

**VAASAN YLIOPISTO  
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA  
TALOUSTIEDE**

Hannu-Pekka Pastinen  
**VALTION LISTATTUJEN OSAKEOMISTUSTEN HOITO SUOMESSA**

Taloustieteen  
pro-gradu -tutkielma

**VAASA 2013**



<b>SISÄLLYSLUETTELO</b>	<b>sivu</b>
<b>1. JOHDANTO</b>	7
<b>2. VALTIO-OMISTUKSEN HISTORIA</b>	9
2.1. Valtio-omistuksen kehitys 1990-luvulla	10
2.2. Valtio-omistus 2000-luvulla ennen Solidiumin perustamista	13
2.3. Pohjoismainen valtio-omistus	15
2.4. Ruotsi	18
2.5. Norja	20
2.6. Tanska	22
2.7. Pohjoismaiden pörssilistattujen valtio-omistusten vertailu	24
<b>3. SOLIDIUMIN TOIMINTA PORTFOLIOTEORIAN NÄKÖ-KULMASTA</b>	28
3.1. Solidiumin toimintatavat	30
3.2. Solidiumin sijoitustoiminta	32
3.3. Portfolioteoreettinen tarkastelu	38
<b>4. JOHTOPÄÄTÖKSET</b>	52
<b>LÄHDELUETTELO</b>	54
<b>LIITTEET</b>	59
<b>Liite 1.</b> Osakkeiden väliset korrelaatiot vuosina 2003–2008	59
<b>Liite 2.</b> Osakkeiden väliset korrelaatiot vuosina 2008–2012	60



## TAULUKKOLUETTELO

<b>Taulukko 1.</b> Valtion saamat osinkotulot 90-luvulla	12
<b>Taulukko 2.</b> Valtion saamat osinkotulot 2000-luvulla ennen Solidiumia	15
<b>Taulukko 3.</b> Valtio-omisteisten yhtiöiden määrä Pohjoismaissa 2011	16
<b>Taulukko 4.</b> Suomen valtion omistus Helsingin pörssissä	24
<b>Taulukko 5.</b> Norjan valtion omistus Oslon pörssissä	25
<b>Taulukko 6.</b> Ruotsin valtion omistus Tukholman pörssissä	25
<b>Taulukko 7.</b> Tanskan valtion omistus Kööpenhaminan pörssissä	26
<b>Taulukko 8.</b> Solidiumin osakemyynnit 2008–2012	33
<b>Taulukko 9.</b> Solidiumin osakeostot 2008–2012	34
<b>Taulukko 10.</b> Solidiumin tekemien osakeostojen vertailu	36
<b>Taulukko 11.</b> Valtion osakesalkku ja vaihtoehtoiset salkut vuosina 2003–2008	43
<b>Taulukko 12.</b> Valtion osakesalkku vuosina 2008–2012	44
<b>Taulukko 13.</b> Solidiumin osakesalkku vuosina 2010–2012	46
<b>Taulukko 14.</b> Tehokkaat osakesalkut vuosina 2008–2012	47
<b>Taulukko 15.</b> Solidiumin osakesalkun tilanne 2013	49

## KUVIOLUETTELO

<b>Kuvio 1.</b> Tehokas rintama: tallettaminen, lainaaminen ja lyhyeksimyyni kielletty	41
<b>Kuvio 2.</b> Valtion osakesalkun paikka tehokkaalla rintamalla vuosina 2003–2008	42
<b>Kuvio 3.</b> Valtion osakesalkun paikka tehokkaalla rintamalla vuosina 2008–2012	44
<b>Kuvio 4.</b> Solidiumin osakesalkkujen paikat tehokkaalla rintamalla 2010–2012	46
<b>Kuvio 5.</b> Solidiumin osakesalkku vuonna 2013	48



---

**VAASAN YLIOPISTO****Kauppätieteellinen tiedekunta**

<b>Tekijä:</b>	Hannu-Pekka Pastinen
<b>Tutkielman nimi:</b>	Valtion listattujen osakeomistusten hoito Suomessa
<b>Ohjaaja:</b>	Petri Kuosmanen
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri
<b>Yksikkö:</b>	Taloustieteen yksikkö
<b>Oppiaine:</b>	Taloustiede
<b>Aloitusvuosi:</b>	2011
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2013 <b>Sivumäärä:</b> 60

---

**TIIVISTELMÄ**

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on selvittää, onko Solidiumin perustamisella ollut merkittävää hyötyä valtion ei-strategisten osakeomistusten hoidossa. Tutkimuksessa verrataan Solidiumin sijoitustoimintaa valtion harjoittamaan sijoitustoimintaan vuosien 2008–2012 aikana. Tutkimuksessa verrataan myös lyhyesti eri pohjoismaiden valtion osakeomistusten hoitoa.

Tutkielman empiirisessä osassa selvitetään, onko Solidiumin sijoitustoiminta ollut tehokasta. Vaikka Solidium ei käytä sijoitustoiminnassaan mitään rahoitusteorioita, niin teoreettisena viitekehyksenä käytetään Markowitzin kehittämää portfolioteoriaa optimaalisen sijoitussalkun muodostamiseksi ja samalla verrataan Solidiumin omaa analyysia portfolioteoriaan. Tutkimusaineistona käytetään valtion, sekä Solidiumin omistamien osakkeiden logaritmisia, pääomatapahtumilla korjattuja kuukausituottoja. Näistä muodostetaan kullekin vuodelle tehokas rintama ja verrataan Solidiumin sekä valtion osakesalkun paikkaa tehokkaaseen rintamaan.

Tulosten mukaan Solidiumin sijoitustoiminta on parantunut vuosittain, mutta silti osakeomistukset voitaisiin sijoittaa optimaalisemmin. Tulosten mukaan Solidiumin osakesalkku on jopa ylihajautettu ja koska Solidiumilla ei ole velvollisuutta omistaa näitä osakkeita, niin ne voitaisiin myydä tehottomana pois. Solidiumin omistamat osakkeet korreloivat myös vahvasti toistensa kanssa, joten myös toimialahajautusta tulisi harkita. Tällä hetkellä tulosten mukaan näyttää siltä, että Solidiumin tekemät osakeostot ovat olleet tappiollisia, mutta pitkän sijoitushorisontin ansiosta näitä sijoituksia ei suoralta kädeltä pysty tällä hetkellä tuomitsemaan. Sijoittajana valtio kestää riskiä hyvin, joten osakesalkusta voitaisiin yksinkertaisesti muodostaa optimaalinen, suurta tuottoa hakeva salkku, joka tuottaisi nykyistä enemmän voittoa.

---

**AVAINSANAT:** Solidium, valtio-omistus, portfolioteoria, tehokas rintama





## 1. JOHDANTO

Valtion yhtiöomistuksella Suomessa on ollut iso yhteiskunnallinen ja taloudellinen merkitys vuosikymmenten ajan. Tänä päivänä valtion pörssiomistuksien markkina-arvo, mukaan luettuna Solidiumin salkussa olevat yhtiöt, muodostavat noin kymmenyksen koko Helsingin pörssin markkina-arvosta. Omaisuuden hoidossa tavoitteiksi on nousnut mahdollisimman hyvä taloudellinen ja yhteiskunnallinen kokonaistulos, jota hoidetaan tavalla, joka on kontrolloitavissa ja julkisen luottamuksen arvoinen (Omistajaohjauksen vuosikertomus 2011: 8). Omistajapolitiikkaa on varjostanut jatkuva keskustelu erilaisista salatuista järjestelyistä ja sen pohjalta sitä on pyritty muuttamaan avoimemmaksi, vastuullisemmaksi ja pitkäjänteisemmäksi. Valtion tavoitteena on ollut, että sen omistamat yhtiöt tuovat itse asiansa esiin liikesalaisuuden rajoissa. Syyt valtionyhtiöiden perustamiseen olivat talouden ja teollisuuden turvaaminen Suomessa. Tänä päivänä omistajalähtöinen näkökulma on muuttunut ja itse ohjausprosessia on pyritty muuttamaan ammattimaisemmaksi keskittämällä markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistus valtioneuvoston kanslian alaisuudessa toimivan Solidium Oy:n haltuun. Portfoliosalkua on varovaisesti muokattu viime vuosien aikana, mutta päämääränä on edelleen ollut vahvan ankkuriomistajuuden kautta vaikuttaminen valtion osittain omistamien yhtiöiden asioihin.

Tutkimusongelmana on valtion kokonaan omistaman Solidium Oy:n toiminnan arvioiminen. Tarkoituksena on määrittää, onko Solidiumin perustamisesta saatu merkittävää hyötyä valtiolle vai onko siitä tullut vain kallis ”keskustelukerho”. Mielenkiintoista on pyrkiä vastaamaan kysymykseen: olisiko vanha malli, jossa valtionkonttorin virkamiehet hoitivat osakeomistuksia sivutoimenaan ollut yhtä hyvä vaihtoehto verrattuna vuonna 2008 perustettuun Solidium Oy:öön. Tutkimusongelmaa tarkastellaan sekä teoreettisen että empiirisen viitekehyksen avulla ja saaduista tuloksista pyritään vetämään johtopäätökset. Tutkimusongelman asettamista voi perustella siten, että valtion yhtiöomistukset ovat merkittävä kokonaisuus Suomen kansantalouden kannalta ja ei-strategisen omistuksen tulisi olla taloudellisesti sekä kannattavaa että läpinäkyvää ja näiden pohjalta saatavien poliittisten ja taloudellisten vaikutusten tulisi olla mahdollisimman positiivisia valtion kannalta.

Tutkimuksen merkittävin raja on keskittyä valtion kokonaan omistaman sijoitusyhtiö Solidium Oy:n toimintaan ja jättää erityistehtävayhtiöt ja listaamattomat yhtiöt pois tarkastelusta. Markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden omistamista ja yksityistämistä voi-

daan perustella tietyillä lainalaisuuksilla, mutta erityistehtävayhtiöiden kohdalla näitä ei voida soveltaa samalla tavalla ja erityistehtävayhtiöiden valtionomistuksen ei ole tarkoitus tuottaa voittoa, toisin kuin markkinaehtoisesti toimivien yhtiöiden kohdalla on. Keskiytyminen ainoastaan Solidium Oy:n omistukseen poistaa poliittisten kysymysten käsittelyn ja sen johdosta tutkimus keskittyy ainoastaan markkinalähtöiseen toiminnan tarkasteluun.

Johdannon jälkeen, luvussa kaksi esitellään Suomen valtio-omistuksen historiaa ja verrataan Pohjoismaisten valtioiden valtio-omistuksia erityisesti listattujen pörssiomistusten osalta. Tutkielman kolmas luku esittelee Solidiumin toiminnan portfolioteorian näkökulmasta. Luvun alussa käsitellään Solidiumin sijoitustoimintaa ylipäätään ja esitellään Markowitzin (1952) kehittämä portfolioteoria. Luvun lopussa on tutkielman empiirinen osuus, missä Solidiumin toimintaa tarkastellaan portfolioteorian näkökulmasta, vaikkei Solidium priorisoi portfolioteoriaa sijoitustoiminnassaan korkealle. Solidiumin oman näkemyksen mukaan potentiaalisia sijoituskohteita on erittäin rajoitettu määrä ja siten rahoitusteorian kannalta optimaalista hajautusta ei nähdä mielekkäänä. Empiiriosiossa aikaisempia Valtion sekä Solidiumin salkkuja verrataan optimaalisiin salkkuihin ja pyritään selvittämään onko valtion sijoitustoimintaan saatu haluttua ammattimaisuutta. Tutkielman lopettaa luku neljä, missä esitellään johtopäätökset, onko Solidiumin perustamisesta saatu merkittävää lisäarvoa verrattuna aikaisempaan valtion osakeomistusten hoitoon.

## 2. VALTIO-OMISTUKSEN HISTORIA

Suomen valtionomistuksen voidaan katsoa alkaneen vuonna 1918, kun valtio halusi saada W. Gutzeit & Co-yhtiön omistamat metsät sekä koskivoiman kotimaisiin käsiin. Valtion kaivostoiminta sai alkunsa 1920-luvulla, Outokummussa, kun yksityisillä yrittäjillä ei ollut riittäviä mahdollisuuksia hyödyntää Outokummun malmilöydöstä. Vuonna 1931 voimaan tullut laki muutti valtion budjettitaloudessa toimineita laitoksia osakeyhtiöiksi esimerkiksi valtion rikkihappotehtaat (nykyinen Kemira Oy), tämän muutoksen taka-ajatuksena oli turvata valtion lannoiteomavaraisuus ja maatalouden kehittäminen. Samoihin aikoihin kieltolaki kumottiin ja perustettiin Oy Alkoholiliike Ab (Alko Oy Ab) Yhtiömuotoista toimintaa alettiin Suomessa harjoittaa vuonna 1932 (Junka 2010: 4.)

Suomen valtio-omistukset ovat olleet suuressa roolissa Suomen toisen maailmansodan jälkeisessä jälleenrakentamisessa ja sotakorvausten maksamisessa. Löyttyniemen (2011: 18) mukaan suurin rooli valtio-omistuksilla on ollut kaivos- ja metsäteollisuuden luonnonvarojen käytössä ja energiahuollon turvaamisessa. Valtionyhtiöiden työllistävä vaikutus Suomessa on myös ollut merkittävä. 1900-luvun kuluessa perustetut valtionyhtiöt toimivat yhteiskunta- ja elinkeinopoliittisista tarpeista lähtien ja toimi tärkeäksi koetuilla aloilla, joilla yksityinen pääoma ei riittänyt tai riski koettiin liian suureksi (Junka 2010: 4). Toisen maailmansodan jälkeistä yhteiskuntakehitystä kuvasti työväestön sosiaalinen ja poliittinen nousu, minkä koettiin uhkaavan pääomien kasaamisen strategiaa. Tämän johdosta esitettiin valtion omistaman teollisuuden luomista niille aloille, joilla yksityinen yritystoiminta ei kyennyt tyydyttämään talouselämän kannalta merkittäviä tarpeita (Pohjola 1996: 34.)

1980-luvun lopulta lähtien julkisen vallan suhtautuminen valtion yritystoimintaan on muuttunut. Tällöin katsottiin kansantalouden teollisen perustan ja infrastruktuurin olevan rakennettu ja omavaraisuustarpeiden hoitamisessa ei enää vaadittaisi valtion yrittäjätoimintaa (Junka 2010: 2). Löyttyniemen (2011: 18) mukaan tämän johdosta Suomessa alkoi näkyvä yksityistäminen. Myynneistä saadut tulot valtiolle olivat 16 miljardia euroa vuosina 1980–2008. Valtionyhtiöiden yksityistämistä perusteltiin Suomessa käytännönläheisillä tarpeilla. Jungan (2010: 2) mukaan yksityistämisen taustalla olisi kuitenkin ollut myös ideologisia tavoitteita. Yksityistäminen oli osa poliittista liikettä kohti vapaita markkinoita, eikä pelkästään ekonomistien laskelmien tulosta.

## 2.1. Valtio-omistuksen kehitys 1990-luvulla

Pyrkimys yksityistää valtionyhtiöitä sai ensimmäisen kerran tuulta siipiensä alle vuonna 1931 tehdyn lakimuutoksen pohjalta, jossa eräitä valtion teollisuuslaitoksia muutettiin osakeyhtiömuotoon. Sen aikainen hallituksen kauppaministeri Axel Solitander otti valtionyhtiöiden uudelleenjärjestelyn asiakseen. Solitanderin tekemien katsausten mukaan valtio oli sijoittanut merkittäviä summia valtion liikeyrityksiin, mutta sijoitukset eivät olleet tuottaneet voittoa valtiolle (Heikkinen & Tiihonen 2009: 118.) Solitanderin mielestä valtion tuli omistaa vain yhteiskunnalle merkittäviä laitoksia, kuten VR, posti- ja puolustuslaitos. (Ranki 2012: 77, ks. myös Heikkinen & Tiihonen 2009: 118.) Valtionyhtiöiden yksityistämiskeskustelu voimistui monen hiljaisen vuoden jälkeen vuonna 1991 (Ranki 2012: 77). Aikaisemmin 80-luvun lopulla Harri Holkerin sinipunahallituksen ohjelma oli ottanut valtio-omistuksen esille kymmenen vuoden tauon jälkeen. Ohjelmassa mainittiin kolme lähtökohtaa valtio-omistukselle: riittävät pääomat, kannattavuus sekä mahdollisuus kääntyä yksityisen sijoittajien puoleen. (Ranki 2012: 62). Tällöin päätettiin selvittää joidenkin valtionyhtiöiden mahdollisuuksia hankkia lisärahoitusta yksityiseltä sektorilta. Tämä ei kuitenkaan tarkoittanut kokonaisten yhtiöiden yksityistämistä, vaan yksityisille sijoittajille annettiin mahdollisuus päästä vähemmistöomistajiksi valtion täysin omistamiin yhtiöihin. Holkerin hallituksen aikana monet valtionyhtiöt listautuivat pörssiin, lainsäädäntöä muutettiin ja talouspoliittinen ministerivaliokunta hyväksyi yksityistämisselvityksen, jonka pohjalta vuosina 1988–1989 Valmet, Outokumpu, Rautaruukki ja Finnair listautuivat pörssiin. Vuoden 1988 kauppaja teollisuusministeriön vuosikertomuksessa kuitenkin todettiin, että yksityistäminen ei ole tavoitteena. Holkerin hallituksen tekemät yksityistämispäätökset puolestaan antoi Esko Ahon porvarihallitukselle mahdollisuuden tehdä täyskäännöksen omistajapolitiikassa. (Ranki 2012: 62.)

1990-luvun alussa hallituksen linjauksessa todettiin, että valtionyhtiöitä tulisi kehittää ja johtaa ensisijaisesti liiketaloudellisin perustein, koska 80-luvulla Suomeen oli saatu vakiinnutettua teollinen perusta ja kansantalouden infrastruktuuri. Hallituksen tavoitteena oli omaksua aikaisempaa aktiivisempi omistajaohjaus, jonka tarkoituksena oli yritysten kilpailukyvyn parantaminen. (Valtionyhtiöiden vuosikertomus 1993: 3.) Ahon hallituskauden alkaessa 1991 taloudelliset näkymät olivat kuitenkin ongelmalliset. Syitä siihen oli yleinen kansainvälinen kehitys ja suomen talouden tasapainottomuus. Vaihtotaseen vaje oli mittavaa ja valtion rahoitusasema heikkeni voimakkaasti. Lisäksi työttömyys kasvoi jyrkästi ja hallitus näki sen pysäyttämiseksi vain yhden keinon, joka perustui kaikkien kansalaispiirien yhteisvastuuseen perustuvaan talouspolitiikkaan. Talouspoli-

tiikan tavoitteena oli pienentää vaihtotaseen alijäämää ja ulkomaisen velkaantumisen pysäyttämisen. Lisäksi pyrittiin julkisen talouden tehostamiseen sekä avoimen sektorin kansantuoteosuuden kääntämiseen nousuun. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi, hallitus katsoi tärkeäksi inflaation hidastamisen kilpailijamaita alhaisemmaksi, viennin monipuolistamisen ja lisäämisen sekä valtion menojen jäädyttämisen ja työvoimakustannusten alentamisen. (Hallitusohjelma 26.4.1991.) Lama-aikana julkisen talouden varat eivät riittäneet valtionyhtiöiden pääomahuollon tueksi. Uuden pääoman ja myyntitulojen saamiseksi hallitus päätti listata lisää valtionyhtiöistä pörssiin. Vuonna 1991 voimaantullut laki valtion osakasvallan käytöstä kumosi valtio-omistajan mahdollisuuden luopua omistuksestaan niin sanotulla exit-vaihtoehdolla. Käytännössä voimaantullut laki edellytti eduskunnan hyväksynnän osakemyynneistä, mikäli myynti johtaisi valtion omistus- ja ääniosuuden laskemiseen alle 2/3 tai 1/2 yhtiössä. (Laki valtion osakasvallan käytöstä n:o 740/1991). Tämä ero korosti corporate governance-järjestelmän merkitystä valtio-omistajalla verrattuna muihin sijoittajiin, eli valtio-omistajan intressit vaikutuskanavien hyödyntämiseen mm. yhtiöiden hallituksissa ja yhtiökokouksissa olivat suu-remmat. (Kaisanlahti 2001: 19).

