien ja yritysjärjestelyiden valmisteluun. Solidiumin tavoitteiksi on kirjattu osakesijoitustensa arvon pitkäjänteisen, kustannustehokkaan ja yhteistyössä muiden merkittävimpien omistajien kanssa tapahtuvan kasvattamisen lisäksi aktiivinen osallistuminen corporate governancen ja pääomamarkkinoiden kehittämiseen Suomessa. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 2) Erikseen ei ole linjattu pyritäänkö viimeksi mainittu tavoite toteuttamaan oman suoran toiminnan kautta vai erillisenä yhteiskunnallisena projektina.

3.3 Yksilöiden rooli ja vaikuttimet osana valtion yhtiöomistamista

Valtion yhtiöomistusten hoitoon vaikuttaa läheisesti yksittäisten poliitikkojen, virkamiesten ja yritysjohtajien henkilökohtainen toiminta ja sitä ohjaavat arvot ja kannustimet. Lähtökohtaisesti eri toimijat valtionhallinnossa ja yrityksissä toimivat työnantajiansa osoittaman toimenkuvan mukaisesti. Reaalimaailmassa joudutaan kuitenkin huomioimaan yksilötasolla vaikuttavia tekijöitä ja niihin liittyviä valvontaongelmia. Käytännössä on mahdotonta määritellä henkilökohtaista toimintaa ohjaavia tekijöitä täydellisesti ja luotettavasti, mutta teoreettinen viitekehys pitää tiettyihin lainalaisuuksiin perustuvia oletuksia huomionarvoisina. Sidosryhmien toimintaan liittyy kiinteästi esimerkiksi agenttiongelmia. Yksilöiden roolia ja vaikuttimia on aiheellista tarkastella sekä yhtiöiden perustehtävän suorittamisen että tarvittavien omistusjärjestelyiden näkökulmista. Luoman (2011) mukaan valtiolla on etenkin omistusjärjestelyitä koskeva käytännöntason kannustinongelma, joka ulottuu jokaiseen osaan komentoketjussa: ministeri, virkamies, yhtiön hallitus ja yhtiön johto. Selkein yksittäinen ongelma on kuitenkin yhden selkeän päämiehen puute.

Yrityksen toimitusjohtajan tai hallituksenjäsenen näkökulmasta tilanne on usein suoraviivaisesti agenttiteorian mukainen. Tämä on huomioitu myös palkkaus- ja

nimitysjärjestelmissä. Esimerkiksi Solidiumissa agenttikustannuksia on pyritty pienentämään siten, että toimitusjohtajan, johtoryhmän ja muunkin henkilöstön palkkaus muodostuu kiinteän palkan lisäksi vuosittaisesta suoriteperusteisesta tulospalkkiosta, joka on enintään 40 prosenttia arviointivuoden aikana maksetusta kiinteästä palkasta. Solidium noudattaa valtio-omistajan ohjetta yritysjohdon palkitsemisesta ja eläke-etuuksista. (Solidium – palkitseminen) Yritysjohdajan intressissä on palkitsemisjärjestelmästäkin johtuen tuloshakuinen toiminta, mutta yritystai omistusjärjestelyissä asetelma on moninaisempi. Jos yritysjohdaja esimerkiksi uskoo, että valtio-omistaja ylläpitää markkinoiden normaalitasoa pienempää tuottovaatimusta, hän saattaa pyrkiä vaikuttamaan valtio-omistajuuden puolesta, koska tavoitteiden saavuttaminen on helpompaa kuin yksityisten omistajien alaisuudessa.

Virkamiestasolla vastaavia palkkausjärjestelmiä on haasteellisempaa soveltaa. Siksi esimerkiksi valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikössä voi yksittäisten vastuuhenkilöiden ja asiantuntijoiden päätöksentekoon vaikuttaa muutkin kuin omistajalähtöiset kannustimet. Joissain tapauksissa vastualueen suuruus tai vastuualueeseen kuuluvien yritysten koko saattaa vaikuttaa virkamiehen palkkaukseen. Lisäksi vastualueen rakenteella on todennäköinen vaikutus virkamiehen henkilökohtaiseen arvovaltaan. Tällaisen tilanteen vallitessa virkamiehen intressissä on todennäköisesti valtio-omistuksen säilyttäminen mahdollisimman merkittävänä. Virkamies ei toki tee valtionyhtiöiden tai osakkuusyhtiöiden omistusjärjestelyistä päätöstä, mutta vaikutusmahdollisuus on olemassa.

Poliitikkoihin pätee samankaltainen vaikutin- ja kannustinongelma kuin virkamiehiin. On aiheellista arvioida, liittyykö eduskunnan ja hallituksen päätöksentekotilanteisiin valtion tavoiteasetannan kannalta vääristäviä vaikuttimia ja onko valtion yritysjärjestelyiden riski-hyötysuhde yleisesti vääristyneen painottunut yksittäisen poliitikon näkökulmasta. Muiden muassa Shleifer (1998, 135) näkee, että ylipäättään poliittisen päätöksenteon läsnäolo omistajaohjauksessa tekee valtio-omistamisen vähentämisen kannattavaksi.

Lähtökohtaisesti valtion omistajavallan maksimoiminen lisää myös yksittäisen poliitikon vaikuttamismahdollisuuksia, mikä kannustaa poliitikkoa vaikuttamaan

yhtiöomistusten laajan säilyttämisen puolesta. Kyseessä olevan yhtiön omistajaohjauksesta vastaava ministeri kantaa aina poliittisen riskin esimerkiksi yksityistämisessä (mm. Luoma 2011). Oppositioon kuuluvalla poliitikolla on puolestaan muiden vaikuttamismahdollisuuksien lisäksi aina mahdollisuus kritisoida omistusjärjestelyä, kuten valtionyhtiöiden osakkeiden myymistä, mikäli kritiikki hyödyttää omaa puoluetta. Poliitikko voi esimerkiksi lausua, että osakkeet myytiin liian alhaiseen hintaan tai että myyminen oli strateginen virhe, josta valtion huoltovarmuus kärsii.

Omistajapolitiikalle on osoitettu viime vuosina vastuuministeri. Vastuuministeriin kohdistuu huomattava poliittinen paine yhtiöomistajuus- ja omistajaohjausasioissa. Ennen omistajaohjauksen keskittämistä vastaavaa asetelmaa ei ollut, kun vastuu oli hajaantunut ministerien ja ministeriöiden kesken. (Pynnä 2011) Kuten edellä todettiin, yhtiöiden omistusjärjestelyistä ja esimerkiksi valtionyhtiön yksityistämisestä on todennäköisempää saada poliittista kritiikkiä kuin positiivista palautetta. Tämä saattaa myötävaikuttaa vastuuministerin päätöksentekoon. Eduskunta ja hallitus käyttävät kuitenkin edelleen omistajapolitiittisesti suurempaa valtaa kuin vastuuministeri (ks. liite 2), mikä pienentää vaikuttimesta aiheutuvaa agenttiongelmia.

Poliitikkojen yksilötason vaikuttimet ja eräänlainen agenttiongelmia heijastuu hallintoneuvostoissa. Hallintoneuvosto on lähtökohtaisesti yrityksessä vapaaehtoinen hallintoelin, jonka asettamisesta määrätään yhtiöjärjestyksessä. Hallintoneuvoston nimittää omistajakunta yhtiökokouksessa. Yhtiöjärjestyksessä määrätään erikseen hallintoneuvoston tehtävistä, mutta hallituksen ja toimitusjohtajan valvonta on sen pakollinen tehtävä. Se ei voi missään tapauksessa johtaa varsinaista liiketaloudellista toimintaa. Suurissa valtionyhtiöissä on ollut perinteisesti hallintoneuvosto. Hallintoneuvosto oli usein toimitusjohtajan johtama ja poliitikoista koostuva eräänlainen sisäinen hallitus. Hallintoneuvostoista on sittemmin luovuttu lähinnä omistuspohjan laajenemisen myötä. (Hirvonen ym. 2003, 98–100) Koska hallintoneuvostot koostuvat valtionyhtiöissä lähinnä poliitikoista, laskisivat ne esimerkiksi valtio-omisteisissa pörssi-yhtiöissä yhtiöiden markkina-arvoa. Markkinat eivät todennäköisesti luottaisi poliitikkojen toiminnan omistaja-arvolähtöisyyteen,

etenkin kun hallintoneuvoston jäsenistölle ei suositusten mukaan voi rakentaa agenttiongelman poistavaa palkitsemisjärjestelmää.

Valtionyhtiöryhmä julkaisi jo 1993 mietinnön, jossa esitettiin valtionyhtiöiden poliittisen ohjauksen vähentämistä edelleen muun muassa luopumalla yhtiöiden hallintoneuvostoista, mutta poliitikoista tarvittava enemmistö vastusti aikeen kumoon (ks. Rytteri 2009, 277). Poliitikkojen kannustimet eivät ohjaa hallintoneuvostojen luovuttamiseen. Kun useimmilla valtionyhtiöillä oli vielä toimivat hallintoneuvostot, suuri osa kansanedustajista sai nimityksen yhteen tai useampaan niistä. Paikka hallintoneuvostossa lisää yksittäisen poliitikon vaikutusvaltaa ja lisää tämän rahallista tuloa. Tällöin poliitikoille ei ole eduksi, mikäli hallintoneuvostoista luovutaan. Asetelma hidasti hallintoneuvostoista luopumista. Hirvosen (ym. 2003, 41) mukaan hallintoneuvostot ovat olleet yksi valtion omistajaohjauksen ongelmista, koska voimattomista ja asiantuntemattomista hallintoneuvostoista on yhtiöille enemmän haittaa kuin hyötyä.

3.4 Valtion yhtiöitä koskevat omistusjärjestelyt

Valtionyhtiöitä ja valtion osakkuusyhtiöitä koskevia omistus- tai yritysjärjestelyjä sitoo laki valtionyhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (3 §) eli valtionyhtiölaki. Sen mukaan tarvitaan eduskunnan suostumus, jos järjestelyn johdosta ”valtio lakkaa olemasta yhtiön ainoa omistaja tai luopuu enemmistöstään yhtiössä”. Sama pätee myös järjestelyyn, jonka seurauksena yhtiöstä tulee valtioenemmistöinen. Sen sijaan laissa ei vaadita eduskunnan suostumusta, jos ”järjestelyn tuloksena syntyvässä uudessa yhtiössä valtiolla on eduskunnan aikaisemman päätöksen mukainen äänivaltaisuus”.

Valtioneuvoston yleisistunto käsittelee ja päättää valtionyhtiölain (4 §) mukaan osakkeiden myymisen ja ostamisen valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä sekä osakkeiden myymisen valtion kokonaan omistamissa yhtiöissä. Samaan toimivaltaan kuuluvat valtionyhtiöitä ja osakkuusyhtiöitä koskevat yritysjärjestelyt, joissa valtion omistama äänivalta muuttuu vähintään viidellä prosentilla tai muuten olennaisesti. Edelleen valtioneuvosto käsittelee ja ratkaisee oman pääoman ehtoiset sijoitukset

valtionyhtiöihin ja osakkuusyhtiöihin. Lisäksi valtioneuvoston toimivaltaan kuuluvat omistajapolitiikkaa ja omistajaohjausta koskevat yleiset toimintaohjeet ja periaatteet.

Valtioneuvoston kanslian julkisen linjauksen mukaan Suomessa ei ole käytetty erillistä listausta myytävistä valtionyhtiöistä tai valtion osakkuusyhtiöistä. Niin ikään ei ole luotu erillistä hallintomallia yhtiöille, joista valtio aikoo luopua. (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 34) Valtion omistusjärjestelyitä markkinaehtoisissa yhtiöissä koskien keskeistä on yhtiöiden jäsentely sijoitusintressin ja strategisen intressin välillä. Yhtiöiden, joissa valtiolla on vain sijoitusintressi, myyminen tai ostaminen on mahdollista markkinatilanteen siihen kannustaessa. Sen sijaan strategisen intressin yhtiöitä valtio ei myy, ellei asianomaista intressiä voida muuten turvata (Politiikan johtaminen 2010-luvulla, 35).

Valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011, 9) linjataan, että kaikissa omistusjärjestelyissä lähtökohtana on parhaan taloudellisen kokonaistuloksen saavuttaminen. Tämä tarkoittaa, että myyntihinnan lisäksi arvioidaan esimerkiksi kansallisen kilpailukyvyn ja kilpailullisuuden edistäminen. Lisäksi periaatepäätöksessä painotetaan vakaan omistuspohjan turvaamista ja että toivottavia omistajia ovat kotimaiset instituutiot, piensijoittajat ja kyseisten yhtiöiden henkilöstö. Kiinnostavaa tämän tutkimuksen kannalta on erityistehtävyyhtiöitä ja strategisia intressejä koskeva määritelmä, jonka mukaan tällaisten yhtiöiden myyminen tulee mahdolliseksi, kun erityistehtävän merkitys on pienenemässä tai poistumassa tai jos muiden omistajien mukaantulo vaikuttaa myönteisesti strategisen intressin turvaamiseen.

