

Mika Huolman – Pia Walden – Matti Pulkkinen –  
Jyrki Ali-Yrkkö – Risto Tainio – Pekka Ylä-Anttila

# **Omistajien etu – kaikkien etu?**

**Suomalaiset johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa**

Julkaisijat:

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos ETLA (B 171),  
LIT-Tutkimus Oy (B 162) ja  
Suomen itsenäisyyden juhlarahasto Sitra (Sitra 237)

Kustantaja:

Taloustieto Oy 2000

Kansi: MainosMayDay Oy, Vantaa

ISBN 951-628-328-4

ISSN 0356-7443 (ETLA)

ISSN 1456-4882 (LTT)

ISSN 0785-8388 (Sitra)

Painopaikka: Yliopistopaino, Helsinki, 2000

## Sisällysluettelo

<b>1.</b>	<b>Johdanto</b>	<b>5</b>
1.1	Tausta	6
1.2	Tavoitteet ja toteutus	7
<b>2.</b>	<b>Aiempi tutkimus ja Suomessa käyty keskustelu</b>	<b>9</b>
2.1	Yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ja johdon toiminta	10
2.2	Miksi osakkeenomistajien on sanottu olevan hyviä yritykselle?	15
2.3	Miten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien murrokseen on Suomessa suhtauduttu?	17
<b>3.</b>	<b>Johtamis- ja valvontajärjestelmien muutokset – vuosikertomus- ja haastatteluaineiston analyysi</b>	<b>23</b>
3.1	Yritysten hallintoelinten muutokset	24
3.2	Hallintoelinten muutokset – yhteenveto	30
3.3	Tavoitteenasetanta ja yritysjohdon toimintakenttä	31
3.4	Optiot ja bonukset osana yritysten kannustinjärjestelmiä	36
3.5	Strategiaprosessit ja yritysten rakenteelliset muutokset	40
3.6	Eri intressitahojen väliset ristiriitatilanteet	43
3.7	Omistaja-arvo -ajattelun seuraus: sektoraalinen polarisaatio?	46
<b>4.</b>	<b>Johtamis- ja valvontajärjestelmät omistajatyypeittäin ja vaikutukset taloudellisiin tunnuslukuihin</b>	<b>51</b>
4.1	Tutkimusaineiston muodostuminen ja kuvaus	52
4.2	Ulkomaalaisomistuksen muutokset pörssiyrityksissä	55
4.3	Johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteys kannattavuuteen ja taloudelliseen lisäarvoon	55

4.4	Onko johtamis- ja valvontajärjestelmillä yhteyttä yritysten innovatiivisuuteen?	58
4.5	Johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutus EVAan ja muihin suomalaisten suuryritysten taloudellisiin tunnuslukuihin	59
<b>5</b>	<b>Yhteenveto ja johtopäätökset</b>	<b>61</b>
5.1	Markkina-arvokilpailu liikkeenjohdon kannalta yhtä tärkeä kuin tuotemarkkinakilpailu	62
5.2	Yritysten hallinto- ja kannustejärjestelmät ovat muuttuneet	62
5.3	Vanhan ja uuden talouden polarisaatio	63
5.4	Ulkomaalaisomistus tehostaa yritysten toimintaa	64
5.5	Millainen järjestelmä on paras?	65
<b>6</b>	<b>Liitteet</b>	<b>67</b>
<b>7</b>	<b>Lähdeluettelo</b>	<b>79</b>

## Esipuhe

Suomalaisyriyten johtamis- ja valvontajärjestelmät (corporate governance) ovat muuttumassa. Eniten ovat puhuttaneet johdon optiot ja ulkomaisten omistajien tuomat muutokset johtamiskäytäntöihin ja organisaatioihin. Kyse on kuitenkin monimutkaisesta prosessista, jonka taustalla ovat nopea teknologinen muutos ja kilpailun globalisoituminen. Kansalliset järjestelmät ja käytännöt asettuvat kansainväliseen vertailuun ja keskinäiseen kilpailuun.

Tämä raportti on yhteistyöprojektin tulos. Helsingin kauppakorkeakoulun johtamisen laitos, LIT-Tutkimus Oy sekä ETLA ja Etlatieto Oy käynnistivät muutama vuosi sitten suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevia hankkeita. Tutkijat yhdistivät näkökulmansa ja syntyi projekti, jonka tavoitteena oli selvittää, miten suomalaiset käytännöt ovat muuttuneet viimeisen vuosikymmenen aikana ja miten yritysten kansainvälistyminen on niihin vaikuttanut. Projektin aikana on tämän raportin lisäksi syntynyt työpapereita esitettäväksi konferensseissa tai julkaistaviksi aikakauskirjoissa. Yhteistyö on ollut miellyttävää ja tuloksellista. Tämä raportti on peruskarttoitus ja monet asiat kaipaavat syvällisempää ja laajempaa analyysia. Yhteistyö jatkuu.

Tutkimuksen yhteydessä haastateltiin kaikkiaan 16 keskeisen suomalaisyrityksen ylimmän johdon tai hallituksen edustajaa. Haluamme esittää lämpimät kiitokset kaikille, jotka paneutuivat kanssamme tärkeään teemaan.

Kiitämme Suomen itsenäisyyden juhlarahastoa (SITRA) tutkimusta varten saamastamme rahoituksesta.

Helsingissä lokakuussa 2000

Tekijät



I

Johdanto

## 1.1 Tausta

Rahoitusmarkkinoiden integraatio, kilpailun kansainvälistyminen ja teknologinen kehitys asettavat uudenlaisia vaatimuksia yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmille (corporate governance). Sekä yritysten että yhteiskunnan kannalta on merkittävää, millaisiksi nämä järjestelmät jatkossa kehittyvät. Johtamis- ja valvontajärjestelmä vaikuttaa mm. yrityksen kykyyn houkutellessa liiketoiminnan kannalta välttämättömiä taloudellisia ja henkisiä resursseja: pääomaa ja osaavia ihmisiä. Se vaikuttaa myös siihen, kuinka tehokkaasti yritys kohdentaa nämä resurssit.

Kansainväliset sijoittajat suosivat mahdollisimman tehokasta ja yrityksen suorituskykyä parantavaa corporate governance -järjestelmää. Lisäksi yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmillä on tärkeä rooli resurssien kohdentamisessa eri yritysten ja eri toimialojen välillä. Johtamis- ja valvontajärjestelmien kautta eri sidosryhmät vaikuttavat yrityksen johtoon.

*Tässä tutkimuksessa yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiä tarkastellaankin keinoina, joilla yrityksen sidosryhmät pyrkivät johtoon vaikuttamalla varmistumaan siitä, että ne saavuttavat omat tavoitteensa mahdollisimman hyvin.*

Tämä määritelmä on lähellä Maailmanpankin julkaisussa ”The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance” esiintyvää johtamis- ja valvontajärjestelmän määritelmää, jonka mukaan:

*”Corporate governance refers to the rules and incentives by which management of a company is directed and controlled so as to maximise the profitability and long-term value of the firm for shareholders while taking into account the interests of other legitimate stakeholders”<sup>1</sup>*

Suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontamalli on perinteisesti rinnastettu saksalaiseen, pankkikeskeiseen malliin, jolle on ominaista pankkien ja muiden instituutioiden pitkäaikaiset merkittävät omistukset yrityksissä. Yritysten hallitustyöskentelyyn ja omistajuuteen liittyen



Suomessa on ollut tyypillistä hallitusten passiivisuus, johtajien kohtalaisen suuri itsenäisyys sekä omistuksen näkeminen lähinnä strategisena omistussalkun ylläpitämisenä ja laajentamisena.

Suomalaisten pääomamarkkinoiden asteittain avauduttua yritystoiminnassa on 1990-luvun alun laman kokemuksista oppineina siirtynyt voimakkaasta velkarahoituksesta kohti oman pääoman ehdoin tapahtuvaa rahoitusta. Suomalaiset yritykset ovat hakeneet rahoitusta kasvavassa määrin ulkomailta. Myös osake-erien myyntien ja yrityskauppojen kautta yritysten omistus pohja on kansainvälistynyt huomattavasti. Kehityksen seurauksena mm. yhdysvaltalaiset sijoitusrahastot ovat tulleet suomalaisten yritysten merkittäviksi omistajiksi. Ulkomaisien omistajien myötä aikaisemmin yleiset ristiinomistukset ovat pääosin purkautuneet, omistaminen on institutionalisoitunut ja muuttunut jossain määrin kasvottomaksi. Samanaikaisesti, kilpailun kansainvälistymisen ja pääoman aikaisempaa vapaamman liikkuvuuden seurauksena, suomalaiset yritykset ovat omaksuneet vaikutteita omistuksen arvon ja omistajan lisäarvon (shareholder value) maksimoimiseen perustuvasta johtamiskulttuurista. Suomalaisyritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät näyttävät olevan muuttumassa amerikkalaiseen suuntaan, mutta yhdysvaltalaisen ratkaisujen suora soveltaminen ei vaikuttaisi todennäköiseltä kansallisten erityispiirteiden takia.

## 1.2 Tavoitteet ja toteutus

Tutkimuksen yleisenä tavoitteena on selvittää suomalaisen corporate governance -kulttuurin muutosta. Tutkimuksessa keskitytään kolmen sidosryhmän ja yritysjohton välisiin suhteisiin. Nämä kolme ryhmää ovat: omistajat, henkilöstö sekä julkinen sektori. Kysymme seuraavaa:

1. *Miten johtamis- ja valvontajärjestelmät ovat muuttuneet suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvun aikana?* Erityisesti tarkastellaan seuraavia asioita: yritysten tavoitteet (shareholder value vs. muut tavoitteet), organisaatio (hallituksen, hallintoneuvostojen rooli) ja pääoman tuottavuus.

2. *Miten ulkomaalaisomistuksen kasvu on vaikuttanut ja vaikuttaa yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin ja tätä kautta pääomantuottoon, kannattavuuteen ja investointeihin?*

3. *Miten suomalainen liikkeenjohto näkee eri sidosryhmien (omistajat, henkilöstö, julkinen valta) aseman muuttuneen viime vuosina ja millaisissa päätöstilanteissa eri sidosryhmien intressejä on vaikea sovittaa yhteen?*

Menetelmällisesti tutkimus perustuu kolmeen lähestymistapaan: haastatteluihin, tekstianalyysiin sekä tilastollisiin menetelmiin.

Raportti jakaantuu kahteen osaan. Ensimmäinen osa (luvut 1-2) on luonteeltaan pohdiskelleva yleiskatsaus johtamis- ja valvontajärjestelmät -aiheeseen. Aihetta tarkastellaan aikaisemman kirjallisuuden ja Suomessa käydyn keskustelun valossa. Tarkoituksena on nostaa esiin keskeisiä kysymyksiä jatkokeskustelua ja -tutkimusta ajatellen.

Raportin toisessa osassa (luvut 3-4) käydään läpi tutkimusaineisto ja sen muodostuminen sekä esitellään siitä johdetut tulokset. Luvussa 5 esitetään johtopäätökset sekä yhteenveto.

2

Aiempi tutkimus ja  
Suomessa käyty  
keskustelu

*Tässä luvussa luodaan yleiskatsaus yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin. Luvun alussa käydään läpi johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevaa kirjallisuutta tutkimuksen aiheen kannalta olennaisilta osin. Tämän jälkeen tarkastellaan Suomessa käytyä keskustelua. Tarkoituksena on pohjustaa jatko-keskustelua sekä nostaa esiin kysymyksiä myöhempää tarkastelua ajatellen.*

*Luvussa tarkastellaan mm. niitä rajoitteita ja kannustimia, jotka ohjaavat yrityksen johtoa ja joiden kautta yritysjohtoa valvotaan. Luvussa käydään läpi myös argumentteja – puolesta ja vastaan –, joiden mukaan osakkeenomistajat toimivat yritysten ja samalla koko yhteiskunnan parhaaksi. Lisäksi tarkastellaan johdon kannustinjärjestelmiä päämies-agentti -teorian näkökulmasta. Lopuksi esitetään tarkastelun perusteella muodostetut johtopäätökset.*

## **2.1 Yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ja johdon toiminta**

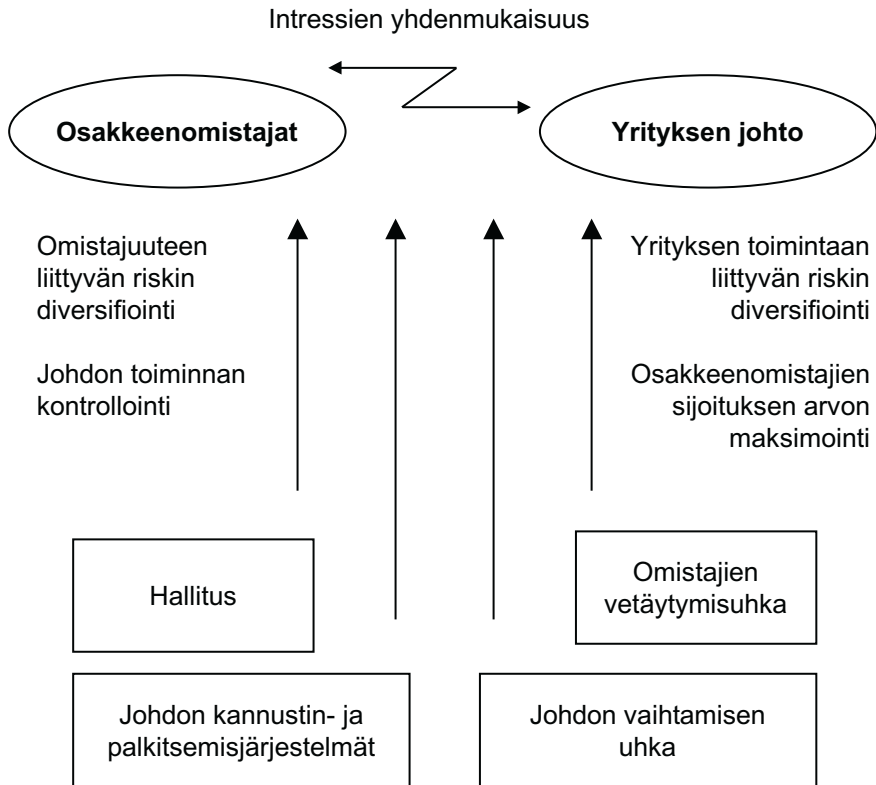
Johtamis- ja valvontajärjestelmiä tarkastellaan usein ns. päämies-agentti -teorian pohjalta. Päämies-agentti -ongelma juontaa omistuksen (ownership) ja vallan (control) eriyttämisestä yrityksessä. Yrityksissä, joiden osakkeenomistajat eivät osallistu toiminnan johtamiseen, esille nousee kysymys operatiivisen johdon toiminnan koordinoinnista ja kontrolloinnista siten, että se vastaa osakkeenomistajien toiveita. Yrityksen ylin johto toimii siis osakkeenomistajien palkattuna agenttina.

Yrityksen hallitus voi johtoa valvomalla lieventää päämies-agentti -ongelmaa. Toimitusjohtajan työtehtävien moniulotteinen luonne hankaloittaa kuitenkin johdon valvontaa. Hallituksen jäsenien on vaikea arvioida etukäteen, mitkä toimenpiteet tulevat maksimoimaan yrityksen arvoa: juuri tätä tehtävää hoitamaan he alunperin palkkasivat toimitusjohtajan. Hallitus ei aina jälkikäteenkään pysty arvioimaan johdon tekemiä päätöksiä. Se ei ehkä esimerkiksi tiedä kaikkia johdolle päätöksentekohetkellä avoimina olleita vaihtoehtoja. Myöskään osakkeenomistajilla ei aina ole kannustimia valvoa johdon toimia. Osakkeenomistuksen ollessa hajautunutta yksittäiset osakkeenomistajat voivat olla haluttomia uhraamaan resursseja johdon valvontaan, koska he joutuvat jakamaan siitä koituvat hyödyt muiden osakkeenomistajien kanssa (nk. vapaamatkustaja-ongelma).<sup>2</sup>

Omistajien kannalta on tärkeää, että yrityksen johdolla on riittä-

**Kuvio 2.1**

**Osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välinen suhde ja sen sovittelumekanismit**



Lähde: Tukiainen 1998.

vät kannustimet sitoutua työsuoritukseen, innovoida yrityksen kehittämiseksi ja ottaa harkitusti riskejä.<sup>3</sup> Ongelma on kuitenkin se, että johdolla on myös intressejä ja tavoitteita.

Johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmät sekä urakehitykseen liittyvät näkökohdat vaikuttavat yrityksen sisällä johdon käyttäytymiseen. Näitä mekanismeja ovat kirjallisuudessa analysoineet mm. Holmström ja Milgrom (1991). Johdon kannustimien, jotka sitovat toimitusjohtajan palkan omistaja-arvon luomiseen, on sanottu olevan suurin keino johdon ja omistajien intressien yhteensovittamiseksi. Kannustinpalkkauksella pyritään motivoimaan johtajia kovaan työhön ja keskittämään johtajien huomio yrityksen kannalta tärkeimpiin työtehtäviin.<sup>4</sup>

Yhteenvedona voidaan siis todeta, että johdon optioilla ja muilla osakepohjaisilla järjestelmillä yritetään pienentää omistajien ja johdon intressien erilaisuutta.

Yritysjohdon palkitsemisen on usein katsottu olevan liiallista sekä absoluuttisesti että suhteellisesti mitattuna. Johdon optioihin liittyen osakekurssien on sanottu mittaavan pikemmin yrityksen arvoa kuin yrityksen johdon luomaa lisäarvoa. Optioita on myös arvosteltu siitä, että ne ovat ristiriidassa muiden sidosryhmien etujen kanssa ja kannustavan johtoa liian suureen riskinottoon.<sup>5</sup> Kirjallisuudessa onkin kiinnitetty huomiota optimaalisten johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmien piirteisiin sekä optiojärjestelmien ja johdon suorituksen väliseen yhteyteen.<sup>6</sup>

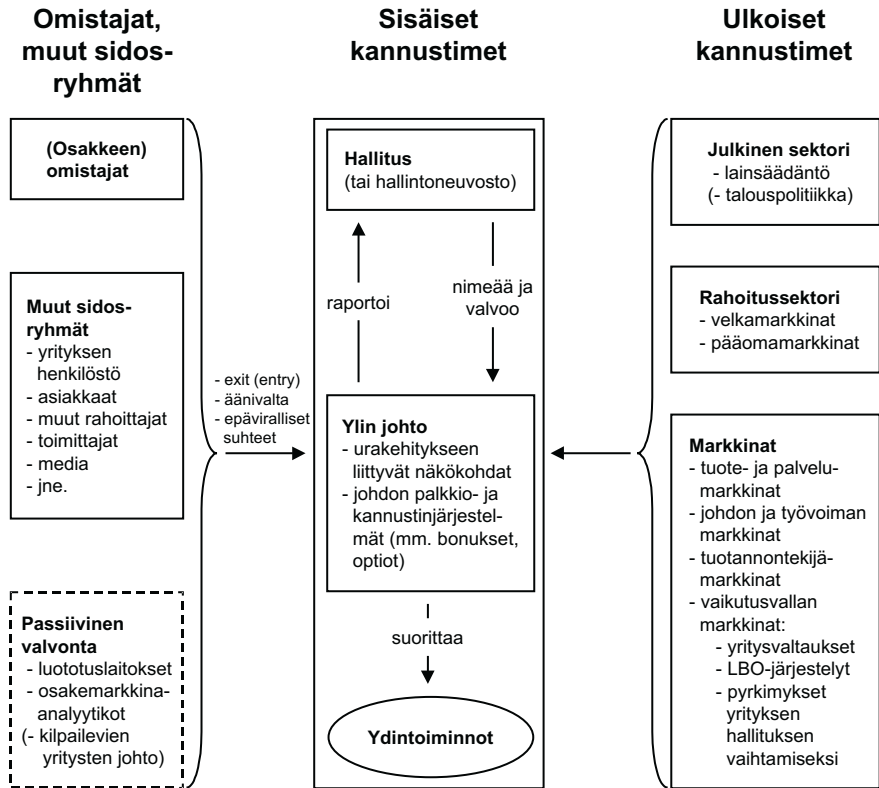
*”Optiojärjestelyt tuovat yritysjohtajille yleensä paljon rahaa. On kuitenkin erittäin vaikea osoittaa, että tuo raha saisi johdon tekemään parempia päätöksiä ja kasvattaisi osakkeenomistajien saamaa lisäarvoa. Nykytiedon valossa optioiden vesittävä vaikutus vanhoihin osakkeisiin on suurempi kuin niiden synnyttämä arvonnousuvaikutus.” (Professori Horst Albach)<sup>7</sup>*

Yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmistä käyty keskustelu on Suomessa kuten myös USA:ssa painottunut pitkälti johdon ja omistajien välisiin suhteisiin. Tässä tutkimuksessa on tarkoitus käsitellä johtamis- ja valvontajärjestelmiä laajemmin siten, että se kattaa omistajien lisäksi myös muut yrityksen sidosryhmät. Yritysjohtoa valvovat ja sen toimintaan vaikuttavat – de facto – kaikki yrityksen sidosryhmät, eri tavoin.<sup>8</sup> Jokaisella sidosryhmällä voidaan katsoa olevan omat tavoitteensa, joihin ne pyrkivät yritysjohtoon vaikuttamalla – sitä hallinnoimalla. Tältä pohjalta on syntynyt eri käytäntöjä yrityksen johdon ohjaamiseksi ja valvomiseksi. Kuvioon 2.2 on koottu niitä rajoitteita ja kannustimia, jotka ohjaavat yrityksen johtoa, ja joiden avulla johtoa valvotaan.

Yleisen näkemyksen mukaan ulkoisen valvonnan tulee puuttua asiaan, mikäli yrityksen sisäinen valvontajärjestelmä ei toimi. Vaikka lainsäädännön avulla voidaan vaikuttaa johtamis- ja valvontajärjestelmien rakenteisiin, sen avulla on vaikea eliminoida päämies-agentti-ongelmaa johdon ja omistajien väliltä. Lainsäädäntö saattaa kannustaa yrityksen johtoa parempaan käyttäytymiseen, mutta se ei takaa sitä.

**Kuvio 2.2**

**Yrityksen johtoon kohdistuvia rajoitteita ja kannustimia**



Lähteet: Kuvion pohjana on käytetty Maailmanpankin julkaisua ”The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance” 1998, s. 3. Kuviota on muokattu ja täydennetty seuraavien lähteiden pohjalta: Jensen (1993), Huolman, Pulkkinen, Rissanen, Tainio ja Tukiainen (1999) ja Tirole (1999).

Lisäksi prosessi vie aikaa. Sitä paitsi yhteen maahan rajoittuvat säädökset ovat typpä työkalu kontrolloitaessa kansainvälisesti toimivia yrityksiä.<sup>9</sup>

Yrityksen ulkoisista valvontajärjestelmistä markkinakuri rajoittaa tehokkaasti yrityksen johdon käyttäytymistä. Ne yritykset, jotka eivät tarjoa asiakkaan haluamia tuotteita kilpailukykyiseen hintaan, eivät tule pitkällä tähtäyksellä menestymään. Tuotemarkkinoiden yritykselle asettama kuri on ehdoton, mutta sen vaikutus toteutuu vasta ajan kuluessa. Päämies-agentti -näkökulman mukaan markkinat, erityisesti yritysjohton työmarkkinat ja vaikutusvallan markkinat (*mar-*

*ket for corporate control*), takaavat tehokkaimmat rajoitteet johdon käyttäytymiselle. Vaikutusvallan markkinoilla tarkoitetaan tässä yhteydessä yritysvaltauksen uhkaa, pyrkimyksiä yrityksen hallituksen vaihtamiseksi (proxy fights) ja nk. leverage buyout -järjestelyjä.<sup>10 11</sup> Vastavasti päämies-agentti -näkökulman mukaan johtamis- ja valvontajärjestelmien ongelmia lievennetään parhaiten poistamalla tuotannon tekijämarkkinoiden ja vaikutusvallan markkinoiden rajoitteita.