1990-luvun puolivälissä hallitus näki valtionyhtiöt erittäin tärkeässä roolissa kansantalouden näkökulmasta. Sen pohjalta hallitus harjoitti aktiivista omistajapolitiikkaa, sisältäen yhtiöiden kilpailukykyyn ja kannattavuuden vaalimisen sekä pääomahuollon turvaamisen, sillä tavalla, että yhtiöt pystyisivät kasvattamaan investointejaan sekä ylläpitämään ja lisäämään työpaikkoja kotimaan eri alueilla. (Valtionyhtiöiden vuosikertomus 1994: 3). Aktiivisen omistajapolitiikan tarkoituksena oli parantaa Suomen koko teollisuuden kilpailukykyä ja vahvistaa sen rakennetta. Tässä kontekstissa valtionyhtiöiden omistuspohjan laajentamisella ja muilla omistusjärjestelyillä pystyttiin myötävaikuttamaan teollisuuden uudistamiseen ja kasvuedellytysten paranemiseen. Omistusjärjestelyistä kertyvillä tuloilla pyrittiin myös teollisuuden pohjan laajentamiseen ja rakenteen uudistamiseen. (Valtion vuosikertomus 1994: 3). 1990-luvulla omistaja-ohjauksen tavoitteet keskittyivät lisäarvon tuottamiseen sidosryhmien intressit huomioon ottaen. Taloudellista lisäarvoa ruvettiin yleisemmin mittaamaan EVA:n (Economic Value Added) avulla. Sen tarkoituksena oli selvittää jäännöskate, joka saadaan, kun verojen jälkeisestä liikevoitosta vähennetään yritykseen sidotun pääoman edellyttämä tuotto. (Kaisanlahti 2001: 19–21).

Lipposen ensimmäinen hallitus ei vuoden 1995 ohjelmassaan kääntänyt aiemman porvarihallituksen omaksumaa yksityistämislinjaua, vaan tavoitteena oli edelleen valtionyhtiöiden omistuspohjan laajentaminen yhtiöiden pääomahuollon turvaamiseksi. Yksityis-

tämistulojen odottaminen ja niiden palautus teollisuuspolitiikan käyttöön nähtiin hallitusohjelmassa tärkeäksi. (Ranki 2012: 63.) Samalla linjalla jatkoi myös Lipposen toinen hallitus. Yksityistämisen linjauksissa ei tapahtunut muutoksia, mutta odotukset yksityistämistuloista kasvoivat ja ensimmäistä kertaa tulojen käyttö ensisijaisesti valtionvelan lyhentämiseen kirjattiin hallitusohjelman finanssipoliittiseen osaan.

Valtion saamat osinkotulot ovat aina olleet merkittävässä roolissa valtiontaloudessa. Alla oleva taulukko 1 kuvaa valtion saamia osinkotuloja 90-luvulla.

**Taulukko 1.** Valtion saamat osinkotulot 90-luvulla (Junka 2010: 13).

Vuosi	Osinkotulot valtionyhtiöistä	Valtion muut osinkotulot	Yhteensä	Valtion osinkotulot
1990	119,9	1,0	121,0	122,0
1991	102,4	2,0	104,4	105,0
1992	47,5	2,3	49,5	50,0
1993	39,1	2,4	41,5	42,0
1994	55,4	1,0	55,4	55,0
1995	138,1	7,8	145,9	146,0
1996	221,5	35,3	256,8	257,0
1997	232	85,4	317,4	317,0
1998	414,6	94,7	509,4	541,0
1999	283,5	72,0	355,5	362,0

Ennen vuotta 1996 valtionyhtiöiden osingonjako oli vuosittain alle 200 miljoonaa euroa, vaikka valtion osakkuusyhtiöiden osingonjako otettiin huomioon. (ks. Taulukko 1.) Lamavuosina 1992–1994 valtion saamat osinkotulot jäivät mitättömäksi. Vuosina 1996–1999 valtionyhtiöt jakoivat huomattavasti enemmän osinkoja kuin aikaisempina vuosina. 90-luvun aikana osingonjako oli suurimmillaan vuonna 1998 jolloin valtion saamat osinkotulot ylittivät 500 miljoonan rajan. Taulukoissa 1 ja 2 valtion osinkotulot ovat selvästi suuremmat kuin valtion tilinpäätöksissä kirjatut osinkotulot. ”Ero syntyy valtion talousarvion ulkopuolella olevien rahastojen jakamista osingoista, Suomen Pankin voiton tuloutuksista valtiolle sekä laskennallisista valtion tuotoista sijoitusrahastoista, jotka ovat kansantalouden tilinpidossa luokiteltu valtion osinkotuloihin valtion tilinpäätöksen mukaisten osinkotulojen lisäksi” (Junka 2010: 12). 90-luvulla osingonjako

keskittyi pääasiassa teollisuusyhtiöiden osingonjakoon. Merkittävimpinä osingonmaksajina olivat pääasiassa metalli- ja metsäteollisuuden valtionyhtiöitä.

## **2.2. Valtio-omistus 2000-luvulla ennen Solidiumin perustamista**

Tänä päivänä suurin osa valtionyhtiöistä toimii kansainvälisessä toimintaympäristössä. Menestymisen perustana pidetään sitä, että liiketaloudellisia periaatteita, riittävää kilpailukykyä ja kannattavuutta noudatetaan. Vaikka valtion omistamilla yhtiöillä on edelleen elinkeinopolitiikassa merkitystä, niin näitä normaalia liiketoimintaa harjoittavia yhtiöitä ei voida käyttää elinkeinopolitiikan välineinä. Valtion vaikuttamismahdollisuudet ovat vielä hyvät, mutta vaikuttaminen tapahtuu yhtiökokouksissa ja hallintoelimissä lakien ja säädäntöjen mukaisesti (Junka 2010: 5.)

2000-luvun alussa Matti Vanhasen ensimmäisen hallituksen linjaukset omistajapolitiikalle olivat harjoittaa ennustettavaa, aktiivista, markkinaehtoista omistajapolitiikkaa ja hyvän yhteiskunnallisen sekä taloudellisen kokonaistuloksen tuli muodostua yritysvarallisuuden hoidon kautta. Omistajapolitiikan tavoitteina oli valtion omistuksen arvon kasvattaminen sekä yhtiöiden kehitys erityisesti hyvän henkilöstöpolitiikan avulla. (Hallitusohjelma 2003–2007.)

Vanhasen hallituksen tavoitteena oli myös selvittää markkinaehtoisesti toimivien valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden omistajaohjauksen keskittämistä ja sen toteutuksen tarkoituksenmukaisuutta. Tavoitteena oli ottaa uusi järjestely käyttöön 2005 vuoden alusta. Hallituksen linjauksen mukaan uudella järjestelyllä pyrittiin varmistamaan omistajaohjauksen avoimuus ja luomaan markkinoilla luottamusta valtion omistajapolitiikkaan. Yksikön alaisuuteen oli tarkoitus keskittää julkisesti noteeratut ja muita markkinaehtoisesti toimivia valtionyhtiöitä ja valtion osakkuusyhtiöitä (Hallitusohjelma 2003–2007). Linjauksessa todettiin myös, että erityistehtäviä hoitavat yhtiöt jäävät niistä vastaavien ministeriöiden hallintaan.

2000-luvun alussa keskustelu valtionyhtiöiden yksityistämisestä, valtion omistajapolitiikasta ja omistajaohjauksesta voimistui. Keskustelussa esille nousi periaatepäätöksen tekeminen valtion omistajapolitiikasta ja valtion omistajaohjauksen keskittämisestä omistajaohjausyksikköön. Päätös omistajaohjauksen keskittämisestä tehtiin 7.6.2007 ja valtioneuvoston kanslian yhteyteen perustettu omistajaohjausosasto aloitti toimintansa. Omistajaintressin näkökulmasta valtionyhtiöt jaoteltiin kahteen perusluokkaan: yhtiöihin, jotka toimivat markkinaehtoisesti ja erityistehtäviä hoitaviin yhtiöihin (Junka 2010: 42). Valtioneuvoston kanslian linjauksen (2008) mukaan markkinaehtoisesti toimivat

yritykset jaoteltiin edelleen kahteen eri alaluokkaan: niihin, joilla on lähes yksinomaan vahva sijoittajaintressi, joiden toiminnassa otetaan huomioon valtion omistussuuteen liittyvä määräys- ja vaikutusvalta sekä niihin, joissa sijoittajaintressin lisäksi liittyy strateginen intressi, eli valtion omistuksen päämääränä on myös turvata strategiset intressit, mikäli valtio pienentää omistussuuttaan tai omistuksesta luovutaan kokonaan. Erityistehtäviä hoitavien yritysten toimintaan valtiolla on omistajana sääntelyyn tai viranomaistehtäviin liittyvä erityisintressi, eli yhtiöillä on valtion määrittelemä elinkeino-, yhteiskunta- tai muu poliittinen tehtävä tai jokin muu valtion kannalta tärkeä erityisrooli.

2000-luvulla merkittävimmät rakenteelliset muutokset valtion omistajaohjauksessa on ollut omistajaohjauksen keskittäminen valtioneuvoston kansliaan vuonna 2007. Valtioneuvoston kanslian vastuulle tuli 39 markkinaehtoisesti toimivan yhtiön omistajaohjaus. Muutoksen taustalla oli valtion halu ammattimaistaa markkinaehtoisten yhtiöiden omistamista. Muutoksella pyrittiin määrittämään ja eriyttämään entistä tehokkaammin poliittisen ja markkinaehtoisen omistajuuden tavoitteet. Vuonna 2008 valtioneuvoston päätöksellä valtion ei-strategiset pörssiosakkeet siirrettiin Solidium Oy:lle, jonka tehtäväksi määritettiin sinivalkoisen omistajuuden vahvistaminen ja vakauttaminen sekä optimaalisen kokonaistuoton saavuttaminen. (Valtion yhtiöomistus 2007: 7.)

Valtion saamien osinkotulojen merkitys on kasvanut 90-luvun loppupuoliskolta ja jatkunut 2000-luvulla huomattavasti. Alla oleva taulukko 2 esittää valtion saamat osinkotulot 2000-luvulla ennen Solidiumin perustamista.



**Taulukko 2.** Valtion saamat osinkotulot 2000-luvulla ennen Solidiumia (Junka 2010: 13.)

Vuosi	Osinkotulot valtionyhtiöistä	Valtion muut osinkotulot	Yhteensä	Valtion osinkotulot
2000	411,1	500,0	911,1	943,0
2001	321,6	510,8	832,4	968,0
2002	384,6	290,1	674,7	792,0
2003	357,4	246,1	603,5	729,0
2004	459,9	360,7	820,6	978,0
2005	423,6	323,3	746,9	887,0
2006	1018,4	503,8	1522,2	1344,0
2007	822,8	824,7	1647,5	1919,0
2008	932,8	672,0	1604,8	1992,0
2009	594,0	56,2	650,2	650,2

Taulukosta 2 näkee, että valtion saamat osinkotulot ovat kasvaneet pääosin 2000-luvun aikana, poikkeuksena vuodet 2002 ja 2003 jolloin osinkotulojen määrä laski alimmillaan 729 miljoonaan. Osingot kertyivät pääasiassa teollisuus- ja energiayhtiöistä, sillä liikenteen valtionyhtiöiden (Posti ja VR) osingonjako ei sisälly näihin lukuihin. 2000-luvulla valtion osakkuusyhtiöistä saamat osinkotulot kasvattivat merkitystään kokonaisuutena. Vuoden 2009 valtion osinkotulot ei sisällä Solidiumin maksamaa yli 300 miljoonan osinkoa.

### 2.3. Pohjoismainen valtio-omistus

OECD-maissa valtio-omistuksen on havaittu olevan tärkeää. Omistuksen luonne on painottunut strategisesti tärkeisiin sektoreihin ja huoltovarmuutta ylläpitäviin toimijoihin, kuten energiasektori, telekommunikaatio- ja kuljetusala. (OECD 2005: 34, 36). Pohjoismaissa on myös merkittävä panos finanssisektorilla esimerkiksi pörssinoteerattujen pankkien kohdalla. (Holmgren 2009: 53). Maailmanlaajuisesti valtioiden yhtiöomistajuus on noussut ajankohtaiseksi aiheeksi viime vuosina. Monet suurvallat, kuten Kiina, Yhdysvallat ja Venäjä ovat lisänneet yhtiöomistuksia. Yhdysvalloissa suurin syy tähän on ollut finanssikriisin vaikutus erityisesti pankki- ja rahoitussektoriin ja sen aiheuttamat pelastusoperaatiot. (Löyttyniemi 2011: 14.)

Vaikka muilla Pohjoismailla kuin Suomella ei ole varsinaista holdingyhtiötä hoitamassa valtion osakeomistuksia, niin kaikilla valtioilla valtio-omistuksen merkitys on historian saatossa ollut merkittävää. Yhteisiä piirteitä valtio-omistuksessa Norjan, Ruotsin ja Suomen valtioilla on, merkittävä panos finanssisektorilla esimerkiksi pörssinoteerattujen pankkien kohdalla. Verrattuna muihin maihin Suomella on suuri omistus teollisuusyrityksissä (Holmgren 2009: 53)., syy Suomen suureen teollisuusomistukseen juontaa juurensa sotakorvausten maksamiseen. Tänä päivänä Suomen tilanne muistuttaa vahvasti Ruotsin tilannetta 1970–1990-luvuilla. Verrattuna Ruotsiin ja Tanskaan, Suomen ja Norjan valtioilla on vahva omistus energiasektorilla. Norjan valtion energiasektorin omistuksen arvo on huomattavasti Suomen vastaavaa arvoa suurempi ja pelkästään markkina-arvo Statoililla ja Norsk Hydrolla oli noin 66 miljardia euroa vuonna 2012. Seuraavassa taulukossa on esitelty Pohjoismaiden valtio-omisteisten yhtiöiden määriä.

**Taulukko 3.** Valtio-omisteisten yhtiöiden määrä Pohjoismaissa 2011.

<b>Yritysten määrä</b>	<b>Ruotsi</b>	<b>Norja</b>	<b>Tanska</b>	<b>Suomi</b>
Valtion kokonaan omistamat yhtiöt	45	43	10	26
Valtion osittain omistamat yhtiöt	13	28	14	34
Valtio enemmistöosakas	9	12	4	11
Valtio vähemmistöosakas	4	14	10	23
<b>Yhteensä</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>24</b>	<b>60</b>
Pörssinoteeratut	3	8	3	14

Taulukosta 3 huomaa, että Tanskalla on merkittävästi pienempi valtio-omistus, kuin muilla Pohjoismailla. Holmgrenin (2009: 53) mukaan syy tähän eroon on se, että Tanskassa monet vastaavat toiminnot tapahtuvat liiketoimintaa harjoittavan viranomaisen muodossa. Tanskassa ei myöskään ole toteutettu sääntelyn purkamista ja kilpailun vapautta yhtä määrin verrattuna Ruotsiin. Vertailtaessa pörssiin listattujen yritysten määrää, Suomen valtiolla on eniten pörssiin listattuja yhtiöitä ja pörssinoteerauksia voidaan Suomessa käyttää keinona valtionyhtiöiden yksityistämisen tulevaisuudessa. Tulevien vuosien aikana Ruotsi aikoo vähentää valtio-omistuksensa pörssiyritysten osalta nollaan. Ruotsin valtio perustelee päätöstään sillä, että yksityinen sektori on tehokkaampi

ja innovoivampi toimija kuin valtio, sekä usein on kokonaistaloudellisesti edullisempaa antaa yksityisen sektorin huolehtia palvelun tai toiminnan tuottamisesta. Löytyniemen (2011: 47) mukaan valtio-omistaminen edellyttää hyvää varallisuusasemaa ja pitkäaikaisajoittamista ja omistaminen ei ole mahdollista, mikäli valtio on liian velkainen. Suomen tapauksessa tämä tarkoittaisi sitä, että valtion velkaantuminen pitäisi mahdollisimman pian saada kuriin, että valtio-omistus olisi perusteltavissa.

Valtion yhtiöiden vertailu on jossain määrin hankalaa, sillä eri maissa toimintatavat poikkeavat toisistaan. Esimerkiksi terveydenhoitopalvelut ovat myös hoidettu eri tavalla Pohjoismaissa. Suomessa, Tanskassa ja Ruotsissa terveydenhoitopalvelut ovat julkistaloudellisia, mutta toisin kuin Norjassa ne eivät ole yhtiömuotoisia. Norjassa terveydenhoito on jaettu viiteen eri alueeseen ja jokaisella alueella on oma valtionyhtiö, joka tarjoaa terveydenhuoltopalvelut. Valtionyhtiöiden toimialajakautumisessa on huomattavia eroja Pohjoismaiden välillä. Esimerkiksi Norjalla, Ruotsilla ja Tanskalla on kulttuurialalla toimivia yhtiöitä (teatteri ja ooppera), kun taas Suomessa kulttuuriala ei ole yhtiömuotoista. Ruotsi ja Norja ovat valtio-omistuksessaan painottaneet tutkimus- ja kehitysalaa. Molemmilla valtioilla on yli kymmenen valtio-omisteista tutkimus- ja kehitysyhtiötä, kun taas Suomella näitä on neljä ja Tanskalla ei ainuttakaan.

Suomessa valtio työllisti vuonna 2011 noin 85 000 työntekijää (Valtion henkilöstötilinpäätös 2011: 7.), joka on toiseksi vähiten verrattuna muihin Pohjoismaihin, vaikka valtionyhtiöiden lukumääriä verrattaessa, Suomella näitä on toiseksi eniten. Suomessa valtion toiminnot liittyvät pääasiassa välttämättömien yhteiskunta- ja elinkeinopalvelujen tuottamiseen ja eniten henkilöitä työskenteli turvallisuustoiminnan sekä elinkeinotoiminnan palvelujen alalla (Valtion henkilöstötilinpäätös 2011: 8). Tanskassa valtion linjauksena on, että valtio vastaisi työllistamisestä keskushallinnon tasolla, mihin luetaan turvallisuus- ja koulutustoiminnot (Ansættelse i staten 2011: 7). Valtionyhtiöt työllistävät puolestaan yhteensä noin 80 000 ihmistä. Työntekijöitä on lähes yhtä paljon kuin Suomessa, vaikka valtionyhtiöitä on huomattavasti vähemmän kuin Suomella. Tanskassa valtion osakeyhtiöt ja itsenäiset julkisyhtiöt työllistivät 20 000 ihmistä, joista yli puolet Tanskan rautatiepalveluita tarjoavalla DSB:llä. Muut valtionyhtiöt työllistivät 60 000 ihmistä. Ruotsissa valtio on suurimpia työllistäjiä ja Ruotsin valtio työllistää lähes 100 000 ihmistä. Mikäli mukaan lasketaan valtion osakkuusyhtiöt, niin työllistettyjen määrä nousee yli 180 000. (verksamhetsbrättelse 2012: 4.) Merkittävimmät työllistäjät Ruotsin valtionyhtiöistä ovat: Vattenfall, joka työllistää lähes 40 000 ihmistä, Samhall, joka työllistää noin 20 000 ihmistä. Valtion osakkuusyhtiöistä tärkeimmät työllistäjät ovat PostNord, Nordea, SAS ja TeliaSonera, jotka yhteenlaskettuna työllistävät yli

100 000 ihmistä. Pohjoismaista Norjan valtionyhtiöt työllistävät eniten ihmisiä. Valtionyhtiöiden palveluksessa on yhteensä 281 657 ihmistä. Suurin työllistäjä on terveydenhuoltoala ja eniten ihmisiä työskentelee Helse Sør-Øst RHF:ssa, joka työllistää noin neljänneksen kaikista valtionyhtiöissä työskentelevistä. Mikäli alueelliset terveydenhoitopalvelut jätetään laskuista, niin suurimmat työllistäjät Norjassa ovat: Telenor ASA, Norsk Hydro ASA, Posten Norge AS ja Statoil ASA. Näiden yhtiöiden palveluksessa työskentelee yhteensä yli 95 000 ihmistä, mikä vastaa 33 prosenttia kaikista valtionyhtiöiden työllistämistä.

## 2.4. Ruotsi

Valtio-omistuksen kannalta Ruotsia voidaan pitää identtisimmistä valtioista Suomen kanssa.