Valtion yhtiöomistamista on perusteltu kappaleissa 2.1.2 Valtion yhtiöomistus ja 2.1.3 Sinivalkoinen omistajuus. Niissä tuodaan esille lähinnä näkökulmat, jotka tukevat valtion yhtiöomistamisen säilyttämistä. Moni peruste ohjaa myös valtion osuuden pienentymiseen johtaviin omistusjärjestelyihin. Vielä 1900-luvun puolessavälissä ekonomistit ja asiantuntijat suosittelivat yhtiöiden hankkimista valtio-omistukseen heti, jos esimerkiksi monopoliaseman tapaista markkinahäiriötä epäiltiin esiintyvän. Jo kolme vuosikymmentä myöhemmin näkemykset muuttuivat päinvastaisiksi ja yksityistämisestä tuli vallitseva julkisen omistuksen trendi. Muutos johtui ensinnäkin siitä, että nyky maailmassa valtion intressejä voidaan hoitaa sopimuksin ja sääntelyllä.

Toisekseen yksityisellä sektorilla esiintyy huomattavasti vähemmän tehokkuus- ja kannustinongelmia kuin julkisella sektorilla. (Shleifer 1998, 133–136)

Solidium on linjannut omistusjärjestelyiden ja etenkin myymisien olevan mahdollisia, kun niille on vahvat taloudelliset perusteet ja markkinatilanne on ratkaisulle suosiollinen. Lisäksi omistuksesta on mahdollista luopua, kun omistuksen kansalliset tavoitteet ovat täyttyneet tai kun ne voidaan saavuttaa pienemmällä omistuksella. Uusia sijoituksia harkitaan samoin perustein. (Solidiumin vuosikertomus 2010, 6)

Valtion omistamilla osakkeilla voidaan käydä kauppaa eduskunnan valtuuttamana 1.6.2011 julkaistun listan mukaisesti. Listasta käy ilmi, että pörssiyrityksistä valtioneuvoston kanslian omistajaohjauksessa olevien Finnairin, Fortumin ja Neste Oilin valtio-omistuksen alaraja on 50,1 prosenttia ja Solidiumin portfolioon kuuluvissa yrityksissä eduskunta on valtuuttanut yhtiöistä luopumisen kokonaan. Listaamattomissa markkinaehtoisissa yhtiöissä valtuudet hajaantuvat. Esimerkiksi Itellan ja VR-Yhtymän osakkeiden myyntiä eduskunta ei ole valtuuttanut lainkaan, kun taas muun muassa Destian ja Raskonen osalta on valtuudet luopua kaikista osakkeista. Altia, Kemijoki ja Patria ovat yhtiöitä, joissa tarvittaisiin eduskunnan suostumus määräysvallasta luopumiseen. (Valtion omistusosuudet ja eduskuntavaltuudet; ks. myös liite 1) Yksityistämiseen erikoistunut Privatization Barometer -raportti (2009) esitti, että Suomessa on Euroopan suurin yksityistämispotentiaali suhteessa bruttokansantuotteeseen (ks. Löyttyniemi 2011, 20).

Valtio-omistaja on toteuttanut lähihistoriassakin useita omistus- ja yritysjärjestelyitä strategisella, koko toimialaa muokkaavalla ja kansantaloudellisesti merkittävällä lähestymistavalla. Valtio-omistaja on muodostanut erinäisiä skenaario-malleja, joiden mukaisesti se on toteuttanut toimenpiteitä (Pynnä 2011). Yksi selkeimmistä esimerkeistä on metsäteollisuuden rakenteellinen uudistus 1990-luvulla. Uudistus sai alkunsa, kun valtio-omistaja suunnitteli metsäyhtiö Veitsiluodon pörssilistausta. Listaamisen sijaan Veitsiluoto päätettiin fuusoida toisen valtionyhtiön, Enso-Gutzeit Oy:n kanssa. Osakeosuudesta käytiin tarjouskilpailu, jossa Enso-Gutzeit voitti Metsä-Serlan. Synnytetttiin Enso Oy, joka kaksi vuotta myöhemmin 1998 fuusioitiin edelleen ruotsalaisen Storan kanssa. Enso-Gutzeitin ja Veitsiluodon fuusio muokkasi koko

toimialaa etenkin Suomessa, koska se pakotti käytännössä myös alan muut yhtiöt arvioimaan strategista asemaansa ja kilpailuedellytyksiään. (Rytteri 2009, 276–278)

Valtion aktiivisuus edesauttoi näin kansainvälisestikin merkittävien metsäteollisuuden yritysten muodostumisia. Fuusiot on todettu jälkikäteen onnistuneiksi ja suomalaiselle metsäteollisuudelle tärkeiksi. Tapaus osoittaa, että valtio-omistajalla on mahdollisuus olla erittäin merkittävä markkinataloudellinen toimija. Kansainvälisten corporate governance -suositusten noudattaminen on tosin ohjannut valtiota tunnustamaan yhtiöiden omien hallitusten päätösvallan. Tämä heikentää käytännössä todennäköisyyttä toimialajärjestelyille, koska hallitukset toimivat ainoastaan johtamiensa yhtiöiden näkökulmasta.

Poliittisesti Enso-fuusio herätti runsaasti tunteita, kun oppositio ei hyväksynyt heikkoa vakavaraisuutta ja velkaantumisasetta Veitsiluodon omistus pohjan laajentamisen perusteluiksi. (Rytteri 2009, 277–278) Tapauksessa tuli myös ilmi kappaleessa 3.3 esiteltyä ongelmallisuutta, jossa yksilötason intressiristiriidat pääsevät vaikuttamaan omistajan tavoitteiden saavuttamiseen. Muiden muassa Veitsiluodon toimitusjohtaja ja hallintoneuvoston puheenjohtaja vastustivat yhtiön omistus pohjan laajentamista (Rytteri 2009, 278). Erityisesti fuusio suuremman yhtiön kanssa olisi todennäköisesti poistanut molempien aseman, mikä saattoi vaikuttaa sekä toimitusjohtajan että hallintoneuvoston kantaan.

Valtio pyrkii saamaan aina mahdollisimman korkean hinnan osakemyynneistään. Siksi sen pitää välttää yhtiöiden osakkeiden myymistä tai osakeanteja ajankohtina, jolloin markkinat aliarvostavat yhtiötä. Valtio on onnistunut ajoittamaan 1990-luvulla aloitetut yksityistämiset hyvin eli ajankohtiin, jolloin osakkeiden pörssikurssit ovat olleet suhteellisen korkealla (Löyttyniemi 2011, 26). Valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden kohdalla joudutaan toimimaan erityisellä tarkkuudella, koska markkinat suhtautuvat usein kriittisesti ja epäilevästi valtion omistajaintresseihin. Hyvät corporate governance -linjaukset edistävät markkinoiden luottamusta valtio-omistajaa kohtaan. Lisäksi valtion periaatepäätökset ja muut viralliset linjaukset vaikuttavat markkinoiden suhtautumiseen. (Hirvonen ym. 2003, 39–40)

4. KANSAINVÄLISET ESIMERKIT

Valtioiden yhtiöomistajuus on noussut ajankohtaiseksi aiheeksi maailmanlaajuisesti viime vuosina. Suurimmat taloudet, kuten Yhdysvallat, Kiina ja Venäjä ovat eri syistä aktivoituneet yhtiöomistajina. Yhdysvalloissa valtio hankki uusia yhtiöomistuksia pelastusoperaatioillaan finanssikriisin seurauksena. Kiinassa omistajapolitiikka on uudistunut 1990-luvulta lähtien. Pienistä valtionyhtiöistä on jäljellä enää alle viidennes. Jäljellä olevat valtionyhtiöt ovat vahvasti pääomavaltaisia ja niiden merkitys on edelleen suuri. Kiinan valtion omistusten merkityksen uskotaan kasvavan maailmanlaajuisesti, koska se vahvistaa strategisten omistustensa asemaa. Venäjällä yksityistäminen tapahtui Kiinan tapaan nopeasti 1990-luvulla. Vielä vuosikymmenen alussa yhdeksän kymmenestä työntekijästä työskenteli valtionyhtiöissä, kun jo muutamaa vuotta myöhemmin enemmistö työskenteli yksityisomisteisissa yhtiöissä. Venäjällä yksityistäminen oli osin hallitsematonta, mikä johti muutamien yksityishenkilöiden huomattavaan vaurastumiseen valtion kustannuksella. (Löyttyniemi 2011, 9-11) Näiden suurvaltojen omistajapolitiittiset tapaukset ja linjaukset ovat kansainvälisessä tarkastelussa kiinnostavia, mutta niistä on haasteellista löytää yhtymäkohtia ja vertailukelpoisuutta Suomen tapaukseen. Mielekkäämpinä kansainvälisinä esimerkkeinä valtio-omistajuudesta ja omistusjärjestelyistä toimivatkin länsi- ja pohjoiseurooppalaiset maat. Tässä tutkimuksessa tapausesimerkeiksi ovat valikoituneet Ruotsi, Norja ja Iso-Britannia.

4.1 Ruotsi

Ruotsi on valtio-omistajuuden lähtökohdista yksi identtisimmistä valtioista Suomen kanssa. Samankaltaisuus syntyy nimenomaan nykyhetken talouspoliittisesta tilanteesta. Eroavaisuudet syntyvät pääasiassa Ruotsin pidemmästä taloushistoriasta ja varmemmasta turvallisuuspoliittisesta asemasta. Molemmat tekijät vaikuttavat merkittävästi valtio-omistukseen.

Ruotsissa valtio on suurin yksittäinen yhtiöomistaja, mutta toisin kuin Suomessa se ei ole suurin omistaja Tukholman pörssissä. Omistajan rooli on läpikäynyt muutoksen kuluneen kolmen vuosikymmenen aikana. Valtio-omistuksen rooli on kasvanut

valtionalouden näkökulmasta, kun samalla sen tärkeys on vähentynyt työllistäjänä, investoijana ja aluepolitiikan välineenä. Valtio-omistus on kasvanut huomattavasti etenkin orgaanisesti, mikä on aiheuttanut taloudellisen merkityksen kasvun. Ruotsissa valtion yhtiönomistamisen muutoskauteen liittyy samoja ilmiöitä kuin Suomen vastaavaan. Valtion yhtiöomistamista ja omistajaohjausta on pyritty ammattimaistamaan ja markkinalähtöisyyttä on korostettu. Keinoina ovat olleet corporate governance -ohjeistuksen laaja omaksuminen ja omistajaohjauksen keskittäminen yhteen ministeriöön. (Holmgren 2009, 263–264)

Ruotsin valtion omistuksessa on kokonaan tai osin 60 yhtiötä. Yhtiöportfolion arvo on noin 620 miljardia kruunua eli noin 60 miljardia euroa. Pörssinoteerattuja valtionyhtiöitä on vain kolme: Nordea, SAS ja TeliaSonera. Nordeasta ja SAS:sta Ruotsin valtio omistaa noin 20 prosenttia ja TeliaSonerasta yli kolmanneksen. Pörssiyhtiöiden yhteisarvo oli 147 miljardia kruunua. Osingot yhtiöomistuksista olivat 20,8 miljardia kruunua ja liikevaihto 352,7 miljardia kruunua. (Regeringskansliet) Ruotsissa valtio-omistusten arvo on 21 prosenttia bruttokansantuotteesta, kun se Suomessa on 15 prosenttia. Ruotsissa omistukset ovat vahvasti listaamattomissa yhtiöissä. Jopa 76 prosenttia omistusten arvosta on pörssin ulkopuolisissa yhtiöissä, kun Suomessa vastaava luku on 13 prosenttia. Ruotsissa muutama perhe omistaa merkittävästi maan yhtiöitä. Myös sijoitusyhtiöillä on suuri omistajarooli. Wallenberg- ja Svenska Handelsbanken- ryhmät sekä ruotsalaiset sijoitusyhtiöt kontrolloivat Tukholman pörssistä noin kuudesosaa, mutta niiden omistamien yhtiöiden taseet, liikevaihto ja investoinnit ovat suuruudeltaan hallitsevia Ruotsissa. (Löytyniemi 2011, 22)

Omistajaohjaus kuuluu usealle eri ministeriölle, mutta päävastuu on valtionvarainministeriössä (Finansdepartementet), joka hoitaa yli puolta yrityksistä ja kaikkia pörssiomistuksia. Näiden lisäksi omistajaohjaus on jakaantunut kahdeksaan eri ministeriöön, joista korostunein on elinkeinoministeriön (Näringsdepartementet) vastuualue. (Regeringskansliet) Vielä vuoden 2009 omistajaohjauksen vuosikertomuksessa omistajaohjausosaston ja päävastuun ilmoitettiin sisältyvän elinkeino-, energia- ja viestintäministeriön organisaatioon ja hallituksessa päävastuu yhtiöomistajuuskysymyksissä oli osoitettu elinkeino-, energia- ja viestintäministerille.

(Verksamhetsberättelse 2009, 10) Hallintouudistuksessa ministeriöiden vastuita uudistettiin ja omistajaohjaus siirtyi valtionvarainministeriön alaisuuteen.

