

## Keskusteluaiheita - Discussion papers

No. 701

Pia Järvinen

### **OMISTAJAVETOISEEN JOHTAMISEEN?**

- Suomalaisien suuryritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa**

Kiitämme SITRAA (Suomen itsenäisyyden juhlarahasto)  
projektia varten saadusta rahoituksesta.

**Järvinen, Pia, OMISTAJAVETOISEEN JOHTAMISEEN? –Suomalaisten suuryritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2000. 37 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 701).

**TIIVISTELMÄ:** Rahoitusmarkkinoiden lisääntyvä integraatio, kilpailun kansainvälistyminen ja teknologinen kehitys asettavat uudenlaisia vaatimuksia suomalaiselle yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmälle (*corporate governance*). Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella corporate governance -kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla. Tutkimuksessa pyritään vastaamaan erityisesti seuraaviin kysymyksiin: *Miten suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ovat muuttuneet? Miten ulkomaalaisomistuksen kasvu on vaikuttanut yrityksiin?*

Globalisaatio on edistänyt kehitystä kohti yhdysvaltalaisista johtamis- ja valvontajärjestelmää. Samalla omistaja-arvo -ajattelu on yleistynyt suomalaisissa suuryrityksissä. Erityisesti suuri osa pörssiyrityksistä on nopeasti omaksunut uuden ajattelumallin. Tutkimustulosten voidaan jossain määrin katsoa tukevan käsitystä, jonka mukaan ulkomaalaisomistuksen kasvu ja johdon kontrollin siirtyminen pääomamarkkinoille tehostavat yritysten toimintaa.

Talouden kehityksen kannalta on tärkeää tarkastella, *kuinka 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 optioiden pitkän aikavälin vaikutuksista olisi saatava lisää tietoa.

**AVAINSANAT:** johtamis- ja valvontajärjestelmät, corporate governance, suomalaiset suuryritykset

**Järvinen, Pia, TOWARDS AN OWNER-LED MANAGEMENT? –The corporate governance systems of large Finnish companies at a turning point.** Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2000. 37 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; no. 701).

**ABSTRACT:** Increasing integration in the financial market, global competition and technological development place new demands on Finnish corporate governance system. The aim of this study is to examine how the corporate governance culture has changed in large Finnish companies in the 1990's. In this report the following questions are analysed: *How have the corporate governance mechanisms changed and how has the increase in foreign ownership affected Finnish companies?*

Globalisation has favoured development of Finnish corporate governance system towards the U.S. model. Shareholder value -thinking has become more common in large Finnish companies. In particular, many companies listed in the stock exchange have quickly adopted this new business philosophy. Research results seem to support, to some extent, the view that both the increase in foreign ownership and the shift of management control to the capital market, make companies act more effectively.

Because of its implications to economic development, it is important to study, *how effective the Finnish corporate governance system is*. In the future, further research is needed, for example, on how well the Finnish system is functioning from the innovation perspective. Discussion about management incentive contracts is also still required. Likewise, more information about the long-term effects of the management option plans is also needed.

**KEYWORDS:** corporate governance, large Finnish companies

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>AIEMPI TUTKIMUS JA SUOMESSA KÄYTY KESKUSTELU .....</b>	<b>4</b>
	2.1 YRITYSTEN JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMÄT JOHDON NÄKÖKULMASTA .....	4
	2.2 MIKSI OSAKKEENOMISTAJIEN ON SANOTTU OLEVAN HYVIÄ YRITYKSELLE? .....	8
	2.3 JOHDON KANNUSTINJÄRJESTELMÄT PÄÄMIES-AGENTTI –TEORIAN NÄKÖKULMASTA .....	10
	2.4 MITEN YRITYSTEN JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMIEN MURROKSEEN ON SUOMESSA SUHTAUDUTTU?.....	11
	2.5 JOHTOPÄÄTÖKSET .....	17
<b>3</b>	<b>TUTKIMUSAINESTON MUODOSTUMINEN JA KUVAUS.....</b>	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>SUOMALAISTEN YRITYSTEN JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMÄT 1990-LUVULLA .....</b>	<b>21</b>
	4.1 MITEN YRITYSTEN TAVOITTEET OVAT MUUTTUNEET? .....	21
	4.2 MITKÄ OVAT ULKOMAALAISSOMISTUKSEN KASVUN VAIKUTUKSET YRITYSTEN JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMIIN? .....	25
	4.3 ONKO JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMILLÄ YHTEYTTÄ YRITYSTEN INNOVATIIVISUUTEEN? .....	27
	4.4 JOHTAMIS- JA VALVONTAJÄRJESTELMIEN VAIKUTUS EVAAN JA MUIHIN SUOMALAISTEN SUURYRITYSTEN TALOUDELLISIIN TUNNUSLUKUIHIN .....	28
<b>5</b>	<b>YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET (EXECUTIVE SUMMARY)....</b>	<b>30</b>
	<b>LIITTEET .....</b>	<b>32</b>
	<b>LÄHDELUETTELO .....</b>	<b>35</b>