Perinteisinä omistajien vaikutuskeinoina johtoon on nähty 'voice' ja 'exit'.<sup>12</sup> Omistajien vaikutuskanavista puhuttaessa *voicella* on tyypillisesti viitattu omistaja- ja äänivallan käyttöön hallituksen, hallitonneuvoston ja/tai yhtiökokouksen välityksellä. *Exitillä* on viitattu osakkeiden myyntiin ja/tai oston viestinä halusta vaikuttaa yrityksen johdon toimintaan. Tätä vaikutuskanavaa ei tutkimusten mukaan Suomessa ole aktiivisesti käytetty. On kuitenkin selvää, että yritysjohto punnitsee aina, onko keskeisten omistajien poistuminen signaali siitä, että omistajat haluavat muutoksia yritykseen.<sup>13</sup>

Yhdysvalloista, jossa yritysten omistus on ollut tyypillisesti varsin hajautunutta ja amerikkalaisten osakesäästäminen hyvin laajaa, näyttää erityisesti 1990-luvulta alkaen voicen ja exitin rinnalle nousseen epävirallisen vaikuttamisen muotoja.<sup>14</sup> Ainakin Useemin (1996) mukaan erityisesti suuret julkiset eläkerahastot ovat onnistuneesti ajaneet yhtiöiden hallintorakenteisiin haluamiaan muutoksia, jotka ovat koskeneet esimerkiksi vähemmistöomistajien asemaa sekä naisten ja vähemmistöjen (ei-valkoiset) edustusta yritysten hallituksessa.<sup>15</sup> Muiden institutionaalisten sijoittajien kuin eläkerahastojen (kuten Fidelity, Morgan Stanley, Merrill Lynch) on varsin yleisesti katsottu olleen vähemmän aktiivisia yritysten johtamis- ja hallinnointijärjestelmiin liittyvissä asioissa.

Ulkomaalaisomistuksen kasvuun suomalaisyrityksissäkin on yhdistynyt ns. epävirallisen kanavan merkityksen kasvu sekä muutos omistajien äänivallan käytössä (esim. hallitusreformit). Siten ulkomaalaisomistuksen ja omistaja-arvon maksimointia korostavan ajattelun yleistymisen ovat johtaneet muutoksiin kanavissa, joiden kautta omistajat pyrkivät vaikuttamaan. Osakkeenomistajat, erityisesti institutionaaliset sijoittajat (sijoitusrahastot, eläkesäätiöt), ovat viime aikoina aktivoituneet julkistamaan yritykselle asettamia vaatimuksia ja esittämään näkökantonsuoraan yhtiön johdolle. Samalla sijoittajasuh-



detoimintaan on alettu yrityksissä kiinnittää enenevässä määrin huomiota.

Markkinoiden lyhytnäköisyyttä korostava ajattelumalli (*the myopic market model*) kokee johtamis- ja valvontajärjestelmien haasteeksi osakkeenomistajien ja johdon kannustamisen pitkän tähtäyksen toimintaan. Näkökulma suosii pyrkimyksiä osakkeenomistajien lojaalisuuden ja äänivallan lisäämiseksi. Markkinoiden lyhytnäköisyyttä korostavan mallin mukaan johtamis- ja hallintojärjestelmien tulisi edistää instituutioiden pitkäaikaista sitoutumista niihin yrityksiin, joissa ne ovat merkittäviä omistajia. Vastaavasti lyhyellä tähtämellä toimivien sijoittajien äänivaltaa tulisi rajoittaa ja pitkäaikaisessa suhteessa yritykseen olevien sidosryhmien (esim. työntekijät ja toimittajat) asemaa tulisi edistää.<sup>16</sup>

Eri omistajaryhmät eroavat päämääriltään ja sijoitusstrategioiltaan. Instituutioiden sijoitusstrategiana voi olla esimerkiksi omistuksen sitominen tiettyyn indeksiin, eikä mihinkään määrättyyn yritykseen tai toimialaan. Omistajat eroavat myös aktiivisuudeltaan ja tavoiltaan, joilla he vaikuttavat yrityksen johtoon. Jo mahdollisuus siitä, että sijoittajat ryhtyvät jatkossa käyttämään äänivaltaa voi vaikuttaa yrityksen johdon käyttäytymiseen. Eri omistajaryhmillä on lisäksi vaihtelevat kannustimet ja resurssit sekä kerätä että tulkita tietoa yrityksen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Yritysten passiivista valvontaa harjoittavilla osakemarkkina-analyytikoilla ja luokituslaitoksilla onkin tässä kohdassa keskeinen rooli. Passiivisella valvonnalla tarkoitetaan tässä yhteydessä pyrkimyksiä yrityksen arvon mittaamiseen ilman, että siihen yritetään aktiivisesti vaikuttaa. Toisin sanoen ei haluta osallistua yrityksen toimintaan esimerkiksi hallitustyöskentelyn kautta.

## 2.2 Miksi osakkeenomistajien on sanottu olevan hyviä yritykselle?

*"I came to the view that modern incentive theory provides some foundations for the narrow and a priori peculiar concept of shareholder value which has dominated our thinking since the 18<sup>th</sup> century. To repeat, shareholder value in certain environments is a second-best optimum once incentive considerations have been accounted for. I gave three arguments in favour of shareholder value: (1) It makes up for the dearth of pledgeable income. (2) It provides more focus and*

*sharper incentives to managers. (3) Undivided control prevents foot-dragging and deadlock in decision making.” (Tirole, s. 42-43)*

Suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontamalli on perinteisesti rinnastettu malliin, jolle on ominaista pankkien ja muiden instituutioiden pitkäaikaiset merkittävät omistukset yrityksissä. Institutionaalisten sijoittajien merkitys ja rooli yritysjohdon valvojana on kasvanut johtamis- ja valvontajärjestelmien murroksen myötä. Seuraavaksi tarkastellaan osakkeenomistajien merkitystä yritykselle. Tarkoituksena on tuoda esiin kirjallisuudessa erityisesti institutionaalisista sijoittajista esitettyjä näkökulmia.

Osakkeenomistajien saamia korvauksia on perinteisesti pidetty palkkiona riskin kantamisesta ja odottamisesta. Toisinaan niiden on katsottu olevan palkkio johdon valvomisesta.<sup>17</sup> Seuraavaksi osakkeenomistajien asemaa yrityksissä tarkastellaankin äänivallan näkökulmasta. Tällöin keskeinen kysymys on se, kuka tarvitsee yrityksessä äänivaltaa. Osakkeenomistajien asema “ylijäämään oikeutettuina” (*residual claimants*)<sup>18</sup> eroaa muista sidosryhmistä, mm. velkojista. Toisaalta muiden sidosryhmien (esim. työntekijät, alihankkijat ja asiakkaat) asema on osakkeenomistajia kattavammin turvattu sopimuksilla. Suurilla osakkeenomistajilla ei usein ole kollektiivista mahdollisuutta vetäytymiseen, koska osakkeiden myynti vaikuttaa kurssikehitykseen. Institutionaalisten sijoittajien on usein katsottu voivan vaikuttaa yrityksen toimintaan lähinnä äänivaltaa käyttämällä. Äänivallan onkin sanottu olevan vastine ja edellytys sille, että sijoittajat tarjoavat ulkoista rahoitusta yritykselle.<sup>19</sup>

Puolueettomien ja taloudellisia intressejään valvovien osakkeenomistajien on väitetty käyttävän äänivaltaa tehokkaasti. Osakkeenomistajat muodostavat tavoitteiltaan yhtenäisen ryhmän, minkä on arvioitu edistävän tehokasta päätöksentekoa. Yhteiskunnan näkökulmasta yrityksistä riippumattomat osakkeenomistajat ovat tehokkaita kohdentamaan resursseja eri yritysten ja toimialojen välillä.

Vastuullisen omistuksen on usein katsottu edellyttävän aktiivista osallistumista yrityksen toiminnan ohjaamiseen. Institutionaaliset sijoittajat eivät kuitenkaan ole tähän asti juurikaan pyrkineet Suomessa vaikuttamaan yritysten toimintaan (esim. osingot ja yritysjärjestelyt) tai osallistumaan aktiivisesti yritysten valvontaan. Poikkeus tähän on

Tiger Management -rahaston UPM-Kymmeneä kohtaan koskevat kannanotot.<sup>20</sup> Institutionaalisten sijoittajien haluun säilyä kasvottomina on kirjallisuudessa esitetty useita eri perusteluita.<sup>21</sup> Institutionaaliset sijoittajat voivat kohdata poliittisia rajoitteita ja eturistiriitoja osallistuessaan niiden yritysten hallitukseen, joissa ne ovat merkittäviä omistajia. Sijoitusjohtajien omaa menestystä tarkkaillaan suhteellisen suppeasta näkökulmasta, mikä voi vähentää heidän kannustimiaan yritysten toimintaan vaikuttamiseen ja sen valvomiseen pitkällä tähtäimellä. Institutionaaliset sijoittajat voivat myös olla haluttomia uhraamaan likviditeettiä tarvittavan äänivallan hankkimiseksi. Ne tuntuvat lisäksi luottavan muihin johtamis- ja valvontajärjestelmiin, kuten esimerkiksi markkinoihin, yritysjohdon valvojana.

Suomalaisten rahastojen edustajat ovat perustelleet matalaa profiilia sillä, että rahastojen on vaikea tietää ja edustaa kaikkien osuudenomistajien näkemyksiä.<sup>22</sup> Toisaalta yksittäisen suomalaisen rahaston voima riittää nykyisellään vain harvoin omistajavallan käyttöön muissa kuin pienissä ja keskisuurissa yrityksissä. Lisäksi moni rahasto uskoo vaikuttamiseen muilla keinoin, esimerkiksi sijoituspolitiikan kautta. 'Rahoilla äänestämisen' on sanottu olevan yhtiökokouksiin osallistumista nopeampi ja konkreettisempi tapa valvoa omistajan etua.

### **2.3 Miten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien murrokseen on Suomessa suhtauduttu?**

Keskustelu johtamis- ja valvontajärjestelmistä alkoi yleistyä kansainvälisesti 1980-luvulla. Keskustelua käytiin myös Yhdysvalloissa. Omistaja-arvoa voimakkaasti korostava malli ei sielläkään ollut itseltään selvä, vaikka sen juurtuminen oli hajautuneen osakeomistuksen oloissa helpompaa. Suomessa keskustelun taustalla on liiketoiminnan kansainvälistymisen lisäksi ollut mm. valtion yhtiöiden yksityistäminen, institutionaalisten sijoittajien osuuden kasvu ja ammattijohtajien aseman vahvistuminen yrityksissä.<sup>23</sup>

#### ***Johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmät***

Suomalaisessa johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevassa keskustelussa suuri osa huomiosta on keskittynyt johdon optio-ohjelmiin.

Keskustelu on yleensä koskenut optio-ohjelmien hinnoittelua ja oikeudenmukaisuutta. Optio-ohjelmien pitkän aikavälin taloudellisten vaikutuksien pohdintaan ei keskustelussa ole kiinnitetty yhtä paljon huomiota.<sup>24</sup> Suomalaisessa keskustelussa optio-ohjelmiin on katsottu liittyvän sekä myönteisiä että ei-toivottuja vaikutuksia. Optioita pidetään oikein käytettynä hyvänä kannustimena, joka yhdistää omistajan ja henkilöstön intressit.

Toisaalta väärin mitoitettujen tai ajoitettujen optioiden on pelätty johtavan yritysten yksipuoliseen tai liian lyhytjänteiseen kehittämiseen. Optioiden keskittämisen harvoille on puolestaan pelätty vaikuttavan kielteisesti muiden työntekijäryhmien motivaatioon. Yritysjohdattajien ja poliitikkojen lisäksi myös ay-liike on reagoinut uuteen ajatte-

### Näkemyksiä optio-ohjelmista

Ministeri Jouko Skinnari totesi optiokeskustelun käydessä kiivaimmillaan: *”Se, että järjestelyt ovat näyttäneet eettisesti kyseenalaisilta tuottaessaan yritysten johdolle suuria korvauksia, johtuu lähinnä kahdesta seikasta. Ensimmäkin sopimuksen tekohetkellä määritelty hinta, jolla osakkeita voi hankkia on usein asetettu epärealistisen alhaiselle tasolle. Toiseksi, tiettyjen yritysten, joihin media kiinnittää muistakin syistä eniten huomiota, osakkeiden hintakehitys on ollut poikkeuksellisen voimakasta. Se puolestaan on nostanut järjestelmien edut tasolle, joka ei ole välttämättä ollut edes omistajan alkuperäisenä tavoitteena.”*<sup>25</sup>

Valtiovarainministeriön kansantalousosaston ylijohtaja Martti Hetemäki katsoo optioiden koituvan suomalaisen hyvinvointiyhteiskunnan eduksi. Optiot ovat hänen mukaansa *”erittäin hyvä duili erityisesti julkiselle sektorille”*, koska ne tuottavat valtiolle hyvin verotuloja.<sup>26</sup>

SRV Viitosen Holding Oy:n toimitusjohtaja Ilpo Kokkila puolestaan toteaa: *”Erityisesti kansainvälisesti toimivien yritysten on mitoitettava antamansa palkkiot kilpailijoiden eikä yleisen mielipiteen mukaan. Meidän tulisi olla tyytyväisiä, että aika moni suomalainen yritysjohtaja ja toimihenkilö on saanut merkittävän tulospalkkion, samoin kuin olemme ylpeitä Mika Häkkinen menestyksestä.”*

Keskustelussa on pidetty tärkeänä sitä, että huippuosaaajat säilyvät yrityksissä. Vaikka suhtautuminen optioihin ja johdon kannustimiin on ollut kirjavaa, niiden on yleensä tunnustettu olevan kansainvälisten sijoittajien edellyttämä realiteetti. Esimerkiksi Outokummun pääjohtaja Jyrki Juusela toteaa: *”Yksi syy optiojärjestelmän luontiin oli se, että ei-suomalaiset omistajat haluavat niitä. Kun tapaan matkoillani ulkomaisia sijoittajia, aina joku kysyy, mitkä ovat johdon kannustusjärjestelmät.”*<sup>27</sup>

lumalliin. Keskustelussa johdon optioita on pidetty mm. yhtenä syynä keskitetyn tupo-ratkaisun kariutumiselle syksyllä 1999.

Optio-ohjelmat ovat Suomessa suhteellisen tuore ilmiö. Uuden ajattelutavan sisäistäminen ei tapahdu hetkessä. Lisäksi kyse on amerikkalaisesta kulttuurista peräisin olevan mallin soveltamisesta uuteen ympäristöön. *”Optio-ohjelmissa onkin varmaan vielä paljon kehittämisen varaa, jotta ne eivät johtaisi ansiottomaan palkitsemiseen.”*<sup>28</sup> Kehittämistä onkin tapahtunut. Esimerkiksi Fortumin ja Soneran optiolainajärjestelyissä on mukana koko henkilöstö. Vastineeksi isommista eduista yritysten johdon pitää täyttää muuta henkilöstöä tiukemmat kriteerit, jotta optioedut toteutuvat. Ne toteutuvat vain, mikäli yhtiöt yltyvät vähintään samanlaiseen tulos- ja kurssikehitykseen kuin muut alan kansainväliset yritykset keskimäärin.<sup>29</sup> Keskustelua johdon kannustinjärjestelmien roolista ja merkityksestä kaivataan kuitenkin edelleen. Samoin optioiden pitkän aikavälin vaikutuksista olisi saatava lisää tietoa.

### **Hallitustyöskentely**

Hallituksen tehtävät, kokoonpano ja vastuu on ollut yksi suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevan keskustelun aiheista. Keskustelua on käyty mm. sisäpiirikysymyksistä ja niin sanotuista ”kiinanmuureista” (esim. vakuutusyhtiöiden johtajien kaksoisrooli pörssiyhtiöiden hallituksissa). Omistajien ja johdon toiminta eri sidosryhmien intressien tasapainottajana, yhtiön toiminnan valvojana ja strategisten tavoitteiden asettajana on keskustelussa koettu tärkeäksi. Kuitenkaan omistajavallan käyttöön ja yrityksen toiminnan ohjaamiseen ei Suomessa ole perinteisesti kiinnitetty kovinkaan paljon huomiota. Hallituksen jäseniltä ei myöskään ole kovin aktiivisesti vaadittu omistajaintressien toteutumisen valvomista.

Yksi johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevaan keskusteluun osallistuneista on Yhdyspankin entinen pääjohtaja Ahti Hirvonen,<sup>30</sup> joka on aktiivivuosinaan ollut mukana viidentoista suuren pörssiyhtiön hallituksessa tai hallintoneuvostossa. Hän kuvaa suomalaisessa hallitustyöskentelyssä tapahtuneita muutoksia kiinnittäen huomiota muun muassa siihen, että yritysten hallituksiin on tullut tavaksi valita ulkopuolisia asiantuntijoita. Samoja henkilöitä ei enää valita yhtä moneen hallitukseen kuin ennen. Samalla ristikkäiset hallitusten jäsenyydet ovat

vähentyneet, mikä on lisännyt hallitusten riippumattomuutta. Ahti Hirvosen mielestä hallitusten jäsenten korkeammalla ammattitaidolla ja riippumattomuudella on suuri merkitys. Hallituksen tehtäviä ja työjärjestyksiä on täsmennetty. Samoin kokousten valmistelua on tehostettu ja hallitukselle jaettavaa materiaalia on parannettu. Myös hallituksen jäsenten koulutukseen on kiinnitetty huomiota.

Vielä kuitenkin on parantamisen varaa. Ahti Hirvosen mukaan hallituksen oman toiminnan arviointi on vielä harvinaista, eikä hallituksessa vallitseva ilmapiiri usein suosi johdon esityksiä kyseenalaistavaa työskentelytapaa. Hallitukset eivät myöskään juuri kokoonnu ilman toimitusjohtajaa, vaikka se olisi tarpeen mm. toimitusjohtajan suoritusarvioinnin kannalta. Vaikka hallitus valitaan yhä useammassa yhtiössä vain vuodeksi, hallituskaudet saattavat silti muodostua vuosikymmenien mittaisiksi. Ahti Hirvonen katsoo puheenjohtajan roolin olevan uudessa hallituskulttuurissa entistä keskeisempi. Puheenjohtajan valintaan ja tarvittaessa vaihtamiseen tulisikin hänen mukaansa kiinnittää entistä enemmän huomiota.

Jatkossa hallitustyöskentelyn rooli yritysten kontrollimekanismina tulee todennäköisesti vahvistumaan. Kehityksen seurauksena hallitusten riippumattomuuden merkitys korostuu. Samoin ulkomaalaisten asiantuntijoiden määrä suomalaisten suuryritysten hallituksissa tulee todennäköisesti lisääntymään.

### **Omistajien varallisuuden maksimointi**

*”Omistaja-arvon kasvattaminen ei ole kertatavoite, vaan johtamistapa. Sen on oltava jatkuvaa ja johdonmukaista, keskittyttävä pääoman käytön tehostamiseen. Se johtaa yrityksen keskittämään voimansa ydinaloihinsa.” (Kevin Becker, Tiger Management)<sup>31</sup>*

Omistaja-arvon kasvattamiseen perustuva johtaminen on herättänyt keskustelua, varsinkin kun osakekurssien on nähty nousevan pörssi-yhtiön ilmoittaessa henkilöstövähennyksistä. Näin tapahtui esimerkiksi tammikuussa 1999, jolloin Stora Enso ilmoitti noin 2000 työntekijän vähentämisestä lähivuosina. Lisäksi runsaat osingonjaot yhdistettynä samanaikaisiin irtisanomisiin ovat herättäneet arvostelua. Esimerkkinä tästä on vakuutusyhtiö Pohjolan päätös jakaa omistajille lisäosinkoa vuoden 1999 alkupuolella. Samanaikaisesti yhtiö kävi neu-

votteluja 230 työntekijän vähentämisestä tulevaisuudessa.

Omistaja-arvo -ajatteluun kriittisesti suhtautuvat korostavat, ettei pelkkä osakkeenomistajan tuotto saa olla yritystoiminnan tavoite. Osakkeenomistajat ovat vain yksi tärkeä sidosryhmä. Muidenkin sidosryhmien, kuten esimerkiksi yhteiskunnan, asiakkaiden ja henkilökunnan tavoitteet tulisi ottaa huomioon. Tätä näkökulmaa ovat julkisuudessa edustaneet mm. Sammon pääjohtaja Jouko K. Leskinen ja SRV Viitokset Holding Oy:n toimitusjohtaja Ilpo Kokkila. ”En usko, että yksikään yritysjohtaja kykenee nyky maailmassa motivoimaan organisaatioitaan pelkän shareholder valuen avulla. Sen yksipuolinen korostaminen on uskoakseni tähän aikaan liittyvä ylilyönti, jolla ei ainakaan pohjoismaisessa ajattelussa ole pysyvää perustaa.” Ilpo Kokkila on todennut.<sup>32</sup> Jorma Ollila puolestaan totesi Nokian yhtiökokouksessa seuraavasti: ”Nokian pohjimmaiset arvot ovat asiakastyytyväisyys, yksilön kunnioittaminen, tuloksellisuus ja jatkuva oppiminen. Järjestys on tärkeä. Semmoinen tuloksellisuus, missä ihmiset eivät ole talossa tyytyväisiä, ei ole mistään kotoisin.”<sup>33</sup>

Oheinen katkelma OECD:n työryhmän raportista on kansainvälinen esimerkki kaikki sidosryhmät huomioon ottavasta ajattelusta. Siinä omistaja-arvon kasvattamisen todetaan olevan sangen pelkistetty näkemys maailmanlaajuisilla markkinoilla toimivan yrityksen tehtävästä.<sup>34</sup>

*Most industrialised societies recognise that generating long-term economic profit (a measure based on net revenues that takes into account the cost of capital) is the corporation's primary objective. In the long-run, the generation of economic profit to enhance shareholder value, through the pursuit of sustained competitive advantage, is necessary to attract the capital required for prudent growth and perpetuation.*

*However, “generation of long-term economic profit to enhance shareholder value” is an overly simple description of the task facing corporations. Corporations must succeed in complex and unusually competitive global markets – competing not only in selling goods and services, but also in attracting capital and human resources.*

Omistuksen arvon ja omistajan lisäarvon maksimoinnin on pelätty ajavan yritykset lyhytnäköiseen voitontavoitteluun sekä johtavan tiukkoihin kustannusleikkauksiin ja johdon kapeakatseisuuteen.

Toisin sanoen omistajakeskeisen kulttuurin on arveltu ylikorostavan lyhyttä tähtäystä ja aliarvostavan tiettyjä pitkän tähtäimen kustannuksia, kuten tutkimus- ja kehitysmenoja. Kansainvälisillä markkinoilla menestyminen vaatii yrityksiltä kuitenkin innovatiivisuutta ja jatkuvia ponnisteluja kilpailuedun säilyttämiseksi. Tämä puolestaan edellyttää investointeja konkreettisten tuotannon tekijöiden lisäksi aineetomaan varallisuuteen, kuten tutkimukseen ja tuotekehitykseen, työntekijöiden koulutukseen, tietojärjestelmiin, organisaation kehittämiseen ja suhteiden ylläpitoon liikekumppaneiden kanssa.

PA Consulting Groupin tekemän kyselyn mukaan lähes kaikki (98 %) kyselyyn vastanneista suomalaisyrityksistä sanoivat kannattavansa omistaja-arvo -ajattelun periaatetta ja lisäarvon tuottamista osakkeen-omistajille.<sup>35</sup> Julkisuudessa omistuksen arvoon ja omistajan lisäarvoon pohjautuvaa ajattelumallia ovat puoltaneet useat suuryritysten johtajat. Ajattelumallia on puoltanut myös professori Bengt Holmström, jonka mukaan amerikkalainen malli voi olla tehokas sellaisissa rakennemuutoksen olosuhteissa, joissa pääomaa pitää ”kuljettaa pitkiä matkoja”, esimerkiksi irrottaa sitä paperiteollisuudesta ja sijoittaa huipputekniikan yrityksiin.<sup>36</sup> Toisaalta omistaja-arvo -ajattelun kannattajat ovat usein todenneet, että yrityksen menestyminen pitkällä tähtämellä edellyttää kaikkien sidosryhmien huomioon ottamista. Omistaja-arvo -ajattelun ja eri sidosryhmien tavoitteiden huomioon ottamisen ei tällöin katsota olevan ristiriidassa keskenään.