Ruotsin hallituksella on eduskunnan määräämä tehtävä hallita valtion omistamia yhtiöitä aktiivisesti ja ammattitaitoisesti siten, että pitkällä aikavälillä arvonekehitys on parasta mahdollista ja tarvittaessa kyseiset yhtiöt pystyvät suorittamaan niille osoitetut yhteiskunnalliset tehtävät (Statens ägarpolicy och riktlinjer 2012: 2). Hallituksen periaatepäätöksen mukaan valtion ei tulisi omistaa yhtiöitä, jotka toimivat kaupallisilla markkinoilla, mikäli yhtiöillä ei ole merkittävää yhteiskunnallista tehtävää. Lokakuussa 2006 virkaan astunut keskustaoikeistolainen neljän puolueen hallitus ilmoitti aikomuksesta myydä useita valtionyhtiöitä. Syksyllä 2006 eduskunnalle ilmoitettiin aikomuksista myydä valtion omistuksia noin 150 miljardilla kruunulla seuraavan kolmen vuoden aikana, mutta myytävistä yrityksistä ei tässä vaiheessa vielä ollut tarkempaa tietoa. Poliittisessa keskustelussa hallituksen edustajat raportoivat, että Ruotsin valtio aikoi yksityistää kuusi valtiollista tai valtion osittain omistamaa yhtiötä ensimmäisessä vaiheessa. Ehdotuksessa mainittiin Civitas Holding AB (Vasakronan) myynti, alkoholin tuottaja Vin & Sprit AB:n myynti sekä jo aiemmin suunniteltujen osuuksien myynti Nordeassa, OMX AB:ssa ja TeliaSonerassa (Regeringens proposition 2006/07:57: 1.) Näiden yritysten toiminnan hallitus katsoi olevan kaupallisilla markkinoilla, joten hallitus ei nähnyt mitään syytä enää omistaa kyseisiä yhtiöitä. (Holmgren 2009: 140–141). Helmikuussa 2011 Ruotsin valtio myi 255 miljoonaa Nordea pankin osaketta. Myynnin johdosta Ruotsin omistusosuus Nordeasta laski 19,8 prosentista 13,5 prosenttiin. Myynnin arvo oli noin 19 miljardia kruunua. Helmikuussa 2013 Ruotsissa julkiseen keskusteluun nousi tieto valtion aikomuksesta myydä koko omistuksensa Nordeassa. Myyntiä on odotettu jo pitkään ja viimeaikainen Nordean kurssin nousu on tuonut lisäpuhtia myyntiaikeille. Elokuun 2012 loppuun mennessä valtionomistuksia oli myyty yhteensä 145

miljardilla Ruotsin kruunulla. Myynneistä saadut tulot käytettiin valtionlainojen lyhennykseen. Eduskunta on velvoittanut hallituksen vähentämään osuutensa muun muassa Nordeassa, SAS:ssa ja SEK:ssa (Svensk Exportkredit) nollaan ja Bilprovning AB:ssa uudistamaan osakkeenomistusta (Verksamhetsberättelse 2012: 13). Kevään 2007 aikana Ruotsin valtio myi 8 % omistamistaan osakkeista TeliaSonerassa ja näin vähensi omistussuuttaan 37,3 %:in.

Ruotsissa valtio on merkittävä yritysten omistaja. Valtiollinen yritysportfolio pitää sisällään 58 kokonaan tai osittain omistettua yritystä, näistä yrityksistä kolme on listattu pörssiin (Nordea, SAS, TeliaSonera). Näissä pörssiyrityksissä Ruotsin valtion omistus on: Nordea 13,5 %, SAS 21,4 % ja TeliaSonera 37,3 %. Kaikkien yhtiöiden yhteenlaskettu arvo toukokuussa 2012 oli noin 580 miljardia kruunua ja niiden arvo bruttokansantuotteesta oli noin 16,5 prosenttia. (Verksamhetsberättelse 2012: 2, 13.) Valtionvarainministeriöllä on kaksi erikoistunutta yksikköä, joista ensimmäinen vastaa valtio-omisteisista yhtiöistä ja toinen corporate governancesta ja analyyseistä. Näiden yksiköiden vastuulla on kehittää ja koordinoita hyvää hallintotapaa ja omistajapolitiikka 36:ssa valtio-omisteisessa yhtiössä (Verksamhetsberättelse 2012: 13). Yhteisomisteisissa yhtiöissä valtio osallistuu päätöksentekoon muiden omistajien kanssa pääasiassa dialogin avulla. Ruotsin elinkeinoelämässä merkittävä valta on keskittynyt muutaman perheen haltuun. Laskettaessa yhteen Wallenberg- ja Svenska Handelsbanken- ryhmät sekä ruotsalaiset sijoitusyhtiöt, niin yhteenlaskettuna nämä kontrolloivat alle kymmenesosaa Tukholman pörssistä, mutta niiden omistamien yhtiöiden investoinnit, liikevaihdot ja taseet ovat suuruudeltaan merkittäviä Ruotsissa. (Löyttyniemi 2011: 22.)

Valtion omistajapolitiikka pitää sisällään ruotsalaisen muunnelman corporate governancesta, yhtiöiden hallitusten nimeämisestä, kestävästä kaupankäynnistä, kansantaloudellisista tavoitteista ja raportoinnista. (Statens ägarpolicy och riktlinjer 2012: 3). Johtokunnalla/hallituksella on yleinen vastuu yhtiöiden toimimisesta. Johtokunnan nimeäminen on yksi valtion perusperiaatteista noudattaa hyvää hallintotapaa. Tätä varten hallituksella on strukturoitu prosessi nimeämisistä varten. Tärkeimpiä valintakriteerejä on hakijan riittävä osaaminen kyseiseen tehtävään. Lisäksi valinnoissa otetaan huomioon, että johtokunta pystyy toimimaan tehokkaasti ja yhteistyökykyisesti. Tämän takia johtokunnat pyritään pitämään melko pieninä (6-8 henkilöä). Tavoitteena on myös nimittää eri osa-alueiden osaajia, eri kulttuurien edustajia ja eri-ikäisiä edustajia, jotta käsiteltävään asiaan saataisiin mahdollisimman monta näkökulmaa. Myös sukupuolijakauma on pyritty saamaan lähes 50–50 tasolle ja ohjeistuksena onkin, että kumpaakin sukupuolta tulisi olla vähintään 40 % jäsenistä. (Verksamhetsberättelse 2012: 16.) Monet valtio-

omisteiset yhtiöt operoivat kilpailullisilla markkinoilla, joten arvon tuottaminen on hyvän hallintotavan mukainen pääperiaate. Yhtiöissä korostetaan myös kilpailukykyä ja pääoman tehokasta käyttöä ja tarkoin valittuja tavoitteita. Julkissektorilla toimivilla yrityksillä puolestaan on tavoite toimia väestön hyödyn kannalta mahdollisimman kustannustehokkaasti. (Verksamhetsberättelse 2012: 30.)

## 2.5. Norja

Norjan ottaminen mukaan pohjoismaiseen tarkasteluun antaa täysin erilaisen esimerkin valtio-omistajuudesta, vaikka maantieteellisesti ja väestöllisesti se on vastaavanlainen Suomen ja Ruotsin kanssa. Ero muodostuu Norjan valtion varallisuudesta, jota on huomattavasti enemmän kuin Suomella tai Ruotsilla. Norjan valtion hallussa oleva vuonna 1990 perustettu öljyperusteinen Government Pension Fund on maailman suurin valtiolinen rahasto yli 660 miljardin dollarin omaisuudella (Sovereign wealth Fund Institute 2013). Norjan valtio on suurin omistaja norjassa, sillä on valtionomistusta noin 80 yrityksessä, joista kahdeksan on listattu pörssiin. Suorassa omistuksessa olevat valtionyhtiöt ovat Norjan lainsäädännön nojalla itsenäisiä yhtiöitä. Käytäntönä Norjassa on erottaa valtion osakeyhtiöt, valtionyhtiöt ja erityistehtävayhtiöt toisistaan.

Norjassa valtio-omisteiset yhtiöt on jaettu neljään kategoriaan tarkoituksen mukaisesti. Kategoriat ovat: markkinaehtoiset yhtiöt, markkinaehtoiset yhtiöt, joiden pääasiallinen toiminta halutaan pitää Norjassa, markkinaehtoiset erityistehtävayhtiöt sekä sektoripoliittisia tavoitteita noudattavat yhtiöt. Pääasiassa markkinaehtoisesti toimivilla yrityksillä (kategoriat 1-3) tärkein tehtävä on maksimoida valtion osakeomistusten arvoa. Joillakin näistä yrityksistä on lisäksi muita velvoitteita, kuten varmistaa kyseisten yritysten pääkonttorien säilyminen Norjassa, tai joku muu erityisesti määritetty tarkoitus. Vastuu suurimmasta osasta markkinaehtoisista yrityksistä on kauppa- ja teollisuusministeriössä, missä hoidetaan yhteensä 21 yritystä, joista kaksi on sektoripoliittisesti toimivia, ei markkinalähtöisiä yhtiöitä. Sektoripoliittisilla yhtiöillä (kategoria 4) on yleensä jokin sosiaalinen, väestön hyvinvointiin vaikuttava pääasiallinen tehtävä. Näiden yhtiöiden vastuut on jaettu eri ministeriöiden alaisuuteen tehtävän perusteella. Vaikka nämä yritykset eivät toimi markkinaehtoisesti, niin Valtio on silti velvoittanut yhtiöt toimimaan kustannustehokkaasti. (Eierberetningen 2011: 5.)

Valtio-omistuksen määrä pörssiin listattujen ja listaamattomien yhtiöiden osalta oli 31.12.2011 noin 600 miljardia Norjan kruunua (noin 73 mrd. euroa), josta listattujen

yhtiöiden osuus oli 500 miljardia ja listaamattomien 100 miljardia kruunua (Eierberetningen 2011: 3-5). Kaikkien Oslon pörssiin listattujen yhtiöiden markkina-arvo vuoden 2011 lopussa oli 1174 miljardia kruunua ja listattujen valtio-omistusten osuus Oslon pörssistä 31.12.2011 oli noin 42,6 prosenttia. Markkinaehtoisilla yrityksillä (kategoriat 1-3) vuosittainen tulos verojen ja muiden vähennysten jälkeen oli 148,6 miljardia kruunua. Verrattuna aikaisempaan vuoteen tulot kasvoivat 55,4 miljardilla Norjan kruunulla. Valtion saamien osinkojen määrä laski 27,1 miljardiin kruunuun edellisvuoden 31,2 miljardin sijaan. Listatuista pörssiyrityksistä Norjan valtion saamat osinkotuotot kasvoivat 0,4 miljardia, vaikka osakkeiden markkina-arvo putosi kolmella miljardilla Norjan kruunulla. (Eierberetningen 2011: 7.)

Vuosien 2006–2007 aikana norjan hallitus lanseerasi linjauksen aktiivisesta ja pitkäaikaisesta omistajuudesta. Linjauksessa mainittiin pääkohdiksi omistajaohjauksen toteuttamisesta hallitusnimitysten ja kannustinohjelmien rakentamisen muodossa. Lisäksi siinä määriteltiin hallituksen toimia onnistuneen omistajaohjauksen saavuttamiseksi. Näitä keinoja ovat mm: vahvan julkisen ja kansallisen omistuksen varmistus, jonka tarkoituksena on saavuttaa tärkeät poliittiset tavoitteet ja varmistaa tulonpalautukset kansakunnalle. julkisten yhtiöiden on huolehdittava ammattimaisesta omistajuudesta ja ennustettavasta osinkopolitiikasta. Valtionomistuksen tulisi olla paljon aktiivisempaa kuin nykyään ja sen tulisi panostaa voimakkaasti tutkimus- ja kehitystyöhön. Valtion omistamien yhtiöiden tulisi myös ottaa sukupuolten tasa-arvoasiat huomioon johtajavalinnoissa, sekä johdon palkitsemisjärjestelyiden tulisi olla avointa ja informatiivista. (St.meld. nr. 13 2006–2007: 45.) Tämän linjauksen sekä valtion yhtiöomistuksen laajuudesta käydyn periaatekeskustelun pohjalta luotiin hallituksen periaatepäätös valtion yhtiöomistajuudesta (Active ownership – Norwegian state in global economy). Tärkeimmät linjaukset periaatepäätöksessä olivat, että valtion on kyettävä nopeisiin päätöksiin omistajuudesta ja omistusosuuksista sekä se, että Norjan valtion yhtiöomistus tulee pysymään nykyisessä laajuudessa.

Norjan valtion yhtiöomistus on vuoden 2006–2007 linjauksen jälkeen muuttunut joiltain osin. Valtion kannalta merkittävin fuusio tapahtui joulukuussa 2006, jolloin Statoil ASA ja Norsk Hydro ASA ilmoitti, että ne tulisivat yhdistämään raakaöljy/polttoainetoimintaansa. Fuusion takana oli luoda vahva kansainvälinen toimija, jolla on vahva teknologinen kilpailukyky. Norjan hallitus esitti asian parlamentille viitteessä st. prp. nr. 60 (2006–2007), fuusio tuli voimaan lokakuun alussa 2007. Tällöin valtio-omistuksessa oli 62,5 prosenttia uuden StatoilHydro ASA:n osakkeista. Norjan valtio lisäsi omistustaan kesällä 2008 ja keväällä 2009, ostojen arvo oli yhteensä noin 19 mrd

kruunua ja valtion omistuksen määrä kasvoi 67 prosenttiin yhtiössä. Vuonna 2009 yhtiö muutti nimensä Statoil ASA:ksi (Meld. St. 13 2010–2011: 11). SIVA SF myytyä 49 %:a omistuksestaan Veterinærmedisinsk Oppdragssenter (VESO AS:ssa) Aquanova Invest AS:lle, päätti Norjan valtio antaa uudelle omistajalle mahdollisuuden hankkia osake-enemmistön yhtiöstä. Tämä tehtiin, jotta VESO AS hyödyntäisi teknisen kehityksen tuomat mahdollisuudet entistä paremmin tulevaisuudessa. Norjan valtio katsoi uuden omistajan kykenevän parhaiten siihen (ks. St.prp.nr 22 (2008–2009): 3.) Osakkeiden siirto suoritettiin siten, että järjestettiin suunnattu anti, jonka seurauksena Aquanova Invest AS saavutti 60,1 %:n osuuden yhtiön osakkeista. Aikaisemman sopimuksen perusteella Norjan valtio vähensi omistustaan 34 %:in vuonna 2010. (Meld. St. 13: 2010–2011).

## 2.6. Tanska

Tanskassa valtio-omistuksen merkitys ei ole yhtä suurta kuin muissa pohjoismaissa (Holmgren 2009: 55). Valtio-omisteiset yhtiöt soveltavat EU:n kilpailusääntöjä ja Tanskan kilpailusääntöjä tasavertaisesti yksityisten yritysten kanssa (Statens selskaber 2012: 13–14). Vuoden 2011 lopussa Tanskan valtio omisti osakkeita 19 yhtiössä, joista 11:ssä valtiolla on osake-enemmistö, muissa yhtiöissä valtion omistus jakautuu noin yhdestä prosentista viiteenkymmeneen. Näiden yhtiöiden lisäksi valtio-omistuksessa on kolme täysin riippumatonta julkista yhtiötä: DSB, Energinet.dk ja Naviair, jotka ovat valtion kokonaan omistamia ja kaksi yhteistyöyhtiötä Metroselskabet I/S ja kehitysyhtiö By og Havn I/S. Tanskan valtion omistamista yhtiöistä kolme on listattu Kööpenhaminan pörssiin (Københavns Lufthavne A/S, SAS AB ja Aarhus Lokalbank A/S) (Statens selskaber 2012: 7). Lokakuussa 2010 Naviair muuttui valtio-omisteisesta yhtiöstä riippumattomaksi julkiseksi yritykseksi. Tämän taustalla oli vahvistaa yhtiön asemaa tulevaisuudessa rajojen ylittävänä lennonvarmistuspalvelujen tarjoajana keskittymällä tehokkaaseen toimintaan ja kilpailukykyyn ja näin vahvistaa yhteistyösuhteita ulkomaisten lennonvarmistuspalvelujen kanssa. Samalla Naviair otti vastuulleen valtionomistuksessa olleen Entry Point North AB:n (Statens Selskaber 2011: 9.)

Taatakseen pienten ja keskisuurien yritysten lainansaannin, Tanskan hallitus päätti vuonna 2009 perustaa kyseistä tarkoitusta varten Kreditpakken- nimisen lainanjärjestäjän. Sen ideana oli järjestää hybridilainoja niitä tarvitseville (Aftale mellem regeringen 2009: 2). Tämän uuden lainanottomahdollisuuden vuoksi valtio teki joulukuussa 2009 sopimuksen Aarhus Lokal Bankin kanssa hybridipääomalinasta. Vuoden 2011 alussa



pankki käytti mahdollisuuttaan muuttaa hybridiä pääomalainaa osakkeiksi. Valtio otti Aarhus Lokalbankin osakkeita vastaan 66 % yhtiön osakkeista. Maaliskuussa 2011 pankki teki pääoman korotuksen (kapitaludvidelse), missä nykyiset osakkuuslainan omistajat voisi muuntaa nämä hybridiksi pääomalainaksi tai pankin osakkeiksi. Pääoman korotuksen jälkeen valtion osuus aleni 46,3 %:in mihin laskettiin mukaan valtion välillinen 1,1 %:n omistusosuus Financial Stability A/S:n kautta. (Statens selskaber 2012: 9.)

Vastaavanlaisella järjestelyllä Tanskan valtio sai 53,1 prosentin omistuksen Vestjysk Bank A/S:sta (Länsi-Jyllannin pankki) helmikuun lopulla 2012. Pankki päätti muuntaa 292 miljoonaa kruunua valtion pääomaa pankin osakkeiksi tehdyn Kreditpakken- sopimuksen mukaisesti. Maaliskuussa 2012 Aarhus Lokalbank fuusioitui Vestjysk Bankin kanssa ja fuusion johdosta valtiosta tuli pääomistaja 52,2 prosentin osakeomistuksella. (Statens selskaber 2012: 10.)

Vuonna 2011 Tanskan valtion omistamien ja riippumattomien julkisten yritysten nettotulo oli 87,3 miljardia Tanskan kruunua (noin 12 mrd euroa). Verrattuna edelliseen vuoteen nettotulo laski 4,9 prosenttia. Ensisijaisesti tämä johtui Finansiel Stabilitet A/S:n saamien nettokorkojen ja osinkojen 87,8 %:n laskusta, mikä vastasi 5,5 miljardin kruunun määrää. Vuonna 2011 merkittävin tulon lähde valtiolle oli DONG Energy A/S, joka vastasi 65,1 % osuudesta kokonaistuloksesta. Kaksi muuta merkittävää yritystä valtion kannalta ovat Danske Spil ja DSB, jotka vastasivat yhteensä 21,4 % osuudesta kokonaistuloksesta. (Statens selskaber 2011: 10, 2012: 9)

Tanskassa valtion osinkotuotoista päätetään hallituksen suosituksesta valtionyhtiöiden yhtiökokouksissa. Vuonna 2012 toteutunut osinkotuotto valtiolle oli 6,4 miljardia kruunua, mikä on kaksinkertainen määrä verrattuna vuoteen 2011. Osinkotuottojen kasvu johtui yksinomaan Financial Stability A/S:n vuonna 2012 maksamasta 4,6 miljardin kruunun osingosta. Nämä rahat Tanskan valtio käytti selvitystilaan joutuneen Roskilde Bank A/S:n tappioiden korvaamiseen. Merkittävin osingonmaksun lasku tapahtui DONG Energy A/S:lla, jonka maksama osinko valtiolle tippui 34 % (1,1 mrd kr) edellisvuoteen verrattuna (Statens selskaber 2012: 12–13.)

## 2.7. Pohjoismaiden pörssilistattujen valtio-omistusten vertailu

Vaikka valtio-omistuksen syyt ja tarkoituksensa poikkeavat Pohjoismaissa merkittävästi, niin mielekästä on vertailla listattujen valtio-omistuksien määriä. Alla olevissa taulukoissa on esitelty Suomen, Ruotsin, Norjan ja Tanskan valtio-omistuksen osuudet kunkin valtion pörssissä. Alla olevissa taulukoissa (4–7) tilanne on keväältä 2013 ja muiden pohjoismaiden arvot ovat muutettu euromääräisiksi.