Useimmat valtio-omisteiset yhtiöt toimivat täysin kilpailullisilla markkinoilla ensisijaisesti voittoa tavoitellen. Niiden lisäksi osa yhtiöistä pyrkii toimimaan määrättyjen yhteiskunnallisten tavoitteiden hyväksi säilyttäen kaupalliset pyrkimykset. Loput valtio-omisteisista yhtiöistä toimivat säännellyillä markkinoilla osittaisessa tai täydellisessä monopoli-asemassa. (Verksamhetsberättelse 2010, 13)

Ruotsissa valtionyhtiöiden muodostumiset on jäsennetty välittömään ja välilliseen prosessiin. Välittömällä tarkoitetaan tilannetta, jossa valtio perustaa uuden yhtiön. Välillisellä tarkoitetaan valtionyhtiölle perustettavaa tai hankittavaa tytäryhtiötä. Välittömien muodostuksien syiksi on tunnistettu markkinaolojen ja tärkeiden toimialojen turvaaminen, tutkimuksen edistäminen ja uusien teknologioiden synnyttäminen, pääomamarkkinoiden monipuolistaminen ja täydentäminen, valtion tulonhankkimistoimenpiteet, alueellisten työllisyysongelmien ratkaisu sekä muiden sosiaalisten tai ympäristöön liittyvien ongelmien ratkaisu. Välillisesti yhtiöitä on muodostettu lähinnä, jotta turvataan tuoton ja kasvun kehitys, monipuolistetaan toimintaa ja hajautetaan riskejä, vähennetään yhtiöihin kohdistuvia osinkovaatimuksia ja voidaan seurata ketterämmin liiketoiminnallisia mahdollisuuksia. Lisäksi yhtiöiden syntyyn ja muotoon voi vaikuttaa muutokset markkinasääntelyssä tai kun esimerkiksi tietty toiminto avataan kilpailulle. (Holmgren 2009, 265)

Ruotsissa huoltovarmuudella on huomattavasti pienempi rooli valtio-omistajuudessa kuin Suomessa. Huoltovarmuus tulee esiin muiden valtio-omistamiseen johtavien syiden joukossa, mutta maininnat ovat lähinnä viitteellisiä. Suomessa huoltovarmuusnäkökulma näkyy useissa yhtiöissä ankkuriomistajuuden säilyttämisenä. Ruotsissa samanlaista ilmiötä ei ole havaittavissa. Ankkuriomistajuuden säilyttäminen nähdään Ruotsissakin vaihtoehtona täydelliselle yksityistämiselle tai määräysvallan säilyttämiselle, mutta syyt ovat pääasiassa joko myynnin suotuisampi ajoittaminen tai yritysjärjestelyn tuloksena syntyvä omistussuhde (Holmgren 2009, 266–267). Ruotsin valtio-omistuksesta vastaavan ministerin mukaan Solidiumin tapaisen holdingyhtiön

perustamista valtio-omistamisen työkaluksi tullaan harkitsemaan (ks. Löyttyniemi 2011, 60).

Ruotsin valtio linjaa, että niin kauan kun se on yksittäisen yhtiön omistaja, valtio pyrkii olemaan aktiivinen ja ammattimainen omistaja, jonka päätavoitteena on yhtiön arvon kasvattaminen. Omistajavaltaa käytetään ensisijaisesti yhtiökokouksessa ja hallitusjäsenten nimeämisprosessissa. Omistaja keskustelee yhtiön asioista hallituksen puheenjohtajan kanssa. (Verksamhetsberättelse 2010, 13–14) Valtionyhtiöiden hallinnossa sovelletaan laajasti ruotsalaista corporate governance -koodia (Statens ägarpolicy och riktlinjer 2009). Yhtiötason omistajaohjausmekanismit ovat siten melko identtisiä Ruotsissa ja Suomessa.

Ruotsin valtion omistajapolitiikassa korostuu tahto olla edelläkävijä yhteiskuntavastuullisessa elinkeinotoiminnassa. Erityisesti valtio pyrkii roolimalliksi ympäristöä huomioivissa toimenpiteissä ja sosiaalisissa asioissa, kuten sukupuolten tasa-arvossa. (mm. Verksamhetsberättelse 2010, 19–20) Tässä ruotsalainen malli poikkeaa suomalaisesta, sillä Suomessa tätä ei korosteta yhtä näkyvästi. Tosin uusimmassa valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011) on nostettu yritys vastuusasiat entistä näkyvämmiin esiin. Suomessa valtio-omistaja kiinnittää merkittävästi huomiota corporate governance -ohjeistuksen noudattamiseen, kun taas Ruotsissa sitä ei korosteta yhtä merkittävästi virallisissa asiakirjoissa.

Ruotsissa yksityistäminen on ollut prosessina hidas. Toisin kuin monissa Euroopan maissa, laajamittaista yksityistämistä ei toteutettu vielä 1980-luvulla (Junka 2010, 1). Keskusta-oikeistolainen hallitus on harjoittanut aktiivista suurten yhtiöiden yksityistämistä tultuaan valtaan 2007 ja yksityistämiset on arvioitu myös onnistuneiksi (The PB Report 2010, 20). Hallituksen nykyinen linjaus onkin, ettei valtion pitäisi periaatteessa toimia omistajana yhtiöissä, jotka toimivat kaupallisesti ja kilpailluilla markkinoilla. Poikkeuksia sallitaan, jos yhtiöllä on yhteiskunnallinen tehtävä, jota on vaikea järjestää muilla tavoin. Hallitus on ilmoittanut, että valtion yhtiöomistuksia tullaan vähentämään ja että myyntituotoilla lyhennetään valtionvelkaa. Eduskunta on valtuuttanut hallituksen vähentämään omistuksia kaikissa pörssi-yhtiöissä ja useissa

muissa yhtiöissä. (Regeringskansliet) Ruotsin hallitus on näin ollen ilmoittanut valtion yhtiöomistamisen strategisen suunnan yksiselitteisesti.

4.2 Norja

Norja on hyvin erilainen tapausesimerkki valtio-omistajasta, vaikka se on asukasluvultaan ja sijainniltaan lähes identtissä tilanteessa Suomen ja Ruotsin kanssa. Ero syntyy taloudellisista resursseista, joita Norjan valtiolla on huomattavasti enemmän kuin naapurimaillaan. Se antaa kiinnostavan esimerkin valtio-omistajasta, joka toimii käytännössä ilman taloudellisia rajoitteita. Norjan resursseja kuvaa, että sen öljyperusteinen Government Pension Fund on maailman toiseksi suurin valtiollinen rahasto yli 500 miljardin dollarin varoillaan (Sovereign Wealth Fund Institute 2011). Norjan rahasto omistaa Euroopan pörssiyrityksiä keskimäärin 1,85 prosenttia. (Löyttyniemi 2011, 15).

Valtio on suurin omistaja Norjassa. Sillä oli vuoden 2010 lopussa omistuksia 24 markkinaehtoisesti toimivassa yhtiössä ja ministeriöissä hallitaan valtio-omistuksia kaikkiaan 73 yhtiössä. Yhtiöistä kahdeksan on listattuja pörssiyrityksiä. Lisäksi se omistaa kymmeniä erityistehtäväyrityksiä. Markkinaehtoiset yhtiöt ovat lähinnä valtion kokonaan omistamia. Markkinaehtoisesti toimivissa yhtiöissä valtio-omistusten arvo oli vuoden 2010 lopussa 609 miljardia kruunua (77,5 miljardia euroa). Pörssiyrityksissä valtio-omistusten arvo on 503 miljardia kruunua ja 16 muussa markkinaehtoisesti toimivassa yhtiössä 106 miljardia kruunua. Merkittävin yhtiö, jossa Norjan valtio on omistajana, on Statoil ASA. valtio-omistuksen arvo yhtiössä on 296 miljardia kruunua. (The State Ownership Report 2010, 13–16, 43) Omistajaohjauksen vuosikertomuksessa esitellään 52 yhtiötä, joten Norjan valtio ei raportoi esimerkiksi Suomen tapaan vuosikertomuksessa kokonaisvaltaisesti kaikista yhtiöistä, joissa sillä on omistusta.

Norjassa valtio-omistaja jäsentelee portfolionsa neljään kategoriaan valtio-omistajan tavoitteen perusteella. Kategoriat ovat: markkinaehtoiset yhtiöt, markkinaehtoiset yhtiöt, joiden pääkonttori halutaan pitää Norjassa, markkinaehtoiset erityistehtäväyrityksiä sekä sektoripoliittisia tavoitteita noudattavat yhtiöt. (The State Ownership Report 2010, 5) Kolme ensiksi mainittua ryhmää käsitellään raporteissa usein yhtenä

markkinaehtoisten yhtiöiden ryhmänä. Markkinaehtoisissa yhtiöissä omistaja tavoittelee määrättyjen strategisten tavoitteiden ohella yhtiöiden arvon kasvattamista. Hallitus on ilmoittanut yksiselitteisesti, että viimeiseen ryhmään kuuluvissa yhtiöissä valtio-omistajan päätavoite ei ole kaupallinen (The State Ownership Report 2010, 42).

Norjassa omistajaohjauksesta vastaa pääasiassa kauppa- ja teollisuusministeriö (Nærings- og handelsdepartementet) ja sen alaisuudessa toimiva omistajaohjausyksikkö (Eierskapsavdelingen). Omistajaohjausyksikkö hallinnoi vuoden 2010 lopussa valtio-omistuksia 19 markkinaehtoisesti toimivassa yhtiöissä. Sektoripoliittisia tavoitteita toteuttavia erityistehtävayhtiöitä hallinnoidaan kunkin toimialan vastuuministeriöissä. (The State Ownership Report 2010, 41)

Norjan hallitus on linjannut, että se haluaa olla aktiivinen omistaja. Omistajaohjausta toteutetaan yhtiöiden hallitusnimitysten ja kannustinohjelmien rakentamisen muodossa. (The State Ownership Report 2010, 37–38) Valtio-omistaja esittäytyy Norjassa kokonaisvaltaisesti vaativana omistajana. Yhtiöiltä vaaditaan jatkuvaa taloudellista ja yhteiskunnalliseen rooliin perustuvaa kehittymistä. Lisäksi yhtiöiden pitää noudattaa norjalaista hallintokoodia. (The Government's Ownership Policies)

Norjassa valtio-omisteisilla yhtiöillä oli suuri rooli bruttoinvestoinneista eurooppalaisessa vertailussa 1980-luvun alussa. (Löyttyniemi 2011, 18) Tuolloin Norjassa yksityistettiin lähinnä valtion vähemmistöosuuksia eräissä teollisuusyhtiöissä. (Junka 2010, 1) Norjan valtion yhtiöomistajuuden lähihistoriasta ei löydy merkittäviä siirtymiä, kuten Iso-Britannian yksityistämisaalto 1980-luvulla.

Norjassa on viime vuosina käyty periaatekeskustelua valtion yhtiöomistajuuden laajuudesta ja sen perusteista. Keskustelun perusteella luotiin hallituksen periaatepäätös valtion yhtiöomistajuudesta (Active ownership – Norwegian state in a global economy). (The State's Ownership Report 2010, 3) Siinä linjataan, että valtion pitää kyetä tekemään nopeita päätöksiä omistajuudestaan ja omistusosuuksistaan. Niin ikään hallitus toteaa, että valtion yhtiöomistajuus tulee pysymään nykyisessä laajuudessa. (Ministry of Trade and Industry 2011) Lisäksi valtio haluaa toimia pitkäjänteisenä omistajana ennen kaikkea valtio-omisteisten yhtiöiden kansallisen merkittävyyden

vuoksi (The Government's Ownership Policies). Linjauksista voi päätellä, että Norja suhtautuu pragmaattisesti yhtiöomistuksiinsa ja tekee ratkaisuja tilanne- ja yhtiökohtaisesti. Norjassa tehty valtio-omisteisten yhtiöiden selkeä kategorisointi mahdollistaa perusteltujen strategisten linjausten tekemisen yhtiöomistamisesta.

4.3 Iso-Britannia

Iso-Britannia on eurooppalainen suurvalta, jolla on huomattavasti monipuolisempi talous- ja poliittishistoriallinen tausta kuin skandinaavisilla mailla. Lisäksi Iso-Britanniassa on moninkertainen populaatio ja merkittävästi enemmän pääomaa yksityisellä sektorilla. Useimmilla kansantaloudellisilla mittareilla se on kuitenkin heikommassa asemassa kuin Pohjoismaat. Iso-Britannian tapauksessa erityisen kiinnostavaa on Thatcherin hallituskausia leimannut aggressiivinen valtionyhtiöiden yksityistäminen, joka vaikutti koko Eurooppaan.