Liiketoiminnan eettisiin periaatteisiin on alettu kiinnittää lisääntyvässä määrin huomiota niin kansainvälisesti kuin myös Suomessa. Esimerkiksi UPM-Kymmenen toimitusjohtaja Juha Niemelä on todennut yrityksen moraalisisista velvoitteista seuraavasti: *“Globalisoituneen metsäteollisuuden on voitava pitää kiinni moraalisisista velvoitteistaan, vaikka sijoittajat vaativat pääomalleen korkeaa tuottoa. Yritysten kansainvälistyessä myös metsäteollisuuden on ymmärrettävä vastuunsa monialaisesti. Jos yrityksen moraalit ja osakkeenomistajien edut ovat ristiriidassa, joustaa lopulta pääoman tuottovaatimus.”*<sup>37</sup> Myös kirkko on osaltaan osallistunut yhteiskunnalliseen keskusteluun laatimalla sijoitustoiminnalleen eettiset periaatteet. Pankeista esimerkiksi Leonia on perustanut eettisen rahaston. Conventumin Vision -rahasto puolestaan on esimerkki rahastoista, jotka pyrkivät sijoittamaan vain sellaisiin yrityksiin, jotka palkkaavat lisää ihmisiä ja kohtelevat henkilöstöään hyvin.



# 3

## Johtamis- ja valvonta- järjestelmien muutokset – vuosikertomus- ja haastatteluaineiston analyysi

Tämän luvun empiirinen aineisto koostuu 30<sup>38</sup> yrityksen vuosikertomus-*ym. julkisesta materiaalista sekä haastatteluista, jotka suoritettiin osin samojen yritysten ylimmän johdon ja hallitusten edustajien kanssa. Kaikkiaan haastateltiin 30 tutkimusyri-tyksestä 16:ta. Kohdeyritykset valittiin siten, että ne mm. edustavat Suomen talouden kannalta keskeisiä toimialoja. Haastatellut henkilöt edustavat joko yritysten ylintä johtoa ja/tai toimivat niiden hallituksissa.*

*Analyyseissä tukeudutaan myös aiemmissa tutkimushankeissa tehtyihin haastatteluihin, joissa haastateltiin osin samasta aihepiiristä suurehkoa joukkoa kotimaisia rahoitus- ja sijoittajasuhteiden johtamisesta vastaavia ammattilaisia (analyytikot, yritysten sijoittajasuhdejohtajat).*

*Tutkimuksen empiirisessä osassa haastattelimme yhtä tai useampaa johdon tai yrityksen hallituksen edustajaa seuraavista 16 yrityksestä:<sup>39</sup>*

- *Ahlström*
- *Alma Media*
- *Eimo*
- *F-Secure*
- *Cultor (Danisco)*
- *Metsä-Serla*
- *Nokia*
- *Outokumpu*
- *Partek*
- *Raisio Yhtymä*
- *Sanoma-WSOY*
- *Sonera*
- *Stonesoft*
- *StoraEnso*
- *TietoEnator*
- *WSOY.*

### 3.1 Yritysten hallintoelinten muutokset

Suurimmassa suomalaisyrityksissä keskeisimpien hallintoelinten (hallitus, hallintoneuvosto) rakenteessa, määrässä ja sekä keskinäisissä suhteissa että suhteissa johtoon näyttää tapahtuneen merkittäviä muutoksia. Kolmanneksi keskeiseksi epäviralliseksi hallintoelimeksi on 1990-luvulla noussut Yhdysvalloista peräisin oleva sijoittajien ja omistajien suora vuoropuhelu yrityksen johdon kanssa.

### Hallintoneuvostoja on lopetettu

Tarkastelujakson (1990-luku) aikana suuryritysten hallintoneuvostojen määrä väheni olennaisesti. Kun vielä vuoden 1989 lopussa kahdessa yrityksessä kolmesta oli hallintoneuvosto, kymmenen vuotta myöhemmin 30 suurimman joukossa se oli enää kuudessa yrityksessä (kuvio 3.1).

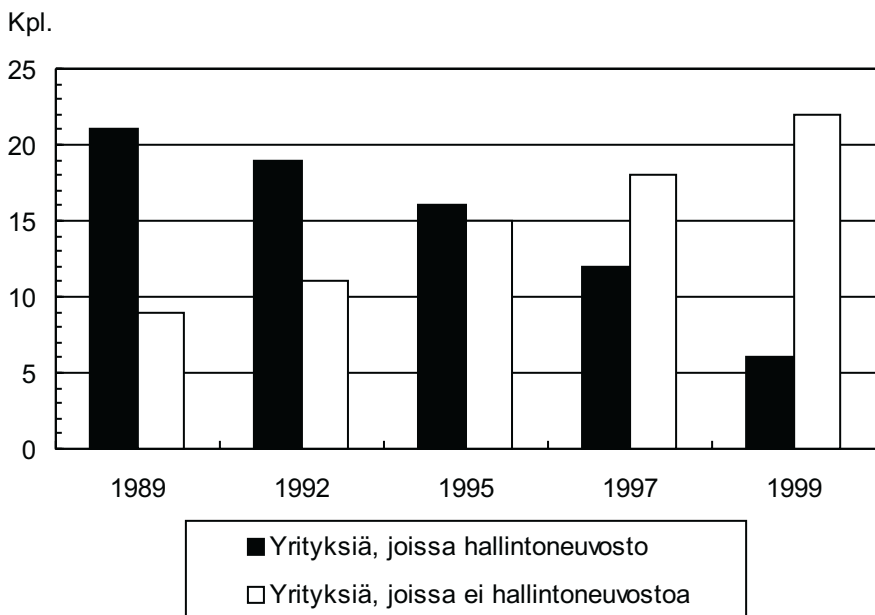
Ne yritykset, joissa hallintoneuvosto oli vielä vuonna 1999 olivat valtionyhtiöitä (Rautaruukki, Outokumpu, Kemira), osuustoiminta-aatteeseen jotenkin kytkeytyneitä yrityksiä tai tukkukauppoja (esim. HPY, Kesko). Myös suomalaisissa pankeissa tulee lain mukaan tois- taiseksi olla hallintoneuvosto.

Haastattelujen perusteella näyttäisi siltä, että ulkomaalaisomis- täjien signaalit olisivat osaltaan olleet vähentämässä hallintoneuvos- toja suomalaisyrityksistä:

*”Ulkomaiset sijoittajat eivät ole hallintoneuvostoista kovin kriittisiä; sa-*

### Kuvio 3.1

Hallintoneuvostot suurimmissa suomalaisyrityksissä



*noivat kyllä, että sellaisen olemassaolo voi laskea osakkeen arvoa pari penceä per osake.”*

*”Hallintoneuvostojen vähentyminen: tämä ulkomaalaisten omistajien/sijoittajien selvää vaikutusta.”*

*”Hallintoneuvostot periaatteestakin pahasta, eikä niillä juuri asemaa oikeastaan ole ollutkaan.”*

*”Hallintoneuvostoasia tulee sijoittajatapaamisissa esille, mutta [sijoittajat] hyväksyvät kyllä, kun tajuvat, ettei sillä ole valtaa.”*

*”Hallintoneuvostot: jenkisijoittajille bullsbitiä.”*

Vastoin yleistä trendiä eräs haastateltu piti hallintoneuvostoja hyödyllisinä asiakaskunnan edustajina.

*”Hallintoneuvoston merkitys on [kyllä] kutistunut; meidän tapauksessamme olen kuitenkin nähnyt hallintoneuvoston tarpeellisena, sillä siinä on edustettuna laaja asiakasomistajakunta.”*

Samankaltaisin perustein muutama haastatelluista piti hallintoneuvostoa perusteltuna pankeissa, joissa myös asiakasomistajat ovat edustettuina:

*”Pankkeilaissa edellytetään pankeille hallintoneuvosto. Siellä sille voi olla joitakin perusteluja.”*

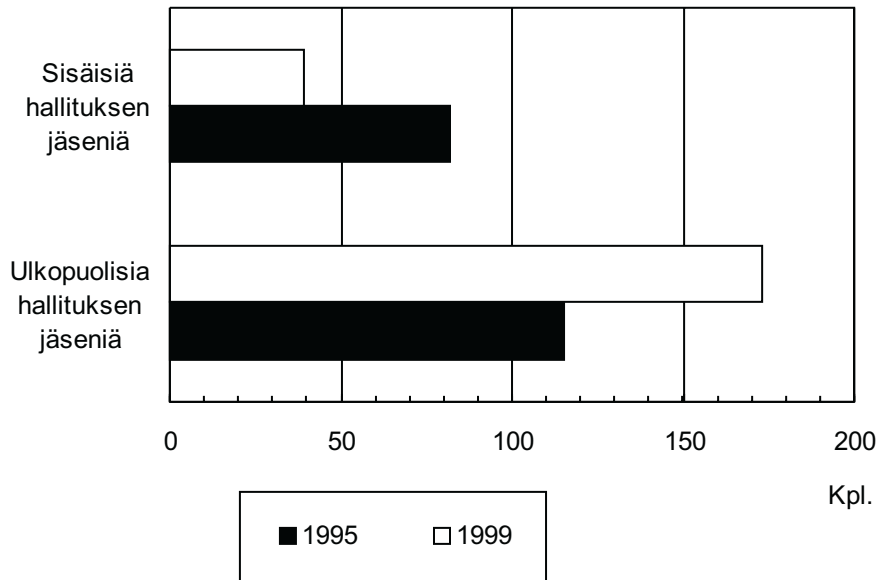
### **Hallitusten rakenne on muuttunut**

Anglosaksisen johtamis- ja valvontajärjestelmän piirteet suomalaisyritysten johdon hallinnoimisessa on selvästi lisääntynyt 1990-luvulla. Tämä näkyy ainakin kolmella tavalla: (1) ulkopuolisten hallitusjäsenten määrän kasvu suhteessa yritysjohdon hallituspaikkoihin, (2) ulkopuolisten asiantuntijajäsenten (vs. esim. suurten omistajien tai ns. affiliate-jäsenten) määrän kasvu suomalaisyritysten hallituksissa, (3) ulkomaalaisten hallitusjäsenten määrän kasvu suomalaisyritysten hallituksissa.

Kuviosta 3.2 nähdään, että hallitusten rakenne on muuttunut. Yritysjohdon sijaan hallituksissa istuu entistä enemmän yrityksen ulkopuolisia jäseniä. Nämä henkilöt eivät toimi yrityksen operatiivises-

### **Kuvio 3.2**

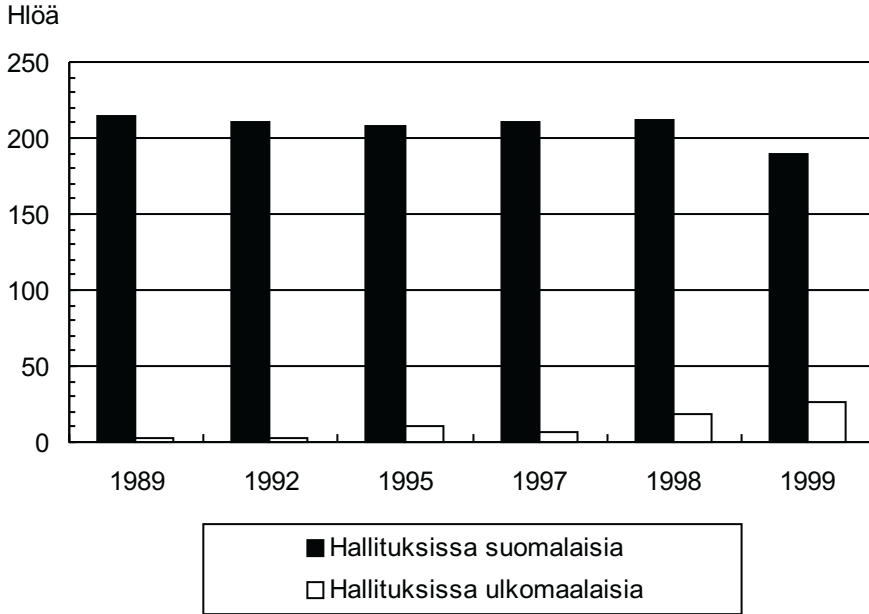
**Ulkopuolisten vs. sisäisten hallitusjäsenten määrä suurimmissa (30 kpl) suomalaisyrityksissä 1995 ja 1999**



sa johdossa, jolloin heillä on paremmat mahdollisuudet valvoa ja kyseenalaistaa johdon toimintoja. Näyttää myös siltä, että yritysten hallituksilta vaaditaan aiempaa enemmän. Tästä syystä hallituksiin on ilmaantunut todellisia ulkopuolisia – eri alojen asiantuntijoita, jotka eivät edusta suuromistajia vaan ainakin periaatteessa koko omistajakuntaa ja jotka tuovat lisäarvoa hallitustyöskentelyyn ja yritykseen oman erikoisalansa asiantuntemuksellaan.

Ulkomaalaisomistuksen lisääntyessä nousee esiin kysymys siitä, miten kasvanut ulkomaalaisomistus heijastuu yritysten toimintaan. Kuviossa 3.3 tarkastellaan ulkomaalaisten henkilöiden määrää yritysten hallituksissa.

Kun vielä 1990-luvun alkupuolella hallituksen ulkomaalaisjäsenet olivat lähes poikkeuksetta suurten yksittäisten omistajien edustajia (esim. Partekissa, Cultorissa, Pohjolassa), 1990-luvun lopulla ja vuoden 2000 yhtiökokouksissa on tarkasteltujen yritysten hallituksiin valittu useita ulkomaalaisjäseniä, joita lienee lähinnä pidettävä asiantuntijajäseninä. Tällaisilta vaikuttavat ainakin UPM-Kymmenen ja Noki-

**Kuvio 3.3****Ulkomaalaiset suurimpien suomalaisyritysten (30 kpl) hallinnossa**

an ulkomaalaisjäsenet, joskin jälkimmäisen yhtiön johto korostaa, ”ettei kansallisuudella ole väliä” [vaan asiantuntemuksella] viitaten samassa yhteydessä suomalaiseen, kansainväliseen professoriin Bengt Holmströmiin.

Myös kotimaisten ulkopuolisten asiantuntijajäsenten, sekä miesten että naisten, määrä näyttää lisääntyneen 1990-luvun lopulla ja vuonna 2000. Esimerkkejä ovat vaikkapa eräät Nordic Baltic Holdingin, F-Securen, Stonesoftin, HPY Holdingin, Outokummun ja Huhtamäki van Leerin hallituksen jäsenet.

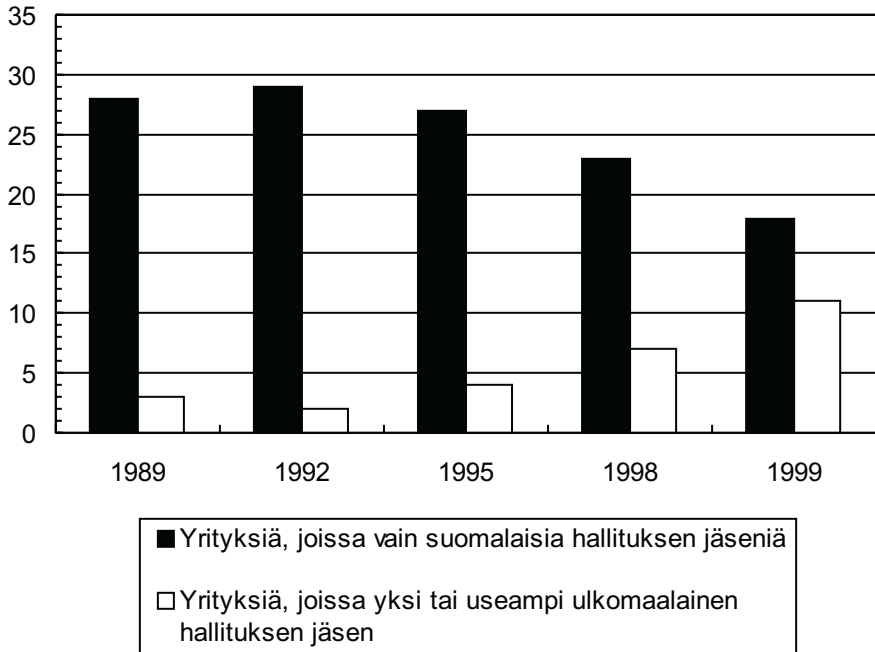
Yrityksen ulkopuolisten henkilöiden määrän kasvaessa myös hallitustyöskentely on muuttunut formaalimmaksi sisäisiin hallituksiin verrattuna. Hieman toisin kuin muiden yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmissä tapahtuneiden muutosten osalta hallitusreformieja ei niin suoraan liitetty kansainvälisiin sijoittajiin ja omistajiin. Vain kaksi haastateltavista viittasi melko suoraan vaikutukseen:

*”Suomen ulkopuolelta kotimainen board ei olisi näyttänyt hyvältä. Kan-*

### Kuvio 3.4

Yritykset, joissa vain suomalaisia hallituksen jäseniä vs. yritykset, joissa myös yksi tai useampi ulkomainen hallituksen jäsen

Kpl.



*sainväliset sijoittajat arvostavat diversiteettiä hallituksessa.”*

*”Keskustelu itsenäisten hallituksen jäsenten tarpeesta on lisääntynyt. Tämä on näkynyt hieman myös käytännössä. Tämä on ollut amerikkalaistumisen positiivista vaikutusta.”*

Koska pääosa suomalaisyritysten hallitusten jäsenistä kuitenkin edelleen on suurten suomalaisten omistajaryhmien edustajia, voitaneen sijoittajien joidenkin yhtiöiden omistusrakenteeseen kohdistama kritiikki tai signaalointi ottaa myös epäsuorana viestinä toivotuista hallitusuudistuksista. Erityisesti niissä yrityksissä, joissa valtio on tätä kirjoitettaessa yhä enemmistö- tai ainakin suuromistaja, valtion omistajarooli tuli näiden yritysten johtajien mukaan toistuvasti esiin sijoittajatapaamisissa: *”Valtio-omistus on sijoittajien suurin huoli”*.

Muutosta, jossa on siirrytty pois kotimaisten instituutioiden ”pai-

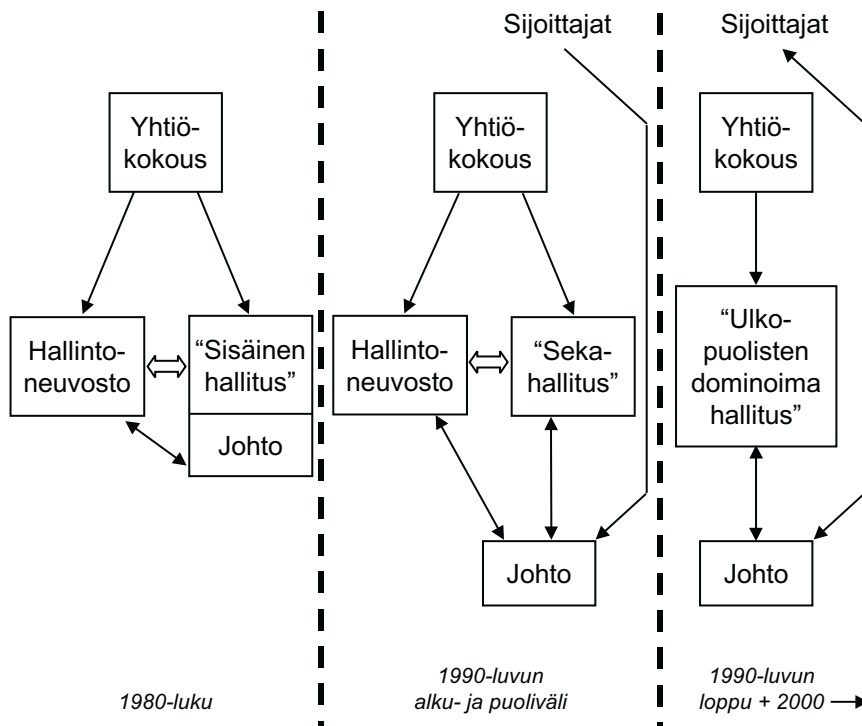
mennuksesta” on pidetty signaalina markkinoille siitä, että yritys pyrkii aidosti kansainväliseksi eikä kotimaiseksi ”klubiksi”. Toisaalta useassa nopeasti arvoaan kasvattaneessa teknologiayrityksessä pahoiteltiin sitä, että suomalaisilla institutionaalisilla sijoittajilla joko ”hermot ovat pettäneet” ja/tai niiden sijoitustoimintaa ohjaavat säännöt ovat pakottaneet myymään omistuksia. Suomalaisen pääomapohjan rapautuessa yritykset ovat olleet osin pakotettujakin etsimään sijoittajia ulkomailta taatakseen pääoman saannin.

### 3.2 Hallintoelinten muutokset – yhteenveto

Yhteenvetona voidaan todeta, että suomalaisyritysten hallinto-neuvostojen ja hallitusten sisäisessä rakenteessa ja edellisten määräsä on myös tapahtunut muutoksia. Muutokset näyttävät tapahtuneen

#### Kuvio 3.5

Suomalaisyritysten hallintojärjestelmän muutoksia





karkeasti ottaen kolmivaiheisesti (kuvio 3.5).

Suomalaisyrittäjien hallitusreformit näyttävät olevan sekä dokumenttimateriaalin että haastattelujen perusteella selkeästi kytköksissä toisiinsa. Hallitusreformissa voidaan erotella ainakin seuraavat vaiheet: (1) hallintoneuvostot ja yrityksen johdon muodostamat sisäiset hallitukset, (2) hallintoneuvostojen poistuminen, johdon ulkopuolisten jäsenten (omistajien edustajien) tulo hallitukseen ja (3) asiantuntijajäsenten (ml. naisten) painoarvon kasvu hallituksissa.

Kaikkiaan seuraavassa esitetyt muutokset ajankohtineen jo viittaavat tietyn tyyppiseen suomalaisten hallintoelinten muutosmalliin. Useat yksittäisiin yrityksiin painottuneet haastattelut tukevat mallia. Tietysti suuryritysten joukossa on yrityksiä, (a) joissa ko. tyyppisiä muutoksia ei ole koskaan tapahtunut eikä kenties enää tapahdukaan (uudet IT-yritykset, Partek), (b) yrityksiä, joissa jokin vaihe (2 tai 3) tai sen osa saattaisi olla vielä edessä (Outokumpu, Raisio, Sonera) ja (c) yrityksiä, joissa muutokset ovat tapahtuneet hyvinkin eri aikoina ja eripituisina periodeina (esim. Nokia vs. Cultor).

### **3.3 Tavoitteenasetanta ja yritysjohdon toimintakenttä**

#### ***Tavoitteenasetanta***

Kansainvälisiä pääomamarkkinoita ja siellä toimivia analyytikkeitä ja salkunhaltijoita kiitettiin erityisesti teknologiayhtiöissä asiantuntimuksesta. Markkinat asettavat yrityksille merkittäviä haasteita – ulkomaalaisomistus ja kansainväliset sijoittajat ovat jämäköittäneet tavoitteenasetantaa. Markkinat myös palkitsevat onnistumisesta arvonnousulla:

*”Kansainvälinen markkinapaikka altistaa yrityksen sellaiseen läpivalaisuun, että asioiden on oltava kunnossa. Jos ei ole, niin punttisalille treenaamaan.”*

Monet hiljattain listautuneet omistajayrittäjät puhuivat myös myönteisesti tästä markkinoiden läpivalaisuudesta sekä analyytikkojen kautta saatavasta informaatiosta. Listautuminen pakottaa tarkentamaan yrityksen tavoitteita ja strategioita ja ne tullaan listautumispro-

sessin aikana moneen kertaan testaamaan. Muutamat haastateltavat pitivät erityisen kiinnostavana analytikkojen kanssa käytävää keskustelua kilpailijoista sekä heidän näkemyksistään alan kehittämisessä.