**Taulukko 4.** Suomen valtion omistus Helsingin pörssissä.

<b>Pörssin arvo €:</b>	181 924,6		<b>Valtio-omistuksen arvo pörssistä:</b>				8,3 %	
<b>Yhtiö</b>	Fortum	Neste Oil	Finnair	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Outotec
Markkina-arvo	12 232,8	2838,4	347,3	2345,5	1668,4	4330,0	1005,4	1920,9
Valtio-omistuksen arvo	6209,4	1422,0	193,8	236,9	278,6	480,6	219,2	192,1
<b>Yhtiö</b>	Rautaruukki	Sampo	Stora-Enso	Talvivaara	Telia-Sonera	Tieto	<b>Yhteensä</b>	
Markkina-arvo	652,3	16 685,8	4138,9	361,2	21 953,5	1117,1	71 597,5	
Valtio-omistuksen arvo	258,9	2369,4	509,1	60,3	2568,6	115,1	15 114,0	

Taulukosta 4 käy esille, Suomen valtion sekä Solidiumin omistusosuuden Helsingin pörssissä. Valtion suorassa omistuksessa olevien Fortumin, Neste Oilin ja Finnairin arvot ovat lähes puolet koko valtion omistuksesta pörssissä, syy siihen on energiasektorin tärkeä merkitys valtiolle. Vaikka valtio on merkittävä omistaja Suomessa, niin listattujen pörssiomistusten arvo on kuitenkin suhteellisen pieni verrattuna koko pörssin arvoon. Valtio omistaa vain noin kahdeksan prosenttia pörssistä, mikä on alhainen verrattuna omistettujen yhtiöiden määrään. Fortumin lisäksi merkittäviä valtion omistuksessa olevia yhtiöitä ovat TeliaSonera, Sampo ja Neste Oil.

**Taulukko 5.** Norjan valtion omistus Oslon pörssissä.

<b>Pörssin arvo €:</b>	206 617,8		<b>Valtio-omistuksen arvo pörssistä:</b>				31,2 %
<b>Yhtiö</b>	Cermaq	DNB	Kongsberg	SAS	Statoil	Telenor	Norsk Hydro
Markkina-arvo	1020,9	15 110,8	1968,8	41,9	58 407,5	23 066,2	7601,5
Valtio-omistuksen arvo	449,2	5137,7	984,4	5,9	39 133,0	12 455,7	2584,5
<b>Yhtiö</b>	Yara	Inter-national					<b>Yhteensä</b>
Markkina-arvo	10 254,5						117 472,1
Valtio-omistuksen arvo	3691,6						64 442,0

Taulukossa 5 on esitetty Norjan valtion omistusosuus Oslon pörssissä. Norjan valtio omistaa noin 67 prosenttia Statoil ASA:sta, jonka kokonaisarvo on lähes 60 miljardia euroa ja yksi suurimmista Oslon pörssiin listatuista yhtiöistä. Omistusosuus Statoil ASA:ssa nostaa Norjan listattujen valtio-omistusten arvoa suhteessa koko pörssin arvoon merkittävästi. Norjan valtio omistaa kahdeksaa listattua yhtiötä, näistä viidessä valtio-omistuksen arvo ylittää kahden miljardin rajan. Suomen valtio-omistuksista ainoastaan kolme ylittää kahden miljardin rajan, vaikka valtio-omisteisia yhtiöitä on selvästi enemmän kuin Norjalla.

**Taulukko 6.** Ruotsin valtion omistus Tukholman pörssissä.

<b>Pörssin arvo €:</b>	490 072,9		<b>Valtio-omistuksen arvo pörssistä:</b>		2,60 %
<b>Yhtiö</b>	Nordea	SAS	TeliaSonera		<b>Yhteensä</b>
Markkina-arvo	34 834,8	465,8	21 827,6		57 128,2
Valtio-omistuksen arvo	4702,7	99,7	8141,7		12 944,1

Ruotsin valtion suunnitelmana on ollut vähentää koko pörssiomistus nolnaan tulevien vuosien aikana. Suurin myyntipaine on kohdistunut Nordean osakkeisiin ja odotusarvona Ruotsissa on pidetty, että valtio myy koko omistuksensa Nordeassa jo vuoden 2013 aikana. Nordea on toiseksi merkittävin osake valtio-omistuksen arvonn kannalta lähes

viiden miljardin euron arvolla. Kuten taulukosta 6 käy ilmi, niin tällä hetkellä Ruotsi omistaa kolmea pörssiin listattua yhtiötä ja valtio-omistuksen arvo pörssissä on noin 13 miljardia, mikä vastaa 2,6 prosentin osuutta Tukholman pörssin arvosta. Vähäinen valtio-omistuksen arvo pörssissä johtuu siitä, että Tukholman pörssin kokonaisarvo on Pohjoismaista suurin. Ruotsin valtion omistuksesta merkittävin osake on TeliaSonera, jonka arvo on noin kahdeksan miljardia euroa. Ruotsin valtio-omistus pörssissä rakentuu käytännössä TeliaSoneran ja Nordean varaan, sillä omistus SAS:ssa on huomattavan pieni verrattuna kahteen muuhun. Ruotsin valtionomistuksen yhteenlaskettu arvo on noin 13 miljardia euroa, mikä on vain noin kaksi miljardia vähemmän kuin Suomella, vaikka Suomella omistusta on yli kymmenessä osakkeessa enemmän kuin Ruotsilla.

**Taulukko 7.** Tanskan valtion omistus Kööpenhaminan pörssissä.

<b>Pörssin arvo €:</b> 226 823,3		<b>Valtio-omistuksen arvo pörssistä:</b> 4,4 %		
<b>Yhtiö</b>	Kobenhavs Lufthavne	SAS	Vestjysk Lokalbank	<b>Yhteensä</b>
Markkina-arvo	25 299,4	463,5	64,9	25 827,9
Valtio-omistuksen arvo	9866,8	64,9	29,2	9 960,9

Taulukossa 7 on esitelty Tanskan valtion omistus Kööpenhaminan pörssissä. Tanska omistaa kolmea pörssilistattua yhtiötä, mutta käytännössä ainoastaan Kobenhavs Lufthavne:lla on taloudellista merkitystä valtiolle, sillä omistukset SAS:ssa ja Vestjysk Lokalbankissa ovat pienet, eikä kyseisten yhtiöiden markkina-arvotkaan ole kovin suuria. Tanskan valtio-omistuksen arvo Kööpenhaminan pörssistä on 4,4 %, mikä on toiseksi pienin Pohjoismaissa ennen Ruotsia, mutta jos katsotaan valtio-omistuksen arvoa, niin Ruotsin valtio-omistus on noin kolme miljardia euroa suurempi.

Pohjoismaiden suurin pörssi kokonaisarvoltaan on Tukholman pörssi, jonka arvo on lähes 500 miljardia euroa. Tukholman pörssin arvo on suurempi, kuin Norjan ja Tanskan pörssin yhteenlaskettu arvo. Helsingin pörssi on kokonaisarvoltaan pienin. Syynä tähän voi olla esimerkiksi kaukaisempi maantieteellinen sijainti, jonka vuoksi ulkomaiset yhtiöt eivät halua listautua Helsingin pörssiin. Verrattaessa valtio-omistuksien määrää pörssissä, niin huomattavaa on Norjan valtion suuri omistus. Vaikka Norja omistaa vain kahdeksaa listattua yhtiötä, niin ne kattavat lähes kolmanneksen koko Oslon pörssin arvosta. Norjan listattujen valtio-omistuksen määrä on yli 60 miljardia euroa, joka

on enemmän kuin muiden Pohjoismaiden yhteenlaskettu pörssilistattu valtio-omistus. Jos verrataan valtioiden omistamien yhtiöiden määrää suhteessa arvoon, niin Norja on myös tässä menestynyt parhaiten. Tanskan valtion omistus on yhteenlaskettuna pienin, vain noin kymmenen miljardia euroa, mutta verrattaessa esimerkiksi Suomeen, niin valtio-omistuksen arvo suhteessa omistettujen osakkeiden määrään on hyvä.

### 3. SOLIDIUMIN TOIMINTA PORTFOLIOTEORIAN NÄKÖKULMASTA

Suomen valtioneuvoston 21.10.2008 tekemän päätöksen johdosta, valtion kokonaan omistama Solidium Oy muutettiin valtion ei-strategisista pörssiomistuksista huolehtivaksi holding-yhtiöksi. Samalla päätettiin luovuttaa yhtiölle apportiomaisuutena valtion omistamat osakkeet kahdeksassa pörssiyhtiössä, eli Kemira Oyj, Metso Oyj, Outokumpu Oyj, Rautaruukki Oyj, Sampo Oyj, Sponda Oyj, Stora Enso Oyj ja TeliaSonera AB. (Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2011: 87.)

Eduskunta hyväksyi järjestelyn vuoden 2008 toisen lisätalousarvion osana marraskuun lopulla 2008. Joulukuun alussa rahoitustarkastus myönsi poikkeusluvan sille, ettei Solidiumin tarvinnut tehdä julkista ostotarjousta niiden yhtiöiden muista osakkeista, joissa sen omistus nousi yli 30 prosenttiin. 11.12.2008 pidetty ylimääräinen yhtiökokous vahvisti päätöksen osakepääoman, sekä vapaan pääoman korotuksesta vastaamaan yhtiöön luovutettujen pörssiosakkeiden käyvän arvon määrää. Siirrettyjen osakkeiden yhteisarvo oli 5,3 miljardia euroa. (Solidium vuosikertomus 2009: 4.) Solidiumin organisoituminen ja käynnistyminen alkoivat keväällä 2009. Samaan aikaan toteutettiin Solidiumin aiempaan yhtiöhistoriaan liittynyt jakautuminen, jossa Solidiumin aiemmat liiketoimet siirrettiin omaksi yhtiöksi, Governia Oy:ksi, minkä vastuulle jäi kiinteistöomaisuuserien hallinnointi. Solidiumin ensimmäinen virallinen tilikausi alkoi 1.5.2009. Solidiumin tilikausi on kuitenkin 1.7.–30.6., tämä johtuu siitä, että Solidiumilla on mahdollisuus toimia nopeasti alkuvuonna saatujen osinkojen sekä mahdollisten osakemyyntitulojen tulouttamisesta edelleen osinkoina valtiolle. (Solidium vuosikertomus 2009: 4.) Valtioneuvosto päätti 11.6.2009 siirtää valtion omistamat Elisa Oyj:n osakkeet Solidiumille vapaan pääoman rahaston korotuksena. Samalla Solidiumista tuli Elisa Oyj:n suurin yksittäinen omistaja ja Solidiumin salkussa olevien yhtiöiden määrä nousi yhdeksään. (Solidium vuosikertomus 2009: 1.) Tärkein syy Solidiumin luomiseen lokakuussa 2008 lienee ollut ympärillä vallitseva finanssikriisi, joka myös vaikutti Suomalaisiin yrityksiin merkittävästi. Solidiumin synty ajoittui hetkeen, jolloin ainakin kolme merkittävää asiaa tapahtui lähes yhtäaikaisesti. Ensimmäisenä Stora Enson tehtaan sulkeminen, minkä johdosta suomen valtio sai osakseen huomattavaa kritiikkiä vaikuttamismahdollisuuksien puuttumisen johdosta. Toinen tapahtuma oli, että islantilaiset yrittivät vallankaappausta Elisa Oyj:ssä vuoden 2007 lopulla. Syynä oli että islantilainen omistaja halusi jo ennen varsinaista yhtiökokousta kaksi uutta jäsentä hallitukseen. Suomalaiset eläkeyhtiöt vastustivat tätä muutosta ja piensijoittajien tuella pystyivät estämään esityksen läpimenoa. Lopulta islantilaiset myivät kaikki osakkeensa ja eläkeyhtiö Varman

avustuksella osakkeet siirtyivät osittain valtiolle. Kolmantena tapahtumana oli maailmanlaajuinen rahoitusmarkkinoiden rauhattomuus vuonna 2008, joka johti syyskuussa puhjenneseen finanssikriisiin. (Löyttyniemi 2011: 6.)

Löyttyniemen (2011: 6) mukaan Solidiumin perustamisen tavoitteena oli luoda väline, jonka avulla valtio pystyy tehokkaasti turvaamaan kotimaiset ankkuriomistukset tärkeissä suomalaisyrityksissä sekä huolehtimaan huoltovarmuudesta. Löyttyniemi toteaa myös, että ennen Solidiumin perustamista valtio-omistamisella on ollut ideologinen tyhjiö, sillä omistamiseen on suhtauduttu pragmaattisesti.

Solidiumin merkitys on keskeinen, kun valtio pyrkii toimimaan vahvana ankkuriomistajana kansallisesti tärkeissä ja usein globaalisti toimivissa yhtiöissä. Valtioneuvoston kanslian mukaan pitkäjänteinen ankkuriomistajuus edesauttaa myös kansainvälisillä markkinoilla toimivien valtio-omisteisten suuryritysten pääkonttoreiden pysymistä kotimaassa ja vahvistaa kotimaisen pääomamarkkinan elinkelpoisuutta. Osallistumalla omistus- ja toimialajärjestelyihin osallistumalla on pystytty vahvistamaan suomalaisen yrityssektorin kansainvälistä kilpailukykyä, etenkin Solidiumin yhtiöiden kohdalla.

Valtion omistajapolitiittista toimintaa ohjaa vuoden 2008 alussa voimaan tullut laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta (Laki 1368/2007, laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta). Kyseinen laki korvasi vuonna 1991 säädetyin, monelta osin vanhentuneen lain valtion osakasvallan käytöstä taloudellista toimintaa harjoittavissa osakeyhtiöissä (laki 740/1991, valtionyhtiölaki), (Solidium vuosikertomus 2009). Lakia sovelletaan valtion yhtiöomistusta koskevaan päätöksentekoon ja valtion omistajaohjaukseen valtioneuromistoisissa yhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Tämän johdosta valtion omistamia yhtiöitä ja valtiota omistajana koskevat muun muassa osakeyhtiölain, arvopaperimarkkinalain ja rikoslain sisäpiiritiedon väärinkäyttöä koskevat säännösten mukaiset velvoitteet ja rajoitteet.

Lainsäädännön lisäksi omistajaohjaukseen vaikuttaa hallitusohjelma, valtioneuvoston päätökset sekä ministerivaliokunnan kannanotot. Kesäkuussa 2007 hallitus teki valtion omistajapolitiikkaa koskevan periaatepäätöksen, jossa linjattiin omistajaohjauksen keskeiset periaatteet ja toimintatavat. Tässä periaatepäätöksessä määritettiin myös strategisen intressin yhtiöt. Periaatepäätöksen mukaan strategisia intressejä ovat esimerkiksi perus- ja yleispalvelutehtävät, infrastruktuuri ja huoltovarmuuden kannalta olennaiset tehtävät. Valtionomistus yksinään ei muodosta strategista intressiä, vaan kyseessä ovat valtion kannalta merkitykselliset perustehtävät. Listattuja strategisen intressin yhtiöitä,

joissa valtio enemmistöomistaja ovat: Fortum, Neste Oil ja Finnair. Valtio on myös teollisena vähemmistöosakkaana joissakin listaamattomissa strategisen merkityksen yhtiöissä mm. Patria Oyj ja Vapo Oy. (Valtioneuvoston periaatepäätös omistajapolitiikasta 2007: 2.) Strategisesti merkittävät yhtiöt on jaettu vastuuministeriöiden alaisuuteen toimialansa mukaan, kauppa- ja teollisuusministeriö vastaa Fortumin ja Neste Oilin toiminnasta, liikenne ja viestintäministeriö Finnairin toiminnasta ja Puolustusministeriö Patrian toiminnasta.

Vuoden 2008 alussa talouspoliittinen ministerivaliokunta antoi kannanoton, jossa vahvistettiin omistajapolitiittiset linjaukset. Linjauksessa pidettiin tärkeänä erottaa osakkeenomistajan rooli yhtiön tekemistä omista liiketoiminnallisista päätöksistä. Samalla määriteltiin pörssissä noteerattujen yhtiöiden tavoitteiksi taloudellisesti kannattava toiminta ja vapaus yhteiskunnallisista tai aluepoliittisista velvoitteista.

### **3.1. Solidiumin toimintatavat**

Solidiumin toimintaperiaatteet ovat: omistajana vaikuttaminen, hyvien hallinnointiperiaatteiden vaaliminen, omistamiensa hallitusten jäsenvalinnat, vastuullisuus ja sijoitus-toiminnan raportointi. Kaikissa sijoituskohteissaan, Solidium on merkittävä omistaja (suurin yksittäinen tai yksi suurimmista omistajista) ja tämän johdosta Solidium pyrkii aktiivisesti osallistumaan omistajalle kuuluviin asioihin salkkuyhtiöissä. Suomalaisen pääomamarkkinoiden toimimisen kannalta merkittävää on, että täältä löytyy menestyviä yrityksiä, joilla on laaja ja monipuolinen omistajakunta ja joiden pääkonttorit ovat Suomessa. Omistajana Solidium pyrkii toimimaan tavalla, joka tukee salkkuyhtiöiden tuloksellista toimintaa ja pitkällä aikavälillä kasvattaa omistaja-arvoa. Näiden tavoitteiden täyttymiseksi Solidium toimii keskustelukumppanina yhtiöiden hallitusten ja johdon kanssa sekä pyrkii tukemaan niiden laatimia toimintastrategioita ja mahdollisia rakennemuutoksia, mikäli ne pystyvät luomaan omistaja-arvoa.

Omistajaohjausyksikön linjauksen mukaan Solidiumin merkitys on keskeinen, kun valtio pyrkii toimimaan vahvana ankkuriomistajana kansallisesti tärkeissä ja usein globaalisti toimivissa yhtiöissä. Ankkuriomistajuuden taustalla on valtio-omisteisten suuryritysten pääkonttorien pysyminen kotimaassa ja muiden merkittävien kotimaisten omistajatahojen rinnalla vahvistaa Suomen pääomamarkkinoiden elinkelpoisuutta. Valtioneuvoston kanslian mukaan Solidiumin omistamien yhtiöiden kohdalla on pystytty vahvis-



tamaan suomalaista kilpailukykyä kansainvälisesti omistus- ja toimialajärjestelyiden avulla.

Hyvien hallinnointiperiaatteiden soveltamista Solidium edistää omistamiensa salkkuyhtiöiden osalta tiettyjen periaatteiden pohjalta. Näitä periaatteita ovat muun muassa: yhteistyö ja vuorovaikutteinen keskustelu keskeisten liiketoimintastrategioiden sekä rakennejärjestelyiden osalta muiden merkittävien omistajien kanssa, aktiivinen osallistuminen omistuskohdeiden hallitusvalintoihin ja toiminnan kehityksen sekä tuloksellisuuden seuraaminen. Hallitusvalintoihin Solidium osallistuu merkittävän omistajan roolissa ja pyrkii hallituksen muodostamisessa rakentamaan mahdollisimman hyvän, toimivan ja yhteistyökykyisen hallituksen ammattimaisella ja läpinäkyvällä prosessilla.

Solidium pitää yritysvastuuasioita tärkeänä osana kilpailukyvyn ylläpitoa ja kehittymistä. Niitä pidetään merkittävänä osana riskien hallintaa ja osittain myös uusien liiketoimintamahdollisuuksien lähteenä. Laajakantoisimmat vaikutukset yritysvastuun kannalta Solidiumilla on sen omistaja- ja sijoittajatehtävän kautta. Yritysvastuunäkökulma antaa myös työkalun salkkuyhtiöiden arviointiin ja arvon kehityksen määrytymiseen. Solidiumin toiminta poikkeaa muista instituutio- ja portfoliosijoittajista, joiden salkut sisältävät suuria määriä sijoituskohteita. Erot johtuvat sekä toiminnan tavoitteista että toiminnan käytännön raamituksista. Solidiumin käyttämä toimintamalli vaatii paljon analyysivoimaa, joten kappalemääräisesti pieni yhtiösalkku mahdollistaa tarvittavan syvällisen perehtymisen asioihin. Yritysvastuulliset asiat ovat merkittävässä roolissa ja niiden laiminlyöminen saattaa johtaa huomattaviin taloudellisiin ongelmiin, joten Solidiumin mukaan sen tulee olla selvillä omistamiensa yhtiöiden olennaisista yritysvastuukysymyksistä ja niiden vaikutuksista. Talvivaaran merkittävät haasteet vuoden 2012 aikana ovat nostattaneet yritysvastuulliset asiat esille julkisessa keskustelussa. Talvivaaran ongelmat ovat myös heijastuneet omistaja-arvoon ja yhtenä suurimmista omistajista Solidium on ollut kiinnostunut Talvivaaran kyvystä parantaa mainettaan ja yritysvastuuasioitaan. Kaikesta huolimatta Solidium ei pidä kyseisiä ongelmia ilmeisen merkittävinä, koska se on ollut valmis tukemaan Talvivaaraa ja osallistumaan Talvivaaran 260 miljoonan euron merkintäetuoikeusantiin. Helmikuussa 2013 Solidium ilmoitti käyttävänsä merkintäetuoikeutensa täysimääräisesti, eli merkitsemään Talvivaaran uusia osakkeita yhteensä noin 23 miljoonalla eurolla ja antavansa lisäksi enintään 30 miljoonan euron määräisen merkintäsitoumuksen, siltä varalta, että osakeannissa tarjottuja uusia osakkeita ei merkitä täysimääräisesti. Solidium hankki annista yhteensä 47 miljoonalla eurolla Talvivaaran osakkeita. Tämän oston myötä Solidiumista tuli Talvivaaran suurin omistaja 16,7 prosentin omistuksella. Lisäksi TeliaSoneran Euraasian-liiketoiminnan kartelli- ja lahjusepäilyt ovat aiheuttaneet päänvaivaa omistajien kannalta. Kaikesta huolimatta

Solidium pitää TeliaSoneraa yritys vastuuasioissa alansa parhaimpina. Solidium ei myöskään katso yritys vastuusyytä omistuksesta luopumisperusteiksi, vaan pyrkii toiminnallaan vaikuttamaan suoraan yhtiöön. (Solidium vuosikertotmus 2012: 8-9.)