Iso-Britanniassa valtio omistaa nykyään lähinnä niin sanottuja erityistehtävayhtiöitä. Ne ovat myös etupäässä puhtaita valtionyhtiöitä eli valtio omistaa niistä yli 50 prosenttia. Julkisen sektorin yrityksiä on vahvasti yksityistetty viimeisen 25 vuoden aikana. Edelleen julkisessa omistuksessa olevia yhtiöitä leimaa se, etteivät ne pääsääntöisesti kilpaile yksityisen sektorin yhtiöiden kanssa. (Mellows-Facer 2010)

Iso-Britanniassa valtio-omisteisilla yhtiöillä oli Norjan tapaan suuri rooli bruttoinvestoinneista eurooppalaisessa vertailussa 1980-luvun alussa. Maassa koettiin sittemmin myös yksi Euroopan voimakkaimmista yksityistämisen aalloista. (Löyttyniemi 2011, 18) Julkisten toimintojen ja valtionyhtiöiden yksityistäminen alkoi 1979 Thatcherin hallituksen tullessa valtaan. Hallinto rakensi pian yksityistämishjelman. Merkittävää oli usean monopolin, tai ainakin huomattavan hallitsevassa markkina-asemassa olevan yhtiön, siirtäminen yksityiseen omistukseen. British Telecomin myynti 1984 oli ensimmäinen luopuminen strategisesti tärkeästä yhtiöstä. Monopoliin myyntiä ja sen aiheuttamaa markkinamuutosta pyrittiin pohjustamaan toimialakohtaisilla lakimuutoksilla tai uusilla laeilla. (Vickers & Yarrow 1989, 209–211)

Yksityistäminen jatkui laajasti 1980- ja 1990-luvuilla. Thatcherin hallinto yksityisti British Telecomin lisäksi British Gasin, British Airwaysin ja National Gridin (Löyttyniemi 2011, 18). Yksityistäminen kohdistui myös muun muassa lentoyhtiö British Aerospaceen, sähkö- ja vesilaitoksiin sekä hiiliteollisuuteen. (Junka 2010, 1) British Telecomin yksityistämistä on pidetty merkinä 1980-luvulta alkaneen ja 1990-luvun puoleenväliin kestäneen ensimmäisen suuren mittakaavan yksityistämisaallon alkamiselle (OECD 2003, 24). Iso-Britanniassa yksityistämisestä saatu keskimääräinen tuotto oli noin prosentti bruttokansantuotteesta vuosina 1979–1991, mikä on kansainvälisessä vertailussa merkittävän suuri luku (Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 24).

Yksityistämislle ei ole Iso-Britanniassa määritetty yksittäistä syytä. Päälimmäisiksi syiksi on jäsennelty muun muassa taloudellisen tehokkuuden lisääminen kilpailua edistämällä, julkisen sektorin lainatarpeen pienentäminen, valtion vallan vähentäminen markkinoilla, osakkeenomistajakunnan laajentaminen, työntekijöiden kannustaminen osakkeiden hankkimiseen sekä poliittisen hyödyn saavuttaminen. Julkisomisteiset toimijat eivät keskimäärin suoriutuneet myöskään taloudellisesti hyvin. Ongelmaksi nähtiin agenttiteorian mukaiset kannustinongelmat. Esimerkiksi yritysjohtajien kannustimia ei onnistuttu rakentamaan siten, että ne olisivat olleet linjassa omistajan tavoitteiden kanssa. (Vickers & Yarrow 1989, 213–214)

Iso-Britanniassa nähdään, että yksityistämiseen vaikutti ideologinen ilmiö, joka tunnetaan myös thatcherismina (Junka 2010, 2). Käsityksen mukaan valtio-omistusstrategian ja yksityistämisen taustalla vaikuttivat siten pragmaattisten tai taloudellisten tavoitteiden sijaan puhtaasti ideologiset tavoitteet. Esimerkiksi konservatiivihallituksen entinen neuvonantaja Michael E. Beesley totesi yksityistämisestä ja sääntelyn purkamisesta, etteivät tapausten taustalla olleet ammattimaiset taloudelliset laskelmat, vaan muutokset Iso-Britanniassa johtuivat poliittisista liikkeistä, jotka uskoivat vapaiden markkinoiden luontaiseen ylivoimaisuuteen. (ks. Junka 2010, 5)

Marsh (1991, 467, 477) on todennut, että Iso-Britannian yksityistämisen prosessi on kokonaisuudessaan arvioitu menestyksekkääksi, mutta yksityistämisen taloudellista

tehokkuutta luovan vaikutuksen yllä on merkittävä epäilyksen varjo. Yhtiöiden myyntiprosesseissa on ilmennyt myös ristiriitaisuuksia poliittisten ja taloudellisten pyrkimysten välillä. Esimerkki vääristyneestä asetelmasta on tilanne, jossa paremman myyntihinnan kannustamana valtio on haluton puuttumaan myytävän valtionyhtiön monopoliasemaan markkinoilla. Thatcherin hallinnon aloittama prosessi on nähty kuitenkin pysyväksi asiantilaksi. Iso-Britanniassa yksityistämistä ajaneet poliittiset tahot saivat myös äänestäjät taakseen.

Iso-Britanniassa koettiin merkittävä muutos yhtiöomistajuudessa ja omistajaohjauksessa, kun valtionhallintoon perustettiin vuonna 2003 Shareholder Executive -niminen yksikkö, jonka tehtävänä on hallinnoida enemmistöä valtionhallinnon omistuksista ja parantaa hallituksen omistajaohjausta. Yksikkö toimii myös tarvittaessa neuvonantajana muille hallinto-organisaatioille. Shareholder Executive kuuluu Iso-Britannian elinkeinoministeriön (Department for Business, Innovation & Skillsin) hallinnonalalle. (Shareholder Executive) Iso-Britanniassa toteutettiin siten valtio-omistajuuden keskittäminen ennen kuin Suomessa ja Ruotsissa.

Shareholder Executive harjoittaa omistajaohjausta yhteistoiminnallisesti eri ministeriöiden kanssa. Se esittää omistajaohjauksen vuosikertomuksessa yhteistoiminnan muodon kussakin yhtiössä. Vastuuministeriön suhteen Shareholder Executiven omistajarooli on joko yhteistoiminnallinen (joint), johtava/vastaava (executive) tai neuvoa-antava (advisory). Shareholder Executivella on oma suora edustaja ainoastaan pienessä osassa yhtiöstä. Sen sijaan se omistajana päättää hallituksen kokoonpanosta. (Shareholder executiven vuosikertomus 2008–09) Shareholder Executiven rooliin kuuluu omistajaohjauksen lisäksi valtio-omisteisten yhtiöiden myynnin valmisteleminen (The PB Report 2010, 59).

Finanssikriisi aiheutti uutta valtio-omistusta Yhdysvaltojen tapaan myös Iso-Britanniassa. Kriisin aikana monet pankit ajautuivat valtion haltuun. Iso-Britannian hallitus pyrkii irtaantumaan omistuksista, mutta ajoituksen pitää olla suotuista. (Löyttyniemi 2011, 9) UK Financial Institutions Ltd (UKFI) hallinnoi valtionhallinnon uusimpia omistuksia rahoitussektorilla. Omistuksia on Royal Bank of Scotlandissa (84 %), Lloyds Banking Groupissa (41 %), Northern Rockissa (100 %) sekä Bradford &

Bingleyssä (100 %). UKFI raportoi maan parlamentille. (Mellows-Facer 2010) Ainakin Royal Bank of Scotlandin, Lloyds Banking Groupin ja Northern Rockin valtio-omistuksen vähentäminen ja yksityisprosessi on jo aloitettu (The PB Report 2010, 59).

Iso-Britannian hallitus suunnittelee niin ikään erinäisten infrastruktuurikonaisuuksien, vedonlyöntiyhtiö Toten sekä ilmailupalveluyhtiö NATS:n myyntiä. Lisäksi hallitus suunnittelee Royal Mailin osittaista tai täydellistä yksityistämistä vuoteen 2013 mennessä. Royal Mailin myyminen nähdään kunnianhimoisimmaksi yksityistämishankkeeksi Iso-Britanniassa viimeisen 20 vuoden aikana. (The PB Report 2010, 21, 58)

Koska hyvän hallintotavan ja omistajan toiminnan läpinäkyvyyden on havaittu luovan tehokkuutta ja luottamusta, Iso-Britanniassa julkistettiin institutionaalisille sijoittajille tarkoitettu ”The UK Stewardship Code”, joka edellyttää omistajapolitiikan laatimista ja julkistamista sekä äänestyskäyttäytymisen kokonaisvaltaista raportointia. (Löyttyniemi 2011, 51) Iso-Britanniassakin on siten pyritty standardoimaan hyviä hallintokäytäntöjä, vaikka corporate governance korostuu valtio-omistusten tapauksessa vähemmän kuin esimerkiksi Suomessa.

5. VALTION YHTIÖOMISTUKSEN JA OMISTAJAOHJAUKSEN STRATEGISET VAIHTOEHDOT

Tutkimusaineiston perusteella määrittyy kolme erilaista etenemistapaa, jotka valtio-omistajan on mahdollista valita kokonaistaloudellisen optimoinnin näkökulmasta. Kaikki vaihtoehdot peilaavat teoreettista viitekehystä, valtion yhtiöomistajuuden lähihistoriaa, julkisia strategioita, kansainvälisiä esimerkkejä ja asiantuntijahaastatteluja. Keskeisimmät löydökset luovat aineiston valtion yhtiöomistajuuden strategisten suuntavaihtoehtojen kannattavuuden määrittämiseksi.

5.1 Yksityistäminen – markkinaehtoisten yhtiöiden myyminen

Yksi valtio-omistajan strategisista vaihtoehdoista on luopua sijoitusintressiin perustuvista omistuksista eli yksityistää ne. Valtio voi myös toteuttaa niin sanotun hybridimallin yksityistämisestä, jossa se luopuu suuromistuksista ja määräysvallasta, mutta säilyttää passiivisen portfoliosijoittajan tavoin osuudet yhtiöistä, jotka se näkee puhtaasta sijoitusnäkökulmasta tuottoisiksi investoinneiksi. Yksityistämistä käsiteltäessä keskitytään ainakin ensimmäisessä vaiheessa Solidiumin sijoitusportfoliossa oleviin yhtiöihin eli sijoitusintressiin perustuviin omistuksiin. Tämän kategorian omistuksia on paljon myös listaamattomissa valtioneuvoston kanslian omistajaohjausyksikön vastuualueeseen kuuluvissa yhtiöissä, mutta kyseiset omistukset eivät taloudelliselta merkittävyydeltään ole lainkaan vertailukelpoisella tasolla. Solidiumilla on eduskunnan valtuudet omistuksiensa yksityistämiseen (Valtion omistusosuudet ja eduskuntavaltuudet). Kaikki variaatiot laajasta yksityistämisestä vaativat käytännössä edelleen myös poliittista päätöstä.

Suoraa markkinaehtoisten yhtiöiden yksityistämisen mallia tukevat osa kansainvälisistä esimerkeistä, markkinaliberaalinen koulukunta sekä tietyt taloudellispragmaattiset näkökulmat. Myös valtion yhtiöomistamisen lähihistoria osoittaa, että yksityistäminen on vaihtoehtona konkreettinen. Hybridimallin yksityistäminen on tosiasiallisesti varteenotettava vaihtoehto, koska sen toteuttamiseen voi riittää eri poliittisten laitojen välinen konsensus.

Lähihistoriasta löytyy argumentteja, joiden perusteella markkinaehtoisten yhtiöiden yksityistäminen vaikuttaa varteenotettavalta strategiselta valinnalta. Valtio aloitti systemaattisen yksityistämisen 1980-luvun loppupuolella. Valtio kuvasi yksityistämisprosessia pragmaattiseksi, mutta on myöntänyt, että taustalla oli myös ideologisia näkökulmia. (Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 8) Suomen poliittinen johto ja hallituksen linja tukivat yksityistämisprosessia johdonmukaisesti Holkerin hallituksesta alkaen seuraavina hallituskausina (Parker 1999, 12; Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998, 9-10). Mikä merkityksellistä, poliittinen ilmapiiri oli vielä 1990-luvun alkupuolellakin ideologisesti värittyneempää kuin nykyään, jolloin myös päätöksen ratifiointi ja yhteiskunnallisen kannusteen saaminen sen tueksi on ollut vaikeampaa.

Löytyniemi (2011, 43, 53) on listannut syitä valtion omistamattomuuden puolesta vuoteen 2030 ulottuvalla aikaperiodilla. Niiden mukaan valtion ei tule omistaa ilman hyvää perustetta etenkin kilpailuilla markkinoilla. Valtion on tavoitteidensa saavuttamiseksi kartoitettava omistamiselle vaihtoehtoja. Omistamattomuutta se voi edistää parantamalla sääntelyä, kehittämällä ostajaosaamistaan ja vahvistamalla kotimaisia yksityisiä markkinoita. Suomalaisilla kotitalouksilla on yli 70 miljardin euron edestä pankkitalletuksia, joista osan kanavoiminen yhtiöomistukseen voimistaisi kotimaisia rahoitusmarkkinoita ja elinkeinoelämää. Pörssiomistuksista luopumisen etuna on edelleen valtion varojen säästäminen ja kartuttaminen.

Pynnä (2011) uskoo, että nykyinen linjaus tulee olemaan vallitseva strateginen kanta valtion yhtiöomistamisessa, mutta tilanne saattaa muuttua, jos esimerkiksi julkisen talouden kestävyysvaje kasvaa suureksi. Toisin sanoen valtionalouden tilalla on vaikutusta omistusjärjestelypäätöksiin. Shleiferin (1998, 135) mukaan valtionyhtiöiden yksityistäminen on oikea vaihtoehto, kun halutaan luoda kannustimia tehokkuuden ja innovaatioiden luomiseen. Shleifer korostaa, että sopimusteitse tapahtuva varmistaminen ja sääntely ovat omiaan korvaamaan valtion yhtiöomistajuuden, jonka hoitamista haittaa merkittävästi poliittisten lähtökohtien läsnäolo. Luoma (2011) tukee tätä näkemystä, mutta suhtautuu skeptisesti yksityistämistä tukevan poliittisen päätöksen mahdollisuuksiin. Parker (1999, 18) linjaa lisäksi, että yksityistäminen auttaa

usein kotimaisia pääomamarkkinoita kehittämään ja edistää markkinoiden vapautumista.