Erityisesti tulostavoitteista nousivat esiin (a) markkina-arvoon liittyvät tavoitteet sekä (b) sijoitetun pääoman tuottoon liittyvät tavoitteet. Molemmat liitettiin useissa haastatteluissa varsin suoraan ulkomaalaisomistukseen ja/tai koventuneeseen kilpailuun. Vaikka haastatteluissa omistaja-arvo ja sen kasvattaminen näytettiin yleisellä tasolla nostetun keskeiseen asemaan lähes kaikissa tarkastelluissa yrityksissä, täsmällisiä markkina-arvotavoitteita ei juuri ilmaistu. Täsmällisimmätkin luonnehdinnat olivat hyvin yleisiä, kuten seuraavat esimerkit osoittavat:

*”Minkä tahansa yrityksen perimmäinen päämäärä on tuottaa lisäarvoa omistajilleen.”*

*”Markkina-arvoajattelu on korostunut.”*

*”Listautumisen myötä shareholder value tullut vahvaksi.”*

*”Niin pian kuin uusi todellisuus valkeni, jouduimme shareholder value -ajatteluun.”*

*”Peruslähtökohhta: yritys tuottaa omistajilleen rahaa. Tämä edellyttää, että arvonmuodostus on terveellä pohjalla, osinko on riittävä, osake on riittävän likvidi. Ja lisäksi pitää olla oikeanlainen corporate governance.”*

*”Muutokset eivät aluksi tapahtuneet ulkomaalaisomistuksen ’vuoksi’. Pikemminkin taustalla EU:n integraatio ja yleisesti koventunut kilpailu. Näistä johtuen tulostavoitteet jotakuinkin nelinkertaistuivat. Nyt käyttäytymistä ohjaa erittäin paljon uusi talous ja yrityksen arvonnousun kehitys.”*

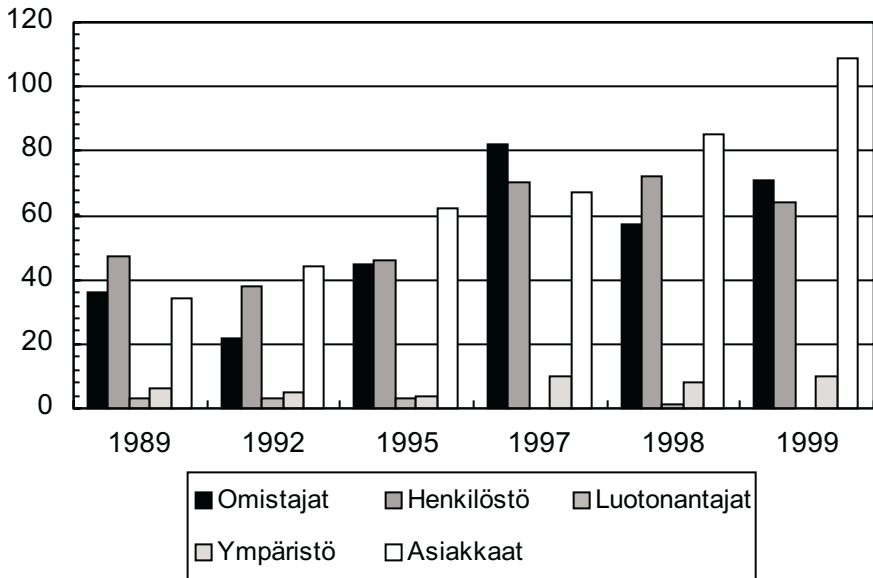
On mahdollista, että täsmällisempien markkina-arvotavoitteiden ilmaisemattomuus heijastelee tehtävän vaikeutta: yritykset eivät luonnollisesti itse säätele arvoaan markkinoilla, vaan markkinat määrittävät yrityksen arvon. Markkinoiden kehityksen ennustaminen taas on tunnetusti vaikea tehtävä.

Osakkeenomistajien aseman vahvistuminen yritysten tavoitteenasetannassa näkyy selvästi kuvassa 3.6. Kuvio perustuu yksinkertaiseen laskelmaan siitä, kuinka usein sidosryhmä mainitaan yritysten vuosikertomuksista. Omistajamainintojen määrän selvä kasvu 1990-luvun alusta on yksi kuvan keskeisistä viesteistä. Toisaalta asiakkai-

### **Kuvio 3.6**

**Kuinka usein eri sidosryhmät mainitaan vuosikertomusten toimitusjohtajien katsauksissa**

Mainintojen määrä



den merkitys yritysten vuosikertomusretoriikassa näyttää kasvaneen vielä merkittävämmäksi.

### **Yritysjohdon tehtäväkentän muutos sijoittajavetoisuuden kasvun aikana**

Yritysjohdon tehtäväkenttä on muuttunut merkittävästi viime vuosina. Tässä tekstiosiossa keskitytään joihinkin ulkomaalaisomistuksen kasvuun ja kansainvälisten pääomamarkkinoiden avautumisen mukanaan tuomiin uusiin tai ainakin selvästi merkitystään kasvattaneisiin piirteisiin: sijoittajasuhteiden hoitoon (Investor Relations, IR) ja johdon ajankäytön uudelleenallokoitumiseen IR:n myötä. Haastattelujen perusteella lisääntynyt ulkomaalaisomistus ja sen kautta suodattunut shareholder value -periaate näyttävät miltei itsestään selvästi olevan kummankin taustalla.

Periaatteessa yksinkertaisin organisatorinen muutos, jonka sijoit-

tajasuhteiden merkityksen kasvu on yrityksissä saanut aikaan, on IR-yksiköiden ilmaantuminen yrityksiin. Kuvio 3.7 kertoo siitä, kuinka monessa tarkastelemassamme 30 yrityksen vuosikertomuksessa sijoittajasuhteet on eri aikoina mainittu.<sup>40</sup>

Sijoittajasuhteiden keskeisyyden kasvu – tapahtuipa suhteiden hoito sitten henkilökohtaisissa tapaamisissa, puhelinkeskusteluina, road show- tai Capital Market Day -tyyppisissä tilaisuuksissa – on merkinnyt yritysten ja johdon näkökulmasta IR-toimintojen kasvua, johdon ajankäytön muutoksia sekä myös kommunikaatio-ongelmia.

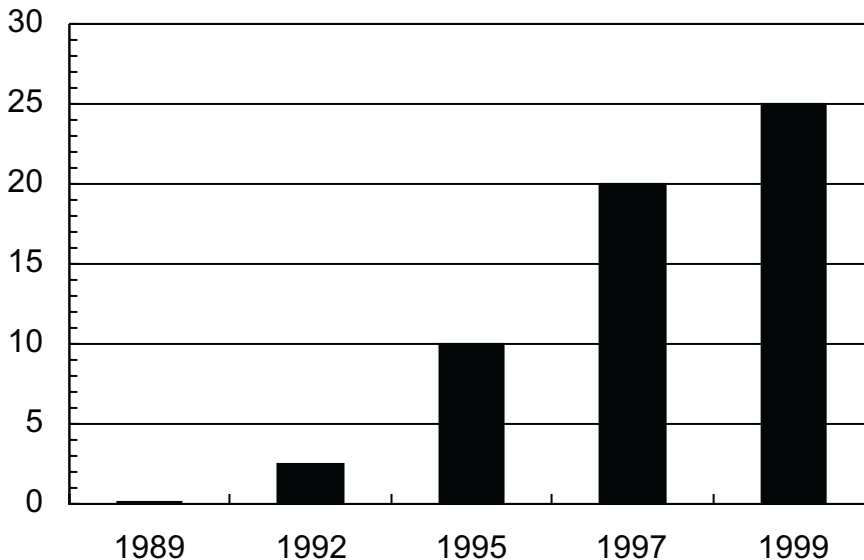
Sijoittajasuhteiden organisointi yrityksissä näyttää vaihtelevan ainakin yrityksittäin. Moniin organisaatioihin on ilmestynyt erillinen – usein kooltaan pieni – sijoittajasuhde- tai IR-yksikkö. Yhtiöillä on erillinen sijoittajasuhteista vastaava henkilö tai useita henkilöitä. Tämän perusratkaisun ohella on myös muita [kahden keskeisen ja suuren suomalaisen teollisuusyrityksen johtajat]:

*”Meillä on toimitusjohtajan ja IR-porukan lisäksi suuri joukko muita hen-*

### Kuvio 3.7

#### Sijoittajasuhteet 30 suomalaisyrityksen vuosikertomuksissa

Yrityksiä (kpl), joiden vuosikertomuksessa sijoittajasuhteet on mainittu



*kilöitä, joille [spesifeistä sijoittasubdeksymyksistä kiinnostuneet] sijoittajat/analytiikot voidaan ohjata.”*

*”Sijoittajasuhteiden hoito on toimitusjohtajalla.”*

Vuimeinen esimerkki kuvaa hyvin tilannetta, jossa ylin johto nykyisin toimii. Sijoittajasuhteiden hoitoon kuuluu yhä enemmän ylimmän johdon ajasta, kuten taulukko 3.1 osoittaa.

Sijoittajakeskeinen toimintaympäristö on tuonut useita haasteita yritysten viestinnälle. Yhtäältä tämä koskee yritysten sisäistä viestintää, ja toisaalta viestintää yrityksen ulkopuolelle. Myös arvopaperimarkkinalaki edellyttää, että yrityksen (johdon) jakaman informaation on oltava tasapuolista ja yhdenmukaista ja siis kaikille samaa. Osakemarkkinat odottavat myös läpinäkyvää informaatiota.

Sijoittajasuhteisiin ja omistuksen kansainvälistymiseen liittyvä muutos johdon työssä on ollut kommunikoinnin uudet haasteet ja rajoitteet. Kansainvälisten sijoittajien tärkein tavoite on pääoman tuotto. Vanhan talouden yrityksissä<sup>41</sup> tuoton pitäisi sijoittajien mielestä tulla entistä nopeammin ja olla kooltaan kohtuullinen, uuden teknologian yrityksissä voiton tulisi olla vähintään kohtuullinen tai pidemmällä aikavälillä jopa jättiläismäinen riskitasosta riippuen.

Talouden vanhan ytimen aloilla kommunikaatio-ongelma heijastuu siinä, että aloille tyypillisten suurten investointien ’myyminen’ kansainvälisille sijoittajille tulisi omistaja-arvo -ajattelun mukaan aloittaa hyvissä ajoin, ”koska sijoittajat eivät pidä yllätyksistä – minkäänlaisista”,

### Taulukko 3.1

#### Esimerkkejä johdon ajankäytöstä sijoittajasuhteisiin

Yrityksen tyyppi	Johtajan työajasta sijoittajasuhteisiin
Ns. uusi talouden ydin	12 päivää vuodessa. Pysynyt suunnilleen samana -94 saakka.
Ns. uusi talouden ydin	Nykyisin n. 20%, IR-manager hieman supistunut.
Ns. uusi talouden ydin	Alussa hirveästi. Jatkossa 20-30%, mikä on kyllä liikaa.
Ns. vanha talouden ydin	20% työajastani.
Ns. vanha talouden ydin	Lisääntynyt. Nykyisin noin 5-10 työpäivää vuodessa.
Ns. vanha talouden ydin	20%. Lisäksi meillä on IR-manager ja talousjohtaja.
Ns. vanha talouden ydin	Noin 10% työajastani.

mutta silloin sama informaatio tulisi jakaa samanaikaisesti kaikille relevanteille osapuolille. Vastaavasti uuden talouden yrityksissä saattaa olla niin, että henkilöstö saa lukea merkittävistäkin asioista vasta lehdistä tai pörssitiedotteesta, ei yhtään aikaisemmin. Hieman samankaltaisesti eräät johtajat yrityksissä, joissa on sekä vanhan talouden että uuden talouden toimintoja, näkivät, että tiedottaminen merkittävistä investoinneista ”uuteen talouteen” on myös demokraattisuuskysymys. Vanhan talouden toimintojen henkilöstö saattaa kokea arvonsa laskevan. Toisaalta jotkut haastateltavista pitivät tämänkaltaista kehitystä luonnollisena osana talouden luovan tuhoutumisen prosessia:

*”En yhdy näkemykseen, että [shareholder value -ajattelumallissa] kynnys ottaa lisähenkilöstöä olisi korkeampi tai irtisanoa vanhaa matalampi kuin aiemmin. Jos näin olisikin, tämä olisi vain osa talouden luonnollista uudistautumista – henkilöt hakeutuisivat heille ominaisempaan työhön.”*

### 3.4 Optiot ja bonukset osana yritysten kannustinjärjestelmiä

Haastatelluissa 16 suomalaisyrityksessä kannustimet näyttivät jakaantuneen karkeasti ottaen kahteen eri tyyppiin: (a) erilaisiin bonuksiin ja (b) optioihin. Yleisesti ottaen palkitseminen voidaan jakaa instrumenteittain esim. seuraavasti:

Palkkiomuoto	Aikajänne
Palkka	kk
Bonus	vuosi
Optiot	n vuotta

Yleisesti ottaen omistaja-arvo -ajattelu, kansainväliset sijoittajat ja kilpailu osaajista nähtiin kannustinjärjestelmämuutosten selkein taustavaikuttajina:

*”Sijoittajat eivät kysy meiltä: saatteko hyviä ihmisiä – meillä ei ole ongelmaa Suomessa rekrytoida tärkeitä ihmisiä. Sen sijaan he kysyvät, onko optioita tai bonuksia.”*

*”Sijoittajat kysyvät johdon osakekeenomistuksesta - johdon sitoutumisesta.”*

*”Kansainväliset sijoittajat tykkäävät enemmän johdon optioista. Toisaalta, aloille, joilla henkilöstön saatavuus ja pitäminen on ongelma, laajemmat henkilöstöoptiot hyväksytään.”*

*”Henkilöstöoptiojärjestelmän taustalla kansainvälinen, kova kilpailu henkilöstöstä.”*

## **Bonukset**

Erilaiset ja erilaisiin mittareihin sidotut johdon ja toisinaan myös avainhenkilöiden ja henkilöstön bonusjärjestelmät ovat laajasti käytössä. Sen sijaan suuria eroja on siinä, mihin bonusten laskentamallit perustuvat. Joissakin yhtiöissä bonusjärjestelmät on kytketty markkina-arvojen kehitykseen, toisissa ne ovat olleet toimialasidonnaisia, jolloin vertailukohtana on kansainvälisten kilpailijoiden markkina-arvojen kehitys. Haastateltujen yritysten joukossa tulosperusteiset bonusjärjestelmät näyttävät olevan hyvin yleisiä:

*”1980-luvulla käytössä oli SIPO (sidotun pääoman tuotto)-pohjainen kannustinjärjestelmä koko henkilöstölle; havaitsimme, että tällä emme voineet motivoida henkilöstöä. Nyt käytössä monenlaisia kannustinjärjestelmiä, jotka sidottuja mm. työn tuottavuuteen ja varastoon sitoutuneeseen pääomaan.”*

*”Bonus on kytketty tavoitekeskusteluihin, tavoitteiden saavuttamiseen sekä vuosibudjetin toteutumiseen. Konsernijohdolla on järjestelmässä ollut mahdollisuus aluksi 3 kk:n, sitten 4 kk:n palkanlisään. Divisioonajohtajilla vastaavat luvut ovat 2 ja 3.”*

*”Henkilöstön bonusjärjestelmä perustuu tiimin, liiketoimintayksikön ja koko yrityksen tavoitteiden täyttymiseen.”*

*”On tärkeää, että on kannustinjärjestelmiä, mutta henkilöstön pitää ymmärtää, mihin tämä perustuu; ylimmän johdon tulospalkkaus on sidottu EVAan [economic value added, taloudellinen lisäarvo]. Tällä ylin johto voi lisätä tulojaan jopa 40 %; liiketoimintayksiköissä samanlaiset järjestelyt.”*

## **Optiot**

Optiojärjestelyistä<sup>42</sup> on tullut keskeinen osa tarkastelemiemme

suomalaisten yritysten kannustin-, rekrytointi- ja toisinaan myös sitouttamisjärjestelmiä 1990-luvulla.

Optiojärjestelmät näyttävät poikkeavan tai muistuttavan yrityksittäin toisiaan enemmän sen mukaan, millä liiketoiminnan sektorilla yritys toimii (IT-, high tech versus 'talouden vanhan ytimen yritykset'). Lukuun ottamatta yhtä yritystä kaikilla tarkastelluilla 16 yrityksellä oli alkuvuonna 2000 käytössä jonkinlainen johdon optiojärjestely. Suurella osalla yrityksistä oli käytössä tuolloin myös laajempi, *avainhenkilöt* sisältävä optio-ohjelma. Erään kokeneen teollisuusjohtajan näkemyksen mukaan avainhenkilöiden optiojärjestelyiden lisääntyminen on varmaa. Myös koko henkilöstön optiojärjestelmät tulevat hänen mukaansa lisääntymään, mutta vain aloilla, joissa osaaminen ja tieto ovat keskeisimpiä tuotannontekijöitä. Tarkastelemassamme 16 suuryrityksen joukossa henkilöstöoptiot todella olivat käytössä tai tulossa käyttöön ns. 'uuden talouden ytimen' yrityksissä, kun taas 'vanhan ytimen' yrityksissä (erityisesti metsäteollisuus, perusmetalliteollisuus, perinteinen konepajateollisuus) ne eivät olleet käytössä eikä niitä ainakaan joissain jälkimmäisistä yrityksistä näytetä edes harkitun:

*"On silmänlumetta, että koko henkilöstön optiojärjestelmät toimisivat tämäntyyppisessä firmassa."*

*"Optiot konsernijohdolle, johdolle ja avainhenkilöille, tavoitteena rekrytointi ja sitouttaminen."*

*"Yhdysvalloissa johdon optiojärjestelmät ovat tällä alalla johtaneet voimakkaisiin ali-investointeihin 1990-luvulla."*

Uuden talouden (IT- & muu high tech) yrityksissä optiojärjestelmät ovat laajempia ja kattavat tyypillisimmin niin johdon, avainhenkilöt kuin koko henkilöstönkin:

*"Mahdollisista sektorikohtaisista corporate governance -mekanismeista sanoisin, että osaamisintensiivisillä aloilla on kaksi tyypillistä, erottavaa piirrettä: (1) laatujärjestelmien kehitys ja (2) henkilöstöoptiot."*

*"Useista optiojärjestelyistämme jo ensimmäinen suuntautui koko henkilöstölle."*

*"Meillä on ollut kolme optiojärjestelmää. Varsin tavalliseen tapaan ensimmäinen ohjelma suuntautui johdolle, sen jälkeen piiriä on laajennettu. Toisen*



*ohjelman yhteydessä yhtiön johdossa oli vääntöä siitä, pitäisikö ohjelma suunnata koko henkilöstölle vai ei, tuloksena oli kompromissi. Kolmas optiojärjestely suuntautui sitten jo koko henkilöstölle.”*

Osa yritysjohtajista otti myös yleisellä tasolla kantaa siihen, miten optiot kannustavat. Moni yritysjohtaja esitti näkemyksen, jonka mukaan optiot toimivat ainakin rekrytoinnissa:

*”Henkilöstöoptiojärjestelmämme taustalla on kova, kansainvälinen kilpailu henkilöstöstä. Kun yrityksemme [eräillä tuotteilla] kilpailee kansainvälisillä markkinoilla, on hyvälle työntekijöille tarjottava porkkanoita.”*

*”Omistajien kannalta optiot hyviä, mutta optioiden merkitys vähenee tuloerotuksen kautta. Perinteisillä firmoilla ei minkäänlaisia mahdollisuuksia saada työntekijöitä optioilla – IT-firmit hyvät kevyesti laudalta.”*

*”En vastusta optioita, mutta niiden pitäisi olla todella kannustavia [mitä ne eivät ole].”*

Moni yritysjohtaja näytti uskovan sekä optioiden rekrytointivaikutukseen että sitoutuneisuus/pitämisvaikutukseen:

*”Optiot eivät ole porkkana vaan haluamme niillä pitää henkilöt, jotka palkkaamme.”*

*”Kansainväliset sijoittajat pitävät enemmän johdon optioista. Kuitenkin aloille, joilla henkilöstön saatavuus ja pitäminen ovat ongelma, laajemmat henkilöstöoptiot hyväksytään.”*

*”Johdon optioidemme tavoitteena on rekrytointi ja sitouttaminen.”*

Muutammat johtajat olivat sitä mieltä, että optiot ovat hyvä elleivät välttämätön rekrytoinnin väline, mutta että niillä ei ole juuri tekemistä henkilöstön sitouttamisen kanssa (retention vs. recruitment):

*”Optiot rekrytointiin, ei retentioniin. Optiot toimivat, kun henkilöitä palkataan sisään (logiikka: edellisessä työpaikassa palkattavalla oli niin ja niin paljon optioissa – haluaa vähintään saman uudessakin työpaikassa), mutta eivät varsinaisesti toimi työntekijöiden pitämisessä ja motivoimisessa. Jälkimmäistä määräävät enemmän haasteellinen työ, onnistumisen tunteet – ei rahalla ihmistä pidä.”*

*”Optiot pitävät [henkilöt/johdon] hyhyellä tähtäimellä yrityksessä. Pidem-*

*mällä tähtäimellä muut asiat: esimerkiksi haastava työ.”*

Kaiken kaikkiaan näyttää siltä, että johdon ja avainhenkilöiden optiot ovat yleistyneet merkittävästi 1990-luvulla kaikissa yrityksissä. Ns. vanhan talouden yrityksissä optio-ohjelmat näyttävät rajoittuneen johdon ja (korkeintaan) avainhenkilöiden optioihin, kun taas ns. uuden talouden yrityksissä optio-ohjelmat ovat laajempia ja saattavat koskettaa koko henkilöstöä.

Mikä sitten on optioiden merkitys? Ensinnäkin optioiden avulla henkilöstön kiinnostus yrityksen arvon kehitystä kohtaan kasvaa. Toiseksi optioita voidaan hyödyntää rekrytoinnissa. Tällä hetkellä tilanne lienee kuitenkin pikemminkin niin, että koska optiot ovat kansainvälisillä johtajamarkkinoilla yleistyneet, yritysten on miltei mahdotonta hankkia päteviä johtajia ilman optio-ohjelmia. Optioiden lunastusehdoilla voidaan jossain määrin vaikuttaa johdon ja henkilöstön pysyvyyteen, mutta useampi haastateltava korosti sitä, että optioilla ei väkeä voida pitää. *”Jos sisäinen kulttuuri ei ole mielekäs ja työ ei tarjoa haasteita, henkilöt lähtevät”*. Kilpailevan rekrytoijan tulee tosin tarjota samalla myös kilpailukykyinen optio-ohjelma, mutta tämä on lähinnä järjestelykysymys.

### **3.5 Strategiaprosessit ja yritysten rakenteelliset muutokset**

#### **Strategiaprosessit**

1990-luvulla suurimpien suomalaisyritysten strategiaprosesseista näyttää tulleen entistä dynaamisempia, vähemmän kaavamaisia, suoraviisempia ja jatkuvampia prosesseja sekä oppimista aiempaa korostavampia. Prosessit eroavat voimakkaasti yrityksittäin, joten seuraavassa vain muutama yrityksen johdon lyhyt esimerkkikuvaus strategiaprosessiin liittyneistä muutoksista 1990-luvulla:

*”Strategiaprosessi on keventynyt aiemmasta. Enää ei tehdä niin laajoja tausta-analyysyjä kuin ennen, vaan painotus on nykyisin suurempi strategian toteutuksessa.”*

*”A. Shareholder value -ajattelu on tuonut mukanaan myös sen hyvän, että*

*nyt on aiemmin voimakkaammin mietittävä, mikä se strategia oikeastaan on.”*

*”B. Shareholder value-ajattelu edistää kansankapitalismia ja samalla pakottaa voimakkaammin johdon tekemään oikeita ratkaisuja.”*

*”Tavoitteenasetanta on selvästi jämäköitynyt. Strategiaprosesseista on tulleet oppimisprosesseja.”*

*”Aluksi meillä oli formaali prosessi, kahdesti vuodessa kokoonnuttiin, tarkistettiin ja mietittiin uudelleen. Nyt strategiaprosessi on jatkuvaa. Tavoitekeskusteluja käydään jatkuvasti: tiimit, liiketoimintayksiköiden vetäjät, corporation.”*

*”1970-luvun lopulla pitkät skenaariot. Syyllistettiin KTS-ajatteluun. 1990-luvulla visiot ja niiden toteuttaminen ovat nousseet keskeiseen rooliin. Strategiasta on tullut eräänlaista oppimista: kehittämistä, kokeilemista. Ja kansainväliset sijoittajat pitävät fokuksista.”*

## **Rakennemuutokset**

1990-luvun strategisista muutoksista ehkä näkyvin on ollut yritysten muuttuminen aiemmin monialaisemmista yrityksistä huomattavasti fokusoidummiksi. Aina 1980-luvun jälkipuolelle suomalaisyritykset olivat usein monialaisia siinä mielessä, että ne toimivat monilla eri tuotemarkkina-alueilla, jotka usein sijoittuivat myös aivan eri elinkeinoelämän sektoreille.<sup>43</sup> Kuvaavan ja osin huvittavankin, joskin äärimmäisen, esimerkin ”suomalaisesta monialaisuudesta”, tarjoaa Henry Mintzberg, joka toimittamassaan hyvin tunnetussa kirjassa ”The Strategy Process”<sup>44</sup> ilmaisee asian seuraavasti: ”konglomeraateissa... jokainen divisioona palvelee omia markkinoitaan, valmistaa toisiinsa liittymättömiä tuotteita – posliinia yhdessä, höyryjyriä toisessa jne”<sup>45</sup> [alaviitteessä: ”Kirjoitin tämän esimerkin varsin satunnaisesti ennen kuin törmäsin suomalaiseen yritykseen, joka tuottaa mm. maailman suurimpia jäänmurtajia ja hienoa posliinia!”]. Strategisen liikkeenjohdon kirjallisuudessa monialaisuutta (montako liiketoimintaa, kuinka suuria suhteessa toisiinsa, miten kytkeytyvät toisiinsa) on yleisesti pidetty yhtenä yrityksen tuloksellisuuteen (ml. markkina-arvoon) vaikuttavana tekijänä.<sup>46</sup>

Suuryrityksen monialaisuuden kuvaaminen on hyvin hankalaa.<sup>47</sup> Se tapahtunee parhaiten yrityskohtaisesti. Seuraavassa taulukossa on hahmoteltu suomalaisten yritysten erikoistumiskehitystä (=fokusoitu-

minen, monialaisuuden väheneminen) 1990-luvulla. Yksinkertaisena, mutta kuvaavaksi arvioituna mittarina on käytetty suurimman liiketoimintaryhmän osuutta yrityksen liikevaihdosta eri aikoina. Vertailulukuna on käytetty vuoden 1999 suurimman liiketoimintaryhmän liikevaihto-osuutta, jota on sittemmin jäljitetty yrityksen historiassa taaksepäin (taulukko 3.2).