# 1 Johdanto

## Tausta

Rahoitusmarkkinoiden lisääntyvä 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. 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 tarkastellaan kaikkina niinä 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>

---

<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

Markkinoiden, yritystoiminnan ja omistuksen kansainvälistyminen asettavat uusia vaatimuksia myös suomalaisille johtamis- ja valvontajärjestelmille. Suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontamalli on perinteisesti rinnastettu saksalaiseen, pankki-keskeiseen 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 autonomia sekä omistuksen näkeminen lähinnä strategisena omistussalkun ylläpitämisenä ja laajentamisena.

Suomalaisten pääomamarkkinoiden asteittaisen avautumisen sekä 1990-luvun alun laman kokemusten pohjalta yritystoiminnassa on siirrytty voimakkaasta velkarahoituksesta kohti oman pääoman ehdoin tapahtuvaa rahoitusta. Suomalaiset yritykset ovat hakeneet rahoitusta kasvavassa määrin ulkomailta. Myös osake-erien myyntien kautta yritysten omistus pohja on kansainvälistynyt huomattavasti. Kehityksen seurauksena mm. yhdysvaltalaiset sijoitusrahastot ovat tulleet suomalaisten yritysten merkittäviksi omistajiksi. Ulkomaisten omistajien myötä aikaisemmin yleiset ristiin-omistukset ovat pääosin purkautuneet, omistaminen on institutionalisoitunut ja muuttunut jossain määrin kasvottomaksi. Samanaikaisesti, kilpailun kansainvälistymisen ja pääoman aikaisempaa vapaamman liikkuvuuden myötä, suomalaiset yritykset ovat omaksuneet vaikutteita omistuksen arvon ja omistajan lisäarvon (*shareholder value*) maksimoimiseen perustuvasta johtamiskulttuurista. Edellä mainitut tekijät ovat johtaneet johtamis- ja valvontajärjestelmien murrokseen Suomessa.

### Tutkimuksen tavoitteet ja rakenne

Tutkimuksen yleisenä tavoitteena on tarkastella corporate governance -kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla. Tutkimuksessa pyritään myös kartoittamaan johtamis- ja valvontajärjestelmien luonnetta aikaisemman kirjallisuuden ja Suomessa käydyn keskustelun pohjalta. Lisäksi tarkastellaan johtamis- valvontajärjestelmien yhteyttä suomalaisten suuryrityksien tavoitteisiin sekä taloudellisiin tunnuslukuihin (esim. kannattavuus ja henkilöstö).

Keskeisiä kysymyksiä ovat:

- *Miten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ovat muuttuneet suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvun aikana?* Tutkimuksessa kuvataan vuosikertomusinformaation pohjalta yritysten tavoitteissa ja organisaatorakenteessa tapahtuneita muutoksia. Erityisesti tarkastellaan johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteyttä pääoman tuottoasteeseen ja EVAan (economic value added), jotka ovat omistusrakenteen muutoksen ja pääoman tehokkuusajattelun kannalta olennaisia. Lisäksi analysoidaan yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien ja innovatiivisuuden välistä yhteyttä.
- *Miten ulkomaalaisomistus on vaikuttanut yrityksiin?* Tutkimuksessa tarkastellaan ulkomaalaisomistuksen vaikutuksia yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin ja tätä kautta sijoitetun pääoman tuottoon, kannattavuuteen ja investointeihin.

Tutkimus jakaantuu kahteen osaan. Ensimmäinen osa (*luvut 1-2*) on luonteeltaan pohdiskeleva yleiskatsaus johtamis- ja valvontajärjestelmä -aiheeseen. Aihetta tarkastellaan aikaisemman kirjallisuuden ja Suomessa käydyssä 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 corporate governance -kirjallisuutta tutkimuksen aiheen kannalta olennaisilta osin. Tämän jälkeen tarkastellaan Suomessa käytyä keskustelua. Tarkoituksena on pohjustaa jatkokeskustelua, sekä nostaa esiin kysymyksiä myöhempää jatkotarkastelua ajatellen.