Valtion julkinen strategia ei vaikuta tukevan laajamittaista yksityistämistä, kuten ei myöskään vaikuttimet ja kannustimet (ks. Valtioneuvoston periaatepäätös 2011). Valtio ei ole rakentanut erillistä yrityskauppoja koskevaa kannustinta. Yhtiöiden arvonmääritysongelmat nousevat merkittävään rooliin. Myyntiehdot ja kauppahinnat ovat aina kyseenalaistettavissa. Tästä syystä esimerkiksi poliitikko asettaa itsensä aina epäedulliseen asemaan vaikuttaessaan valtionyhtiön myyntiin, vaikka kaupan ehdot olisivat valtion kannalta yleisesti hyväksytyt. (Luoma 2011)

Tämän tutkimuksen aineiston perusteella kansainväliset esimerkit tukevat yksityistämistä valtion yhtiöomistamisen vallitsevaksi suunnaksi. Sekä Ruotsissa että Iso-Britanniassa valtio on yksityistänyt valtionyhtiöitä merkittävästi. Ruotsissa yksityistäminen on käynnissä parhaillaan, joten yksityistämistapausten arviointi on toistaiseksi hankalaa. Iso-Britanniassa suurin yksityistämisaalto toteutettiin 1980-luvun lopulla, joten tietyt tapaukset on voitu jo arvioida onnistuneiksi tai epäonnistuneiksi. Käytännössä Iso-Britanniassa valtio omistaa enää niin sanottuja erityistehtävayhtiöitä. Lisäksi sen haltuun on kansainvälisen rahoituskriisin seurauksena ajautunut useita suuria rahoituslaitoksia. Iso-Britannian valtio on kuitenkin jo valmistelemassa pääomittamiensa pankkien myyntiä takaisin yksityisille markkinoille. On myös todennäköistä, että osa erityistehtävayhtiöistä Royal Mailin johdolla tulevat myyntiin.

Strateginen valinta yksityistämisestä edellyttää poliittisen päätöksen lisäksi käytännön järjestelyitä. Solidiumin rooli olisi muutettava tai ainakin painotettava nykyisestä holdingyhtiöstä myyntiyhtiöksi, joka ottaisi aktiivisempaa omistajan roolia. Jotta kansallisuusvarallisuuden arvoa ei hukattaisi, on Solidiumin myös omistajaohjattava yhtiöitä myynnin näkökulmasta. Luonteva osa yksityistämisohjelmasta tai -päätöstä on lisäksi Solidiumin osittainen yksityistäminen ja listaaminen pörssiin, jolloin valtion omistusosuudeksi jätetään yli 50, mutta alle 100 prosenttia. Jos suomalaiset eläkeyhtiöt ja piensijoittajat pääsevät omistajiksi Solidiumiin, corporate governance -kysymykset ja omistajan tahtotilan määrittäminen muuttuvat selkeämmiksi ja markkinalähtöisemmiksi.

5.2 Status quo – markkinaehtoisten yhtiöiden omistaminen nykyrakenteella

Status quo -vaihtoehdossa valtio säilyttäisi markkinaehtoisen omistuskokonaisuuden nykyisen perusrakenteen eli sen portfolioon kuuluisi edelleen markkinaehtoisia yhtiöitä, joiden omistajaohjaus on valtioneuvoston kanslian sekä Solidiumin vastuulla. Vaihtoehto tarkoittaa, että kaikkia omistuksia tarkastellaan tapauskohtaisesti ja yhtiöitä koskevat päätökset perustuvat taloudelliseen pragmatismiin, jonka valtionhallinnon konsensus määrittelee.

Löytyniemi (2011, 45) on määrittänyt 12-kohtaisen periaatelistan valtio-omistamiselle, josta ilmenee kattavasti perusedellytykset status quon säilyttämiselle. Lähtökohdaksi hän esittää ”comply or explain” -periaatteen, jonka mukaan valtionomistus pitää olla perusteltavissa ja tavoitelähtöistä. Sen täytyy perustua sijoituskäsityksille eli avoimelle omistaja-agendalle. Valtiolla pitää olla hyvä varallisuusasema, kun se omistaa. Valtion kannattaa jatkuvasti kehittää omistuksiaan kilpailtujen markkinoiden suuntaan. Kokonaistalouden hyöty-kustannus-analyysin perusteella se joutuu välillä toimimaan täydentäjänä, järjestäjänä ja pelastajana. Kauppa- ja teollisuusministeriö (1998, 10) linjasi 1990-luvun yksityistämisohjelman pääperiaatteisiin omistujajärjestelyjen tapauskohtaisen arvioinnin ja korosti, ettei useita yrityksiä kerrallaan koskevia ratkaisuja saanut toteuttaa. Tätä perusteltiin esimerkiksi sillä, että näin myös eduskunta saa mahdollisuuden arvioida jokaista tapausta omana kokonaisuutenaan.

Pynnän (2011) mukaan status quo on todennäköisin vaihtoehto valtiolle ja laajamittaisen yksityistämisen tapauksessa se kohdistuisi todennäköisesti nimenomaan Solidiumin portfolioon. Ottaen huomioon, että kyseessä on merkittävä osa maan suurimmista yrityksistä, on niiden yksityistämisen seuraamuksiin kohdistuva riski hyvin konkreettinen talouspoliittisesti. Riskin suuruus vaikuttaa poliittisen johdon päätöksentekoon, sillä kansallisvarallisuuden laajamittainen myynti alistetaan poikkeuksetta julkiseen yhteiskunnalliseen keskusteluun, jossa onnistumista arvioidaan myös keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Yksilöiden roolien ja vaikuttimien tarkastelu valtion yhtiöomistajuuden ja omistajaohjauksen aihepiirissä ohjaa status quo -vaihtoehdon vahvistamiseen. Luoma (2011) toteaa, ettei omistajaohjauksen komentoketjussa – ministeri, virkamies, yhtiön hallitus ja yhtiön johto – yhdenkään kannustimet tai vaikuttimet ole rakennettu omistusjärjestelyjä silmällä pitäen. Tällä hetkellä kaikkien edellä mainittujen kannalta on tosiasiallisesti kannattavaa, että valtio pitää omistuksensa yhtiössä. Yksityistämisen kannattajan näkökulmasta valtionhallinnossa on siten vakava kannustin- ja agenttiongelmia.

Merkittävien yhtiöomistamista koskevien strategisten valintojen edessä on muistettava, että ylin päätäntävalta on eduskunnalla, mikä tekee nykytilan muuttamisen hitaaksi ja raskaaksi prosessiksi. Edelleen, valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011, 1-2) linjataan, että talouspoliittisen ministerivaliokunnan puolta tarvitaan merkittäviin omistajapolitiikan ja -ohjauksen toteutustapoihin liittyviin ratkaisuihin. Ministerivaliokunta käsittelee myös valtion arvoltaan tai muuten merkittävät osakeostot ja -myynnit. Periaatepäätös määrittää myös Solidiumin roolia varovaiseen sävyyn. Roolista todetaan, että se on työkalu pitkäjänteiseen omistamiseen ja joustavaan reagointiin. Solidiumin portfolion rakennetta kehitetään ”kotimaisen omistuksen varmistamiseksi ja vahvistamiseksi sekä omistuksen arvon kasvattamiseksi”.

Vahva argumentti status quon säilyttämiseen on niin sanottu pääkonttoristrategia. Pääkonttoristrategia valitaan, kun pyritään estämään tytäryhtiötalouden syntymistä tai laajentumista. Tytäryhtiötaloudessa uhkana on, etteivät ulkomaiset omistajat investoi Suomeen. Puttonen (2004, 17) vahvistaa tämän toteamalla, että vaikka ulkomaalaisomistus on keskimäärin taloudellisesti parempi vaihtoehto yritykselle, investoivat kotimaisessa omistuksessa olevat yritykset enemmän Suomeen. Lumijärven (2003) mukaan investointien vähentyminen saattaa johtaa kerrannaisvaikutuksineen muun muassa työllisyyden vähentymiseen, pörssin toimialojen supistumiseen ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kuihtumiseen. Valtion pitäisi siten monissa tapauksessa suojella omistajana omia intressejään. (ks. Kulmala 2003) Tämäkin ohjaa päätöksentekoa status quon säilyttämiseen.

5.3 Solidium – markkinaehtoisten yhtiöiden keskittäminen Solidiumin portfolioon

Solidiumin lyhyt historia nykyisessä muodossaan osoittaa, että valtio haluaa yhtiön hoitavan markkinaehtoiset ankkuriomistukset pörssiyrityksissä. Solidiumin roolin määritelmässä todetaan myös mahdollisista sijoituksista pian listautuviin yrityksiin. Solidium-painotteisen mallin perusajatus on kaikkien valtion omistamien markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden siirtäminen Solidiumin portfolioon. Tämä vaihtoehto on tietyllä tapaa yksityistämisen ja status quon välimuoto. Jos valtio valitsee Solidium-vaihtoehdon, tärkeä kysymys kuuluu, tuleeko Solidiumin toimia kuten aktiivinen omistaja, passiivinen portfolio-omistaja vai jotain siltä väliltä.

Valtion markkinaehtoisten yhtiöiden osoittaminen Solidiumin portfolioon nostaisi niiden vetovoimaa markkinoiden näkökulmasta, sillä valtion suora ja määräävä omistusvalta laskee aina yhtiön markkina-arvoa (Luoma 2011). Omistuksen arvon kasvattaminen on myös valtion tavoite (mm. Valtioneuvoston periaatepäätös 2011, 1). Ongelmaksi Solidium-keskeisessä mallissa voi katsoa valtio-omistuksen läpinäkyvyyden heikkenemisen ja siitä aiheutuvat haitat. Pynnä (2011) toteaa, että Solidium yksittäisenä omistajana – ja pörssiin listattuna – asettaisi yhtiölle merkittävän corporate governance -vaatimuksen toiminnassaan. Luoma (2011) ei näe asetelmassa ongelmaa, vaikka mittakaava on suuri Solidiumin tapauksessa, vaan pikemminkin uskoo, että listaamisen myötä kohoava huomioarvo olisi ainoastaan hyvä asia. Koska valtion yhtiöomistukset ovat taloudellisesti erittäin merkittävä kokonaisuus Suomen kansantalouden mittakaavassa, on luonnollista, että sen keräämä yhteiskunnallinen julkisuus nousee nykyistä suuremmaksi.

Solidium-keskeinen lähestymistapa ja Solidiumin osoittaminen valtion ankkuriomistajaksi olisi väistämättä ainakin sovellus pääkonttoristrategiasta. Norjan esimerkistä ilmenee, että valtio voi jäsentelyssään luoda jopa oman kategorian yhtiöille, joissa se noudattaa pääkonttoristrategiaa (The State Ownership Report 2010, 5). Norjan valtio esittää kategorian perusteeksi asianomaisten yhtiöiden pääkonttorin ja toimialan kansallisten instituutioiden välisen yhteistyön tärkeyden.

Mikään ei tosiasiallisesti sodi sitä vastaan, että Solidium toimisi valtion ankkuriomistajana. Solidiumia pidetään näkökulmasta riippuen sekä sinivalkoisena omistajana että valtion ammattiomistajana. Valtio hyötyy Solidiumista esimerkiksi yhtiöportfolion markkina-arvon mittarilla, koska markkinat vaativat aina preemiota suorasta valtio-omistuksesta. Löyttyniemen (2011, 43–44, 60) mukaan valtion markkinaehtoiset ankkuriomistukset ovat Solidiumissa vuoteen 2030 mennessä, jolloin yhtiö on myös pörssikelpoinen ja ankkuriomistajuus sen strategiana kiteytyy omistettavan yhtiön arvon maksimoimiseen, sen pääkonttorin sijaintiin ja kotimaisten resurssien käyttöön sijainnin positiivisena sivuvaikutuksena.

Olellainen kysymys tässä yhteydessä on, millaiseksi toimijaksi Solidium todellisuudessa voi muodostua, jos omistukset keskitetään sille. Solidiumin rooli ei ole ainakaan vielä muotoutunut lopullisesti. Pynnä (2011) uskoo, että huomattava vastuu kansallisvarallisuudesta luo puitteet Solidiumin toiminnalle. Vaikka sen aseman katsotaan muodollisesti olevan itsenäinen, toimii yhtiö valtion kontrollissa.

Solidiumin omistajavallan kriittisyyttä ilmiönä suhteuttaa se, että jopa eläkeyhtiöiden asemasta vallankäyttäjinä keskustellaan usein kriittisesti, eivätkä yksittäisten eläkeyhtiöiden omistusosuudet Suomen merkittävimmistä yrityksistä ole läheskään yhtä suuria kuin Solidiumilla. Solidiumin asema vallankäyttäjänä olisikin Suomessa ennennäkemätön, jos valtio suljetaan tarkastelusta. Solidiumin osittainen yksityistäminen on kuitenkin kiinnostava vaihtoehto. Halutessaan valtio pystyy säilyttämään määräysvallan yhtiössä ja keräämään samalla listausannissa miljardeja euroja pääomaa. Valtionhallinnossa harkitaan väistämättä tätä vaihtoehtoa nykytilanteessa, jossa valtiontalous on jatkuvasti alijäämäinen. Solidiumin osittainenkin yksityistäminen olisi kuitenkin suurin yksittäinen toimenpide Suomen valtion yhtiöomistamisen historiassa ja siten kysymys muodostuisi myös varsin poliittiseksi.