Haastatelluissa yrityksissä oli selvästi havaittavissa voimakas erikoistutumiskehitys 1990-luvulla. Osa uusista teknologiayrityksistä (F-Secure, Stonesoft) olivat jo perustettaessa yhden toimialan/liiketoiminnan yrityksiä, Eimo on kehittynyt samansuuntaisesti kuin edellä esitettyssä taulukossa olevat yritykset keskimäärin.

Ydintoimintoihin keskittyminen, sen tarve ja kommunikointi sijoittajille tuli erittäin voimakkaasti esiin yritysjohtajien haastatteluisa. Pääosa yritysjohtajista näytti uskovan erikoistumisen olevan yritykselle oikea strategia. Tämän näkemyksen kiteytti kenties selkeimmin erään perinteistä teollisuudenalaa edustavan yrityksen johtaja sekä erään teknologiayrityksen johtaja:

### Taulukko 3.2

Eräiden suurten suomalaisyritysten fokuoitumiskehitys 1990-luvulla, suurimman liiketoimintaryhmän osuus liikevaihdosta, %

Yritys/liiketoimintaryhmä	1992	1995	1997	1999
Nokia/Mobile Phones	20	43	52	67
Kone/hissit, liukuportaat ja kunnossapito	74	100	100	100
Rautaruukki/teräs ja teräksen jatkojalostus	94	94	98	100
UPM-Kymmene/kemiallinen metsäteollisuus	74	81	80	76
Stora Enso/kemiallinen metsäteollisuus	80	75	85	85
Huhtamäki van Leer/pakkaukset	20	14	51	100
Tietoenator/tietotekniikkapalvelut	80	89	100	100
Partek/konepajateollisuus	28	35	59	83
Fiskars/kuluttajatuotteet	64	64	96	96
Metsä-Serla/kemiallinen metsäteollisuus	86	90	95	92
KCI Konecranes/nosturit ja kunnossapitopalvelu	–	100	100	100
Sonera/matka- ja mediaviestintä	–	36	45	60
Instrumentarium/anestesia ja tehohoito	20	33	36	70
Outokumpu/perusmetallit ja jatkojalostus	85	87	90	87
Upunor/muoviputkijärjestelmät	51	51	57	85

*”Trendi jatkuu. Suuret yritykset tulevat suuremmiksi, erikoistuvat pärjäävät.”*

*”Fokusointi on sijoittajalogiikan mukaista. Se on firman kannalta välttämätöntä (kassavirta). Managementin aika allokoituu siten järkevästi. Maailma haluaa fokusointia.”*

Vain muutama yritysjohtaja näki asian hieman toisin. Molemmat edustivat ns. perinteistä teollisuutta:

*”Fokuksen subteen on kaksi koulukuntaa. Toiset uskovat, että pitää olla tukijalkoja, toiset uskovat fokukseen.”*

*”Meillä oli suurten kasvu- ja voitto-odotusten tuote, ja odotusten uskottiin realisoituvan nopeasti. Sijoittajat jopa ehdottivat, että ko. liiketoiminta olisi yhtiötetty ja viety pörssiin. Nopean voiton odotukset eivät totentuneetkaan: tällaisissa tapauksissa näkyvät liiallisen fokuksen riskit.”*

Siitä, mikä on aiheuttanut suomalaisyritysten voimakkaan ja selvän erikoistumisaallon 1990-luvulla, haastatelluilla yritysjohtajilla oli yksi ja yhtenevä käsitys: kansainvälisten pääomamarkkinoiden sijoittajalogiikka ja sijoittajien vaatimukset ja arvostukset. Kysyessämme sekä erikoistumiseen vaikuttaneita tekijöitä että asioita, jotka sijoittajat/analyytikot ottavat esiin sijoittajatapaamisissa vastaukset olivat hyvin yhdenmukaisia (ks. myös edellä):

*”Sijoittajat rakastavat yksinkertaisia yrityksiä/pitävät yksinkertaisista yhtiöistä.” [moni haastateltu johtaja]*

*”Sijoittaja haluaa diversifioida itse, ei yrityksen kautta. Sijoittajilta tulee signaaleja toimitusjohtajalle erikoistumisesta.”*

*”Syksyllä päätettiin fokusoida. Analyytikot ihmettelivät, että miksi ei edetä nopeammin [hallitus halusi edetä hitaammin].”*

### **3.6 Eri intressitahojen väliset ristiriitatilanteet**

Kysymys siitä, onko omistaja-arvo- ja sidosryhmä -ajattelussa ristiriitaa, jakoi vastaajat kahteen ryhmään. Ensimmäisen ryhmän mukaan ristiriita on ilmeinen ja toisen mukaan ”hyvä pörssiyhtiö pitää huolta myös stakeholdereista.” Jälkimmäisen näkemyksen kannattajat ilmeisesti

näkevät tällöin ainakin yhden sidosryhmän – henkilöstön – todellakin ryhmänä työntekijöitä pikemminkin kuin yksilöinä.

Yritystensä näkökulmasta ensisijaisesti ilmiötä tarkastelleiden haastateltavien olikin usein erityisesti teknologiayrityksissä vaikea mieltää kysymystä edellä mainitun kahden ajattelumallin mahdollisesta ristiriidasta tai omistaja-arvo-ajattelun mahdollisista heikkouksista. Kuten eräs johtaja totesi *”kun katsoo 100 vuotta taakse- ja eteenpäin, en näe vaihtoehtoa shareholder-ajattelulle”*. Tämä ajattelutapa oli hallitseva haastateltavien keskuudessa, erityisesti talouden uuden ytimen yrityksissä:

*”Jos arvonnousu on menestyksen seurausta, muillakin sidosryhmillä menee hyvin.”*

*”En ymmärrä kysymystä: shareholder value on markkinataloudessa määräävä eikä se ole ristiriidassa stakeholder-ajattelun kanssa. Ei X-yrityksellä [suomalainen suuri vanhan talouden yritys] ole ongelmia, jos sillä vain on ideoita.”*

*”Eivät ole vastakkaisia: menestyäkseen yrityksen on huomioitava kaikki [tärkeät] stakeholderit.”*

Yritysten arvon perustuessa teknologiayhtiöissä pääosin tulevaisuudenodotuksille, viestinnän merkitys korostuu. Viestinnän merkityksen korostuminen ja haasteellisuus merkitsee paineita sidosryhmiensä osalta sekä medialle että yrityksen henkilöstölle. Informaation kysynnän ja tarjonnan epätasapaino ja samalla kommunikointitarve on niin suuri, että tämä johtaa ongelmiin (ks. myös edellä). Suomalaisen median osaamattomuus oli yksi joskaan ei yleinen turhautumisen lähde. Erään yrityksen mukaan lehdistöä ei usein haluta sijoittajatilaisuuksiin, koska se ei ole kvalifikoitunutta. Lehdistön kutsuminen muuttaisi tilaisuuden luonteen ”courses for horses”-tyyppiseksi. Samalla taas analyytikoiden laatimia analyyskejä pidettiin joissain yrityksissä äärettömän tärkeinä. Markkinoiden arvostus perustuu analyytikoiden raportteihin, ja yksikään merkittävä sijoittaja ei investoi ilman tutustumista näihin raportteihin. Käytännössä em. merkitsee sitä, että yritysten sisäpiiriläisten jälkeen seuraavaksi tietävin ryhmä koostuu finanssialan ammattilaisista kuten analyytikoista ja sijoittajista. Tämän jälkeen tulevat finanssipalvelujen asiakkaina olevat yksityiset sijoittajat

ja vasta tämän jälkeen lähinnä median kautta käsityksensä muodosta-  
va ns. suuri yleisö.

Henkilöstön osalta pörssin tiedonantovelvoitteet taas merkitse-  
vät käytännössä sitä, että käynnissä olevista isoista projekteista saati  
yritysosto- ja myyntineuvotteluista ei voi kertoa yrityksen sisällä kuin  
hyvin suppealle joukolle. Tämän katsottiin vaikuttavan negatiivisesti  
sisäiseen ilmapiiriin. Erityisesti hiljattain listautuneissa teknologia-  
yrityksissä koettiin ongelmallisena tilanne, jossa joudutaan pidättäy-  
tymään sisäisessä kommunikoinnissa asioista, joista aiemmin voitiin  
avoimesti keskustella. Käytännössä henkilöstö saa monista asioista  
tiedon samaan aikaan, kun pörssitiedote annetaan.

Yritysten sidosryhmien osalta omistajien ja henkilöstön ristiriit-  
dasta on julkisuudessa käyty keskustelua. Yritysten kannattamattomi-  
en toimintojen lakkauttaminen voi merkitä omistajille arvonnousua ja  
em. toiminnoissa työskennelleille työttömyyttä. Toisaalta taas Suomes-  
sakin on yleistynyt omistajien ja johdon sekä useissa tapauksissa myös  
henkilöstön tavoitteita yhdistävä mekanismi eli optiot. Optioiden avulla  
myös henkilöstö voi saada osansa omistajien arvonnoususta. Suhtau-  
tuminen optioihin vaihteli jossain määrin haastateltavien keskuudes-  
sa. Teknologiayritysten puolella niitä pidettiin hyödyllisenä, mutta ky-  
symykset optioiden laajuudesta (kaikki henkilöt vs. osa) jakoivat vas-  
taajia. Joissain tapauksissa katsottiin, että optiot tulee myöntää kaikil-  
le yrityksen palveluksessa oleville ja vielä samansuuruisina, joskin joh-  
don rekrytoinnissa on tarkoituksenmukaista tehdä erillisratkaisuja.  
Eräässä yrityksessä puolestaan korostettiin, että ”optiot pitää ansai-  
ta”. Toisin sanoen niiden saaminen edellyttää näyttöjä siitä, että hen-  
kilö on optioiden arvoinen. Kuten edellä tiivistettiin, koko henkilös-  
tön kattavia optiojärjestelyjä ei tavattu muissa kuin teknologiayrityk-  
sissä.

Optioiden myötä mahdollista ristiriitaa omistajan ja henkilöstön  
välillä voitaneen kuitenkin siis ainakin näissä yrityksissä lieventää.  
Tämäkin voi olla tilannesidonnaista kuten eräs johtaja totesi: *”Niin  
kauan kuin kasvetaan ei ole shareholder/stakeholder-eroa. Jos kasvu loppuu  
niin voi olla eri asia.”*

### 3.7 Omistaja-arvo -ajattelun seuraus: sektoraa- linen polarisaatio?

Osa amerikkalaisesta akateemisesta kritiikistä on kohdistunut shareholder value -ajattelun mahdollisiin yritystason vaikutuksiin pitkällä tähtäimellä.<sup>48</sup> Kritiikin ydin on siinä, että kun yritys investoi henkilöstöön ja osaamiseen, teknologiaan sekä asiakas- ja tavarantoimittajasuhteisiin, ja toisaalta sijoittajat investoivat yrityksiin, investointien takaisinmaksuaikaodotukset voivat poiketa merkittävästi toisistaan. Lähinnä ajatuksena on ollut se, että sijoittajat olisivat liian lyhytjänteisiä,<sup>49</sup> kun kyseessä ovat muihin sidosryhmä -suhteisiin tehtävien investointien takaisinmaksuajat. Osa haastateltavista näki tämänsuuntaisia riskejä myös suomalaisyritysten toiminnassa. Nämä haastateltavat edustivat poikkeuksetta talouden ns. vanhan ytimen yrityksistä:

*”Sijoittajat eivät tajua asiakasuskollisuuden merkitystä: aikajänteet voivat mennä ristiin. Jos pystyykin osoittamaan asiakasuskollisuuden merkityksen, sijoittajat eivät silti arvosta.”*

*”Sijoittajat toimivat lyhyemmällä aikajänteellä kuin johto. Sijoittajat suosivat investointeja, jotka tuovat nopean tuoton. Tässä näen ristiriidan siemenen. Yrityksessämme olemme kyllä pystyneet hyvin yhdistelemään. Ulkomaalaiset omistajat eivät ajattele kuin shareholdereita, eivät stakeholdereita.”*

*”USA:ssa sijoittajat hyvin pitkäjänteisiä uuden talouden puolella. Vanhalla puolella enemmän kvartaalijattelua.”*

*”Sijoittajien vaatimuksesta vältetty investointeja. Amerikkalaisten [alan] yhtiöiden ongelma: ei investointeja 1990-luvulla.”*

*”Yksi keskeisimpiä shareholder value-ajattelun varjopuolia on short-termism. Amerikassa [alan] tehtaot ruostuvat.”*

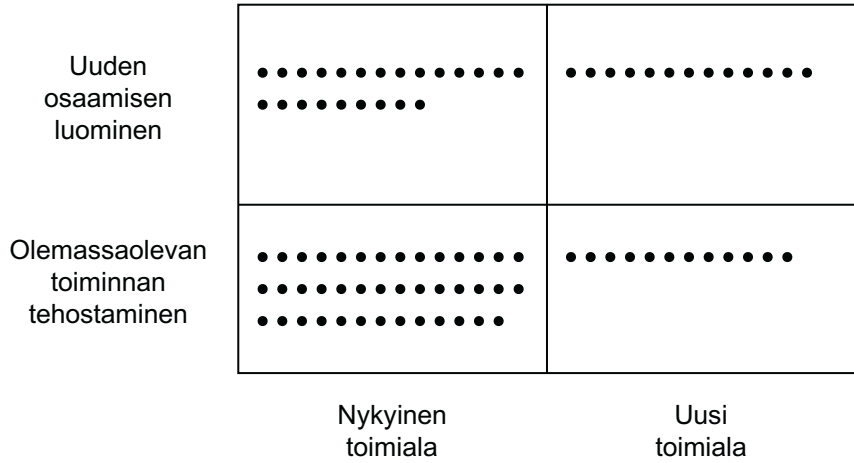
Yllä mainitut esimerkit sisältävät jo kiteytyksen siitä tässä raportissa esiintyneestä ajatuksesta, että kansainväliset pääomamarkkinat suhtautuisivat eri tavalla erityyppisiin investointeihin eri liiketoiminnan sektoreilla. Tämä tuli yleisemminkin esiin haastatteluissa. Paperi-, perusmetalli-, osin konepaja- ja osin elintarvikesektorin yritykset kokivat, että investoinnit ’uuteen’ (kuten teknologian ja uusien tuotteiden kehitys) ja ”uusiin konsepteihin” (paperin tai pakkauskartongin internet-kauppa) olivat sijoittajien silmissä kiinnostavampia kuin



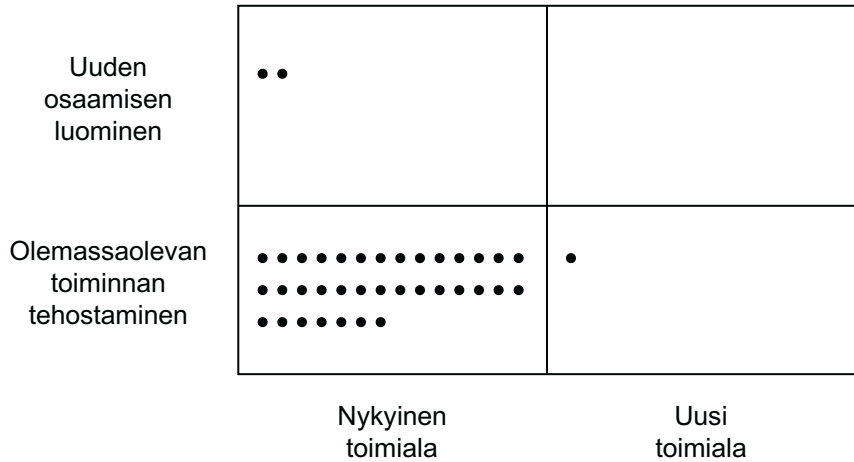
**Kuvio 3.8**

Nokian ja UPM-Kymmene merkittävimmät investoinnit 1995-99

**Nokia 1995-1999**



**UPM-Kymmene 1995-1999**



Lähde: Huolman et. al. 1999.

vanhojen toimintojen merkittävät laajennusinvestoinnit. Joillakin aloilla tämä on saattanut johtaa ali-investointeihin yllä kuvattujen esimerkkien mukaisesti, ja toisaalta sijoittajien lyhytjänteisyyteen. Toisaalta haastattelujen perusteella näytti siltä, että uuden talouden toiminoissa<sup>50</sup> t&k-investoinnit hyväksytään laajemmin. Erityisesti kansain-

välisten sijoittajien toimintaan liitettiin laaja yhden toimialan/sektorin yrityksiin erikoistuminen:

*”Sijoittajat subtautuvat uuden etsimiseen tähtääviin exploration-investointeihin positiivisesti. Toisaalta vahtivat tarkasti, tuleeko niistä rahaa.”*

Yleistäen voi todeta, että sijoittajien katsottiin olevan erityisen kiinnostuneita yrityksistä/toiminnoista/tuotteista, jotka ”mullistavat maailman” ja joilla on suuret kasvumahdollisuudet. Nokian ja UPM:n merkittävimmät investoinnit muutaman vuoden ajalta kiteyttänevät jotain olennaista ’uuden’ ja ’vanhan’ talouden yrityksistä, niiden liike-

### Taulukko 3.3

Suomalaisyriyten markkina-arvoja 12/98, 12/99 ja 15.6.00

Yritys	Markkina-arvo			% -muutos 12/98-6/00
	31.12.1998	31.12.1999	15.6.2000	
Nokia	59.75	209.40	284.31	+380%
Sonera	10.92	49.11	41.26	+280%
Stora Enso	5.81	13.21	6.96	+20%
UPM-Kymmene	6.63	10.66	6.94	0%
Fortum	3.95	3.53	3.22	-19%
Tietoenator	2.04	4.77	2.99	+47%
Sanoma-WSOY*	0.67	1.77	2.39	+257%
F-Secure**	-	0.78	1.79	+129%
Outokumpu	0.98	1.75	1.37	+40%
Metsä-Serla	0.97	1.59	1.12	+15%
Metra	0.81	1.00	1.02	+26%
Stonesoft***	0.08	0.69	0.98	+1125%
Rautaruukki	0.74	0.86	0.71	-4%
Partek	0.38	0.66	0.64	+68%
Alma Media	0.44	0.49	0.54	+23%
Raisio Yhtymä	1.54	0.68	0.38	-75%
Eimo****	0.16	0.35	0.24	+50%

\* 1/99-luku on WSOY-konsernin luku.

\*\* F-Secure osakkeiden kaupankäynti Helsingissä alkoi 11/99.

\*\*\* 1/99-luku on ajankohdalta 4/99.

\*\*\*\* 1/99-luku on ajankohdalta 3/99.

toiminnasta – ja haastattelujen perusteella myös sijoittajalogiikasta (kuvio 3.8). Vaikka kuvan luokittelut eivät ole ongelmattomia, heijastanevat UPM-Kymmenen investoinnit (ja perinteisten alojen investoinnit kenties yleisemminkin) suhteessa Nokian investointeihin eroja ”vanhan” ja ”uuden” talouden välillä. UPM-Kymmenen investoinnit keskittyvät huomattavasti Nokiaa voimakkaammin olemassa olevien toimintojen tehostamiseen. Nokiassa ja Sonerassa on uusien alkavien liiketoimintojen kehittämisyksiköitä, ”sisäistä venture capital -toimintaa”. Niistä ”voidaan muodostaa yritysryppäitä, joita kehittämällä ne voidaan joko liittää myöhemmin yhtiön yhteyteen tai myydä hyvään hintaan maailmalle.”

Yritysten markkina-arvojen kehityksen tarkasteleminen (taulukko 3.3) osoittaa vielä selvemmin yritysten ja sektoreiden jakautumiseen ”uuteen” ja ”vanhaan” viime vuosina. Uuden talouden yritysten markkina-arvot ovat moninkertaistuneet, kun taas vanhan talouden yritysten ovat muuttuneet hyvin vähän. Eräs jälkimmäisiin kuuluvan yrityksen johtaja totesikin turhautuneena: *”En ymmärrä kuinka monta miljardia meidän pitäisi näyttää voittoa, ennen kuin kurssille tapahtuisi mitään”*.



# 4

Johtamis- ja valvonta-  
järjestelmät omistaja-  
tyypeittäin ja vaikutukset  
taloudellisiin tunnus-  
lukuihin

*Tässä luvussa tarkastellaan 100 suurimman suomalaisyrityksen aineistolla corporate governance -kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla. Tavoitteena on selvittää, miten johtamis- ja valvontajärjestelmien muutokset ovat vaikuttaneet yritysten mitattavissa olevaan menestymiseen.*

*Ensiksi selvitetään ulkomaalaisomistuksen vaikutuksia pääoman tuottoasteeseen, kannattavuuteen ja investointeihin. Seuraavaksi tarkastellaan yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteyttä innovatiivisuuteen. Lopuksi pohditaan johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutuksia henkilöstöön sekä tarkastellaan niiden yhteyttä taloudelliseen lisäarvoon eli EVAan.*

## 4.1 Tutkimusaineiston muodostuminen ja kuvaus

Tutkimuksen aineistona on käytetty Talouselämä-lehden ja Etlatieto Oy:n tietokantaa. Mukaan ei ole otettu pankkeja eikä vakuutuslaitoksia. Tietokantaa on täydennetty vuosikertomuksista kerätyillä tiedoilla ulkomaalaisomistuksesta sekä tutkimus- ja kehitysmenoista. Tutkimusaineistoa täydennettiin myös yritysten tavoitteita koskevilla tiedoilla. Aineistoon kerättiin toimitusjohtajan (ja/tai hallituksen puheenjohtajan) katsauksessa mainitut tavoitteet ja pyrkimykset. Mikäli yritys ilmoitti tavoitteet vuosikertomuksessa erikseen, esimerkiksi erillisenä listana, myös nämä tiedot otettiin aineistoa koostettaessa huomioon. Taulukossa 4.1 on lueteltu tutkimusaineiston yritykset.

Tutkimusaineiston 100 yritystä on valittu vuoden 1997 tietojen perusteella 220 liikevaihdoltaan suurimman yrityksen joukosta.<sup>51</sup> Yritysten valinta perustui tietojen saatavuuteen tarkasteluvuosilta. Aineisto kattaa 50 yrityksen kohdalla tiedot yritysten vuosina 1986/1987,<sup>52</sup> 1990, 1994, 1997 ja 1998 julkaisemista vuosikertomuksista. Nämä yritykset on merkitty taulukossa lihavoidulla tekstillä. 50 muuta yritystä on tarkasteltu pelkästään vuosilta 1997 ja 1998.

Jatkossa on otettava huomioon, etteivät vuosikertomusten luvut ole aina täysin vertailukelpoisia yritysrakenteissa tapahtuneiden muutosten johdosta. Tarkastelujakson aikana esimerkiksi Ensosta muodostui Stora Enso, IVO ja Neste yhdistyivät Fortumiksi, MTV:stä tuli osa Alma Mediaa ja Suomen Posti eriytettiin Suomen PT:stä.