Omistajaohjaus on linjannut valtionyhtiöiden ylimmän johdon palkitseminen tärkeäksi osaksi omistajaohjausta. Palkkaus ja palkitseminen muodostuvat viidestä keskeisestä elementistä, jotka ovat: peruspalkka, luontaisedut, tulospalkkio, pitkän aikavälin kannustinpalkkio ja lisäeläke-etuudet. Omistajaohjauksen mukaan ”valtion osakkuusyhtiöiden ylimmän johdon palkkausehtojen (peruspalkka + luontaisetuuudet) tulee olla vertailukelpoiset kilpailijoihin nähden, jotta ne pystyvät kilpailemaan mahdollisimman pätevien liikkeenjohtoresurssien rekrytoinnista” (Valtioneuvoston kanslia 2012: 6).

### **3.2. Solidiumin sijoitustoiminta**

Solidiumin sijoitustoiminnan perustana on taloudellinen analyysi ja pitkällä aikavälillä omistaja-arvon kasvattaminen. Solidiumin osakeomistus yhtiöissä perustuu pitkäaikaisuuteen ja toiminnallaan se pyrkii edesauttamaan yhtiöiden kehitystä, kasvua ja arvomuodostusta. Sijoitusstrategian keskeisempänä tavoitteena on nykysalkun hyvä hoito ja arvon kasvattaminen. Vertailuindeksinä sijoituksille Solidium käyttää OMXH Cap -indeksiä sekä riskikorjattua valtion pitkäaikaista velkakirjatuottoa.

Analysoitaessa uusia sijoituskohteita, Solidium käyttää useista sijoituskriteereistä koostuvaa analyysiä. Keskeisimpinä kriteereinä analyysissä käytetään kohdeyhtiölle asetettua tuottovaatimusta, kansallisen edun perusteluita, omistukseen perustuvaa vaikutusvallan olemassaoloa ja sijoituksen määrän järkipäristä suhdetta muiden sijoitusten kokonaismäärään. Sijoituksiin ei liity elinkeinopoliittisia syitä, tukiluontoisuutta tai kilpailua vääristäviä vaikutuksia. Solidium ei sijoita yhtiöihin, jotka toimivat epäeettisesti tai yhtiöihin, joiden rahoitusasema tai omistusrakenne ei puolla sijoitusta yhtiöön. Syitä mahdolliselle irtautumiselle tai omistuksen vähentämiselle ovat taloudelliset perusteet, markkinatilanteen puolto tai Solidiumin tehtävän ankkurinomistajana saavuttaminen tai sen onnistuminen vähäisemmällä omistusosuudella.

Ensimmäisen virallisen tilikautensa lopussa Solidiumin osakesalkku sisälsi yhdeksän pörssiyhtiön osakkeita. Tilikauden lopussa osakesalkun markkina-arvo oli 6,0 miljardia euroa, vaikka vain kolmea kuukautta aiemmin salkun arvo kävi pohjalukemissa. Suurimmat omistukset olivat TeliaSoneran, Sammon ja Rautaruukin osakkeissa. Vuonna

2009 Solidiumin saamat osingot olivat yhteensä 285 miljoonaa euroa ja suurimmat osingot tulivat TeliaSonerasta ja Rautaruukista, joiden yhteenlaskettu osingon määrä oli 177 miljoonaa euroa (Solidium vuosikertomus 2009: 6). Kuten taulukosta 9 näkee, niin ainoa muutos Solidiumin osakesalkkuun vuoden 2009 aikana oli Elisa Oyj:n osakkeiden hankinta noin 183 miljoonalla eurolla. Salkun tuotto oli 15,2 prosenttia ja parhaimman tuoton alkuvuodesta 2009 tuottivat Metso (70 %) ja Outokumpu (57 %). Toisaalta osakkeet olivat laskeneet aiempaan vuoteen merkittävästi, joten noususta huolimatta yksikään salkun osakkeista ei yltänyt aikaisempien huippulukemien tasolle. (Solidium vuosikertomus 2009: 6.)

**Taulukko 8.** Solidiumin osakemyynnit 2008–2012.

Ajankohta	Yhtiö	Toimenpiteet	Kauppahinta M€	Omistuksen muutos
24.6.2010	Rautaruukki Oyj	Osakemyynti markkinalle	0,0	0,0 %
16.11.2010	Sponda Oyj	Osakemyynti markkinalle	175,0	-19,1 %
25.11.2010	Tikkurila Oyj	Osakemyynti markkinalle	96,9	-14,7 %
19.4.2011	TeliaSonera AB	Osakkeiden myynti yhtiölle	152,5	0,0 %
26.3.2012	TeliaSonera AB	Osakemyynti markkinalle	450,1	-2,1 %
18.10.2012	Sponda Oyj	Osakkeiden myynti Oy PALS Ab:lle	147,6	-14,9 %
5.9.2013	TeliaSonera AB	Osakemyynti markkinalle	368,0	-1,6 %
<b>Yhteensä</b>			<b>1 390,1</b>	

Vuonna 2009 alkanut pörssikurssien elpyminen jatkui lähes vuoden ja osakemarkkinoiden kehitys Suomessa oli muuta Eurooppaa vahvempaa. Keväällä 2010 valtioiden velkaongelmat vaikuttivat markkinoiden toimimiseen ja lisäsivät pörssikurssien heilahtelua. (Solidium vuosikertomus 2010: 8.) Markkinoiden epävarmuus ei kuitenkaan vaikuttanut merkittävästi Solidiumin sijoituksiin ja huhtikuussa 2010 osakesalkun arvo kohosi historiansa korkeimpaan lukuun, lähes 8,7 miljardiin, mutta kolmen seuraavan kuukauden aikana pörssikurssit laskivat huomattavasti ja Solidiumin salkun arvo putosi alle kahdeksaan miljardiin tilikauden lopussa. Solidiumin kaikkien sijoitusten tuotto oli 34,6 prosenttia tilikauden aikana ja substanssiarvo nousi 28 prosenttia. Parhaiten tilikauden aikana menestyneet osakkeet olivat Kemira ja Metso. Toisen tilikauden aikana Solidiumin osakesalkku kasvoi kahdella osakkeella. Kuten taulukosta 9 näkee, niin Tikkurilan osakkeita Solidium sai voitonjakona Kemiralta ja Tieto Oy:n osakkeita Solidium hankki keväällä 2010 115,6 miljoonan arvosta saaden 10,3 prosentin osuuden yhtiöstä. Kesäkuussa 2010 Solidium myi 100 kappaletta Rautaruukki Oyj:n osaketta 1300 euron arvosta. Myynnin tarkoituksena oli Solidiumin veroaseman selvittäminen. Solidiumin näkemyksen

mukaan sen omistamat osakkeet pitäisi verotuksessa katsoa elinkeinoverolain 12 §:n mukaiseksi käyttöomaisuukdesi (Solidium puolivuosisikatsaus 2010: 3).

**Taulukko 9.** Solidiumin osakeostot 2008–2012.

Ajankohta	Yhtiö	Toimenpiteet	Kauppahinta M€	Omistuksen muutos
joulukuu 2008	Elisa Oyj	Osto	179,2	9,6 %
kesäkuu 2009	Elisa Oyj	Osto markkinalta	7,0	0,4 %
maaliskuu 2010	Tikkurila Oyj	Osinkona Kemiran osakkaille	102,3	14,7 %
kevät 2010	Tieto Oyj	Osto markkinalta	115,6	10,3 %
marraskuu 2010	Elisa Oyj	Osto markkinalta	2,7	0,1 %
kesäkuu 2011	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj	Osto Outokumpu Mining Oy:ltä	60,1	4,3 %
syyskuu 2011	Metso Oyj	Osto markkinalta	22,9	0,7 %
syksy 2011- kevät 2012	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj	Osto markkinalta	35,0	4,6 %
kevät 2012	Outotec Oyj	Osto markkinalta	120,0	6,8 %
syksy 2012	Outotec Oyj	Osto markkinalta	25,5	1,5 %
<b>Yhteensä</b>			<b>670,3</b>	

Kesästä 2010 alkaen pörssikurssit nousivat maailmanlaajuisesti aina helmikuulle 2011 asti, pääasiassa kehittyvien markkinoiden kasvun johdosta ja kehittyneiden talouksien elvyttävän rahapolitiikan tukemana. Helmikuussa 2011 Solidium saavutti kaikkien aikojen korkeimman salkun markkina-arvon, joka lähenteli jo kymmentä miljardia euroa. Loppukeväällä 2011 osakekursseja painoi kuitenkin alas tiettyjen Euroopan valtioiden epävarmat valtiontalouden tulevaisuusnäkyvät (Solidium vuosikertomus 2011: 6). Kyseisellä tilikaudella Solidiumin osakesijoitusten tuotto oli noin 15 prosenttia ja osakesalkun arvo nousi 450 miljoonalla 8,4 miljardiin euroon. Tilikaudella Solidiumin sijoitustoiminta oli melko aktiivista ja salkkua muokattiin niin osakeostojen kuin myyntien osalta. Nopeutetun tarjousmenettelyn avulla Solidium myi marraskuussa 19 % omistuksestaan Spondassa ja koko omistuksensa Tikkurilassa. Spondasta saatu myyntivoitto ennen veroja oli noin 80 miljoonaa euroa. Tikkurilan osakkeista Solidium kirjasi kirjanpidollisen 5 miljoonan euron myyntitappion, koska Tikkurilan osakkeet oli saatu osingonjakona Kemiralta ja tällöin kirjattu osakekohtainen hankintameno oli 15,80 euroa ja osakekohtainen myyntihinta oli 15,10 euroa. (Solidium vuosikertomus 2011: 5.) Kesäkuussa 2011 Solidium hankki Outokumpu Mining Oy:ltä (ks. Taulukko 9) kaikki sen omistamat 10,5 miljoonaa Talvivaaran osaketta. Kauppahinta oli 60 miljoonaa euroa ja hankitut osakkeet edustivat noin neljän prosentin osuutta Talvivaaran osakekannasta.

Tilikaudella Solidium osallistui myös TeliaSoneran osakkeiden takaisinostotarjoukseen huhtikuussa 2011 (ks. Taulukko 8) ja Elisan osakkeiden ostoon markkinoilta (ks. Taulukko 9). Tilikaudella saatu voitonjako oli yhteensä 422 miljoonaa euroa ja suurimmat voitonjakajat olivat TeliaSonera ja Sampo, joiden yhteenlaskettu osuus oli 278 miljoonaa euroa. Tilikausi 2010–2011 oli myös ensimmäinen kausi, jolloin Solidium maksoi voitonjakoa valtiolle.

Tilikausi 2011–2012 oli haasteellinen katsottaessa Solidiumin salkun arvon kehitystä. Kauden päättyessä osakesijoitusten markkina-arvo oli 6,6 miljardia euroa ja sijoitusten tuotto oli -16,9 %. Tilikauden lopussa Solidiumin osakesalkku koostui kahdentoista pörssiyhtiön osakkeista, joista markkina-arvoltaan suurimmat omistukset olivat TeliaSoneran, Sammon ja Stora Enson osakkeissa. Osakkeista parhaimman tuottoprosentin tuottivat Elisa, Tieto ja TeliaSonera. (Solidium vuosikertomus 2012: 24.) Tilikaudella Solidium osallistui Outokumpu Oyj:n osakeantiin 314 miljoonalla eurolla. Tällä tuettiin Outokummun suunnitelmaa yhdistyä saksalaisen Inoxumin kanssa. Solidiumin salkku kasvoi myös uudella yhtiöomistuksella, kun kevään 2012 aikana Solidium hankki Outotec Oyj:n osakkeita 120 miljoonalla eurolla saaden 6,8 prosentin omistusosuuden. Omistusosuuttaan Solidium kasvatti myös Talvivaaran Kaivososakeyhtiössä ostamalla osakkeita markkinoilta ja osallistumalla Talvivaaran osakeantiin maaliskuussa 2012 (ks. Taulukko 9) Myös Metso Oyj:ssä Solidium nosti omistusosuuttaan 10,4 prosentista 11,1 prosenttiin ostamalla miljoona osaketta markkinoilta. Keväällä 2012 Solidium myi 2,1 prosentin osuuden TeliaSonerassa saaden noin 451 miljoonaa euroa. Samalla Solidium laski liikkeelle syksyllä 2015 erääntyvän 600 miljoonan vakuudettoman joukkovelkakirjalainan, joka on vaihdettavissa TeliaSoneran osakkeisiin. Lainan vaihto-oikeuden piirissä on noin 93 miljoonaa TeliaSoneran osaketta. Mikäli vaihto-oikeus käytetään täysmääräisesti, niin Solidiumin TeliaSonera omistus laskee 11,7 prosentista 9,5 prosenttiin liikkeeseen lasketuista osakkeista (Solidium vuosikertomus 2012: 25.)

Mikäli mietitään Solidiumin tekemiä osakeostoja (taulukko 9) ajoituksen onnistumisen kannalta, niin useimmat sijoitukset on tehty onnistuneesti, vaikka oikean ajoituksen löytäminen on usein haastavaa. Alla oleva taulukko esittää tehdyt ostot, ostojen keskihinnat, ostettujen osakkeiden yhteenlasketun lukumäärän, ostojen jälkeisen kokonaisarvon, kunkin osakkeen pörssi-arvon sekä kokonaisarvon 7.11.2013 ja voiton määrän. Voitollisia sijoituksia ovat olleet: Elisa, Metso ja Tieto. Tappiollisia sijoituksia ovat olleet puolestaan Talvivaara, Outotec ja Tikkurila. Taulukossa Tikkurilan tappio on laskettu 4.2.2013 pörssikurssilla, vaikka Solidium myi omistuksensa Tikkurilassa jo marraskuun lopulla 2010.

**Taulukko 10.** Solidiumin tekemien osakeostojen vertailu.

Osake	Ostojen keskihinta	Osakemäärä	Kokonaisarvo ostohetkellä	Osakkeen arvo	Kokonaisarvo	Voitto/tappio
Elisa	12,16	795 000	9 667 200	18,29	14 540 550	4 873 350
Metso	22,94	1 000 000	22 940 000	29,81	29 810 000	6 870 000
Outotec	38,28	18 369 492	145 516 558	7,90	145 118 987	- 397 571
Talvivaara	4,27	318 329 000	94 836 926	0,08	25 466 320	-69 370 606
Tieto	15,58	7 415 418	115 532 212	16,30	120 871 313	5 339 101
Tikkurila	15,8	6 474 021	102 289 532	15,65	101 318 429	- 971 103
<b>Yhteensä</b>						<b>- 53 656 829</b>

Solidium hankki Elisan osakkeita kesäkuussa ja marraskuussa 2009. Kesäkuussa ostettujen osakkeiden lukumäärä oli 625 000 kappaletta ja kappalehinta oli 11,21 euroa. Verrattuna alkuvuoteen 2009 osakkeiden hankkimishetki oli melko hyvä, sillä tammi-maaliskuussa Elisan osakekurssi oli yli 12 euroa, mutta maaliskesäkuussa kurssi kävi alimmillaan alle 11 euron. Vuoden 2010 marraskuussa Solidium sijoitti uudestaan Elisan osakkeeseen, ostaen 170 000 kappaletta hintaan 15,64 euroa. Elisan pörssikurssi laski jyrkästi lokakuussa pudoten yli 17 eurosta 15,5 euron tasolle. Loppuvuodesta 2010 Elisan pörssikurssi nousi yli 16 euroon, joten myös marraskuussa tehtyjen lisähankintojen ajoitus oli vähintään kelvollinen. Tehtyjen ostojen keskihinnaksi tuli 12,6 euroa osakkeelta ja Elisan osakkeen arvo 7.11.2013 oli 18,29, joten verrattuna tähän päivään sijoitus on ollut kannattava. Kuten taulukosta 10 näkee, niin sijoituksella on saavutettu lähes viiden miljoonan euron voitto.

Maaliskuussa 2010 Solidium sai Tikkurilan osakkeita osingonjakona Kemiralta, jonka yhteydessä Tikkurila listattiin Helsingin pörssiin. Osakkeen merkintähinnaksi tuli 15,80 euroa ja Solidium sai osakkeita yhteensä 6 474 021 kappaletta. Heti listautumisen jälkeen huhtikuussa 2010 Tikkurilan osake nousi kaikkien aikojen ennätykseensä, 16,95 euroon. Solidium myi omistuksensa Tikkurilassa marraskuun lopussa 2010. Tällöin osakkeen arvo oli 15,1 euroa, joten Solidium teki 4,5 miljoonan euron tappion myydessään osakkeet. Kuten taulukko 10. osoittaa, mikäli Solidium olisi pitänyt saamansa osakkeet helmikuuhun 2013, niin tappion määrä olisi ollut pienempi. Tikkurilan kurssi on heilahdellut huomattavasti, mutta 7.11.2013 osakkeen arvo oli tasan 20 euroa, joten Solidiumin olisi kannattanut pitää Tikkurilan osakkeet ja tänä päivänä sijoitus olisi ollut jo lähes 30 miljoonaa euroa. Alimmillaan Tikkurilan osake on ollut vain vähän yli 12 eurossa. Jos Solidium olisi myynyt omistuksensa tammikuussa 2011, niin olisi se saa-

vuttanut voittoa, sillä silloin Tikkurilan osake oli lähes 17 euron tuntumassa. Huhti- ja toukokuussa Solidium sijoitti myös Tieto Oy:öön. Huhtikuussa Solidium hankki 3 599 717 Tiedon osaketta, hinnalla 16,1 euroa osakkeelta ja toukokuussa 3 815 701 kappaletta hintaan 15,1 euroa osakkeelta. Tiedon pörssikurssi nousi käytännössä koko alkuvuoden ajan vuonna 2010 ja ylimmillään ylsi yli 17 euron arvoon. Solidiumin sijoitukset eivät ehkä osuneet parhaiten ajoituksellisesti, sillä kesällä 2010 Tiedon osake pysyi alle 15 euron ja alimmillaan kurssi kävi 12,5 eurossa heinäkuussa. Mikäli sijoitusta verrataan marraskuuhun 2013, sijoitusta voidaan pitää hyvänä, sillä 11.7.2013 Tiedon pörssikurssi oli 16,30 euroa, joten sijoitus on tuottanut yli viiden miljoonan euron voitot. Marraskuussa 2010 Solidium myi lähes 20 prosenttia omistusosuudestaan Spondassa, mikä vastasi noin 53 miljoonan osakkeen myymistä. Spondan osake kääntyi jyrkkään nousuun heinäkuussa 2010, jolloin osakkeen arvo oli alle 2,5 euroa. Solidiumin myydessä osakkeet marraskuussa, markkinahinta oli kohonnut 3,3 euroon osakkeelta. Kuten taulukosta 8. näkee, niin kokonaisyntisaamiset olivat noin 175 miljoonaa euroa. Lokakuussa 2012 Solidium luopui kokonaan omistuksestaan Spondassa ja jäljellä olleet osakkeet myytiin Oy Palsk Ab:lle. Solidium myi yhteensä yli 40 miljoonaa osaketta 3,5 euron osakekohtaisella myyntihinnalla. Myyntituloiksi muodostui noin 148 miljoonaa euroa. Merkittävintä kaupassa oli se, että osakkeen arvo ei ollut ylittänyt 3,5 euron rajaa koko alkuvuonna. Spondan osake on ollut melko volatiili, joten ajoituksen onnistumisesta on vaikea vetää yksiselitteistä johtopäätöstä, mutta mikäli Spondan osakkeet olisi myyty tänä päivänä, niin olisi saavutettu yli 20 miljoonaa suuremmat voitot.