6. YHTEENVETO

Tutkimuksen yhteenvetona kerrataan tärkeimmät löydökset ja argumentit tutkimusaineistosta sekä edellä esitetyistä markkinaehtoisten yhtiöiden omistuksen strategisista vaihtoehdoista. Näistä johdettu johtopäätös esitetään yhteenvedon lopuksi. Tutkimuksen aineistona on teoreettinen viitekehys, asiantuntijahaastattelut, lähihistoriaan perustuva päätöksentekokulttuurin tarkastelu, valtion julkisen omistusstrategian linjaukset, yksilöiden toimintaan ja vaikuttimien perustuvan päätöksentekokulttuurin tarkastelu sekä kansainväliset esimerkit.

Valtion julkinen omistusstrategia on vaillinainen. Se muodostuu lähinnä valtioneuvoston tuoreimmasta periaatepäätöksestä ja omistajaohjauksen tulevaisuuskatsauksesta. Valtioneuvoston kanslialla ei sinällään ole erillistä julkista omistajastrategiaa lainkaan ja Solidiumkin noudattaa pitkälti valtio-omistajan periaatepäätösten linjaa. Tutkimusongelman kannalta mielenkiintoista on valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011, 2) esitetty toteamus, jonka mukaan yhtiöihin liittyvät strategiset intressit tullaan täsmentämään vuoden 2012 loppuun mennessä. Täsmennyksen jälkeen on todennäköistä, että valtion omistajastrategisen valinnan suhteen voi tehdä lisäpäätelmiä.

Valtion lähihistoria osoittaa, että ohjelmaluontoiset yksityistämiset ovat mahdollisia, sillä näin toimittiin 1990-luvullakin. Koska yhtiömassa on kansallisvarallisuutta, jonka hoitaminen pitäisi tapahtua kokonaistaloudellisuus optimoiden, ei ohjelmaluontoinen toiminta välttämättä takaa parasta lopputulosta. Mikäli laajamittaisemmasta yksityistämisestä tehtäisiin päätös, olisi sen kanssa tärkeää edetä tapaus tapaukselta, jolloin pragmaattiset syyt hallitsisivat prosessia. Teoreetikoista moni tukee valtio-omistamisen lopettamista. Esimerkiksi Shleifer (1998, 135) luottaa yksityisen sektorin ylivertaisuuteen tehokkuuden ja innovaatioiden luoja. Myös Parker (1999, 17–18) on todennut tutkimuksessaan yksityistämisen hyväksi vaihtoehdoksi, koska se edistää lisäksi myös valtionalouden tilaa ja vapaata markkinataloutta.

Käytännön tasolla pätevien yksilötason toimijoihin kohdistuvien vaikuttimien rooli korostuu kuitenkin niin merkittävästi, että ilman erillistä poliittista päätöstä, jossa

toimeenpannaan esimerkiksi yksityistämishjelma, valtion markkinaehtoisten yhtiöomistusten pienentäminen laajassa mittakaavassa on hyvin epätodennäköistä. Tällaisen poliittisen päätöksen tekeminen on riskialtista tekijälleen, etenkin jos se kohdistuu julkisesti esimerkiksi yksittäiseen ministeriin (mm. Luoma 2011; Pynnä 2011). Status quo ja omistusten tapauskohtainen käsittely vaikuttaakin helpoimmalta valinnalta. Tätä tukevat nykyisten vaikutin- ja kannustinjärjestelmien lisäksi valtion julkinen omistajastrategia.

On tärkeä muistaa, että valtion on hyvin mahdollista myydä merkittävät omistusmassat luopumatta käytännön määräysvallasta yhdessäkään nykyisistä yhtiöistä. Jos valtiontalous pysyy alijäämäisenä tulevinakin vuosina ja valtion velkaantuminen jatkuu, on yhtiövarallisuuden osittainen realisoiminen vaihtoehto julkisen talouden tasapainottamiseen. Esimerkiksi 49,9 prosentin osuus Solidiumista on valtiontaloudenkin mittakaavassa merkittävää varallisuutta. Tosin nykyinen linjaus on, että myyntivoitot osoitetaan uusien investointien ja teollisten rakenteiden luomiseen, eikä valtiontalouden tasapainottamiseen. Poikkeus on kuitenkin mahdollinen tarkoituksenmukaisuuden perusteella.

Kaikki kolme tässä tutkimuksessa mallinnettua yhtiöomistamisen strategista vaihtoehtoa omaavat siten piirteitä, joita tutkimusaineisto puolustaa. Valtio-omistamisen teoria tukee yksityistämistä. Myös Ruotsin esimerkillä saattaa olla yksityistämistä tukevia vaikutuksia Suomessa. Status quota tukevat vaikuttimet ja valtio-omistajan tahtotilan määrittelemättömyys. Moni tekijä viittaa Solidiumin roolin kasvuun. Löytyniemen (2011, 60) arvion mukaan Solidiumista tulee pörssikelpoinen yhtiö, jonka tehtäväkuvaa laajennetaan myös listaamattomiin markkinaehtoisin yhtiöihin.

Johtopäätökset

Tutkimusaineiston perusteella voidaan todeta, että erityisesti kaksi asiaa määrittää valtion yhtiöomistamisen suunnan: omistajuuden ja kannustimien asemoituminen valtionhallinnossa sekä huoltovarmuuden ideologinen asettuminen. Tästä näkökulmasta voidaan antaa muutamia suosituksia valtio-omistajuuden kehittämiseksi.

Kuten todettua valtion yhtiövarallisuus on hyvin suuri osa kansallisvarallisuutta. Siksi sille pitää osoittaa yksittäinen omistaja. Sen hoitamisessa pitää huomioida kokonaistaloudellinen optimointi ja agenttiongelman. Eli omistajaohjauksen ratkaisujen pitää maksimoida omistajan, Suomen kansan, hyvinvointi. Jotta tähän tavoitteeseen päästään, on onnistuttava rakentamaan koko omistajaohjausprosessin kattava ja toimiva kannustinjärjestelmä. Toimiva kannustinjärjestelmä lävistää koko valtio-omistamisen komentoketjun, edistää markkinaehtoisia ratkaisuja sekä tähtää kokonaistaloudellisesti parhaaseen mahdolliseen tulemaan. Valtion on myös määriteltävä kokonaistaloudellisuus ja siten tavoitetilä tarkasti, jos se aikoo toimia pitkäjänteisesti markkinaehtoisten yhtiöiden omistajana.

Valtion omistajaorganisaatio ei välttämättä ole optimaalinen nykyisellään. Markkinaehtoisten omistusten täydellinen keskittäminen Solidiumiin selkeyttäisi valta- ja vastuukysymyksiä sekä helpottaisi kannustinkokonaisuuden rakentamista. Lähitulevaisuudessa on toivottavaa, että tätä vaihtoehtoa tarkastellaan valtionhallinnossa. Lisäksi ainakin osittainen yksityistäminen, jossa säilytetään ainoastaan tavoitteidensa kannalta välttämättömät osuudet, on aiheellinen. Privatization Barometer -raportin (2009) perusteella Suomessa on Euroopan suurin yksityistämispotentiaali suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Huoltovarmuus on liian subjektiivinen käsite, jotta sen määrittämisessä kannattaisi edetä varovaisimman vaihtoehdon periaatteella. Huoltovarmuuden saavuttamiseksi pitää kehittää vaihtoehtoisia toimintamalleja omistamiselle. Sopimus- ja sääntelyteitse saavutetaan tehokkaampi ja kevyempi ratkaisu ilman, että varmuustaso käytännössä muuttuu. Pääkonttoristrategia, kotimaisten resurssien käytön tehostaminen ja tytäryhtiötalouden ehkäiseminen on huomionarvoinen vaihtoehto. Sen suhteen on kuitenkin kysyttävä poistaako pääkonttoristrategia ongelmaa, johon yritetään pureutua vai lykkääkö se sitä vain ajallisesti. Suomen viitekehysessä pääkonttoristrategia on toteutettavissa, vaikka Solidium omistaisi markkinaehtoiset yhtiöt ja vaikka se yksityistettäisiin osin.

Solidiumin osittaisella yksityistämällä on muitakin vaikutuksia kuin valtion sama myyntitulo ja yksityistämisestä koituvat hyödyt. Löyttyniemen (2011, 53, 60) mukaan

pörssissä mukanaolo pitäisi valtion ”kaidalla polulla”, kun se vähemmistöomistajana joutuisi varomaan ylimääräisten poliittisten tavoitteiden asettamista yhtiöille. Lisäksi on tärkeä huomioida, että suomalaisilla kotitalouksilla on yli 70 miljardin euron pankkitalletukset, jotka olisi mahdollista kanavoida pörssisijoituksiin. Likvidi pörssi vahvistaa yritysrahoitusmarkkinoita. Solidiumin listaaminen pörssiin kasvattaisi Helsingin pörssin vetovoimaa, koska yksityiset kotimaiset sijoittajat pääsisivät suoriksi kansallisvarallisuuden omistajiksi.

7. LÄHTEET

- Davis, James H. & Donaldson, Lex 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1), 49 - 64. The University of New South Wales
- Erma, Juhani, Rasila, Tommi & Virtanen, Olli V. 2009. *Hyvä hallitustyö*. 1. painos. Edita Prima Oy.
- Fox, Mark A. & Hamilton, Robert T. 1994. Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory. *Journal of Management Studies*, 31 (1), 69 - 81. Basil Blackwell Ltd.
- Hirsjärvi, Sirkka, Remes, Pirkko & Sajavaara, Paula 2009. *Tutki ja kirjoita*. 15. painos. Hämeenlinna: Kariston kirjapaino Oy.
- Hirvonen, Ahti, Niskakangas, Heikki & Steiner Maj-Lis 2003. *Corporate Governance. Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely*. Juva: WS Bookwell Oy.
- Holmgren, Gunnar 2009. *Från problemföretag till kapitalförvaltning. Sveriges statliga företag 1980-2007*. Åbo Akademis Förlag – Åbo Akademi University Press.
- Honkanen, Pertti 1995. *Julkinen sektori. Muistiinpanoja yksityistämisestä ja säästöpolitiikasta*. Hämeenlinna: Karisto Oy.
- Huoltovarmuuskeskus. Mitä on huoltovarmuus?
<<http://www.huoltovarmuus.fi/tietoa-huoltovarmuudesta/mita-on-huoltovarmuus/>>
27.7.2011
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305 - 360.
- Junka, Teuvo 2010. *Valtionyhtiöt 1975-2008*. VATT-tutkimuksia 155.
- Kaisanlahti, Timo 2001. *Valtion omistajaohjaus – perusta ja välineet*. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 4/2001.
- Kallunki, Martikainen, Niemelä, 2002. *Ammattimainen sijoittaminen*. Enterprise Adviser –kirjasarja. 2. painos. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino Oy.
- Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko 2007. *Uusi yrityksen arvonmääritys*. Talentum. Economica-kirjasarja. 4. painos. Gummerus Kirjapaino Oy.
- Kankaanpää, Jari, Oulasvirta, Lasse & Wacker Jani 2011. *Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle*. Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 2/2010.
- Kauppa- ja teollisuusministeriö 1998. *Privatization of Finnish State-Owned Companies*.

- Kauppa- ja teollisuusministeriö 2003. *Omistajaohjaustyöryhmän raportti 18.12.2003*. Työryhmä- ja toimikuntaraportteja. ISSN: 1236-1852.
<http://www.omistajaohjaus.fi/documents/Asiakirjat/Tyoeryhmien_raportit/suomi/Omistajaohjaus_tr.pdf> 23.10.2011
- Kiina-ilmio on ohi. *Taloussanomat* 20.5.2011.
<<http://www.taloussanomat.fi/ulkomaat/2011/05/20/kiina-ilmio-on-ohi/20117205/12>> 9.8.2011
- Knüpfer, Samuli & Puttonen, Vesa 2007. *Moderni rahoitus*. WSOYpro.
- Kulmala, Arja 2003. Olli-Pekka Lumijärvi: Valtion on linjattava suhteensa tytäryhtiötalouteen. *Omistaja & Sijoittaja*, 1/2003.
<<http://www.omistajaonline.fi/lehdet/12003/olli-pekka-lumijarvi.aspx>> 9.8.2011
- Laki huoltovarmuuden turvaamisesta 18.12.1992/1390
<<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1992/19921390>> 1.8.2011
- Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 21.12.2007/1368
<<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2007/20071368>> 9.6.2011
- Leppämäki, Mikko 2003. Onko omistajuudella väliä? *Kansantalouden Aikakauskirja* 3/2003. 251 - 254.
<<http://taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/kak32003/kak32003paakirjoitus.pdf>> 19.11.2011
- Lumijärvi, Olli-Pekka 1987. *Agenttiteoria ja sen eräitä sovellutuksia*. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja. Keskusteluja ja raportteja 4:1987. Turun kauppakorkeakoulun monistamo.
- Luoma, Tero 1.11.2011. Haastattelu.
- Löytyniemi, Timo 2011. *Valtio-omistus 2030 – mitä ja miksi?* Pörssisäätiön raportti.
- Marsh, David 1991. Privatization under Mrs. Thatcher: A Review of the Literature. *Public Administration*, 69 (4), 459 - 480. Blackwell Publishing Ltd.
- Marshall, Catherine & Rossman, Gretchen B. 2006. *Designing Qualitative Research*. 4. painos. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Mellows-Facer, Adam 6.12.2010. House of Commons Library. Parliamentary supervision of state ownership steering. Vastine tietopyyntöön.
- Mikkonen, Antti. Herlin on maan mahtavin businessuku. *Talouselämä* 21/2011, 32 - 34.
- Myllymäki, Arvo 2007. *Finanssihallinto-oikeus*. 2. painos. Juva: WS Bookwell.
- Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2000. *Yritysrahoitus*. Helsinki: Oy Edita Ab.