Jyrki Ali-Yrkkö ja Pekka Ylä-Anttila (1999) ovat tekemässään selvityksessä todenneet, ettei pyrkimys osakkeenomistajien varallisuuden lisäämiseen ole heikentänyt yritysten työllisyys- ja investointike-

## **Taulukko 4.1**

### **Lista tutkimusaineiston yrityksistä**

---

<b>1. A. Ahlström Osakeyhtiö</b>	34. Kuusakoski Oy	<b>67. Polar-Yhtymä Oyj</b>
2. ABB-yhtiöt	35. Kvaerner Masa-Yards Oy	68. Ponsse Oy
3. Alma Media Oyj	<b>36. KWH-yhtymä Oy</b>	<b>69. Raisio Yhtymä Oyj</b>
<b>4. Amer-yhtymä Oyj*</b>	<b>37. Lännen Tehtaat Oy</b>	70. Rauma Oy
5. Asko Oyj	38. Lassila & Tikanoja Oyj	71. Rautakirja Oyj
6. Aspo-yhtymä	39. Lemminkäinen Oy	72. Rautaruukki Oyj
7. Avena Oy	40. Luja-Yhtiöt Oy	73. Raute Oy
<b>8. Cultor Oyj</b>	41. Martela Oyj	<b>74. Rettig-Yhtymä Oy</b>
9. Elcoteq Network Oyj	<b>42. Metra Oy Ab*</b>	75. Saarioinen Oy
<b>10. Ensto-yhtiöt*</b>	43. NCC Puolimatka Oy	<b>76. Sanoma Yhtymä</b>
11. Espoon Sähkö Oyj	<b>44. Neptun Maritime Oyj<sup>54*</sup></b>	77. Santasalo-JOT Oy
12. Etelä-Pohjanmaan Ok.	<b>45. Neste Oy<sup>55</sup></b>	78. Sato-Yhtymä Oyj
<b>13. Finnair Oyj*</b>	46. Nokian renkaat Oyj	79. Skanska Oy
14. Finnlines Oy	47. Onvest Oy	<b>80. SOK-Yhtymä</b>
<b>15. Finvest Oyj*</b>	<b>48. Orion-yhtymä Oy</b>	81. SRV Viitosen Holding Oy
<b>16. Fiskars Oy Ab</b>	<b>49. Outokumpu Oyj</b>	82. Starckjohann Oyj
<b>17. Helsingin Osuuskauppa</b>	<b>50. Oy Esso Ab</b>	83. Steveco Oy
18. Helsingin Puhelin Oyj	<b>51. Oy Hackman Ab</b>	<b>84. Stora Enso Oyj</b>
<b>19. Helvar Merca Group Oy</b>	<b>52. Oy Hartwall Ab</b>	85. Suomen Posti Oy <sup>57</sup>
20. HK Ruokatalo Oyj	<b>53. Oy Karl Fazer Ab<sup>56</sup></b>	86. Suomen Spar Oyj
21. Hollming Oy	54. Oy Kyro Ab	87. Suomen Unilever Oy
<b>22. Huhtamäki Oy</b>	55. Oy Radiolinja Ab	88. Tamfelt Oyj Abp
23. HYY-Yhtymä	<b>56. Oy Shell Ab</b>	<b>89. Tamro Oyj</b>
<b>24. Imatran Voima Oy<sup>53*</sup></b>	<b>57. Oy Stockmann Ab</b>	90. Thominvest Oy
25. Inex Partners Oy	<b>58. Oy Teboil Ab</b>	<b>91. Tieto Corporation Oyj</b>
26. Ingman Foods Oy Ab	59. Oy Transfennica Ab	92. UPM-Kymmene Oyj
<b>27. Instrumentarium Oy</b>	<b>60. Oyj Ford Abp</b>	93. Vaisala Oy
28. Isku-yhtymä Oyj	<b>61. Oyj Nokia Abp</b>	<b>94. Valio Oy*</b>
29. Jaakko Pöyry Oyj	<b>62. Oyj Partek Abp*</b>	<b>95. Valmet Oyj</b>
30. KCI-Konecranes Oyj	63. Paloheimo Oy	96. Viking Line Oy Ab
<b>31. Kemira Oyj</b>	64. Patria Industries Oyj	97. VR-Yhtymä Oy
<b>32. Kesko Oyj</b>	65. Perlos Oy	98. VVO osuuskunta
<b>33. Kone-yhtymä</b>	66. Pohjolan Voima Oy	<b>99. Werner Söderström Osakeyhtiö</b>
		<b>100. YIT-Yhtymä Oyj</b>

---

\* = Ensimmäiset tiedot ovat vuodelta 1987.

**Lihavoidut yritysnimet** = aineisto vuosilta 1986/87–98.

Muu aineisto vuosilta 1997-98.

hitystä. Korkeaa tuottoa pääomalle tuottaneet yritykset ovat myös liisänneet työllisyyttään ja investointejaan.<sup>58</sup>

Jatkossa tarkastelu keskittyy tuoreimpiin saatavilla oleviin tietoihin. Taulukossa 4.2 on tarkasteltu yritysten vuonna 1998 julkaisemisessa vuosikertomuksissa ilmoittamia tavoitteita. Yritykset on jaoteltu pörssiyrityksiin, valtionyhtiöihin (valtion omistusosuus > 50 %), muihin yrityksiin (mm. perheyrietykset) ja ulkomaisten yritysten Suomessa toimiviin tytäryrityksiin. Yritys on luokiteltu ulkomaiseksi, mikäli yksittäisellä ulkomaisella omistajalla on vähintään 50 % yrityksen määräysvallasta. Liitteessä on lueteltu esimerkkejä yritysten vuosikertomuksissa mainituista tavoitteista.

Taulukon luvut ovat aineiston koosta johtuen suuntaa antavia. Joitain alustavia arvioita ryhmien välisistä eroista voidaan kuitenkin esittää. Yritysryhmät eroavat toisistaan erityisesti omistaja-arvoon, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä ympäristöarvoihin liittyvien tavoitteiden osalta. Taulukkoon on merkitty lihavoidulla tekstillä kussakin ryhmässä useimmin mainittu tavoite.

Vuonna 1998 pörssiyritykset ilmoittivat vuosikertomuksissaan omistaja-arvon kasvattamiseen, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä

## Taulukko 4.2

Yritysten tavoitteet vuonna 1998 (% yrityksistä ilmoittanut tavoitteeseen)

Tavoite	Pörssi- yritykset 53 kpl	Ulkomaalais- omisteiset 12 kpl	Valtion- yhtiöt 8 kpl	Muut yritykset 27 kpl
Ydinosaaminen ja rakenne	42	42	43	41
Teknologian kehittäminen	25	0	14	11
Tulos ja kannattavuus	72	67	<b>86</b>	<b>63</b>
Rahoitusasema/vakavaraisuus	13	8	0	19
Asiakassuuntautuneisuus	43	<b>75</b>	71	52
Kasvu ja kansainvälistyminen	<b>81</b>	58	57	41
Omistaja-arvo	53	8	43	7
Ympäristöarvot	6	50	29	0
Laatu	15	25	29	15
Henkilöstö	25	17	0	33



teknologian kehittämiseen liittyviä tavoitteita muita ryhmiä useammin. Ulkomaalaisomisteiset yritykset puolestaan mainitsivat muita useammin asiakaslähtöisyyteen ja ympäristöarvoihin liittyviä pyrkimyksiä. Teknologian kehittämiseen liittyviä tavoitteita eivät tarkastellut 12 ulkomaalaisyritystä vuosikertomuksissaan ilmoittaneet. Valtionyhtiöt mainitsivat useasti tulokseen ja kannattavuuteen liittyviä tavoitteita. Rahoitusasemaan/vakavaraisuuteen tai henkilöstöön liittyviä tavoitteita ne eivät vuosikertomuksissaan tuoneet julki. Muihin yritystyyppeihin verrattuna ryhmään 'muut yritykset' luokitellut yritykset ilmoittivat useimmin rahoitusasemaan ja vakavaraisuuteen sekä henkilöstöön liittyviä tavoitteita. Ympäristöarvoihin liittyviä tavoitteita ne eivät nostaneet vuosikertomuksissaan esiin.

## **4.2 Ulkomaalaisomistuksen muutokset pörssi-yhtiöissä**

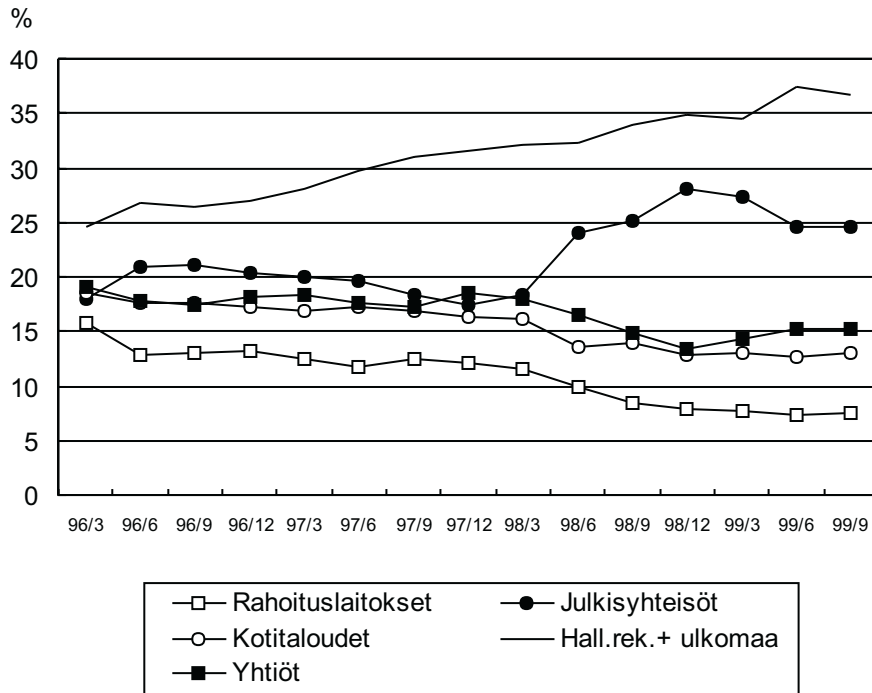
Ulkomaalaisten osakesijoitukset Helsingin pörssissä ovat 1990-luvun alun jälkeen lisääntyneet nopeasti. Kuviossa 4.1 on kuvattu eri omistajaryhmien omistusosuuksien kehitystä arvo-osuusjärjestelmään kuuluvissa yrityksissä. Kuvio on laadittu Arvopaperikeskuksen julkaisemien tietojen pohjalta. Kuvioista näkyy ulkomaisen omistuksen osuuden kasvu tarkasteluajanjaksolla. Yritysten omistuspohja on kansainvälistynyt ulkomaisten suorien sijoitusten sekä ulkomaalaisten suomalaistryksiiin tekemien ns. portfoliosijoitusten kautta.<sup>59</sup> Lisäksi ulkomaisille yrityksille ja yhteisöille suunnatut osakeannit ovat kasvattaneet ulkomaalaisomistusta yrityksissä.

## **4.3 Johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteys kannattavuuteen ja taloudelliseen lisäarvoon**

Seuraavaksi tarkastellaan ulkomaalaisomistuksen kasvun vaikutusta yritysten kannattavuuteen, pääoman tuottoasteeseen ja taloudelliseen lisäarvoon eli EVAan. Yrityksen tuottama EVA kuvaa yrityksen kannattavuutta osakkeenomistajien näkökulmasta. Se määrittää yrityksen osakkeenomistajille tuottaman lisäarvon yli yrityksen verojen jälkeisen keskimääräisen pääomakustannustason.<sup>60</sup> Taulukossa 4.3 aineiston yritykset on jaettu suoran ulkomaisen omistuksen asteen

**Kuvio 4.1**

Eri omistajaryhmien omistusosuudet arvo-osuusjärjestelmän yhtiöissä 1996-1999



Lähde: Arvopaperikeskus.

perusteella kahteen ryhmään (suora ulkomainen omistus osakkeista pienempi/suurempi kuin 20 %). Taulukon luvut ovat vuosilta 1997 ja 1998. Vuoden 1997 luvut on esitetty sulkeissa.<sup>61</sup>

Lukujen perusteella voidaan esittää joitain johtopäätöksiä ryhmien välisistä eroista. Sijoitetun pääoman tuotto on hieman korkeampi niissä yrityksissä, joissa ulkomainen omistus on suurempi kuin 20 %. Yritysrhyvät eroavat toisistaan myös taloudellisen lisäarvon eli EVAn suhteen. Ne yritykset, joissa ulkomainen omistus on suurempi kuin 20 %, luovat enemmän taloudellista lisäarvoa, vaikka Nokian vaikutuksen poistaisi luvuista. Pääoman käytön tehokkuutta on taulukossa verrattu laskemalla, kuinka paljon taloudellista lisäarvoa yritykset ovat tuottaneet keskimäärin suhteessa sijoitetun pääoman määrään. EVA/sijoitettu pääoma -tunnusluku on suurempi niillä yrityksillä, joissa suora

### **Taulukko 4.3**

**Ulkomaisen omistuksen vaikutus taloudellisiin tunnuslukuihin ja tavoitteisiin**

	<b>Suora ulkomainen omistus osakkeista &lt;20% 61 kpl</b>		<b>Suora ulkomainen omistus osakkeista &gt;20% 38 kpl</b>	
EVA, Mmk	51	(108)	526	(372) <sup>62</sup>
EVA/sijoitettu pääoma, %	4	(8)	8	(11)
Investoinnit/liikevaihto, %	12	(13)	7	(10)
Käyttökate/liikevaihto, %	12	(13)	11	(11)
Omavaraisuusaste	48	(47)	44	(41)
Sijoitettu pääoma, Mmk	3302	(2930)	6726	(5443)
Sijoitetun pääoman kiertonopeus	3	(3)	3	(3)
Sijoitetun pääoman tuotto, %	13	(16)	16	(19)
Vuosikertomuksissa useimmin mainitut tavoitteet vuonna 1998	1. Tulos ja kannattavuus 2. Kasvu ja kansainvälistyminen 3. Asiakassuuntautuneisuus		1. Kasvu ja kansainvälistyminen 2. Tulos ja kannattavuus 3. Asiakassuuntautuneisuus	

ulkomainen omistus osakkeista on suurempi kuin 20 %. Yritysryhmät eivät eroa sijoitetun pääoman kiertonopeuden suhteen. Omavaraisuus-astetta ja investointien suhdetta liikevaihtoon kuvaavat tunnusluvut ovat hieman suurempia alhaisemman ulkomaisen omistuksen ryhmään kuuluvilla yrityksillä.

Vuosikertomuksissa useimmin mainittujen tavoitteiden perusteella kumpikin yritysryhmä painottaa samansuuntaisia pyrkimyksiä. Yksittäisten tavoitteiden osalta ne voivat kuitenkin erota toisistaan. Selvä ero oli esimerkiksi omistaja-arvon kasvattamista koskevissa tavoitteissa. Yritykset, joissa ulkomaalaisomistus oli suuri, painottivat selvästi enemmän omistaja-arvoa keskeisenä tavoitteenaan. Vuonna 1998 omistaja-arvon kasvattamiseen pyrki 26 % niistä yrityksistä, joissa ulkomainen omistus oli pienempi kuin 20 prosenttia. Niistä yrityksistä, joissa ulkomainen omistus oli tätä suurempi, omistaja-arvon kasvattamisen ilmoitti tavoitteekseen noin puolet.

#### 4.4 Onko johtamis- ja valvontajärjestelmillä yhteyttä yritysten innovatiivisuuteen?

Yrityksen johtamis- ja valvontajärjestelmä vaikuttaa siihen, miten tietoa luodaan yrityksen sisällä. Yrityksen päämäärät, ylimmän johdon ja yrityksen eri yksiköiden väliset suhteet sekä ylimmän johdon tapa osallistua investointiprojekteihin vaikuttavat siihen, miten resurssit kohdennetaan yrityksen sisällä. Myös yrityksen hyödyntämä informaatio sekä investointimahdollisuuksia analysoitaessa käytettävät menetelmät vaikuttavat siihen, kuinka paljon resursseja tiettyyn projektiin kohdennetaan.<sup>63</sup> *Miten siis yrityksiä tulisi johtaa ja valvoa innovatiivisuutta edistävällä tavalla?* Seuraavaksi innovaatioprosessia tarkastellaan osakkeenomistajien ja yritysjohton näkökulmasta.

Osakkeenomistajia on usein arvosteltu lyhyen tähtäyksen ylikorostamisesta sijoituspäätöksissään. On kysytty, onko osakkeenomistajilla yrityksen ulkopuolisina kykyä ja kannustimia panostaa pitkän tähtäyksen innovaatiotoimintaan. Suuret osakkeenomistajat voivat niin halutessaan äänivallan kautta painottaa lyhyen aikavälin tuottoja tutkimukseen ja kehitystyöhön kohdennettavien resurssien kustannuksella. Toisaalta instituutioiden ollessa omistajia niihin (esim. eläkerahastoihin) kohdistuu usein pitkän aikavälin velvoitteita. Tällöin niillä on kannustimia ottaa pitkä tähtäys toiminnassaan huomioon. Osakkeenomistajat voivat myös sijoitussalkun hajauttamisella pienentää epävarmoihin projekteihin liittyvää riskiä.

Pääomamarkkinoiden eri osapuolet kuten sijoittajat ja analyytikot seuraavat yrityksen johdon toimintaa. Yritysjohdo kohtaa myös yritysjohton ja vaikutusvallan markkinoilta (*market for corporate control*) tulevia vaatimuksia. Ne voivat kannustaa johtoa lyhyen tähtäyksen käyttäytymiseen. Myös uralla etenemisen näkökohdat sekä yrityksen käyttämät suoritusmittarit ja palkitsemisjärjestelmät voivat kannustaa johtoa keskittymään tuloksen maksimoimiseen lyhyellä aikavälillä pitkän tähtäimen tutkimus- ja kehitystoimintaan panostamisen sijaan. Toisaalta on tekijöitä, jotka vähentävät yrityksen johtoon kohdistuvia lyhyen aikavälin vaatimuksia, kuten esimerkiksi yrityksen koko. Suuryritysten johto voi olla vähemmän altis lyhyen tähtäimen paineille, koska osakkeenomistus on jakautunut erilaisten osakkeenomistajien kesken. Myös erot yritysten rakenteissa ja eri liiketoiminta-alueiden

luonteessa voivat vaikuttaa yritysjohton suunnittelujaksojen pituuteen. Sitä paitsi, mikäli suuret osakkeenomistajat eivät voi vetäytyä ja myydä osakkeitaan, heillä on intressejä kannustaa yrityksen johtoa ottamaan pitkä aikaväli liiketoiminnassa huomioon. Taulukossa 4.4 on tarkasteltu suuryritysten tutkimus- ja kehitysmenojen suhdetta liikevaihtoon. Aineisto sisälsi vuosilta 1997 ja 1998 tiedot 50 yrityksen tutkimus- ja kehitysmenoista.<sup>64</sup>

**Taulukko 4.4**  
**T&K/liikevaihto (%)**

	1997	1998
<b>Yritykset jaoteltuna tavoitteiden mukaan (lkm)</b>		
Ei omistaja-arvon maksimoijat (25 yritystä)	2.6	2.7
Omistaja-arvon maksimoijat (25 yritystä)	2.1	2.2

Lukujen perusteella omistaja-arvon kasvua tavoittelevat yritykset kohdentavat pienemmän prosenttiosuuden liikevaihdostaan tutkimus- ja kehitystoimintaan kuin muihin päämääriin pyrkivät yritykset. Erot ovat kuitenkin pieniä eivätkä tilastollisesti merkitseviä.<sup>65</sup> Jatkossa tarvitaankin tarkempaa tietoa siitä, millainen on innovatiivisuuden kannalta optimaalinen johtamis- ja valvontajärjestelmä, ja miten tehokas suomalainen järjestelmä on tästä näkökulmasta tarkasteltuna.<sup>66</sup>

## **4.5 Johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutus EVAan ja muihin suomalaisten suuryritysten taloudellisiin tunnuslukuihin**

*“Jotta voisimme tuottaa omistajille lisäarvoa, uusiin investointeihin on subtaanduttava entistä varauksellisemmin ja pääoman kiertoon on kiinnitettävä entistä suurempaa huomiota. Sijoittajat suosivat analyysimenetelmänä yhä useammin taloudellista lisäarvoa, EVAa, joka on sovellutus kassavirtalaskelmas- ta.” (Hallituksen puheenjohtaja Claes Dahlbäck, Stora Enson vuosikertomus 1998)*

*“Omistaja-arvon lisääminen on otettu yhdeksi avaintavoitteeksi ja talous- ohjausta on täydennetty taloudellisen lisäarvon mittarilla. Taloudellisen lisäarvon luominen on myös määritelty avainhenkilöiden palkitsemisperusteeksi.” (Toi-*

*mitusjohtaja Matti Lehti, Tieto Corporation Oyj:n vuosikertomus 1997)*

Taulukossa 4.5 on tarkasteltu johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutuksia mm. suomalaisten suuryritysten henkilöstökuluihin, investointeihin sekä pääoman tuottoasteeseen ja EVAan. Kuten aiemmin, yritykset on jaoteltu pörssiyrityksiin, valtionyhtiöihin (valtion omistusosuus > 50 %), muihin yrityksiin (mm. perheytykset) ja ulkomaisen yritysten Suomessa toimiviin tytäryrityksiin.<sup>67</sup> Taulukon luvut ovat vuosilta 1997 ja 1998. Vuoden 1997 luvut on merkitty sulkeisiin.

## Taulukko 4.5

### Taloudelliset tunnusluvut eri yritystyypeissä

Tunnusluku	Pörssi- yritykset		Ulkomaalais- omisteiset		Valtion- yhtiöt		Muut yritykset	
	53 kpl		12 kpl		8 kpl		27 kpl	
EVA, Mmk	382	(294) <sup>68</sup>	127	(145)	92	(440) <sup>69</sup>	25	(51)
EVA/sijoitettu pääoma	6	(9)		(17)	0	(3)	5	(8)
Henkilökulut/hlö, 1000 mk	209	(210)	220	(223)	208	(211)	184	(187)
Investoinnit/liikev., %	11	(10)	3	(3)	10	(15)	12	(16)
Liiketulos/liikev. %	8	(9)	5	(5)	5	(8)	7	(7)
Omavaraisuusaste	51	(48)	39	(34)	57	(54)	38	(39)
Pääoman kiertonopeus	2	(2)	5	(6)	2	(1)	5	(5)
Sijoitettu pääoma, Mmk	5929	(4409)	951	(891)	11175	(12837)	1970	(1766)
Sijoitetun pääoman tuotto, %	15	(17)	17	(26)	9	(11)	12	(15)

Taulukon luvut tukevat aiemmissä tutkimuksissa<sup>70</sup> esitettyä johtopäätöstä, jonka mukaan ulkomaiset omistajat ovat osoittautuneet kotimaisia omistajia vaativammiksi asettamiensa tuottovaatimusten suhteen. Ulkomaalaisomistuksen kasvun ja johdon kontrollin siirtymisen pääomamarkkinoille on arvioitu tehostavan yritysten toimintaa. Taulukon lukujen perusteella pörssiyritykset tuottivat eniten taloudellista lisäarvoa vuonna 1998. Ulkomaalaisomisteiset yritykset puolestaan loivat eniten tuottoa sijoitetulle pääomalle ja käyttivät pääomaa tehokkaasti sekä pääoman kiertonopeudella että EVA/sijoitetun pääoman -tunnusluvulla mitattuna.

5

## Yhteenveto ja johtopäätökset

*Rabotusmarkkinoiden integraatio, kilpailun kansainvälistyminen ja teknologinen kehitys asettavat uudenlaisia vaatimuksia yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmille (corporate governance). Sekä yritysten että yhteiskunnan kannalta on merkittävää, millaisiksi nämä järjestelmät jatkossa kehittyvät. Johtamis- ja valvontajärjestelmä vaikuttaa mm. yrityksen kykyyn houkutella liiketoiminnan kannalta välttämättömiä taloudellisia ja henkisiä resursseja: pääomaa ja osaavia ihmisiä. Se vaikuttaa myös siihen, kuinka tehokkaasti yritys kohdentaa nämä resurssit.*

## **5.1 Markkina-arvokilpailu liikkeenjohdon kannalta yhtä tärkeä kuin tuotemarkkinakilpailu**

Yritysjohdon kyvykkyys ja voima mitataan nykyisin kaksilla markkinoilla yhtäaikaaisesti. Nämä ovat tuote- ja palvelumarkkinat sekä kansainväliset pääomamarkkinat. Enää eivät menesty ainoastaan ne yritykset, jotka pystyvät tuottamaan tuote- ja palvelumarkkinoilla kilpailijoitaan enemmän arvoa asiakkailleen. Erityisesti teknologiaintensiivisillä aloilla menestyminen pääomamarkkinoilla saattaa olla toimialojen murrosten aikana tärkeämpää kuin menestyminen tuotemarkkinoilla. Yritykset, jotka kykenevät kokoamaan ideoidensa taakse nopeasti ja edullisin ehdoin suuret määrät kansainvälistä pääomaa, voivat luoda alalle uudet pelisäännöt ja voittaa ne yritykset, joiden kilpailuetu nojaa ainoastaan tuote- ja palveluosaamiseen.