Alkuvuodesta 2011 TeliaSonera ilmoitti ostavansa omia osakkeitaan takaisin enimmäkseen 3,6 prosenttia yhtiön kaikista liikkeelle laskemistaan osakkeista noin seitsemän euron hinnalla. Solidium myi yhteensä noin 22 miljoonaa osaketta, 6,93 euron kappalehintaan. Osallistuminen takaisinostotarjoukseen oli hyvä päätös, sillä TeliaSoneran kurssi on ollut laskusuuntainen vuoden 2011 huhtikuusta lähtien. Toisen kerran Solidium myi TeliaSoneran osakkeita maaliskuussa 2012. Tällöin Solidium myi 89 miljoonaa osaketta noin viiden euron kappalehintaan saaden yhteensä noin 450 miljoonaa. Myynnin tarkoituksena oli rahoittaa tulevia sijoituksia Outokummussa, Outotecissä ja Talvivaarassa. Kesäkuussa 2011 Solidium aloitti sijoittamisen Talvivaaraan hankkimalla 10 522 366 osaketta 5,71 euron kappalehinnalla. Hankinnat jatkuivat vuoden 2011 syyskuussa, jatkuen kuukausittain aina vuoden 2012 huhtikuuhun. Merkittävää Talvivaara-sijoituksessa on se, että hankinnat on aina suoritettu laskeviin kursseihin ja viimeisimpänä hankintana kesäkuussa 2012 osakkeen arvo oli noin 1,93 euroa. 7.11.2013 Talvivaaran kurssi oli vain kahdeksan senttiä osakkeelta, joten sijoitusten arvon voidaan

katsoa kuihtuneen olemattomiin. Talvivaarasta aiheutunut lähes 70 miljoonan tappio ei sinänsä ole merkittävä, kun katsotaan koko Solidiumin pörssisalkkua, mutta jos verrataan tehtyjen osakeostojen voittoja, niin edes yhteenlaskettuna ne eivät yllä kattamaan yksistään Talvivaarasta aiheutuneita tappioita. Ajoituksellisesti parhaan sijoituksen Solidium on tehnyt hankkiessaan Metson osakkeita syyskuussa 2011. Vielä heinäkuussa 2011 Metson osakkeen arvo oli yli 40 euroa, mutta neljässä kuukaudessa sen arvo putoasi noin 20 euroon. Ostaessaan Metson osakkeita osakkeen hinta oli lähes vuoden pohjalukemissa, 22,94 euroa osakkeelta ja siitä asti Metson osake on käytännössä noussut tasaiseen tahtiin aina lähes 30 euroon. 7.11.2013 Metson osakkeen arvo oli 29,81 euroa, joten sijoitus on tuottanut seitsemän miljoonan euron voiton. Viimeisimpänä sijoituksena Solidium on hankkinut Outotecin osakkeita. Ensimmäisen kerran Solidium hankki Outotecin osakkeita maaliskuussa ja seuraavan kerran syksyllä 2012. Taulukossa 10 ostojen keskihinta on laskettu ennen splittausta, joten se on lähes 40 euroa. Syksyllä 2013 Outotecin osavuositarkastus ja tulevaisuuden näkymät olivat vähintään huolestuttavat ja kurssi kääntyi jyrkkään laskuun. Kuten taulukossa 10 käy ilmi, niin sijoitukset Outoteciin ovat aiheuttaneet noin puolen miljoonan euron tappiot. Viimeisimpänä myyntinä Solidium myi 1,6 % omistuksestaan TeliaSonerassa syksyllä 2013. Kokonaisuudessa Solidium myi yhteensä 68 miljoonaa TeliaSoneran osaketta, joista myyntitulot olivat 368 miljoonaa euroa ja kirjanpidollinen myyntivoitto ennen veroja 128 miljoonaa euroa. Solidiumin omien sanojen mukaan osakemyynnistä saadut varat käytetään voitonjakoon valtiolle.

### 3.3. Portfolioteoreettinen tarkastelu

Moderni portfolioteoria on Harry Markowitzin 1950-luvulla kehittämä matemaattinen malli optimaalisen sijoitussalkun muodostamiseen. Portfolioteorian perusideana on löytää riski-tuottosuhteeltaan optimaalinen sijoitussalkku, joka muodostuu useista sijoituskohteista, yksinkertaistettuna saada parempaa tuottoa pienemmällä riskillä. Kun salkkua aletaan muodostaa, huomioitavaa on sijoituskohteiden odotetut tuotot sekä riskiä mittaavat tuottojen varianssit, eli optimoidaan joko portfolion tuottoa tai minimoidaan riskiä. Sijoitussalkun varianssi muodostuu osakkeiden varianssista sekä kovarianssista muiden osakkeiden kanssa. Kovarianssista muodostuu korrelaatiokerroin, joka sijoittuu ykkösen ja miinus ykkösen välille. Korrelaatiokerroimen ollessa yksi, osakkeiden tuotot muuttuvat täysin samansuuntaisesti ja kertoimen ollessa miinus yksi osakkeilla on täysin käänteinen riippuvuus.



Portfolion tuotto on sen sisältämien yksittäisten sijoituskohteiden tuottojen sijoitusosuudella painotettu keskiarvo (Elton & Gruber 1995:55). Markowitzin (1991: 5) mukaan portfolion riskiä voidaan pienentää sijoittamalla kohteisiin, joiden tuottojen korrelaatio on mahdollisimman pieni. Riskin kannalta on paras sijoittaa kohteisiin, joiden korrelaatio on miinus yksi.

Teorian mukaan sijoituskohteiden odotettu tuotto kuvaa tuottovaihtoehtojen keskiarvoa. Mikäli kaikki tuottovaihtoehdot eivät ole yhtä todennäköisiä, odotettu tuotto lasketaan kaavalla

$$(1) \quad \bar{R}_i = \sum_{j=1}^M P_{ij} R_{ij}$$

Jossa  $\bar{R}_i$  on sijoituskohteen  $i$  odotettu tuotto,  $P_{ij}$  sijoituskohteen  $i$ :n tuottovaihtoehtod todennäköisyys ja  $R_{ij}$  sijoituskohteen  $i$ :n tuottovaihtoehto (Elton & Gruber 1995: 47–48.) Vaihtoehtoinen tapa ilmentää odotettua tuottoa olisi laittaa symboli  $E$  lausekkeen eteen määrittämään odotettua tuottoa. Tällöin  $E(R_i)$  tulisi lukea odotettuna tuottona  $R_{ij}$ :stä (Elton, Gruber, Brown & Goetzmann 2011: 46.) Ilmaisua  $E(R_i)$  tullaan käyttämään tämän tutkielman myöhemmässä vaiheessa. Riskin mittareina ovat varianssi ja keskihajonta, jotka kuvaavat tuoton poikkeamista keskiarvoista. Mikäli kaikki tuottovaihtoehdot eivät ole yhtä todennäköisiä, varianssi lasketaan kaavalla

$$(2) \quad \sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M [P_{ij}(R_{ij} - \bar{R}_i)^2]$$

jossa  $\sigma_i^2$  on  $i$ :n sijoituskohteen varianssi. Keskihajonta on varianssin neliöjuuri,

$$(3) \quad \sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$$

jossa  $\sigma_i$  on tuoton keskihajonta.

Tämän tutkielman kannalta tärkeintä on tarkastella optimaalista portfolioa ja tehokasta rintamaa tapauksessa, missä rahoitusmarkkinat eivät ole täydelliset, eli lainaaminen ja tallettaminen eivät ole sallittuja. Tehokas rintama muodostuu optimaalisista tuotto-riski-yhdistelmistä, kuten kuvio 1 osoittaa.

Kun halutaan mahdollisimman pieni riski  $\sigma_p$  määrättyllä tuottovaatimuksella  $\bar{R}_p$ , voidaan optimointiongelma esittää muodossa:

$$(4) \text{ Minimoi } \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N X_i X_j \sigma_{ij}$$

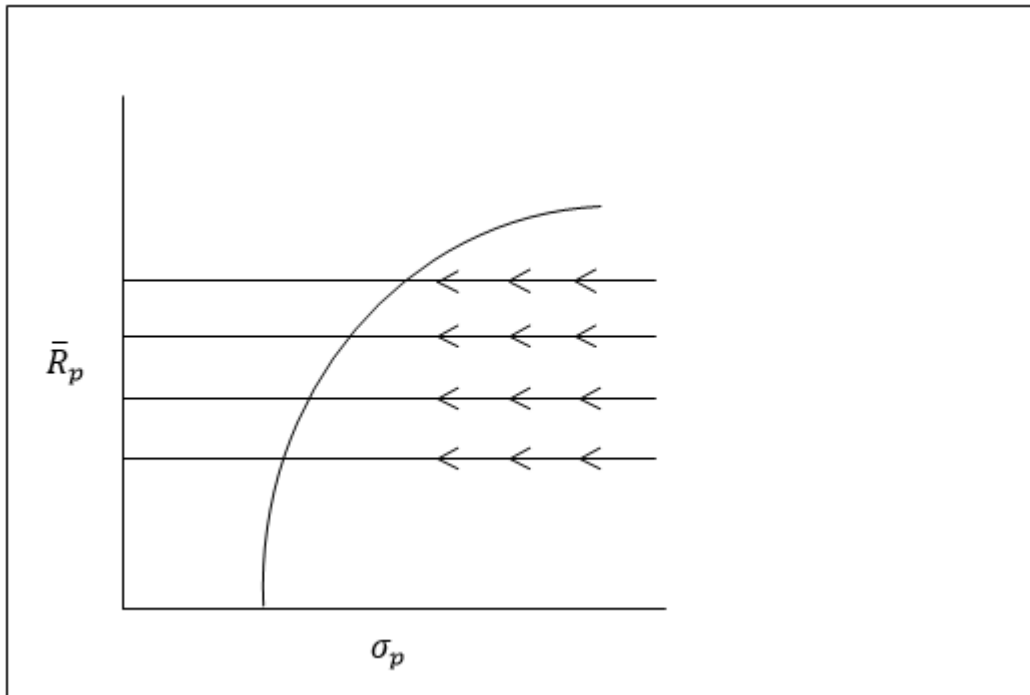
ehtoilla

$$(5) \quad \sum_{i=1}^N X_i = 1$$

$$(6) \quad \sum_{i=1}^N X_i \bar{R}_i = \bar{R}_p$$

$$(7) \quad X_i \geq 0, \quad i = 1, \dots, N$$

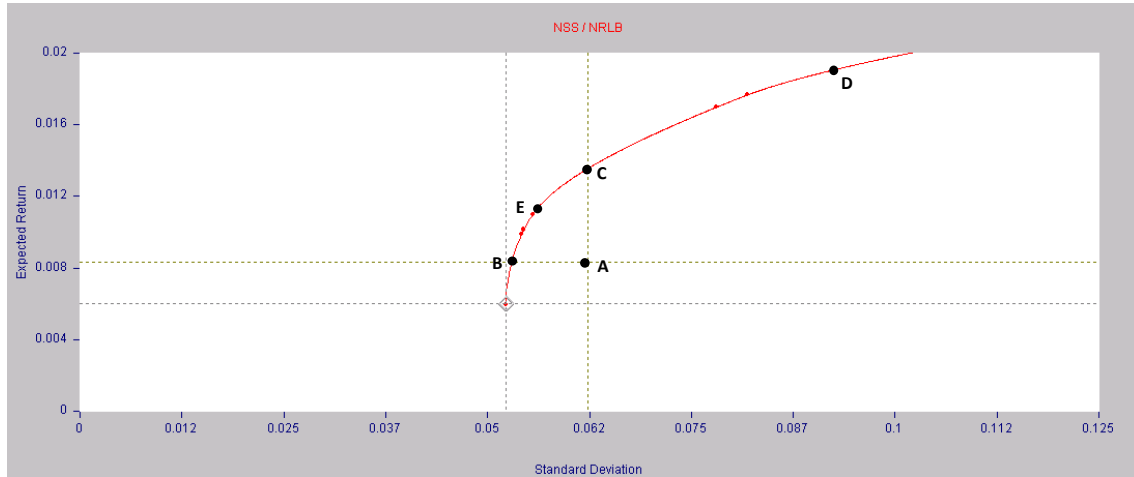
Kaavan (5) mukaan sijoitushyödykkeiden osuuksien summa on yksi. Kaava (6) kuvaa portfolion tuottoa. Koska lyhyeksi myyntiä ei sallita, funktioon lisätään vielä rajoite (7), eli sijoitushyödykkeiden osuuksien on oltava positiivisia. Tehokas rintama saadaan minimoimalla riski portfolion tuoton  $\bar{R}_p$  arvoilla (kuvio 1).



**Kuvio 1.** Tehokas rintama: tallettaminen, lainaaminen ja lyhyeksimynti kielletty

Portfolioteorian avulla ratkaistaan optimaaliset riski-tuottokombinaatiot. Sen heikkoudeksi voidaan laskea se, että tulevaisuutta ennustetaan historialla.

Tutkielman empiirinen osa on rakennettu pohjautuen portfolioteoriaan ja tehokkaiden rintamien estimointiin. Solidiumin sijoitusstrategian perusta ja keskeisin tavoite on nykysalkun hyvä hoito ja sen arvon kasvattaminen, joten mielekästä on tutkia teorian valossa onko näin toimittu. Empiirisessä osiossa pyritään myös vastaamaan siihen, onko Solidiumin perustaminen tuottanut lisäarvoa valtion ei-strategisten osakeomistusten hoidossa, sekä minkälainen salkun pitäisi olla portfolioteorian näkökulmasta. Aineistona on käytetty valtion sekä Solidiumin omistamien osakkeiden logaritmisia, pääomatapahtumilla korjattuja kuukausituottoja. Tutkittava ajanjakso on 10 vuotta: vuoden 2003 alusta vuoden 2012 loppuun. Portfolioiden optimointiin käytetään E.J. Eltonin ja M.J. Gruberin The Investment Portfolio – ohjelmaa. Oletuksena on, että lyhyeksimynti ei ole sallittua, koska on hyvin epätodennäköistä, että valtio käyttäisi sitä käytännön sijoitustoiminnassa. Optimoinnin näkökulmasta oletuksena on myös, että rahoitusmarkkinointa ei ole, joten myös lainan antaminen ja ottaminen on kielletty. Valtion ja Solidiumin salkkua muodostaessa painoarvot ovat saatu Solidiumin sekä valtionyhtiöiden toimintakertomuksista.



**Kuvio 2.** Valtion osakesalkun paikka tehokkaalla rintamalla vuosina 2003–2008.

Kuvio 2 esittää valtion osakesalkun (piste A) paikan suhteessa tehokkaaseen rintamaan. Kuviosta näkee, että osakesalkku ei sijaitse tehokkaalla rintamalla, joten kyseisillä osakepainoilla ei ole päästy parhaimpaan mahdolliseen riski-tuotto-kombinaatioon, eli samalla riskillä olisi mahdollisuus päästä parempaan tuottoon tai samalla tuotolla olisi mahdollista saavuttaa alhaisempi riski. Alla oleva taulukko 11 kertoo valtion osakesalkun sisältämät osakkeet vuosilta 2003–2008 ja niiden painoarvot salkussa sekä portfoliosalkun odotetun kuukausittaisen logaritmisien tuoton (ER) että riskin (STD). Taulukossa 11 on myös esitelty tehokkaalla rintamalla sijaitsevat vaihtoehtoiset esimerkkiportfoliot. Koska valtiolla ei ole määräyksiä omistettavien osakkeiden osalta, niin esimerkkiportfoliot on laadittu siten, että rajoituksia omistettavien osakkeiden määrästä ei ole. Taulukossa 11 portfolio B on muodostettu siten, että piste olisi tehokkaalla rintamalla, samalla tuottotasolla kuin valtion salkku A, mutta optimaalisella riskillä. Portfolio C on puolestaan muodostettu siten, että riskitaso vastaisi valtion salkun riskiä, mutta tuotto olisi suurempaa. Taulukosta 11 näkee, millä osakkeilla ja osakepainoilla Valtio olisi päässyt vuosina 2003–2008 parhaimpaan riski-tuotto-kombinaatioon.

Liitteessä 1 on esitetty vuosien 2003–2008 valtio-omisteisten listattujen yhtiöiden korrelaatiot. Portfolion kannalta tärkeää olisi, että sen sisältämät osakkeet olisivat mahdollisimman vähän positiivisesti korreloituneita, eli osakkeiden tuotot eivät muuttuisi samansuuntaisesti. Liitteestä 1 näkee, että vuosina 2003–2008 kaikki osakkeet ovat jossain määrin positiivisesti korreloituneita, joten hajautushyöty ei ole ollut kaikkein tehokkainta. Osakkeista positiivisimmin korreloivat Rautaruukki, Metso ja Outokumpu.

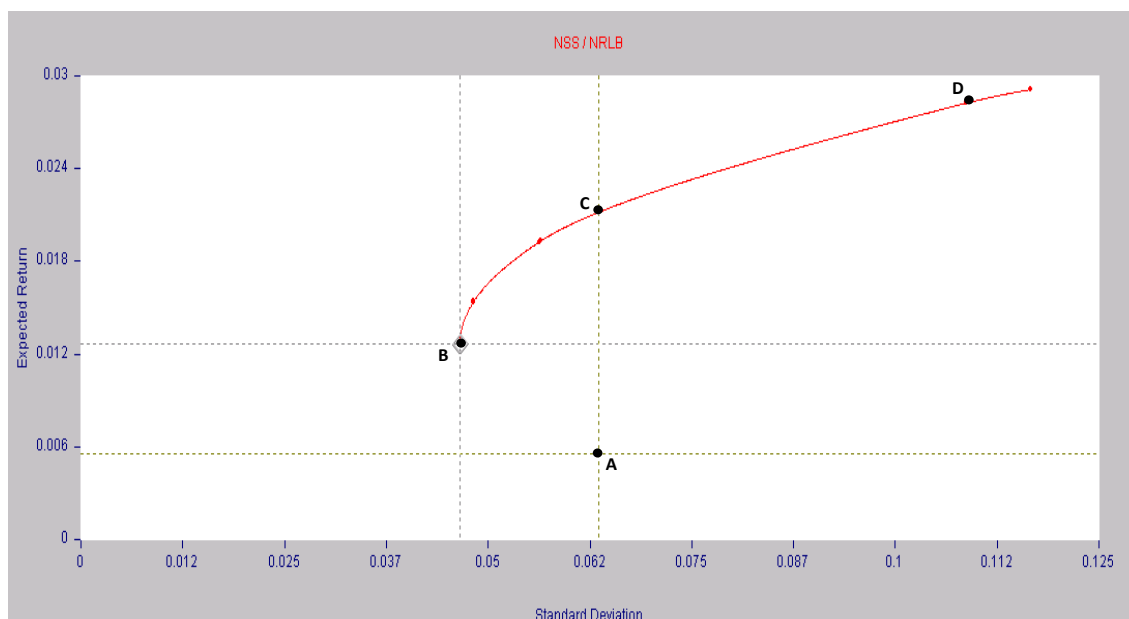
Rautaruukin keskimääräinen korrelaatio on 0,5 sekä Metsolla ja Outokummulla korrelaatiokerroin on lähes 0,5, eli kyseiset osakkeet ovat melko vahvasti positiivisesti korreloituneet salkun muiden osakkeiden kanssa. Syy voimakkaisiin korrelaatioihin johtuu kyseisten yritysten samankaltaisesta toimialasta. Vähiten positiivista korrelaatiota on TeliaSoneralla ja Elisalla, joiden korrelaatiokertoimet ovat noin 0,3. Molempien teleoperaattoreiden keskinäinen korrelaatio on vain 0,154, mikä on keskinäisistä korrelaatioista alhaisin, vaikka molemmat yritykset toimivat samalla toimialalla.