Norwegian Ministry of Trade and Industry. The Government's ownership policies.

<<http://www.regjeringen.no/en/dep/nhd/selected-topics/ownership/The-Governments-Ownership-Policies.html?id=613408>> 22.8.2011

Norwegian Ministry of Trade and Industry. The State will be an active owner. Press release 4.4.2011.

<<http://www.regjeringen.no/en/dep/nhd/press-centre/Press-releases/2011/the-state-will-be-an-active-owner.html?id=637657>> 22.8.2011

Norwegian Ministry of Trade and Industry. The State's ownership report 2010.

OECD 2003. Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD Countries.

<http://www.apec.org/au/docs/10_TP_PFI%204/Privatising%20SOEs.pdf> 24.10.2011

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

<<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>> 19.11.2011

Parker, David 1999. Privatization in the European Union: A Critical Assessment of its Development, Rationale and Consequences. *Economic and Industrial Democracy*, 20 (1), Sage Publication.

Piippo, Antti 2004. Tytäryhtiötalous – tapaus nimeltä Suomi. *Liiketaloudellinen aikakauskirja* 4/2003.

<http://lta.hse.fi/2003/4/lta_2003_04_d6.pdf> 9.8.2011

Politiikan johtaminen 2010-luvulla. Valtioneuvoston kanslian tulevaisuuskatsaus. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja 19/2010.

<<http://www.valtionomistus.fi/documents/Julkaisut/Tulevaisuuskatsaus.pdf>> 26.7.2011

Puttonen, Vesa 2004. *Onko omistamisella väliä?* EVA raportti.

Pynnä, Harri 12.4.2011. Haastattelu.

Pörssisäätiö – sanasto: Hallintarekisteri.

<<http://www.porssisaatio.fi/sanasto/hallintarekisteri>> 9.8.2011

Regeringskansliet – Företag med statligt ägande.

<<http://www.regeringen.se/sb/d/2819/a/160659>> 18.8.2011

Regeringskansliet, Finansdepartementet. Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2010.

<<http://www.sweden.gov.se/content/1/c6/14/92/27/eebd19cc.pdf>> 22.8.2011

Regeringskansliet, Näringsdepartementet. Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2009.

<<http://www.regeringen.se/content/1/c6/14/92/27/eebd19cc.pdf>> 22.8.2011

Regeringskansliet, Näringsdepartementet 2010. Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande.

<<http://www.regeringen.se/content/1/c6/14/70/07/3f66cfd.pdf>> 22.8.2011

Rytteri, Teijo 2009. Valtionyhtiöiden yhteiskunnallinen hyväksyttävyyys – tapaus Kemijärvensellutehdas. *Terra*, 121 (4).

<<http://helios.uta.fi:2106/se/t/0040-3741/121/4/valtiony.pdf>> 16.7.2010

Shareholder Executive

<<http://www.bis.gov.uk/shareholderexecutive>> 5.1.2011

Shareholder Executiven vuosikertomus 2008-09

<<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/shex/files/annualreport0809.pdf>> 12.1.2011

Shleifer, Andrei 1998. State versus Private Ownership. *Journal of Economic Perspectives*, 12 (4), 133-150.

Simon, John 2009. *Koneen Ruhtinas. Pekka Herlinin elämä*. Keuruu: Otavan Kirjapaino Oy.

Solidium – nykymuotoisen Solidiumin historia

<<http://www.solidium.fi/solidium/historia>> 15.11.2011

Solidium – palkitseminen

<<http://www.solidium.fi/solidiumin-hallinto/palkitseminen>> 18.11.2011

Solidiumin puolivuosisikatsaus 1.7.2010-31.12.2010. Tiedote.

<http://www.solidium.fi/files/solidium/julkaisut/Puolivuosisikatsaus_%28pdf%29.pdf> 2.8.2011

Solidiumin vuosikertomus 2010.

<<http://www.e-julkaisu.fi/solidium/vuosikertomus-2010/>> 2.8.2011

Sovereign Wealth Fund Institute 2011. Fund Rankings.

<<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>> 16.8.2011

Suni, Paavo 2004. Kiina-ilmio. *Suhdanne* 3/2004, 124 – 131. Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen julkaisu.

<http://www.etla.fi/files/1166_SUH_04_3_kiina_ilmio.pdf> 9.8.2011

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2010.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry.

<http://www.cgfinland.fi/images/stories/pdf/2010_koodi/suomen%20listayhti%F6iden%20hallinnointikoodi%20-%20cg2010.pdf> 10.8.2011

Taipale, Taru. Sinivalkoinen omistaja on sijoittajan asialla. *Talouselämä*, 31.3.2009.

<<http://www.talouselama.fi/sijoittaminen/sinivalkoinen+omistaja+on+sijoittajan+asialla/a264900>> 2.8.2011

Talouselämä 500 –lista. Suomen suurimmat yritykset liikevaihtotietojen perusteella vuonna 2010.

<<http://www.talouselama.fi/te500/?view=ranklist&begin=1&end=100>> 27.7.2011

Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 8.9.2009. Valtio-omistajan ohje yritysjohdon palkitsemisesta ja eläke-etuuksista.

<<http://www.valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/pdf/2009/Talpol-palkitseminen-080909/fi.pdf>> 2.8.2011

The PB Report 2010. A Publication of the Privatization Barometer.

<http://www.privatizationbarometer.net/PUB/NL/4/7/PB_Report_2010.pdf> 24.8.2011

Tytäryhtiötalous vahvistuu. *Kauppalehti*, 14.1.2005.

Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös 3.11.2011.

<http://www.valtionomistus.fi/documents/Asiakirjat/Hallituksen_linjaukset/suomi/20111103VNn_Periaatepaeatoes.pdf> 12.11.2011

Valtioneuvoston kanslia. *Pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen ohjelma 22.6.2011.*

<<http://www.vn.fi/hallitus/hallitusohjelma/pdf332889/fi.pdf>> 22.8.2011

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto. Valtion yhtiöomistus 2007.

<http://www.valtionomistus.fi/documents/Pdf-tiedostot/VY_07_su.pdf> 15.11.2011

Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2010.

<http://www.valtionomistus.fi/documents/Julkaisut/2010_OOvuosikertomus.pdf> 25.8.2011

Valtioneuvoston päätös huoltovarmuuden tavoitteista 21.8.2008/539

<<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2008/20080539>> 1.8.2011

Valtionomistus – lainsäädäntö

<http://www.valtionomistus.fi/omistajapolitiikka_ja_ohjaus/lainsaadanto/fi.jsp> 7.8.2011

Valtionomistus – tilastot

<http://www.valtionomistus.fi/tilastot/valtion_omistuksen_arvo/fi.jsp> 25.8.2011

Valtionomistus – yksityistäminen

<http://www.valtionomistus.fi/omistajapolitiikka_ja_ohjaus/yksityistaminen/fi.jsp> 27.7.2011

Valtion omistusosuudet ja eduskuntavaltuudet 1.6.2011

<http://www.valtionomistus.fi/documents/Pdf-tiedostot/edvaltuudet_suo_6b_2011.pdf> 16.6.2011

Valtionyhtiöiden neuvottelukunta: Valtionyhtiöt 1983. F.G. Lönnberg.

- Valtionyhtiöiden neuvottelukunta: Valtionyhtiöt 1993. Helsinki: Kyriitti Oy.
- Vickers, John & Yarrow, George 1989. Privatization in Britain. Teoksessa: MacAvoy Paul W., Stanbury, W.T., Yarrow, George & Zeckhauser, Richard J. (toim.) *Privatization and State-Owned Enterprises. Rochester Studies in Economics and Policy Issues*. 209 - 245 Kluwer Academic Publishers.
- Vihervuori, Petri 2005. Omistamisella on väliä. *Omistaja & Sijoittaja*, 2/2005
<<http://www.omistajaonline.fi/lehdet/22005/omistamisella-on-valia.aspx>> 16.6.2011
- Vuoria, Matti 2004. *Evaluator Report of the State's Ownership Policy*. Kauppa- ja teollisuusministeriö: Tutkimuksia ja raportteja 3/2004. Edita Publishing Oy.
- Ward, Keith 1993. *Corporate Financial Strategy*. 1. painos. Oxford: Butterworth-Heinemann Ltd.
- Zeckhauser, Richard J. & Horn, Murray 1989. The Control and Performance of State Owned Enterprises. Teoksessa: MacAvoy Paul W., Stanbury, W.T., Yarrow, George & Zeckhauser, Richard J. (toim.) *Privatization and State-Owned Enterprises. Rochester Studies in Economics and Policy Issues*. 7 - 57. Kluwer Academic Publishers.

LIITE 1. VALTION OMISTUSOSUUEDET 1.6.2011

	Omistaja	Ryhmä	Valtionomistus
Pörssiyhtiöt			
Elisa Oyj	Solidium	1a	10,1 %
Finnair Oyj	VNK	1b	55,8 %
Fortum Oyj	VNK	1b	50,8 %
Kemira Oyj	Solidium	1a	16,7 %
Metso Oyj	Solidium	1a	10,4 %
Neste Oil Oyj	VNK	1b	50,1 %
Outokumpu Oyj	Solidium	1a	30,9 %
Rautaruukki Oyj	Solidium	1a	39,7 %
Sampo Oyj	Solidium	1a	14,2 %
Sponda Oyj	Solidium	1a	14,9 %
Stora Enso Oyj	Solidium	1a	12,3 %
Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj	Solidium	1a	4,3 %
Telia Sonera Oyj	Solidium	1a	13,7 %
Tieto Oyj	Solidium	1a	10,3 %
Yhteensä (lkm)		14	

Noteeraamattomat markkina-

ehtoiset yhtiöt	Omistaja	Ryhmä	Valtionomistus
Altia Oyj	VNK	1a	100,0 %
Arctia Shipping Oy	LVM	1b	100,0 %
Arek Oy	VNK	1a	9,0 %
Art and Design City Helsinki Oy	VNK	1a	35,2 %
Boreal Kasvinjalostus Oy	VNK	1b	65,0 %
Destia Oy	VNK	1a	100,0 %
Edita Oyj	VNK	1a	100,0 %
Ekokem Oy	VNK	1b	34,1 %
FCG Finnish Consulting Group Oy	VNK	1a	6,1 %
Fingrid Oyj	VNK	1b	53,1 %
Gasum Oy	VNK	1b	24,0 %
Helsinki Business and Science Park Oy	VNK	1a	28,6 %
Itella Oyj	VNK	1b	100,0 %
Kemijoki Oy	VNK	1a	50,1 %
Kuntarahoitus Oyj	YM	1b	16,0 %
Meritaito Oy	LVM	1b	100,0 %
Motiva Oy	VNK	1b	100,0 %
Opetusalan koulutuskeskus Educode Oy	VNK	1a	100,0 %
Patria Oyj	VNK	1b	73,2 %
Raskone Oy	VNK	1a	85,0 %
Suomen Lauttaliikenne Oy	VNK	1b	100,0 %
Suomen Rahapaja Oy	VNK	1b	100,0 %
Suomen Siemenperunakeskus Oy	VNK	1a	22,0 %
Suomen Viljava Oy	VNK	1b	100,0 %
Vapo Oy	VNK	1b	50,1 %
VR-Yhtymä Oy	VNK	1b	100,0 %
Yhteensä (lkm)		26	
Markkinaehtoiset yhteensä		40	

Erityistehtäviä hoitavat yritykset	Omistaja	Ryhmä	Valtionomistus
Alko Oy	STM	2	100,0 %
Arsenal Oyj	VM	2	100,0 %
Certia Oy	OKM	2	20,0 %
CSC-Tieteen tietotekniikan keskus Oy	OKM	2	100,0 %
Finavia Oyj	LVM	2	100,0 %
Finnpilot Pilotage Oy	LVM	2	100,0 %
Finnvera Oyj	TEM	2	100,0 %
Governia Oy	VNK	2	100,0 %
Hansel Oy	VM	2	100,0 %
Haus Kehittämiskeskus Oy	VM	2	100,0 %
Hevosopisto Oy	OKM	2	25,0 %
Solidium Oy	VNK	2	100,0 %
Suomen Erillisverkot Oy	VNK	2	100,0 %
Suomen Ilmailuopisto Oy	OKM	2	49,5 %
Suomen Teollisuussijoitus Oy	TEM	2	100,0 %
Teollisen yhteistyön rahasto Oy	UM	2	89,0 %
Tietokarhu Oy	VM	2	20,0 %
Veikkaus Oy	OKM	2	100,0 %
Yleisradio Oy	LVM	2	100,0 %
Yrityspankki Skop Oyj	VM	2	95,2 %
Yhteensä (lkm)		20	
Kaikki yhteensä (lkm)		60	

LVM = Liikenne- ja viestintäministeriö

OKM = Opetus- ja kulttuuriministeriö

STM = Sosiaali- ja terveysministeriö

TEM = Työ- ja elinkeinoministeriö

UM = Ulkoasiainministeriö

VM = Valtiovarainministeriö

VNK = Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosasto

YM = Ympäristöministeriö

Yhtiöryhmä 1 a: Valtiolla on omistajana ainoastaan tai lähes yksinomaan vahva sijoittajaintressi.