Pääomamarkkinoiden kasvava merkitys näkyy yrityksissä monellakin tavalla. Yritysten ylin johto käyttää yleisesti merkittävästi aikaa analyytikko- ja sijoittajatapaamisiin. Lisäksi yritykset ovat perustaneet sijoittajaviestintään keskittyviä yksiköitä (IR, investor relations). Kasvan sijoittajaviestinnän myötä yritysten johto saa jatkuvasti informaatiota asemastaan pääomakilpailussa sekä ideoita oman asemansa parantamiseksi. Siirtyminen markkina-arvokilpailuun näkyy myös yritysten tavoitteissa. Yhä useammat yritykset ovat asettaneet keskeiseksi tavoitteekseen lisäarvon tuottamisen omistajille.

## **5.2 Yritysten hallinto- ja kannustejärjestelmät ovat muuttuneet**

Suomalaisten suuryritysten hallintojärjestelmät ovat muuttuneet



viimeisen kymmenen vuoden aikana. Tästä voidaan löytää monia esimerkkejä. Useat yritykset ovat luopuneet hallintoneuvostoistaan. Nykyisin hallintoneuvostoja on lähes pelkästään valtionyhtiöissä, osuuskunnissa ja pankeissa.

Myös hallitusten rakenteet ovat kokeneet suuria muutoksia. Aiemmin yrityksen operatiivinen johto toimi usein myös hallituksessa. Nykyisen suuntauksen mukaan hallituksen pitää olla toimivasta johdosta erillään, jotta se voisi toimia omistajien edun mukaan ja tarvittaessa kyetä kyseenalaistamaan johdon toimet. Toinen uusi piirre hallituksissa on se, että niihin on palkattu yhä enemmän asiantuntijajäseniä. Nämä henkilöt on siis hankittu hallitukseen nimenomaan heidän asiantuntemuksensa eikä omistusosuuden vuoksi. Voidaankin sanoa, että hallitustyöskentely on ammattimaistumassa.

Yrityksen omistuksen ja johdon erottua toisistaan nousee esille omistajien ja johdon erilaiset intressit. Tästä syystä kannustejärjestelmiin kiinnitetään nykyisin aiempaa enemmän huomiota. Kansainvälisiä sijoittajia ja analyytikkoja kiinnostavat yrityksissä käytettävät kannustejärjestelmät. Toimivan johdon halutaan toimivan omistajien edun mukaan ja olevan sitoutunut yritykseen. Nopeasti yleistyneillä johdon optiojärjestelyillä ollaan pyritty nimenomaan näihin tavoitteisiin. Toisaalta niin Suomessa kuin muuallakin maailmassa optiot ovat herättäneet myös kritiikkiä. Optiojärjestelmissä tulisi kiinnittää huomiota siihen, mikä on palkitsemisperuste eli mihin yrityksiä verrataan. Suurin osa nykyisistä järjestelmistä pohjautuu enemmänkin markkina-arvon kehitykseen kuin siihen, miten hyvin yritys menestyy omalla alallaan. Todellinen osoitus johdon kyvykkyydestä on se, että yritys pärjää kilpailijoitaan paremmin. Siten optiojärjestelmien kannustavuus lisääntyisi, jos lähtökohtana olisi esimerkiksi se, miten yrityksen markkina-arvo on kehittynyt suhteessa kilpailijoihin tai toimialaan.

### 5.3 Uuden ja vanhan talouden polarisaatio

Pääomamarkkinat toivovat yrityksiltä hallitusreformia ja optiojärjestelmiä, keskittymistä ydinalueisiin, mullistavia innovaatioita ja vähintään 15% sijoitetun pääoman tuottoa. Samansuuntaisista paineista huolimatta yritystason vaikutukset ovat erilaistavia ja vähintään kak-

sijakoisia (polarisaatio). Eri yritykset, sektorit ja toimialat poikkeavat toisistaan oleellisesti sen mukaan, mikä on niiden potentiaali tuottaa tai hävittää omistajan vaurautta. Samalla myös yrityksissä toimivan liikkeenjohdon mahdollisuudet vaikuttaa arvonmuodostukseen poikkeavat toisistaan.

Shareholder value -ajattelun omaksuminen on palkinnut erityisesti ns. uuden talouden yrityksiä ja näissä toimivaa liikkeenjohtoa ja henkilöstöä. Nämä yritykset ovat saaneet merkittäviä pääomia ja kasvumahdollisuuksia. Optioihin perustuvat kannustinjärjestelmät ovat myös olleet hyvinkin palkitsevia näissä yrityksissä. Samalla vaikka useimmat ns. vanhan talouden yritykset (paperi-, perusmetalli-, osin konepaja- ja osin elintarvikesektori) ovat onnistuneet parantamaan kannattavuuttaan oleellisesti, tämä ei ole merkittävästi heijastunut näiden yritysten markkina-arvoon. Tämä on näkynyt julkisuudessaakin ko. yritysten johdon jonkinasteisena ihmettelynä ja turhautumisena.

Yleistäen voisi todeta, että sijoittajien katsottiin olevan erityisen kiinnostuneita yrityksistä/toiminnoista/tuotteista, jotka ”mullistavat maailman”, joilla on globaalit kasvumahdollisuudet. Uuden talouden sektoreilla suuri osa riskipitoisistakin investoinneista hyväksytään ainakin lyhyellä tähtämellä. Vanhan talouden yritysten kohdalla haasteena on irtiottojen tekeminen ja investoiminen johonkin sijoittajien silmissä uuteen ja mullistavaan. Vanhojen toimintojen merkittävät laajenusinvestoinnit eivät ole sijoittajien kannalta kovin kiinnostavia ja niitä joudutaan jopa aktiivisesti etukäteen ”myymään” sijoittajille.

Muutos näkyy selkeästi myös valtionyhtiöissä. Nämä ovat korostaneet omistaja-arvotavoitteita 1990-luvulla voimakkaammin kuin yksityiset yritykset. Tämä heijastanee ainakin osittain valtionyhtiöiden pyrkimyksiä tulla houkutteleviksi sijoituskohteiksi, kun niitä yksityistetään tai valmistaudutaan yksityistämiseen.<sup>71</sup>

## **5.4 Ulkomaalaisomistus tehostaa yritysten toimintaa**

Ulkomaalaisomistuksen kasvun ja johdon kontrollin siirtymisen pääomamarkkinoille on arvioitu tehostavan suomalaisten yritysten toimintaa. Tutkimustulokset tukevat tätä käsitystä. Ulkomaiset omistajat ovat osoittautuneet kotimaisia omistajia vaativammiksi asetta-

miensa tuottovaatimusten suhteen. Yritykset, jotka ovat ulkomaalaisomisteisia tai joissa ulkomaisen omistuksen osuus on merkittävä, ovat tuottaneet keskimääräistä korkeamman tuoton sijoitetulle pääomalle. Pääoman käyttö on ollut tehokkaampaa kuin suomalaisomisteisissa yrityksissä. Voidaan kuitenkin arvioida, että erot ovat siirtymävaiheen jälkeen häviämässä. Kaikkien omistajaryhmien asettamat tuottovaatimukset lähestyvät ennen pitkää toisiaan.

## 5.5 Millainen järjestelmä on paras?

Tutkimustulokset viittaavat siihen, ettei yhtä ainoaa oikeaa johtamis- ja valvontajärjestelmää ole olemassa. Historia, kulttuuri, lainsäädäntö sekä poliittiset tekijät ovat muovanneet järjestelmiä ja vaikuttaneet niiden kehitykseen eri maissa. Esimerkiksi eroavat käsitykset yrityksen tehtävästä yhtä hyvin kuin erot yritysten omistusrakenteissa ovat osaltaan muovanneet johdon ohjaamis- ja valvontakäytäntöjä eri maissa. Toisaalta globalisaatio on yritysten, omistuksen ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisen kautta edistänyt kehitystä kohti yhdysvaltalaista järjestelmää.<sup>72</sup>

Edellä esitetyn pohjalta voidaan nostaa esiin joitain optimaalisen järjestelmän piirteitä. Tarkastelu tukee käsitystä, jonka mukaan ideaali johtamis- ja valvontajärjestelmä valvoo yrityksen johdon toimia, houkuttelee markkinoille sijoittajia ja turvaa piensijoittajien aseman.<sup>73</sup> Idealin järjestelmän piirteisiin kuuluu myös uusien yritysten markkinoille pääsyn ja innovatiivisuuden edistäminen. Hyvän johtamis- ja valvontajärjestelmän on oltava hyvä myös koko kansantalouden kannalta.

Yhteiskunnan kannalta on tärkeää, että suomalaisesta järjestelmästä kehittyä murroksen tuoman haasteen pohjalta mahdollisimman tehokas johtamis- ja valvontakäytäntöjen kokonaisuus. Muutamien suomalaisyritysten haastattelut antoivat viitteitä suomalaisen johtamiskäytännön erityisyydestä. Katsottiin mm. että suomalaisille yrityksille on tyypillistä matalat hierarkiat, tehokas kommunikointi ja koko henkilöstön osaamisen hyödyntämistä tukevat organisointimallit. Suomalaisen järjestelmän erityispiirteiden ymmärtäminen on tärkeää myös yrityksille, joiden on viestittävä niistä kansainvälisille sijoittajille.

Tutkimuksen yhtenä tavoitteena oli nostaa esiin keskeisiä kysy-

myksiä jatkokeskustelua ja -tutkimusta ajatellen. Talouden kehityksen kannalta on tärkeää tarkastella, *kuinka toimiva ja tehokas suomalainen johtamis- ja valvontajärjestelmä on*. Jatkossa tarvitaan tarkempaa tutkimusta mm. siitä, miten hyvin suomalainen järjestelmä toimii innovatiivisuuden näkökulmasta tarkasteltuna. Myös keskustelua johdon kannustinjärjestelmistä kaivataan edelleen. Samoin optio-ohjelmien pitkän aikavälin vaikutuksista olisi saatava lisää tietoa.

# Alaviitteet ja liitteet

<sup>1</sup> ”The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance”, Business Environment Group, Private Sector Development Department, The World Bank Group 1998, s. 2.

<sup>2</sup> Hall 1997, s. 35-37.

<sup>3</sup> Rämä 1998, s. 8.

<sup>4</sup> Holmström – Milgrom.

<sup>5</sup> Bernhardt (1999).

<sup>6</sup> Esimerkiksi Hall (1997) on todennut seuraavasti: ”In the end, the explosion in CEO stock option awards during the past 15 years has had the desired effect of creating a stringer link between CEO pay and firm performance. While this is an important step in the right direction, I believe there are a variety of ways in which current compensation practises can be improved. In particular, I have argued that both premium options and indexed options have important pay to performance advantages relative to the current practice of issuing only at the money options. - - - In addition I believe that incentives would be improved significantly if boards adopted the practice of valuing or ‘scoring’ the CEO option packages on a quarterly basis.- - Finally, compensation practices would be improved if boards better dealt with the tension between a CEO’s desire to hedge risk and the shareholder’s goal of maintaining incentive alignment over a CEO’s career. Lengthening stock option vesting periods and changing the ownership guidelines to include options represent two straightforward ways to maintain such alignment over time.”

<sup>7</sup> Talouselämä 38/98.

<sup>8</sup> Hoshi, 1998; ks. myös esim. Monks ja Minow, 1994, s. 1; Gelauff ja den Broeder, 1997, s. 10; Macey, 1998.

<sup>9</sup> Stiles, s. 47.

<sup>10</sup> Keasey, Thompson ja Wright, s. 3-7.

<sup>11</sup> Pauline O’Sullivan on analysoinut yritysvaltauksia kattavasti artikkelissaan ”Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control” (Artikkeli löytyy teoksesta Corporate Governance: Economic and Financial Issues (s. 122-146), jonka ovat toimittaneet Keasey, Thompson ja Wright).

<sup>12</sup> Hirschmann, 1970.

<sup>13</sup> Huolman, Pulkkinen, Rissanen, Tainio ja Tukiainen, 1999.

<sup>14</sup> Esim. Useem, 1996; Black, 1997; Wahal, 1996; Carleton et. al., 1998.

<sup>15</sup> Carleton et. al., 1998.

<sup>16</sup> Keasey, Thompson ja Wright, s. 3-7.

<sup>17</sup> Mary O’Sullivan, s. 16.

<sup>18</sup> Ks. Huolman, Rissanen, Tainio ja Tukiainen.

<sup>19</sup> Shleifer ja Vishny (1997) ”The principal reason that investors provide external financing to firms is that they receive control rights in exchange.”

<sup>20</sup> Esimerkiksi ennen kevään 1999 yhtiökokousta Tiger Management ilmoitti etukäteen rahastojen kannattavan äänillään hallituksen ehdotuksia mm. yhtiön hallussa olevien omien osakkeiden mitätöimisestä ja hallituksen täydentämisestä kahdella ulkomaalaisjäsenellä.

<sup>21</sup> Macey, s. 916-918.

<sup>22</sup> Talouselämä 9/99.

<sup>23</sup> Neilimo 1998.

<sup>24</sup> Ensimmäiset optio-ohjelmat laadittiin Suomessa vuonna 1988. Vuoden 1999 alkupuolella pörssiin listatuista 130:sta yhtiöstä 70:llä oli optio-ohjelmia, yhteensä ohjelmia oli yli sata. Optio-ohjelmien arvosta 93 % (23 mrd. mk) kattaa Nokia. Aluksi optiojärjestelyt kohdistuivat yleensä vain ylimpään johtoon, myöhemmin myös avainhenkilöihin. Viimeaikoina optio-ohjelmiin on otettu mukaan myös henkilöstöä. (Suomessa arviolta 30 000 – 40 000 henkilöä on optiojärjestelyn piirissä, josta johdon suhteellinen osuus on noin 10 %.) Kannustinjärjestelmien kehitykseen liittyy myös hallitus-palkkioiden maksaminen osakkeilla. Esimerkiksi Nokian yhtiökokous päätti maaliskuussa 1999, että noin 40 prosenttia hallitusten jäsenten vuosipalkkioista voidaan maksaa osakkeilla.

<sup>25</sup> Ministeri Jouko Skinnarin esitys ”Palkitsemisjärjestelmien vaikutukset kansantalouteen” Palkitsemisjärjestelmät -seminaarissa 2.2.1999.

<sup>26</sup> Helsingin Sanomat 9.9.1999. Kauppalehden artikkelin (5.11.1999) mukaan verottajan osuus vuoden 1998 optioista on arviolta 500-600 miljoonaa markkaa.

<sup>27</sup> Talouselämä 36/98.

<sup>28</sup> Martti Hetemäki Helsingin Sanomille 9.9.1999.

<sup>29</sup> Helsingin Sanomat 21.4.1999.

<sup>30</sup> Taloussanomat 10.2.1999.

<sup>31</sup> Talouselämä 28/99.

<sup>32</sup> Talouselämä 11/99.

<sup>33</sup> Talouselämä 10/99.

<sup>34</sup> The report of the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance to the OECD in April 1998.

Lähde: Charkham ja Simpson (1998) "Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility", s. 23.

<sup>35</sup> Lähde: "Omistuksen arvoon pohjautuva johtaminen: Tutkimus suomalaisyrityksissä 1998" PA Consulting Group 1999. Kyselyyn vastanneita yrityksiä oli 87, joista Helsingin Pörssiin listautuneita oli 68.

<sup>36</sup> Vastaavasti Porter (1996) toteaa: "The U.S. system is good at reallocating capital among sectors, funding emerging fields, shifting resources out of "unprofitable" industries, and achieving high private returns each period, as measured by higher corporate returns on investment. Such responsiveness and flexibility, however, are often achieved at the price failing to invest enough to secure competitive positions in existing businesses, investing in wrong forms, and overinvesting in some circumstances.

The Japanese and German systems encourage aggressive investment to upgrade capabilities and productivity in existing fields. They also encourage internal diversification into related fields – the kind of diversification that builds upon and extends corporate strengths. This comes at the cost, however, of a tendency to overinvest in capacity, to produce too many products, and to maintain unprofitable businesses indefinitely. For this reason, the U.S. system may come closer to optimizing short-term private returns.

The Japanese and German systems, however, appear to come closer to optimizing long-term private and social returns. Their greater focus on long-term corporate position – encouraged by an ownership structure and governance process that incorporate the interests of employees, suppliers, customers, and local community – allow the Japanese and German economies to better capture the social benefits of private investment."

<sup>37</sup> Taloussanomat 18.2.1999.

<sup>38</sup> Markkina-arvoltaan 30 suurinta yritystä kesällä 1998.

<sup>39</sup> Henkilöt, joita pyydettiin haastateltaviksi, suostuivat lähes poikkeuksetta. Haastattelut kestivät 1t - 1t 45 min ja ne järjestettiin pääosin yritysten, osin Helsingin kauppakorkeakoulun tiloissa. Haastateltavat vaikuttivat kiinnostuneilta asiasta ja korostivat usein tutkittavan asian tärkeyttä. Useat haastateltavat olivat erittäin hyvin valmistautuneet haastatteluun käymällä etukäteen läpi faksilla lähettämämme teemahaastattelurungon. Teemahaastattelurunko on nähtävänä tutkimuksen liitteenä 1.

<sup>40</sup> Kuitamme KTM, konsultti Mia Rissasta pääosasta tästä informaatiosta. Yrityksen on saanut maininnan vain, mikäli sana sijoittajasuhteet on ollut nähtävissä vuosikertomuksen osoiteistossa, omana osiona vuosikertomuksissa tai vuosikertomuksessa on listattu yritystä seuraavia analyytikoita. Sanat "konserniviestintä" tai esim. "suhdetoiminta" eivät ole riittäneet maininnaksi.

<sup>41</sup> Perusmetalliteollisuus, metsäteollisuus, konepajateollisuus, osa elintarviketeollisuudesta, kustannustoiminta.

<sup>42</sup> Haastattelijoilla oli yleensä varattu yksi tunti haastattelua kohti. Aikarajoite johti siihen, ettei esimerkiksi optioiden monimuotoisuuden problematiikkaan (esim. Hall, 2000) mitenkään voitu haastateluissa mennä.

<sup>43</sup> Räsänen, 1989.

<sup>44</sup> Mintzberg kirjassa Mintzberg & Quinn, 1991, s. 671.

<sup>45</sup> Käännös kirjoittajien.

<sup>46</sup> Dess et. al., 1996.

- <sup>47</sup> Huolman (tulossa).
- <sup>48</sup> Prahalad, 1997; Porter, 1997.
- <sup>49</sup> Ks. esim. Porter, 1997; Froud et. al., 2000, s. 89; Jürgens et. al., 2000.
- <sup>50</sup> Yrityksissä kuten Nokia, Sonera, Raision (erityisesti Benecol) ja Cultorin (erikoismakeutteet, rehuentsyymit, betaäinityypiset tuotteet) tietyt osat, mediayhtiöiden tietyt osat, Stonesoft, F-Secure ja Eimo.
- <sup>51</sup> Vuonna 1998 IVO ja Neste yhdistyivät Fortumiksi, minkä vuoksi tarkasteltavien yritysten lukumäärä pieneni yhdellä 99:ään.
- <sup>52</sup> Tietojen saatavuudesta johtuen yhdeksän yrityksen kohdalla ensimmäinen tarkasteluvuosi on 1987.
- <sup>53</sup> Vuoden 1998 tiedot ovat Fortum Oyj:n vuosikertomuksesta.
- <sup>54</sup> Vuoden 1994 tiedot ovat Effjohnin vuosikertomuksesta, vuoden 1997 tiedot ovat Siljan vuosikertomuksesta.
- <sup>55</sup> Vuoden 1998 tiedot ovat Fortum Oyj:n vuosikertomuksesta.
- <sup>56</sup> Tavoitteet on poimittu vuoden 1985 vuosikertomuksesta.
- <sup>57</sup> Vuoden 1997 tiedot ovat Suomen PT:n vuosikertomuksesta.
- <sup>58</sup> Ali-Yrkkö – Ylä-Anttila (1999) “Omistus kansainvälistyy – johtamis- ja valvontajärjestelmät muuttuvat”.
- <sup>59</sup> Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila 1999.
- <sup>60</sup> Ks. Rämä (1998).
- <sup>61</sup> Yritysrakenteissa tapahtuneiden muutosten johdosta tarkastelu vuosien 1997 ja 1998 luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia.
- <sup>62</sup> Ilman Nokkia vastaavat luvut ovat 220 Mmk vuonna 1998 ja 223 Mmk vuonna 1997.
- <sup>63</sup> Porter (1996).
- <sup>64</sup> Yritykset on lueteltu liitteessä 5.
- <sup>65</sup> T-testin perusteella ero omistaja-arvoa kasvattavien ja muita tavoitteita ajavien yritysten välisissä luvuissa ei ole tilastollisesti merkitsevä.
- <sup>66</sup> Esimerkiksi Tylecote ja Conesa (1999) ovat tarkastelleet, kuinka erot kansallisissa johtamis- ja valvontajärjestelmissä voivat osaltaan auttaa selittämään elinkeinoalojen erikoistumisen muotoja tutkimuksen kohteena olevissa maissa (Yhdysvallat, Iso-Britannia, Saksa ja Ranska).
- <sup>67</sup> Yritys on luokiteltu ulkomaiseksi, mikäli yksittäisellä ulkomaisella omistajalla on vähintään 50 % yrityksen määräysvallasta.
- <sup>68</sup> Ilman Nokkia vastaavat luvut ovat 162 Mmk (169 Mmk).
- <sup>69</sup> Ero vuosien 1997 ja 1998 luvuissa selittyy suurelta osin kyseisenä ajankohtana tapahtuneista muutoksista yritysrakenteissa. Tarkastelujakson aikana Ensosta muodostui Stora Enso, IVO ja Neste yhdistyivät Fortumiksi ja Suomen Posti eriytettiin Suomen PT:stä.
- <sup>70</sup> Esim. Rämä (1998), Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1999).
- <sup>71</sup> Miettinen Topi (2000), Poikkeavatko valtionyhtiöt yksityisistä? – Valtionyhtiöiden tavoitteiden kehitys ja vertailu yksityisomistettuihin yrityksiin. ETLÄ keskusteluaiheita No. 730.
- <sup>72</sup> Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1999).
- <sup>73</sup> Leppämäki (1999).