**Taulukko 11.** Valtion osakesalkku ja vaihtoehtoiset salkut vuosina 2003–2008.

<b>Valtion salkku A</b>	ER 0,0083	STD 0,0623							
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Telia-Sonera
Paino %	3,3	2,3	3,5	11,6	13,2	17,8	3,2	7	38,1
<b>Portfolio B</b>	ER 0,008	STD 0,053							
Osake	Elisa	Kemira	Sampo	Sponda	StoraEnso	TeliaSonera			
Paino %	17,074	5,332	40,295	4,619	7,182	25,5			
<b>Portfolio C</b>	ER 0,014	STD 0,062							
Osake	Elisa	Rautaruukki	Sampo	TeliaSonera					
Paino %	36,467	21,062	24,114	18,357					

Merkittävää on huomata, että valtion salkussa selvästi ylipainotettuna verrattuna muihin osakeomistuksiin on TeliaSonera ja Sampo. Nämä osakkeet saavat myös merkittävän painoarvon tehokkaalla rintamalla sijaitsevissa portfolioissa. Kuitenkin TeliaSoneran omistuksen olisi pitänyt olla alhaisempaa ja Sammon suurempaa. Esimerkkiportfolioissa Elisän osake saa merkittävät painoarvot, mutta valtion salkussa sen painoarvo on kolmanneksi pienin. Mikäli valtio olisi pyrkinyt toimimaan teorian pohjalta ja pyrkinyt hieman suurempaan tuottoon (piste E) kuviossa 2 ja pienempään riskiin, niin sen olisi pitänyt omistaa esimerkiksi Sampo (43 %), TeliaSoneraa (28 %), Elisaa (24,5 %), Kemiraa (2 %) ja Rautaruukkia (1,5 %). Lähes maksimaaliseen tuottoon (piste D) kuviossa 2 olisi mahdollista päästä omistamalla kahta osaketta, jotka olisivat Rautaruukki (58,4 %) ja Elisa (41,6 %).

Mikäli Solidiumia ei olisi perustettu vuonna 2008, niin oletuksena voidaan pitää, että valtion osakeomistukset eivät olisi merkittävästi muuttuneet näiden vuosien aikana. Kuvio 3 osoittaa tilanteen vuosina 2008–2012, samoilla osakkeilla ja osakepainoilla, kuin vuosina 2003–2008.



**Kuvio 3.** Valtion osakesalkun paikka tehokkaalla rintamalla vuosina 2008–2012.

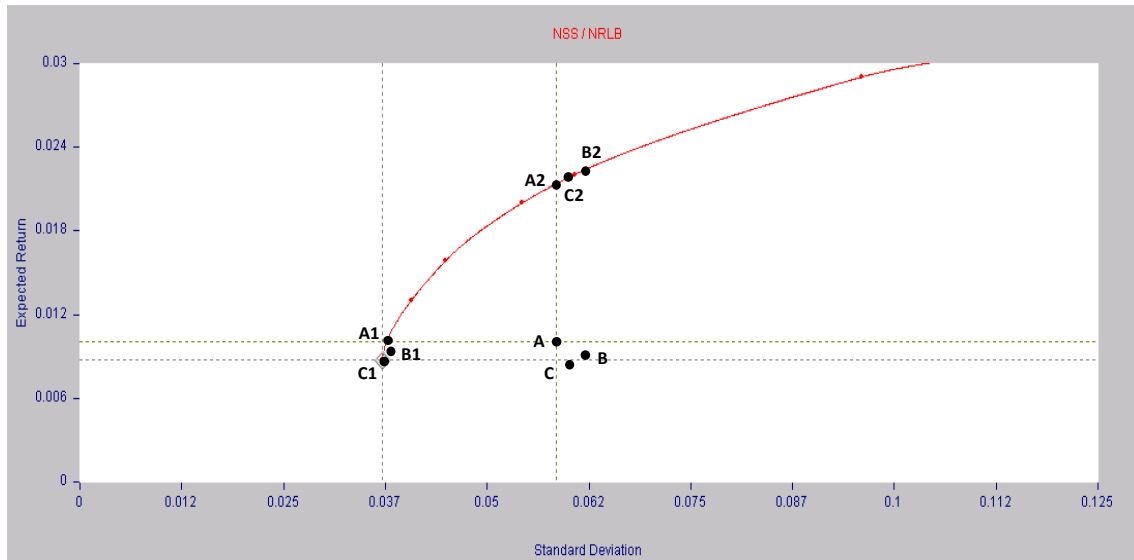
Kuviosta 3 näkee, tilanteen, mikäli valtion osakeomistukset olisivat pysyneet samana vuosien 2008–2012 ajan, kuin vuosina 2003–2008. Piste A vastaa valtion osakeomistuksen paikkaa suhteessa tehokkaaseen rintamaan, piste B kuvaa tehokkainta minimi riski-tuotto-kombinaatiota ja piste C valtion osakesalkkua vastaavalla riskitasolla mahdollisesti saatavaa tuottoa. Alla oleva taulukko 12 näyttää valtion salkun sisältämät osakkeet ja vaihtoehtoiset tehokkaat portfoliot.

**Taulukko 12.** Valtion osakesalkku vuosina 2008–2012

Valtion salkku A	ER 0,0056	STD 0,0635							
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outo-kumpu	Rauta-ruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Telia-Sonera
Paino %	3,3	2,3	3,5	11,6	13,2	17,8	3,2	7,0	38,1
Portfolio B	ER 0,013	STD 0,047							
Osake	Elisa	Sampo	Sponda	TeliaSonera					
Paino %	22,883	14,794	4,322	58,001					
Portfolio C	ER 0,021	STD 0,063							
Osake	Elisa	Kemira	Metso						
Paino %	49,099	26,988	23,913						

Taulukko 12 On muodostettu samalla tavalla kuin taulukko 11. Valtion salkku A sisältää valtion omistamat osakkeet ja niiden painoarvot salkussa. Vuosina 2008–2012 valtion salkun odotettu logaritminen kuukausituotto on 0,0056 ja riskitaso 0,0635. Kyseisillä osakesalkun painoarvoilla ei ole ylletty edes minimi riski-tuotto-kombinaation tasolle, vaan siitäkin on jääty merkittävästi. Taulukossa 12 portfolio B näyttää minimi riski-tuotto-kombinaatiopisteen ja millä osakkeilla kyseiseen pisteeseen olisi päästy. Jos portfolio B:n osakepainoja verrataan valtion salkkuun, niin voi todeta, että painoarvot valtion salkussa olisivat oikeasuuntaisia. Myös portfolio B:ssä TeliaSonera on reilusti yli-painotettu ja Sammon painoarvo vastaa lähes täysin valtionomistusta. Tuottoa hakeva portfolio C painottaa Elisan omistuksen lähes puoleen koko salkusta sekä Kemiran ja Metson osakkeet vastaamaan noin neljännestä. Lähes maksimaaliseen tuotto-odotukseen (piste D, kuviossa 3.) päästäisiin omistamalla Metsoa 78 % ja Kemiraa 22 %. Vaihtoehtoisissa tehokkaissa portfoliosalkuissa ei ole lainkaan Outokummun, Rautaruukin tai StoraEnson osakkeita, joten niiden omistaminen ei portfolioteorian kannalta tarkastellessa ole mielekäästä.

Verrattaessa valtion osakeportfolioita vuosilta 2003–2008 ja 2008–2012, huomionarvoista on, että samoilla painoarvoilla ei olisi ylletty yhtä hyvään pisteeseen jälkimmäisellä periodilla, kuin ensimmäisellä. Vaikka riskin muutos on lähes olematon, niin odotetun tuoton lasku on ollut merkittävä, odotetut logaritmiset kuukausituotot laskivat 32 %. Tarkastellessa tehokkaiden portfolioiden rakennetta, vaikka osakkeet ja niiden painoarvot ovat pysyneet samana, niin erityisesti suurempaa tuottoa hakeva portfolio on muuttunut. Kuten taulukosta 11 huomaa, niin vuosien 2003–2008 tuottoa hakevan portfolioon olisi pitänyt sisältää Elisaa, Rautaruukkia, Sampoja ja TeliaSoneraa, mutta vuosien 2008–2012 tuottoportfolioon olisi kuulunut Elisa, Kemira ja Metso. (ks. taulukko 12.)



**Kuvio 4.** Solidiumin osakesalkkujen paikat tehokkaalla rintamalla vuosina 2010–2012

Kuviossa 4 on esitetty Solidiumin osakesalkun tuotto-odotuksen kehittyminen vuodesta 2010 (piste C) vuoteen 2012 (piste A). Vuonna 2009 Solidium ei käytännössä tehnyt yhtään osakekauppaa, joten kyseinen vuosi on jätetty vertailusta pois. Pisteet ovat estimoitu käyttäen kunkin vuoden Solidiumin osakesalkun painoarvoja ja sillä tavalla saatu parhaiten kuvattua muutoksen vuosien välillä. Kuvasta näkee, että kehitys on melko varovaisista, mutta oikeansuuntaista. Vuonna 2012 odotettu kuukausituotto on ollut 0,0101 ja riski 0,0585, kun vuonna 2010 vastaavat luvut olivat 0,0076 ja 0,0599. Kolmessa vuodessa odotettu tuotto on kasvanut 33 %:a ja riskitaso laskenut 2,5 %:a. Alla olevissa taulukoissa on esitelty Solidiumin osakesalkun sisältämät osakkeet ja niiden painoarvot vuosittain.

**Taulukko 13.** Solidiumin osakesalkku vuosina 2010–2012

<b>Solidium C 2010</b>		<b>ER 0,0076</b>			<b>STD 0,0599</b>								
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Telia-Sonera	Tieto	Tikkurila		
Paino %	3,0	2,9	5,3	8,9	8,5	17,4	3,0	7,5	41,2	1,3	1,3		
<b>Solidium B 2011</b>		<b>ER 0,0082</b>			<b>STD 0,0619</b>								
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Telia-Sonera	Tieto	Talvivaara		
Paino %	3,0	3,7	7,4	6,2	10,4	21,1	2,0	8,5	36,2	1,0	0,6		
<b>Solidium A 2012</b>		<b>ER 0,0101</b>			<b>STD 0,0585</b>								
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outotec	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Telia-Sonera	Tieto	Talvivaara	
Paino %	4,0	3,6	6,8	1,7	5,2	4,2	24,4	1,9	7,9	38,2	1,4	0,8	



Taulukosta 13 näkee Solidiumin salkun sisältämien osakkeiden, sekä osakekaupoista aiheutuneiden muutoksien vaikutuksen osakkeiden painoarvoihin, tuotto-odotukseen ja riskiin vuosina 2010–2012. Merkittävimmät muutokset ovat olleet Spondan ja Tikkurilan osakkeiden myynnit sekä Talvivaaraan ja Outotecin osakkeisiin sijoittaminen. Salkussa pysyneistä osakkeista Sammon painoarvo on kasvanut huomattavasti vuodesta 2010 vuoteen 2012, joka selittyy osakkeen arvon noususta pörssissä. Solidiumin vuonna 2011 tekemien kauppojen pohjalta riskitaso on kyseisenä vuonna noussut edellisestä, tuotto-odotuksen pysyessä lähes ennallaan, joten kyseiset kaupat eivät ole olleet portfolioteorian valossa kannattavia. Alla oleva taulukko 14 esittää tehokkaat vaihtoehtoiset portfoliot. Taulukossa portfolio C1 ja C2 näyttävät tehokkaat portfoliot vuodelle 2010, B1 ja B2 vuodelle 2011 ja A1 ja A2 vuodelle 2012.

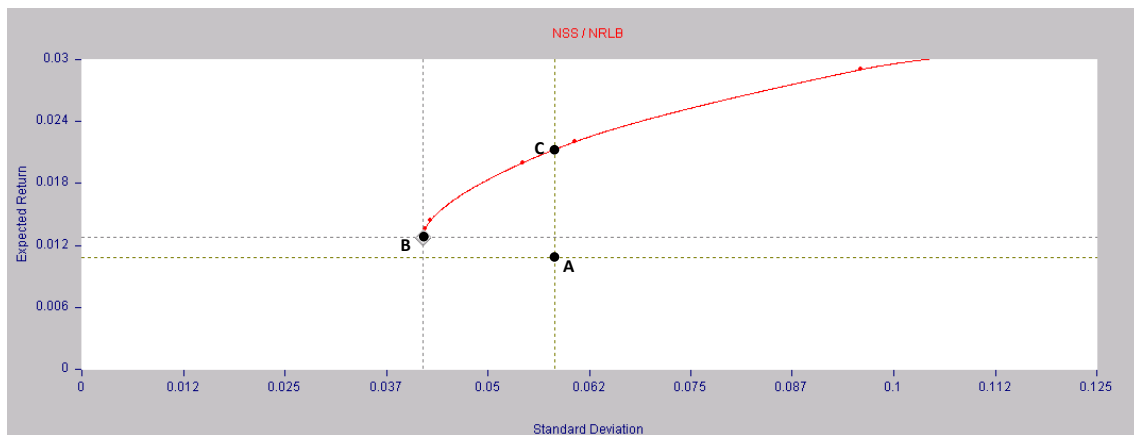
**Taulukko 14.** Tehokkaat osakesalkut vuosina 2008–2012

<b>Portfolio C 1</b>		<b>ER 0,009</b>		<b>STD 0,037</b>		<b>Portfolio C 2</b>		<b>ER 0,022</b>		<b>STD 0,060</b>	
Osake	Elisa	Tieto	Tikkurila	Telia-Sonera	Osake	Elisa	Kemira	Sampo	Tieto		
Paino %	14,3	12,1	34,5	39,1	Paino %	47,3	22,6	29,1	1,0		
<b>Portfolio B 1</b>		<b>ER 0,009</b>		<b>STD 0,037</b>		<b>Portfolio B 2</b>		<b>ER 0,022</b>		<b>STD 0,062</b>	
Osake	Elisa	Kemira	Tieto	Telia-Sonera	Osake	Elisa	Kemira	Sampo			
Paino %	14,3	34,5	12,1	39,1	Paino %	44,8	23,4	31,8			
<b>Portfolio A 1</b>		<b>ER 0,010</b>		<b>STD 0,038</b>		<b>Portfolio A 2</b>		<b>ER 0,021</b>		<b>STD 0,058</b>	
Osake	Elisa	Sampo	Tieto	Telia-Sonera	Osake	Elisa	Kemira	Outotec	Tieto		
Paino %	21,9	24,6	15,4	38,1	Paino %	48,4	21,5	27,4	2,7		

Merkittävää on huomata Elisan osakkeen tehokkuus jokaisena vuotena, se on osallisena sekä korkean tuotto-odotuksen että vähäisen riskin salkuissa. Toinen valtion omistama teleoperaattori, TeliaSonera on myös merkittävässä osassa vähäriskisissä salkuissa. Kaiken lisäksi sen painoarvot vastaavat lähes täydellisesti Solidiumin tämänhetkistä omistusta kyseisessä yhtiössä. Nämä vaihtoehtoiset tehokkaalla rintamalla olevat portfoliosalkut osoittavat, että Solidiumin osakesalkku on jopa ylihajautettu ja osakeomistusta voitaisiin vähentää ja sitä kautta päästä optimaaliseen riski-tuottokombinaatioon.

Liitteessä 2 on esitelty kaikkien Solidiumin omistamien osakkeiden väliset korrelaatiot. Mielenkiintoista on tarkastella, ovatko korrelaatiot merkittävästi muuttuneet verrattuna

vuosien 2003–2008 välisiin korrelaatioihin ja kuinka Solidiumin tekemät ostot ja myynnit ovat vaikuttaneet niihin. Tarkasteltaessa osakkeiden keskimääräisiä korrelaatioita, voimakkaimmat positiiviset korrelaatiot ovat teollisuusyrityksillä, Metsolla, Rautaruukilla ja Outokummulla. Pienimmät positiiviset korrelaatiot ovat Elisalla, Tiedolla ja TeliaSoneralla. Tilanne on käytännössä pysynyt samana, verrattuna tilanteeseen, jolloin osakkeet olivat valtion omistuksessa. Viimeisimpiä Solidiumin tekemiä osakeostoja on sijoittaminen Outotecin osakkeisiin, joka näyttäisi korreloivan muiden raskasteollisuuden yhtiöiden osakkeiden kanssa positiivisesti. Metson ja Outotecin välinen korrelaatio on lähes 0,8, eli voidaan puhua jo lähes täydellisestä positiivisesta korrelaatiosta. Vastakohtana voidaan pitää Tiedon osaketta, joka korreloi esimerkiksi Elisan kanssa negatiivisesti ja keskimääräisesti kaikkien osakkeiden keskiarvoa vähemmän.



**Kuvio 5.** Solidiumin osakesalkku vuonna 2013.

Kuviossa 5 on Solidiumin tämänhetkisen (kevät 2013) osakesalkun paikka suhteessa tehokkaaseen rintamaan. Tämä tehokas rintama on estimoitu 2008 vuodesta vuoden 2013 kevääseen. Tämä on tehty siksi, että voidaan verrata kuinka Solidiumin sijoitustoiminta on kehittynyt viimeisten kuukausien aikana. Tilanne on mielenkiintoinen, sillä aikaisempiin vuosiin verrattuna osakesalkun rakenne on muuttunut ostojen ja myyntien myötä, mutta salkun sijainti on pysynyt lähes yhtä kaukana tehokkaasta rintamasta. Kuten kuva 4 osoittaa, niin tämänhetkinen kuukausituotto ja riskitaso ovat samat kuin vuonna 2012. Tämän pitäisi kannustaa Solidiumia aktiivisempaan salkunhoitoon, vaikka ostot ja myynnit ovat suuren luokan kauppvoja, niin mitä aktiivisemmin näitä tehdään, sitä paremmin pystytään saamaan suurempaa tuottoa valtiolle, mikä Solidiumin tehtävä on.

**Taulukko 15.** Solidiumin osakesalkun tilanne 2013.

<b>Solidium A 2013</b>		ER 0,010		STD 0,058							
Osake	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Outotec	Rautaruukki	Sampo	Stora-Enso	Talvi-vaara	Telia-Sonera	Tieto
Paino %	3,14	3,96	6,77	3,32	2,67	3,56	32,11	7,52	0,73	34,62	1,60
<b>Portfolio B</b>		ER 0,013		STD 0,042							
Osake	Elisa	Sampo	Tieto	TeliaSonera							
Paino %	28,25	3,33	22,27	46,14							
<b>Portfolio C</b>		ER 0,021		STD 0,058							
Osake	Elisa	Kemira	Outotec	Tieto							
Paino %	48,61	21,32	27,1	2,975							

Taulukossa 15 on Solidiumin osakesalkun tämänhetkinen tilanne toukokuun lopussa 2013. Tilanne ei ole suuresti muuttunut verrattuna vuoden 2012 loppuun. Merkittävin muutos on Sammon osakekurssin vahvasta noususta aiheutunut painoarvon kasvu salkussa. Verrattuna vuoteen 2012, tuotto-odotus ei ole muuttunut mihinkään ja myös riskitaso on pysynyt ennallaan. Aikaväli on melko pienin, vain puoli vuotta, mutta huoletuttavaa valtion kannalta on se seikka, että kehitystä ei ole tapahtunut ollenkaan. Solidium hallinnoi niin suurta rahamäärää, että jopa puolessa vuodessa aktiivisella ja oikeanlaisella sijoitustoiminnalla on mahdollista päästä parempaan tuottoon, kuin viimeaikoina Solidium on päässyt.

Portfolioteorian valossa Solidiumin toiminta ei ole niin tehokasta, kuin se pystyisi olemaan, jos teoriaa noudatettaisiin. Mikäli tarkastellaan osakesalkun kehitystä, niin se on ollut oikeansuuntaista. Mikäli Solidiumia ei olisi perustettu, niin valtion osakesalkun odotettu kuukausittainen logaritminen tuotto olisi ollut 0,0056 ja riski 0,0635. Solidiumin tämänhetkisen salkun vastaavat luvut ovat 0,010 ja 0,058. Solidium painottaa, ettei se ole portfoliosijoittaja, eikä näe rahoitusteoreettista hajautusta mielekkäänä, eikä pidä vertailuindeksinä esimerkiksi Helsinki CAP-indeksiä, vaan sijoittaminen tapahtuu tapauskohtaisesti oman analyysin ja yhtiön tulevaisuudennäkymien pohjalta. Onko Solidiumin oma analyysi tuottanut lisäarvoa sijoitustenhoitoon on hankala arvioida, sillä vaikka tämän hetkinen salkun arvo on hieman korkeampi, kuin perustamishetkellä, niin kuitenkin Solidiumin historia alkoi finanssikriisin aikaan vuonna 2008, jolloin pörssikurssit olivat muutenkin pohjalukemissa. Viimeaikaisessa sijoitustoiminnassaan Solidium on alkanut korostaa kasvun merkitystä. Tähän on innoittanut halu tukea Solidiumin omistamien yhtiöiden kasvuhankkeita, kuten Outokummun Inoxum-hanke (Sö-

derström 2013). Lisäsijoitukset Outokumpuun ovat kuitenkin osoittautuneet kannattamattomiksi. Merkittävä osa Solidiumin salkusta on sijoitettuna melko defensiivisiin ja matalan kasvun yhtiöihin, kuten teleoperaattoreihin, mutta uudet kasvuhankkeet sisältävät lähtökohtaisesti enemmän riskiä. Solidiumin näkemyksen mukaan salkun riskitaso tulee kasvamaan, mutta Solidium ei katso sitä ongelmaksi johtuen erittäin pitkästä sijoitushorisontista ja valtio-omistajuudesta (Söderström 2013).