Omistajaohjausta järjestettäessä on otettava huomioon valtion omistusosuuteen liittyvä määräys- tai vaikutusvalta sekä siihen liittyvät omistajan riski ja omistukseen perustuva osallistuminen yhtiön päätöksentekoon.

Yhtiöryhmä 1 b: Vahvan sijoittajaintressin lisäksi yhtiöön liittyy strategisia intressejä, joiden vuoksi valtion on syytä pysyä toistaiseksi vahvana omistajana tai turvata muulla tavoin kyseiset strategiset intressit, jos omistusosuutta pienennetään tai omistuksesta luovutaan.

Yhtiöryhmä 2: Valtiolla on omistajana sääntelyyn tai viranomaistehtäviin liittyvä erityisintressi: yhtiöllä on valtion määrittelemä elinkeino-, yhteiskunta- tai muu poliittinen tehtävä taikka jokin muu erityisrooli.

LIITE 2. LAKI VALTION YHTIÖOMISTUKSESTA JA OMISTAJAOHJAUksesta 21.12.2007/1368

Eduskunnan päätöksen mukaisesti säädetään:

1 § Soveltamisala

Tätä lakia sovelletaan yhtiöomistusta koskevaan päätöksentekoon ja valtion omistajaohjaukseen valtioonemmistöisissä yhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä sekä valtion liikelaitoksista annetussa laissa (1062/2010) tarkoitettujen valtion liikelaitosten hallinnassa olevissa vastaavissa osakeyhtiöissä. (10.12.2010/1063)

Tätä lakia ei sovelleta Kansaneläkelaitoksen, Suomen Pankin tai Valtion eläkerahaston omistamiin osakkeisiin eikä niiden omistamien osakkeiden tuottamia ääniä oteta huomioon tämän lain mukaisia äänivaltaosuuksia laskettaessa. (10.12.2010/1063)

Tätä lakia sovelletaan vain 1 momentissa tarkoitettuja yhtiöitä koskevaan päätöksentekoon ja omistajaohjaukseen. Jos 1 momentissa tarkoitettu yhtiö on konsernin emoyhtiö, lakia ei sovelleta sen tytäryhteisöihin. Lakia ei myöskään sovelleta osakkeisiin, jotka valtio omistaa asunto-osakeyhtiössä, tai yhtiössä, jonka pääasiallisena tarkoituksena on tietyn kiinteistön tai kiinteistökokonaisuuden omistaminen tai hallitseminen.

Jos yhtiöstä tai sen omistajaohjauksesta säädetään erikseen lailla, kyseisen lain säännöksiä noudatetaan siltä osin kuin tässä laissa ei toisin säädetä.

2 § Määritelmät

Valtion yhtiöomistusta koskevilla päätöksillä tarkoitetaan toimenpiteitä, joilla valtio luovuttaa tai hankkii osakkeita tai osakkeenomistajana hyväksyy sellaisia yhtiöiden toimielinten päätöksiä, joiden seurauksena valtion omistus- tai äänivaltaisuus yhtiössä muuttuu.

Valtion omistajaohjauksella tarkoitetaan valtion äänioikeuden käyttämistä yhtiökokouksissa sekä muita toimenpiteitä, joilla valtio osakkeenomistajana myötävaikuttaa yhtiöiden hallintoon ja toimintaperiaatteisiin.

Valtioonemmistöisellä yhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, jonka kaikkien osakkeiden tuottamasta äänimäärästä valtiolla on enemmistö.

Valtion osakkuusyhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, jonka kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta valtiolla on vähintään kymmenen prosenttia ja enintään viisikymmentä prosenttia. Valtion osakkuusyhtiöksi voidaan tätä lakia sovellettaessa määrätä valtioneuvoston asetuksella myös yhtiö, jossa valtion osuus äänivallasta on alle kymmenen prosenttia. Edellytyksenä on, että valtion osakeomistusta yhtiössä pidetään merkittävänä joko taloudellisten tai omistajaohjaukseen liittyvien seikkojen nojalla.

3 § Eduskunnan suostumus määräysvallan hankkimista tai määräysvallasta luopumista koskeviin päätöksiin

Jos valtion yhtiöomistusta koskeva päätös kohdistuu omistus- tai yritysjärjestelyyn, jonka toteuttamisen johdosta valtio lakkaa olemasta yhtiön ainoa omistaja tai luopuu enemmistöstään yhtiössä, päätös voidaan tehdä vain, jos eduskunta on antanut siihen suostumuksensa. Eduskunnan suostumusta ei kuitenkaan tarvita järjestelyyn, jonka

tuloksena syntyvässä uudessa yhtiössä valtiolla on eduskunnan aikaisemman päätöksen mukainen äänivaltaisuus.

Jos valtion yhtiöomistusta koskeva päätös kohdistuu omistus- tai yritysjärjestelyyn, jonka toteuttamisen johdosta yhtiöstä tulee valtioenemmistöinen, päätös voidaan tehdä vain, jos eduskunta on antanut siihen suostumuksensa. Eduskunnan suostumusta ei kuitenkaan tarvita, jos valtio ei sijoita yhtiöön lisää varoja tai jos yhtiöstä tulee valtioenemmistöinen sellaisen yritysjärjestelyn tai osakevaihdon yhteydessä, jossa valtio saa osakkeet tai sijoitettavat varat luovuttamiensa osakkeiden vastasuorituksena. Eduskunnan suostumusta ei myöskään tarvita, jos valtio merkitsee osake-enemmistön perustettavassa yhtiössä tai hankkii enemmistöaseman yhtiössä, joka on pieni tai keskisuuri. Yhtiö on pieni, jos se täyttää perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä annetun neljännen neuvoston direktiivin 78/660/ETY 11 artiklassa säädetyt edellytykset, ja keskisuuri, jos se täyttää perustamissopimuksen 54 artiklan 3 kohdan g alakohdan nojalla yhtiömuodoltaan tietynlaisten yhtiöiden tilinpäätöksistä annetun neljännen neuvoston direktiivin 78/660/ETY 27 artiklassa säädetyt edellytykset.

4 § Valtioneuvoston toimivalta

Valtioneuvoston yleisistunto käsittelee ja ratkaisee asiat, jotka koskevat:

- 1) osakkeiden luovuttamista ja osakehankintoja valtioenemmistöissä yhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä;
- 2) valtion myötävaikutusta sellaiseen järjestelyyn, jonka seurauksena valtion täysin omistaman yhtiön osakkeita luovutetaan muille;
- 3) valtion myötävaikutusta sulautumiseen ja jakautumiseen sekä sellaiseen järjestelyyn, jonka seurauksena valtion osuus yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta muuttuu vähintään viidellä prosenttiyksiköllä tai muulla omistajavallan kannalta merkittävällä tavalla;
- 4) valtion myötävaikutusta päätökseen, jolla yhtiö asetetaan vapaaehtoiseen selvitystilaan;
- 5) valtion osakepääomasijoituksia ja muita oman pääoman ehtoisia sijoituksia valtioenemmistöisiin yhtiöihin ja valtion osakkuusyhtiöihin; sekä
- 6) valtion omistajapolitiikkaa ja omistajaohjausta koskevia yleisiä periaatteita ja toimiohjeita.

Osakkeita voidaan hankkia valtiolle sekä osakepääomasijoituksia ja muita oman pääoman ehtoisia sijoituksia tehdä vain:

- 1) valtion talousarviossa tarkoitukseen osoitettujen määrärahojen puitteissa sekä siinä mainituin ehdoin ja edellytyksin;
- 2) käyttämällä osakemerkintöjen maksamiseen valtion omistamaa omaisuutta; sekä
- 3) sellaisen yritysjärjestelyn tai osakevaihdon yhteydessä, jossa valtio saa osakkeet luovuttamiensa osakkeiden vastasuorituksena.

5 § Omistajaohjauksesta vastaavan ministeriön toimivalta

Omistajaohjauksesta vastaava ministeriö käsittelee ja ratkaisee asiat, jotka koskevat:

- 1) valtion edustajien määräämistä yhtiökokouksiin ja toimiohjeiden antamista heille;
- 2) valtiolle osakkeenomistajana kuuluvien oikeuksien käyttämistä;
- 3) yhtiöiden muuta omistajaohjausta; sekä

4) valtion myötävaikutusta sellaiseen järjestelyyn, jonka seurauksena valtion osuus muun kuin valtion täysin omistaman yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta muuttuu muulla kuin 4 §:n 1 momentin 3 kohdassa tarkoitetulla tavalla.

6 § (10.12.2010/1063) Omistajaohjauksesta vastaavan viraston, laitoksen tai valtion liikelaitoksen toimivalta

Jos valtiolle kuuluvien osakkeiden hallinnointi on eduskunnan tai valtioneuvoston päätöksellä osoitettu määrätyn viraston, laitoksen tai valtion liikelaitoksen tehtäväksi, virastolla, laitoksella tai valtion liikelaitoksella on toimivalta ja tehtävät, jotka 4 ja 5 §:n nojalla kuuluvat valtioneuvostolle ja omistajaohjauksesta vastaavalle ministeriölle, ja sitä koskevat samat rajoitukset, jotka 3 §:n ja 4 §:n 2 momentin nojalla koskevat valtioneuvostoa.

7 § Valtiolle kuuluvien osakkeiden luovuttaminen

Valtioneemmistöisten yhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden osakkeiden luovuttamiseen ei sovelleta valtion talousarviosta annetun lain (423/1988) 24 §:n säännöksiä.

Valtion omistamia osakkeita ei saa luovuttaa käypää arvoa alemmasta hinnasta, jollei luovutukseen liittyvistä erityisistä olosuhteista muuta johdu. Käyvän arvon olennaiseen alittamiseen on oltava eduskunnan suostumus. Osakkeiden luovuttamiseen rinnastetaan sellainen omistus- tai yritysjärjestely, jonka seurauksena valtion osuus yhtiön kaikkien osakkeiden tuottamasta äänivallasta merkittävästi muuttuu. Osakkeisiin rinnastetaan vaihtovelkakirjalainat, optio-oikeudet ja muut osakkeiden merkitsemiseen tai äänivallan käyttämiseen oikeuttavat asiakirjat ja rahoitusinstrumentit.

8 § Käyvän arvon määrittäminen

Osakkeiden käypänä arvona pidetään hintaa, joka osakkeista on mahdollista saada normaalein kaupallisin ehdoin toteutettavassa kaupankäynnissä.

Arvopaperimarkkinalaissa (495/1989) tarkoitetun julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön osakkeiden käypä hinta osakemyyntitilanteissa muodostuu joko edellä tässä kohdassa tarkoitetussa kaupankäynnissä tai sen ulkopuolella toteutetussa edustavassa tarjoushuutokaupassa.

Muun kuin 2 momentissa tarkoitetun yhtiön osakkeiden käypä hinta osakemyyntitilanteissa arvioidaan yrityskaupassa yleisesti käytettävillä arvostusmenetelmillä.

Yritysjärjestely- ja osakevaihtotilanteissa käypä hinta arvioidaan yrityskaupassa yleisesti käytettävillä arvostusmenetelmillä. Arvostuksessa käytettäviä menetelmiä on sovellettava samalla tavoin kaikkiin yritysjärjestelyyn tai osakevaihtoon osallistuviin yrityksiin ja niiden arvopapereihin.

9 § Tarkemmat säännökset

Tarkempia säännöksiä tämän lain täytäntöönpanosta annetaan tarvittaessa valtioneuvoston asetuksella.

10 § Voimaantulo

Tämä laki tulee voimaan 1 päivänä tammikuuta 2008.

Tällä lailla kumotaan valtion osakasvallan käytöstä eräissä taloudellista toimintaa harjoittavissa osakeyhtiöissä 19 päivänä huhtikuuta 1991 annettu laki (740/1991).

Lain voimaan tullessa kumoutuvat sellaiset eduskunnan päätökset, joilla valtioneuvoston toimivallasta on määrätty 3 §:stä poikkeavasti. Valtion yhtiöomistusta koskeviin päätöksiin ei tarvita eduskunnan suostumusta, jos eduskunta on ennen tämän lain voimaantuloa hyväksynyt sen, että valtio luopuu enemmistöstään yhtiössä.

HE 80/2007, TaVM 10/2007, EV 143/2007

Muutossäädösten voimaantulo ja soveltaminen:

10.12.2010/1063:

Tämä laki tulee voimaan 1 päivänä tammikuuta 2011. Sitä sovelletaan kuitenkin Luotsausliikelaitokseen vuoden 2014 alusta lukien.

HE 63/2010, VaVM 33/2010, EV 146/2010