**Liite 1. Vuosikertomuksista kerätyt tavoitteet****Ydinosaaminen ja rakenne:**

yrittäjien rakenteen kehittäminen ja ydinosaamisen tehokas hyödyntäminen, toiminnan keskittäminen ydinosaamisen alueelle, toiminnan terävöittäminen, erikoistuminen

**Teknologian kehittäminen:**

panostaminen tutkimukseen, kehitystyöhön, investoinnit teknologian kehittämiseen ja uuteen teknologiaan, tuotekehitys

**Tulos ja kannattavuus:**

tuloksen parantaminen, voitollinen tulos, kilpailukyvyyn ylläpito/parantaminen, tuottavuuden parantaminen, kannattavuus, toiminnan tehostaminen, kustannustehokkuus, jalostusarvon nostaminen

**Rahoitusasema ja vakavaraisuus:**

vakavaraisuuden/rahoitusaseman parantaminen, pääoman parempi hallinta, omavaraisuusasteen nostaminen, taseaseman parantaminen

**Asiakassuuntautuneisuus:**

asiakkaiden tarpeiden tyydyttäminen, hyödyn/kilpailukyvyyn tuottaminen asiakkaille, palvelu, asiakaskeskeisyyslähttöisyys, reaktiokyky markkinoiden muutoksiin

**Kasvu ja kansainvälistyminen:**

toiminnan alueellinen laajentaminen, kasvun hallinta ja hallittu kasvu, markkina-/tuotejohtajuus, kansainvälistyminen, panostaminen markkinointiin

**Omistaja-arvo:**

lisäarvon tuottaminen, yhtiön arvon kasvattaminen, hyvän tuoton tuottaminen omistajien sijoituksille

**Ympäristöarvot:**

ekokilpailukyky, ympäristönsuojelu, ympäristöosaaminen, kestävä kehitys

**Laatu:**

laatukulttuurin luominen, laadun parantaminen, toiminnan laatu

**Henkilöstö:**

henkilöstön ja koulutuksen merkityksen korostaminen, johtamisen laatu

**Liite 2. 50 suuryrityksen tavoitteet (% yrityksistä ilmoittanut tarkasteluvuonna tavoitteekseen)**

	1986	1990	1994	1998
Ydinosaaminen ja rakenne	40	50	54	45
Teknologian kehittäminen	28	16	18	12
Tulos ja kannattavuus	76	88	80	80
Rahoitusasema/vakavaraisuus	14	14	26	20
Asiakassuuntautuneisuus	30	24	36	47
Kasvu ja kansainvälistyminen	50	36	64	78
Omistaja-arvo	2	16	30	45
Ympäristöarvot	4	10	10	16
Laatu	14	12	24	12
Henkilöstö	12	14	10	22

**Liite 3. 100 suomalaisen suuryrityksen tavoitteet (% yrityksistä ilmoittanut tarkasteluvuonna tavoitteekseen)**

	1997	1998
Ydinosaaminen ja rakenne	30	41
Teknologian kehittäminen	18	17
Tulos ja kannattavuus	67	70
Rahoitusasema/vakavaraisuus	12	13
Asiakassuuntautuneisuus	53	52
Kasvu ja kansainvälistyminen	61	66
Omistaja-arvo	38	34
Ympäristöarvot	13	11
Laatu	22	17
Henkilöstö	26	24

#### Liite 4. Esimerkkejä suuryritysten vuosikertomuksissa mainituista tavoitteista

Tavoite	Vuosikertomuksesta poimittu esimerkki
Ydinosaaminen ja rakenne	<p>“Vuoden 1997 vuosikertomuksessa kerroimme Aspo-konsernin strategisena tavoitteena olevan keskittyä aikaisempaa harvemmille liiketoiminta-alueille. Toteutamme strategiaa karsimalla liiketoimintaa, joka ei kuulu konsernin painopistealueisiin, samalla kun vahvistamme päätoimialojen kilpailukykyä ja tehokkuutta yritysostoin ja muin toimenpitein.” (<i>Aspo 1998</i>)</p> <p>“Konsernin tavoitteena on keskittyä ydinliiketoimintoihin ja ylläpitää niillä ylivoimaista kilpailukykyä erikoistumisen avulla.” (<i>Santasalo-JOT Oy 1998</i>)</p>
Teknologian kehittäminen	<p>“Panostamme edelleen kovasti tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Tämä tulee näkymään tulevina vuosina tuotevalikoiman vahvistumisena ja laajentumisena.” (<i>Vaisala Oy 1997</i>)</p> <p>“Myös kuluvana vuonna panostamme vahvasti tuotteittemme kehittämiseen.” (<i>Isku-yhtymä 1998</i>)</p>
Tulos ja kannattavuus	<p>”Tavoitteena on liiketoiminnan kannattavuuden parantaminen ja tuloksen saaminen parhaiden urheiluvälinealan yhtiöiden tasolle.” (<i>Amer 1998</i>)</p>
Rahoitusasema ja vakavaraisuus	<p>“Vahva pääomarakenne on tärkeä osa Partekin strategiaa.” (<i>Partek 1998</i>)</p> <p>”Hallituksen pyrkimyksenä on säilyttää konsernin hyvä maksuvalmius ja terve taloudellinen rakenne.” (<i>Fiskars 1990</i>)</p>

- Asiakassuuntautuneisuus “Tavoitteenamme on tyydyttää ihmisten päivittäiset tarpeet kaikkialla: ennakoida asiakkaidemme ja kuluttajiemme toiveet sekä vastata niihin innovatiivisesti ja kilpailukykyisesti elämän laatua parantavilla merkkituotteilla ja palveluilla.” (*Unilever 1998*)
- “Ehkäpä merkittävin haaste tulevaisuudessa on asiakkaittemme ja heidän asiakkaittensa tarpeiden ja toimintaympäristön tulevien muutosten oivaltaminen etukäteen.” (*Cultor 1997*)
- Kasvu ja kansainvälistyminen “Muutokset vahvistavat tavoitettamme saavuttaa ydinliiketoiminnoissamme, anestesiassa ja tehohoidossa, globaalisti markkinajohtajan asema.” (*Instrumentarium 1998*)
- “Metsäteollisuudessa Jaakko Pöyry on tunnettu kaikkialla maailmassa ja oman alansa markkinajohtaja. Tavoitteenamme on saavuttaa vastaava asema valikoiduilla energia- sekä infrastruktuuri- ja ympäristöliiketoimintojen osa-alueilla. Konsernin tavoitteena on kasvaa kaikilla pääliiketoiminta-alueillaan.” (*Jaakko Pöyry 1998*)
- “Lähivuosien keskeisiä tehtäviä ovat kansainvälistyminen ja kasvun hallinta.” (*Tieto Corporation Oyj 1997*)
- Omistaja-arvo “Partekin strategian lähtökohtana on kasvattaa yhtiön arvoa pitkällä tähtäimellä ja tuottaa lisäarvoa omistajilleen.” (*Partek 1998*)
- “Yhtiön arvoa kasvatetaan pitkäjänteisesti. Tällöin otetaan tasapainoisesti huomioon eri sidosryhmät ja kestävä kehityksen periaatteet.” (*Rantaruukki 1998*)

- Ympäristöarvot “Ympäristön huomioon ottaminen liiketoimintojemme strategisessa suunnittelussa mahdollistaa kestäväen kehityksen toteuttamisen osana normaalia toimintaamme. Olennaista kaikessa toiminnassamme on hahmottaa tuotteiden koko elinkaaren ympäristövaikutukset. Konsernin yhtiöille vahvistetaan vuoden 1998 aikana ympäristöpolitiikka.” (*Hackman 1997*)
- “Julkaisemme erillisen katsauksen ympäristöasioista. Suomalaisten ABB-yhtiöiden omat päästöt ovat vähäiset, mutta kehittämällä tuotteiden tehokkuutta ja tuotteiden elinkaaritalloutta voimme lisätä merkittävästi toimintamme ekotehokkuutta.” (*ABB-yhtiöt 1998*)
- Laatu “Toiminnan laadun parantamiseksi ja laatuksentannusten alentamiseksi olemme käynnistäneet viime vuonna henkilökuntaa koskevan laatuksentutusohjelman, jota jatkamme myös alkaneena vuonna.” (*Kesko 1998*)
- “Fazerilaiseen kulttuuriin, joka on luotu runsaan vuosisadan aikana, kuuluu olennaisena asiana tietoisuus laadusta. Tämä kulttuuri on syvällä koko organisaatiossa, joten on selvää, että sen merkitys vain kasvaa ja kehittyy ajan myötä.” (*Fazer 1998*)
- Henkilöstö “Konsernissa on tehty mittavia panostuksia henkilöstön kehittämiseen niin keskitetysti kuin eri liiketoiminta-alueillakin. Syksyllä käynnistettiin uusi koulutusohjelma, jonka painopiste on strategisissa kysymyksissä. Koko konsernin kattava ohjelma sai nimekseen FLAME (Fazer Leadership and Management Education) ja sen tavoitteena on kehittää johtamista ja lisätä sisäistä yhteistyötä konsernissa.” (*Fazer 1998*)

”Tässä vuosikertomuksessa julkaisemme nyt ensimmäistä kertaa henkilöstötuloslaskelman. Lähtökohtamme on ollut eritellä henkilöstöön liittyvät kustannukset siten, että saamme tarvittavaa informaatiota henkilöstöresurssiemme edelleen kehittämiseksi. Katsomme, että henkilöstöön ja sen hyvinvointiin käytetyt varat ovat investointi tulevaisuuteen.” (Tampfelt 1998)

#### **Liite 5. Lista niistä yrityksistä, joiden tutkimus- ja kehitysmenoja on tutkimuksessa tarkasteltu**

- |                                       |                                    |
|---------------------------------------|------------------------------------|
| 1. <i>ABB-yhtiöt</i>                  | 26. <i>Nokian renkaat Oyj</i>      |
| 2. <i>Amer-yhtymä Oyj</i>             | 27. <i>Orion-yhtymä Oy</i>         |
| 3. <i>Asko Oyj</i>                    | 28. <i>Outokumpu Oyj</i>           |
| 4. <i>Cultor Oyj</i>                  | 29. <i>Oy Hackman Ab</i>           |
| 5. <i>Enso Oyj</i>                    | 30. <i>Oy Hartwall Ab</i>          |
| 6. <i>Ensto-yhtiöt</i>                | 31. <i>Oy Kyro Ab</i>              |
| 7. <i>Fiskars Oy Ab</i>               | 32. <i>Oyj Nokia Abp</i>           |
| 8. <i>Helsingin Pubelin Oyj</i>       | 33. <i>Oyj Partek Abp</i>          |
| 9. <i>HK Ruokatalo konserni</i>       | 34. <i>Patria Industries Oy</i>    |
| 10. <i>Huhtamäki Oy</i>               | 35. <i>Perlos Oy</i>               |
| 11. <i>HYY-Yhtymä</i>                 | 36. <i>Ponsse Oy</i>               |
| 12. <i>Imatran Voima Oy</i>           | 37. <i>Raisio Yhtymä Oyj</i>       |
| 13. <i>Instrumentarium Oy</i>         | 38. <i>Rauma Oy</i>                |
| 14. <i>Isku-yhtymä Oy</i>             | 39. <i>Rautaruukki Oy</i>          |
| 15. <i>KCI-Konecranes Oyj</i>         | 40. <i>Raute Oy</i>                |
| 16. <i>Kemira Oyj</i>                 | 41. <i>Rettig-Yhtymä Oy</i>        |
| 17. <i>Kone-yhtymä</i>                | 42. <i>Santasalo-JOT Oy</i>        |
| 18. <i>KWH-yhtymä Oy</i>              | 43. <i>SRV Viitosen Holding Oy</i> |
| 19. <i>Lännen Tehtaat Oy</i>          | 44. <i>Suomen PT</i>               |
| 20. <i>Lassila &amp; Tikanoja Oyj</i> | 45. <i>Suomen Unilever Oy</i>      |
| 21. <i>Martela Oy</i>                 | 46. <i>Tampfelt Oyj Abp</i>        |
| 22. <i>Metra Oy Ab</i>                | 47. <i>UPM-Kymmene Oyj</i>         |
| 23. <i>MTV Oy</i>                     | 48. <i>Vaisala Oy</i>              |
| 24. <i>NCC-Puolimatka Oy</i>          | 49. <i>Valio Oy</i>                |
| 25. <i>Neste Oy</i>                   | 50. <i>Valmet Oyj</i>              |

**Liite 6. Haastattelupyyntölomake ja teemahaastattelurunko**

**X Oyj**

Hki, 3.3.2000

**Hyvä Konsernijohtaja N.N. !**

**YRITYSTEN JOHTAMISJÄRJESTELMIEN (CORPORATE GOVERNANCE) MUUTOKSET 1990-LUVULLA**

Helsingin kauppakorkeakoulun omistama LTT-Tutkimus Oy tekee Sitran toimeksiannosta tutkimusta suomalaisten suuryritysten johtamisjärjestelmien (Corporate governance) muutoksesta. Tutkimus suoritetaan yhteistyössä Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen kanssa.

Toivomme teiltä, hyvä konsernijohtaja N.N., aikaa aihetta koskevaan haastatteluun maaliskuussa (esim. noin 1 tunti). Tutkimuksen toteuttavat LTT:ssä toimitusjohtaja Matti Pulkkinen, projektipäällikkö Mika Huolman ja professori (johtaminen), HKKK:n vararehtori Risto Tainio. Osaan haastatteluista osallistuu myös Etlatieto Oy:n toimitusjohtaja Pekka Ylä-Anttila sekä HKKK:n professori (johtaminen) Kari Lilja. Haastatteluihin osallistuu LTT:ltä kaksi edellämämainituista henkilöistä.

Lisätietoja asiasta antaa tarvittaessa projektipäällikkö Mika Huolman p. 43138637 tai 040-7251189. Ohessa on liitteenä lista haastattelu-teemoista ja kysymyksistä.

Parhain terveisin,

Matti Pulkkinen

Kauppat. tri

Toim.joht.

LTT-Tutkimus Oy

## **YRITYSTEN JOHTAMISJÄRJESTELMIEN (CORPORATE GOVERNANCE) MUUTOKSET 1990-LUVULLA**

### **A. MUUTOS JA SEN TAUSTAT**

MINKÄLAINEN MUODONMUUTOS ON TAPAHTUNUT? MILLAINEN JOHTAJÄRJESTELMÄ OLI 1990-LUVUN ALUSSA JA MILLAINEN SE ON NYT (HALLINTOELIMET, KANNUSTINJÄRJESTELMÄT, TAVOITTEENASETANTA JA STRATEGIA-PROSESSI)

MISTÄ MUUTOKSISSA ON OLLUT KYSE? MILLAISET TEKIJÄT VAIKUTTIVAT MUUTOKSIIN?

### **B. OMISTUKSEN MUUTOKSET**

ULKOMAISET OMISTAJAT – MIKSI OVAT TÄRKEITÄ SUOMALAISILLE YRITYKSILLE?

“OMISTAJIEN RAKENNE (KESKIT/HAJANAISUUS) VAIKUTTA NIIDEN VOIMAAN”. VAIKUTTAAKO? ONKO OMISTUSRAKENNE JOHDETTAVISSA?

KERTOISITKO KOKEMUKSISTASI, JOS OLET OLLUT ‘ALTAVASTAAJANA’ (VAIKEUKSISSA, VOIMATTOMANA) TAI ‘HALLITSEVANA’ (VAHVANA) SIJOITTAJASUHTEIDEN ALUEELLA?

### **C. SHAREHOLDER-AJATTELU VS. STAKEHOLDER-AJATTELU**

MINKÄLAISISSA TILANTEISSA OMISTAJAN EDUT VOIVAT MENNÄ VASTAKKAIN MUIDEN SIDOSRYHMIEN (HENKILÖSTÖ, VALTIO, ASIAKKAAT, JNE.) KANSSA?

MISTÄ VASTARINTA SHAREHOLDER-MUUTOKSIIN NOUSEE, JOS ON NOUSTAKSEEN?

MIKÄ KANSAINVÄLISTYNEISSÄ SUOMALAISISSA YRITYKSISSÄ ON SUOMALAISTA?



# Lähdeluettelo

ALI-YRKKÖ, JYRKI – YLÄ-ANTTILA, PEKKA (1999) Omistus kansainvälistyy – johtamis- ja valvontajärjestelmät muuttuvat. ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Keskusteluaiheita – Discussion Papers No. 665, 1999.

BERNHARDT, WOLFGANG (1999) “Stock Options For or Against Shareholder Value? –New compensation plans for top management and the interests of the shareholders”. *Corporate Governance*, volume 7, number 2, April 1999.

BLACK, B. S. (1997) “Institutional Investors and Corporate Governance: The Case for Institutional Voice“. Teoksessa D. H. Chew (toim.): “Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, and Europe“. Oxford University Press, New York.

CARLETON, W. T. – NELSON, J. M. – WEISBACH, M. S. (1998) “The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF“. *The Journal of Finance*. Vol. 53, No. 4, s. 1335-1362.

CARPENTER, JENNIFER (ed.) – YERMACK, DAVID (ed.) (1999) ”Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence”, Kluwer Academic Publishers 1999.

DESS, G. – GUPTA, A., HENNART, J-F. – HILL, C. (1996) “Conducting and Integrating Strategy Research at the International, Corporate and Business. *Journal of Management*.

FROUD, J. – HASLAM, C. – JOHAL, S. – WILLIAMS, K. (2000) ”Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves”. *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, s. 80-110.

GELAUFF, G.M.M. – DEN BROEDER, C. (1997) “Governance Of Stakeholder Relationships. The German And Dutch Experience“. *SUERF Studies*. No. 1. Amsterdam, The Netherlands.

GILSON, R. J. (1998) “Corporate Governance - The Issues and Opportunities“. Seminar Presentation at the SITRA Conference on Corporate Governance, 24.9. 1998.

HALL, B. (2000) ”What You Need to Know About Stock Options.” *Harvard Business Review*, March-April, s. 121- 129.

HALL, BRIAN J. (1997) ”A better way to pay CEOs?” teoksessa: J. Carpenter and D. Yermack (eds.) ”Executive Compensation and Shareholder Value”, Kluwer Academic Publishers 1999, s. 35-46.

HAWLEY, JAMES P. – WILLIAMS, ANDREW T. (1997) “The Emergence of Fiduciary Capitalism”. *Corporate Governance*, Volume 5, Number 4, October 1997, s. 206-213.

HIRSCHMANN, A. (1970) ”Exit, Voice and Loyalty”. Cambridge, Ma., Harvard University Press, USA.

HOLMSTRÖM, BENGT – MILGROM, PAUL (1991) ”Multitask Principal –Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design”. *Journal of Law, Economics and Organization* 7/1991, s. 24-51.

HOSHI, T. (1998) ”Japanese Corporate Governance as a System.” Teoksessa ”Comparative Corporate Governance”.

HUOLMAN, M. (tulossa) ”Rumelt’s Diversification Categories. A Critique”. Väitöskirjakäsikirjoitus, Helsingin Kauppakorkeakoulu.

HUOLMAN, M. – PULKKINEN, M. – RISSANEN, M. – TAINIO, R. – TUKIAINEN, S. (1999) ”Ulkomaisen omistuksen vaikutus yritysten johtamiseen ja innovaatioihin”. LTT-Tutkimus, B-157, Helsinki.

HUOLMAN, MIKA – RISSANEN, MIA – TAINIO, RISTO – TUKIAINEN, SAMPO (1999) ”Ulkomaisen omistuksen ja kansainvälisen sijoittajuuden vaikutus suomalaisten yritysten johtamiseen ja innovatiivisuuteen?” LTT-Tutkimus Oy, Käsikirjoitus 17.6.1999.

JENSEN, MICHAEL C. (1993) ”The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems” teoksessa ”Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan and Europe”, toim. Donald H. Chew, Oxford University Press 1997, s. 18-36.

JÜRGENS, U. – NAUMANN, K. – RUPP, J. (2000) ”Shareholder Value In an Adverse Environment: the German Case”. *Economy and Society*, 29(1), s. 54-79.

JÄRVINEN, P. (2000) ”Corporate Governance”. The Research Institute of Finnish Economy (ETLA). Discussion Papers. No. 701.

Kauppa- ja Teollisuusministeriö (1999) ”Ulkomaisen omistuksen vaikutus yritysten johtamiseen ja innovaatioihin”. KTM:n tutkimuksia ja raportteja 27/1999.

KEASEY, KEVIN – THOMPSON, STEVE – WRIGHT, MIKE (1997) ”Introduction: The Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions” teoksessa *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, toim. Kevin Keasey, Steve Thompson and Mike Wright, Oxford University Press 1997, s. 1-17.

LAZONICK, W. – O’SULLIVAN, M. (2000) ”Maximizing Shareholder Value: A New Ideology For Corporate Governance”. *Economy and Society*, 29 (1), s. 13-35.

LEPPÄMÄKI, MIKKO (1999) ”Corporate Governance –seminaari”. *Kansantaloustieteellinen aikakauskirja* 1/1999, s. 138-147.

MACEY, JONATHAN R. (1998) ”Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective in a Comparative View” teoksessa *Comparative Corporate Governance –The State of the Art and Emerging Research*, toimittaneet Hopt, Klaus J. – Kanda, Hideki, - Roe, Mark J. – Wymeersch, Eddy - Prigge, Stefan. Clarendon Press Oxford 1998, s. 903-919.

MONKS, R.A.G. – MINOW, N. (1995) ”Corporate Governance”. Ma., USA, Blackwell Publishers.

NEILIMO, KARI (1998) ”Yritysten johtamisjärjestelmät, yrityksen hallinto ja johtamisen valvonta: Corporate governance –keskustelun kansainvälinen tausta”, *Tilintarkastus – Revision* 6/98.

”Omistuksen arvoon perustuva johtaminen: Tutkimus suomalaisyrityksissä 1998” PA Consulting Group 1999.

O’SULLIVAN, MARY (1998) “The Innovative Enterprise and Corporate Governance”, INSEAD, January 1998.

O’SULLIVAN, PAULINE “Governance by Exit: An analysis of the Market for Corporate Control” teoksessa *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, toim. Kevin Keasey, Steve Thompson and Mike Wright, Oxford University Press 1997, s. 122-146.

PORTER, MICHAEL E. (1996) ”Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry” teoksessa ”Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan and Europe” toimittaja Donald H. Chew, Oxford University Press 1997, s. 5-17.

PORTER, MICHAEL E. (1997) ”Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry”, teoksessa Chew, D. H. (toim.): ”Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, and Europe”. New York, Oxford University Press.

PRAHALAD, C. K. (1997) ”Corporate Governance or Corporate value Added?” Teoksessa Chew, D. H. (toim.). ”Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, and Europe”. New York, Oxford University Press.

RÄSÄNEN, K. (1989) ”Corporate Evolution in a Forest Sector Society: Sectoral Roots and Strategic Change of Finnish Corporations, 1973-1985. Working Paper 89-11, EIASM, Bryssel.

SCHLEIFER, ANDREI – VISHNY, ROBERT (1997) ”A Survey on Corporate Governance”. *The Journal of Finance*, vol. LII, no. 2, June 1997, s. 737-783.

SCHLEIFER, ANDREI – VISHNY, ROBERT (1997) “Review of Literature on Corporate Governance.” *The Journal of Finance*. LII, s. 737-783.

STILES, PHILIP ”Corporate Governance and Ethics” teoksessa *Current Issues in Business Ethics*, toim. Peter W.F. Davies. London, Routledge 1997, s. 39-49.

TAINIO, R. (1997) “Does Foreign Ownership Matter ?” Paper prepared for the 13<sup>th</sup> EGOS Colloquium, Budapest, July 3-5.

TAINIO, R. (1999) “Ulkomaalaisomistuksen Vaikutus Suomalaisten Yritysten Johtamiseen ja Rakenteeseen.” *Suomalaisen Tiedeakatemian vuosikirja 1998*. Pentti Kauranen (toim.), Vammalan Kirjapaino, Vammala.

TAINIO, RISTO (2000) ”Omistus- ja johtamisstrategiat tulevaisuuden Euroopassa.” *Liiketaloudellinen Aikauskirja* 1/2000.

”The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance”, Business Environment Group, Private Sector Development Department, The World Bank Group 1998 (julkaisu löytyy Internetistä osoitteella: <http://www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/docs/busenvp8.pdf>).

THOMSEN, STEEN – PEDERSEN, TORBEN (1998) "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies". Working Paper/Department of International Business, Aarhus School of Business 1998.

TIMONEN, P. (2000) "Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Lakimiesliiton Kustannus, Kauppakaari, Jyväskylä.

TIROLE, JEAN (1999) "Corporate Governance". Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 2086, February 1999.

TYLECOTE, ANDREW – CONESA, EMMANUELLE (1999) "Corporate Governance, Innovation Systems and Industrial Performance", CRITEC Discussion Paper No. 18, February 1999.

USEEM, M. (1996) "Investor Capitalism". Basic Books, USA.

YLÄ-ANTTILA, PEKKA (2000) "Globalization of Business in a Small Country – Implications for Corporate Governance and National System of Innovation." *Ekonomiska Samfundets Tidskrift* 1/2000.

Lähteinä on käytetty lisäksi:

Bengt Holmströmin luennot "Corporate contra political governance", Helsingin Yliopisto 30.3. - 4.5. 1999 sekä luentoihin liittyvä materiaali.

Ministeri Jouko Skinnarin esitys "Palkitsemisjärjestelmien vaikutukset kansantalouteen" Palkitsemisjärjestelmät -seminaarissa 2.2.1999.

Seuraavat sanoma-/aikakauslehtien numerot:

Helsingin Sanomat 21.4.1999 ja 9.9.1999.

Kauppalehti 5.11.1999.

Talouselämä 36/98, 38/98, 4/99, 9/99, 10/99, 11/99 ja 28/99.

Taloussanomat 10.2.1999 ja 18.2.1999.