Solidiumin tuottama lisäarvo valtion sijoitustoiminnalle ja sen mittaaminen ovat haastavia kysymyksiä. Solidium perustettiin ammattimaistamaan valtion sijoitustoimintaa, mutta suurimmat erot aikaisempaan ovat Solidiumin oma tase ja päiväpolitiikasta eriytetty päätöksenteko. Portfolioteoreettisen näkemyksen ottaminen mukaan osaksi sijoitustoimintaa voisi parhaassa tapauksessa tehdä Solidiumin sijoitustoiminnasta erittäin kannattavaa ja tehokasta. Teorian pohjalta Solidiumin tulisi vähentää selvästi ylipainotettuja omistuksia, jolloin hajautushyöty korostuisi paremmin. Solidiumilla on myös vahva omistus teollisuusyhtiöissä, jotka korreloivat melko voimakkaasti positiivisesti toistensa kanssa, joten myös näiden osakkeiden kohdalla tulisi harkita toimenpiteitä. Mikäli Solidium ei olisi saanut aikaisemmin valtion omistamia osakkeita, vaan ruvennut rakentamaan täysin uutta osakesalkkua, niin omistukset eivät olisi samanlaisia, kuin ne tänä päivänä on. Solidiumin omien sanojen mukaan salkun muokkaaminen on hidasta suurista omistusosuuksista johtuen.

Tänä päivänä Solidium työllistää yhteensä yksitoista ihmistä, joista kuusi vastaa päätoimenaan Solidiumin sijoitustoiminnasta. Näistä kuudesta neljä on analyytikkoja ja kaksi sijoitusjohtajaa. Määrä on sinänsä huomattava, sillä monissa muissa sijoitusrahastoyhtiöissä yksi henkilö vastaa monesta rahastosta. Henkilöstön määrä aiheuttaa melkoisen kuluerän vuosittain, mikä ei täysin ole linjassa sijoitustoiminnan tämänhetkisen onnistumisen kannalta, koska Solidiumin osakesalkun hoito ei myyntien sekä ostojen valossa ole kovin aktiivista. Solidium omistaa yhtätoista osaketta, joten noin kolmea osaketta kohden on yksi analyytikko ja kuutta osaketta kohden yksi sijoitusjohtaja. Solidium on vuositasolla keskimäärin tehnyt vain muutamia osakekauppoja, joten työntekijöiden määrä ei aivan ole suhteessa verrattuna varsinaisten työtehtävien määrään. Toki voi olla, että Solidiumin oma analyysi vaatii useampia näkökulmia sijoituksiin ja sen johdosta työllistettyjen määrä on verrattaen suuri. Taulukossa 10 todettiin Solidiumin osakeostojen olleen kaiken kaikkiaan tappiolliset. Tähän ratkaisuna on sijoituspäätösten toimeenpanon nopeuttaminen, vaikka lähtökohtaisesti sijoitukset on tehty ajatellen pitkää sijoitushorisonttia. Pitkää sijoitushorisonttia ei kuitenkaan saa pitää tekosyynä epä-

onnistuneille sijoituksille ja lähtökohtaisesti sijoitusten tulisi olla kannattavia alusta alkaen.

## 4. JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää, onko Solidiumin perustamisesta ollut merkittävää hyötyä valtion kannalta. Tutkimuksen tulosten mukaan valtion sijoitusyhtiön Solidiumin perustaminen on jossain määrin ollut kannattava. Solidium on toimillaan päässyt parempaan pisteeseen portfolioteoreettisessa tarkastelussa verrattuna vaihtoehtoiseen valtio-omistustilanteeseen. Vaikka osakesalkun paikka on siirtynyt lähemmäs optimaalista riski-tuotto-pistettä, niin Solidiumin harjoittama sijoitustoiminta ei ole pystynyt niin hyvään tuottoon kuin se olisi parhaimmillaan pystynyt saavuttamaan. Sijoitustoiminnan menestyksen arviointi on hankalaa, sillä Solidium on tehnyt tasaisesti voittoa historiansa aikana, mutta esimerkiksi viimeisimmät voitot ovat johtuneet ainoastaan Sammon osakekurssin vahvasta noususta ja sen suuresta osuudesta osakesalkussa. Portfolioteoreettisessa tarkastelussa Solidiumin, sekä aikaisemmat valtio-omistuksessa olleet osakesalkut jäävät huomattavan kauas tehokkaasta rintamasta. Solidium painottaa, ettei noudata mitään rahoitusteoriaa sijoitustoiminnassaan, vaan käyttää omaa analyysia tehdessään päätöksiä. Mikäli esimerkiksi portfolioteoriaa noudatettaisiin, niin valtion sijoitustoiminnasta tulisi ehdottomasti kannattavampaa, kuin mitä se on tällä hetkellä. Valtio takaa sen, että riskinotto-kyky pysyy hyvänä ja sen kautta myös suuremmat tuotot olisivat saatavissa. Suuremmat tuotot taas takaisivat sitä, että uusia hankintoja pystyttäisiin toteuttamaan ilman, että muita osakeomistuksia pitäisi myydä, kuten tähän asti on pääasiassa jouduttu tekemään. Solidiumin tekemät uudet osakeostot muun muassa Talvivaaraan, Outokumpuun ja Outoteciin on rahoitettu myymällä muita omistuksia ja uudet sijoitukset ovat osoittautuneet toistaiseksi kannattamattomiksi. Talvivaarasta aiheutuneet tappiot ovat olleet raskaat ja tulevat olemaan raskaat muiden sijoittajien esimerkiksi eläkeyhtiöiden paetessa yhtiöstä. Talvivaara ei ole Solidiumin ainoa ongelma, vaan lähtökohtainen ongelma on siinä, että omistukset ovat sen verran vähäisiä, että ainoastaan omistukset Sammossa ja TeliaSonerassa on taloudellisesti merkittäviä valtion kannalta.

Pohjoismaisessa valtio-omistuksessa lähtökohdat ovat sen verran erilaiset ja valtionyhtiöiden tavoitteet ja tarkoitukset poikkeavat toisistaan melkoisesti joten vertailu on hankalaa. Muiden pohjoismaiden vähentäessä pörssiomistuksiaan, Suomi on lisännyt niitä ja Solidiumin kaltainen holdingyhtiö on ainutlaatuinen. Muista pohjoismaista Ruotsi on ainoa, joka on harkinnut vastaavanlaisen yhtiön perustamista, mutta todennut sen tarpeettomaksi ja vähentänyt pörssiomistuksiaan ei-strategisten yhtiöiden kohdalla tavoitteenaan myydä kyseiset omistukset kokonaan, ajankohdan ollessa otollinen. Norjan valtava valtio-omistus pohjautuu maan tulevaisuuden tarpeisiin. Öljyvarojen loppuessa

Norja on yksinomaan näiden sijoitusten varassa ja siitä syystä Norja on katsonut ne tärkeiksi.

Solidium perustettiin vakauttamaan ja vahvistamaan kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yhtiöissä ja kasvattamaan omistuksen arvoa pitkäjänteisesti. Neljän vuoden toiminta-aikana Solidium on tehnyt yhteensä viisi osakemyyntiä ja kuusi osakeostoa. Osakeostoista on aiheutunut pelkästään kurssilaskusta johtuvaa tappiota noin 50 miljoonaa euroa ja esimerkiksi Outokummun sekä Talvivaaran haasteet tulevat todennäköisesti aiheuttamaan lisätappioita lähitulevaisuudessa. Suomen kansantalouden haasteet tulevat olemaan lähivuosina suuret, joita voidaan helpottaa esimerkiksi onnistuneella osakeomistuksella, missä Solidiumilla on tärkeä rooli työllisyyden ylläpitäjänä sekä voitonjakajana valtiolle.

## LÄHDELUETTELO

- Det kongelige nærings- og handelsdepartement 2011. *Aktivt eierskap – norsk statlig eierskap i en global økonomi* [online]. Oslo: Det kongelige nærings- og handelsdepartement. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2010-2011/meld-st-13-2010-2011.html?id=637119>>.
- Det kongelige olje- og energidepartement 2007. *Sammenslåing av Statoil og Hydros petroleumsvirksomhet* [online]. Oslo: Det kongelige olje- og energidepartement. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/dok/regpubl/stprp/20062007/stprp-nr-60-2006-2007-.html?id=461986>>.
- Elton E.J. & M. J. Gruber & Brown S.J. & Goetzmann W.N. (2011). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 5. painos. USA: John Wiley & Sons.
- Elton E.J. & M.J. Gruber (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 5. painos. USA: John Wiley & Sons.
- Finansdepartement 2012. *Statens ägarpolicy och riktlinjer för företag med statligt ägande 2012* [online]. Tukholma: Finansdepartement. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.regeringen.se/content/1/c6/19/72/14/1ab09ceb.pdf>>.
- Finansdepartement 2012. *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011* [online]. Tukholma: Finansdepartement. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.regeringen.se/content/1/c6/19/49/28/7ffb3d37.pdf>>.
- Finansministeriet 2012. *Statens selskaber 2012* [online]. Kööpenhamina: Finansministeriet. Saatavana World Wide Webistä: <URL:[http://www.fm.dk/publikationer/2012/statens-selskaber-2012/~/\\_media/Publikationer/Imported/2012/Statens%20selskaber%202012/Statens%20Selskaber%202012\\_web.ashx](http://www.fm.dk/publikationer/2012/statens-selskaber-2012/~/_media/Publikationer/Imported/2012/Statens%20selskaber%202012/Statens%20Selskaber%202012_web.ashx)>.



Finansministeriet 2011. *Statens selskaber 2011* [online]. Kööpenhamina: Finansministeriet. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:[http://www.fm.dk/publikationer/2011/statens-selskaber-2011/download/~//media/Publikationer/Imported/2011/Statens%20selskaber%202011/Statens%20selskaber%202011\\_web.pdf.ashx](http://www.fm.dk/publikationer/2011/statens-selskaber-2011/download/~//media/Publikationer/Imported/2011/Statens%20selskaber%202011/Statens%20selskaber%202011_web.pdf.ashx)>.

Heikkinen, Sakari. & Tiihonen, Seppo (2009). *Valtionvarainministeriön historia 2: kriisinselvittäjä*. 1. Painos. Helsinki: Edita Prima Oy. ISBN 978-951-37-5569-0

Holmgren, Gunnar 2009. *Från problemföretag till kapitalförvaltning: Sveriges statliga företag 1980-2007*. 1. painos. Turku: Uniprint. ISBN 978-951-765-453-1

Junka, Teuvo 2010. *Valtionyhtiöt 1975–2008*. 1. painos. Helsinki: Oy Nord Print Ab. ISBN 978-951-561-911-2

Kaisanlahti, Timo 2011. *Corporate Governance in State-owned Companies*. 1. painos. Helsinki: Edita Oy. ISBN 951-739-608-2

Kauppa- ja teollisuusministeriö 1995. *Valtionyhtiöt 1994*. 1. painos. Helsinki: Kyriiri Oy.

Kauppa- ja teollisuusministeriö 1994. *Valtionyhtiöt 1993*. 1. painos. Helsinki: Kyriiri Oy.

Laki valtion osakasvallan käytöstä eräissä taloudellista toimintaa harjoittavissa valtionyhtiöissä 19.4.1991/740

Laki valtion yhtiöomistuksesta ja omistajaohjauksesta 21.12.2007/1368

Löyttyniemi, Timo 2011. *Valtio-omistus 2030 – mitä ja miksi?* [online]. Raportti pörssisäätiölle. [siteerattu 2.2.2013]. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:[http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2013/01/valtio-omistus\\_2030.pdf](http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2013/01/valtio-omistus_2030.pdf)>

Markowitz H.M. (1991). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Cambridge (Mass): Basic Blackwell.

Moderniseringsstyrelsen 2011. *Ansættelse i staten* [online]. Kööpenhamina: Moderniseringsstyrelsen. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://hr.modst.dk/~media/Publications/2011/Ansaettelse%20i%20staten/Ans%C3%A6ttelse%20i%20staten%20-%20slutversion.ashx>>.

Näringsdepartementet (2007). *Regeringens proposition 2006/07:57 – Försäljning av vissa statligt ägda företag* [online]. Tukholma: Näringsdepartementet. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://www.regeringen.se/content/1/c6/07/78/37/70a792d1.pdf>>.

Nærings- og Handelsdepartementet (2012). *Statens eierberetning 2011* [online]. Oslo: Nærings- og Handelsdepartementet. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:[http://www.eierberetningen.no/2011/asset/statens\\_eierberetning\\_2011.pdf](http://www.eierberetningen.no/2011/asset/statens_eierberetning_2011.pdf)>

Nærings- og Handelsdepartementet (2006). *St.meld.nr.13 2006-2007. En aktivt og langsiktig eierskap* [online]. Oslo: Nærings- og Handelsdepartementet. Saatavana World Wide Webistä:

<URL:<http://www.regjeringen.no/Rpub/STM/20062007/013/PDFS/STM200620070013000DDDPDFS.pdf>>.

OECD (2005). *Corporate Governance of state-owned enterprises A survey of OECD countries*. 1. painos. ISBN 92-64-00942-6

Pohjola, Matti 1996. *Tehoton pääoma- uusi näkökulma taloutemme ongelmiin*. 1. painos. Helsinki: WSOY. ISBN 951-021-466-3

Ranki, Risto 2012. *Niin siinä käy kun omistaa: tarinaa valtionyhtiöistä*. 1. painos. Porvoo: Bookwell Oy. ISBN 978-951-37-6293-3

Solidium 2012. *Solidium vuosikertomus 2012* [online]. Helsinki: Solidium. Saatavana World Wide Webistä: <URL: <http://www.e-julkaisu.fi/solidium/vuosikertomus-2012/>>

Solidium 2011. *Solidium vuosikertomus 2011* [online]. Helsinki: Solidium. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.e-julkaisu.fi/solidium/vuosikertomus-2011/>>

Solidium 2010. *Solidium vuosikertomus 2010* [online]. Helsinki: Solidium. Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.e-julkaisu.fi/solidium/vuosikertomus-2010/>>

Solidium 2009. *Solidium vuosikertomus 2009* [online]. Helsinki: Solidium. Saatavana World Wide Webistä:  
<URL:[http://www.solidium.fi/files/solidium/julkaisut/Solidium\\_vuosikertomus\\_09.pdf](http://www.solidium.fi/files/solidium/julkaisut/Solidium_vuosikertomus_09.pdf)>

*Sovereign Wealth Fund Institute 2013*. Fund rankings. 19.2.2013 Saatavana World Wide Webistä: <URL:<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>.

Söderström, Petter. Haastattelu 2013

Valtioneuvosto (2007). *Valtion omistajapolitiikkaa koskeva valtioneuvoston periaatepäätös* [online]. Helsinki: Valtioneuvosto. Saatavana World Wide Webistä:<URL:[http://valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/pdf/VNK/Omistajapolitiikan\\_1\\_injaus07062007/fi197184.pdf](http://valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/pdf/VNK/Omistajapolitiikan_1_injaus07062007/fi197184.pdf)>.

Valtioneuvoston kanslia (2012). *Johdon palkitsemisen toteutummat* [online]. Helsinki: Valtioneuvoston kanslia. Saatavana World Wide Webistä:  
<URL:[http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/MT\\_OO\\_Johdon\\_palkitsemine\\_n130820121.pdf](http://valtioniomistus.fi/suomi/files/2011/10/MT_OO_Johdon_palkitsemine_n130820121.pdf)>

Valtioneuvoston kanslia (2012). *Valtioneuvoston kanslian omistajaohjausosaston vuosikertomus 2011* [online]. Helsinki: Valtioneuvoston kanslia. Saatavana World Wide Webistä:  
<URL: <http://valtioniomistus.fi/suomi/verkkajulkaisut/vuosikertomus/>>.

Venstre og Det Konservative Folkeparti (2009). *Aftale mellem regeringen om en kreditpakke* [online]. Kööpenhamina: Venstre og Det Konservative Folkeparti. Saatanava World Wide Webistä:

<URL:[http://www.danskfolkeparti.dk/pictures\\_org/Aftale\\_om\\_kreditpakke\\_2009.pdf](http://www.danskfolkeparti.dk/pictures_org/Aftale_om_kreditpakke_2009.pdf)>.

## LIITTEET

### Liite 1. Osakkeiden väliset korrelaatiot vuosina 2003–2008

	Elisa	Kemira	Metso	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora	Teliasonera
Elisa	1	0,447	0,475	0,343	0,323	0,516	0,375	0,394	0,154
Kemira	0,447	1	0,517	0,408	0,371	0,391	0,347	0,447	0,241
Metso	0,475	0,517	1	0,64	0,692	0,373	0,484	0,294	0,249
Outokumpu	0,343	0,408	0,64	1	0,572	0,315	0,447	0,315	0,387
Rautaruukki	0,323	0,371	0,692	0,572	1	0,532	0,469	0,375	0,36
Sampo	0,516	0,391	0,373	0,315	0,532	1	0,457	0,363	0,303
Sponda	0,375	0,347	0,484	0,447	0,469	0,457	1	0,289	0,235
Storaenso	0,394	0,447	0,294	0,315	0,675	0,363	0,289	1	0,431
Teliasonera	0,154	0,241	0,249	0,387	0,36	0,303	0,35	0,431	1
Keskiarvo	0,378	0,396	0,466	0,428	0,499	0,406	0,402	0,364	0,295

**Liite 2. Osakkeiden väliset korrelaatiot vuosina 2008–2012**

	Elisa	Kemira	Metso	Outotec	Outokumpu	Rautaruukki	Sampo	Sponda	Stora-Enso	Tieto	Tikkurila	Telia-Sonera	Talvivaara
Elisa	1	0,058	0,189	0,208	0,283	0,219	0,33	0,228	0,08	-0,12	0,204	0,612	0,218
Kemira	0,058	1	0,758	0,509	0,496	0,56	0,552	0,457	0,65	0,48	0,391	0,415	0,356
Metso	0,189	0,758	1	0,795	0,629	0,71	0,527	0,476	0,58	0,37	0,506	0,384	0,451
Outotec	0,208	0,509	0,795	1	0,555	0,669	0,464	0,462	0,44	0,301	0,432	0,294	0,438
Outokumpu	0,283	0,496	0,629	0,555	1	0,71	0,532	0,556	0,52	0,403	0,515	0,297	0,571
Rautaruukki	0,219	0,56	0,71	0,669	0,71	1	0,476	0,578	0,47	0,395	0,524	0,266	0,515
Sampo	0,33	0,552	0,527	0,464	0,532	0,476	1	0,628	0,72	0,344	0,255	0,452	0,302
Sponda	0,228	0,457	0,476	0,462	0,556	0,578	0,628	1	0,62	0,39	0,263	0,147	0,291
StoraEnso	0,077	0,65	0,582	0,437	0,52	0,47	0,724	0,62	1	0,462	0,286	0,3	0,371
Tieto	-0,122	0,48	0,37	0,301	0,403	0,395	0,344	0,39	0,46	1	0,263	0,019	0,144
Tikkurila	0,204	0,391	0,506	0,432	0,515	0,524	0,255	0,263	0,29	0,263	1	0,124	0,488
TeliaSonera	0,612	0,415	0,384	0,294	0,297	0,266	0,452	0,147	0,3	0,019	0,124	1	0,248
Talvivaara	0,218	0,356	0,451	0,438	0,571	0,515	0,302	0,291	0,37	0,144	0,488	0,248	1
Keskiarvo	0,209	0,474	0,531	0,464	0,506	0,508	0,466	0,425	0,458	0,287	0,354	0,297	0,366