Luvussa tarkastellaan mm. niitä rajoitteita ja kannustimia, jotka ohjaavat yrityksen johtoa, ja joiden kautta yritysjohtoa valvotaan. Luvussa käydään läpi myös argumentteja (ml. niihin kohdistuva kritiikki), 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 johdon näkökulmasta

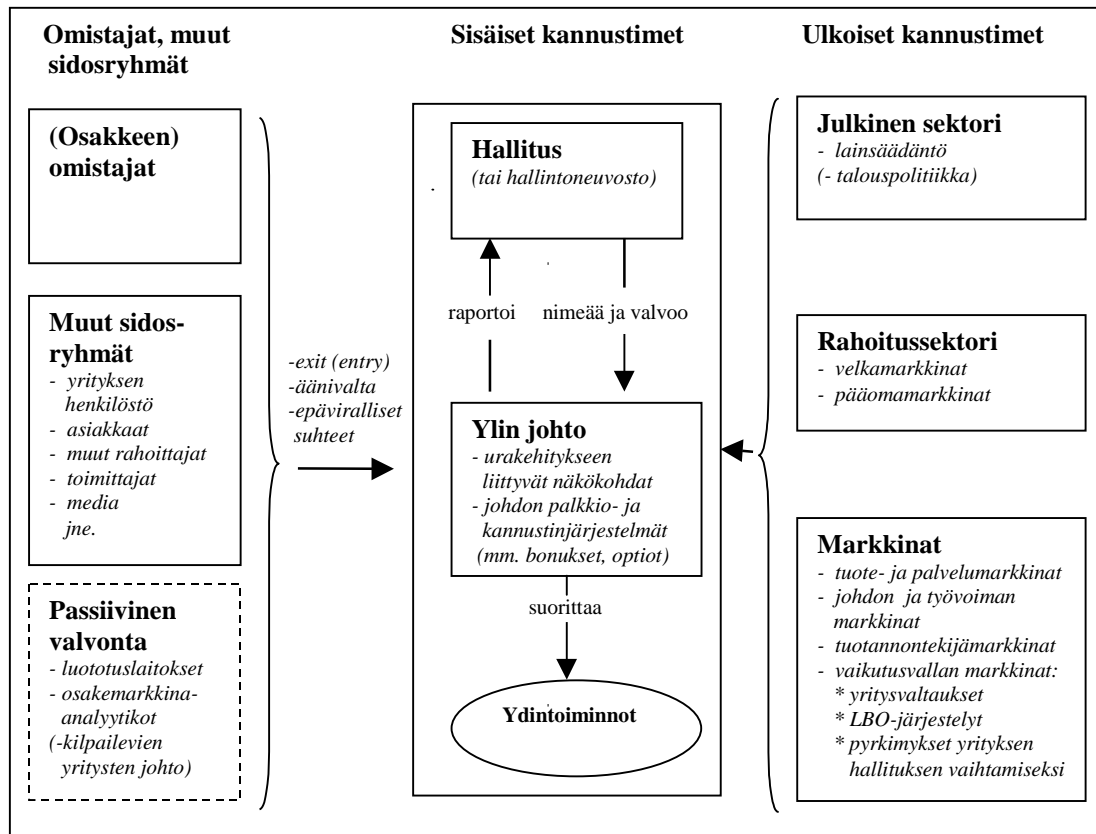
Seuraavaksi johtamis- ja valvontajärjestelmiä tarkastellaan päämies-agentti –teorian pohjalta. Päämies-agentti –ongelma juontaa omistuksen (*ownership*) ja vallan (*control*) eriyttämisestä yrityksessä. Yrityksen omistajat tarvitsevat johdon erikoistunutta henkistä pääomaa luomaan tuottoa sijoitukselleen. Omistajien kannalta on tärkeää, että yrityksen johdolla on riittävät kannustimet sitoutua työsuoritukseen, innovoida yrityksen kehittämiseksi ja ottaa harkitusti riskejä.<sup>2</sup> Omistajien on kuitenkin vaikea valvoa, ettei yrityksen johto käytä sille uskottuja resursseja omistaja-arvo –periaatteen vastaisesti. Erityisesti suurissa yrityksissä johdon toiminnan yhteensovittaminen omistajien päämäärien kanssa voi olla hankalaa. Ylin johto voi ryhtyä toimenpiteisiin ja tehdä päätöksiä, jotka ovat ristiriidassa osakkeenomistajien etujen kanssa. Toimitusjohtaja voi esimerkiksi keskittyä valtansa kasvattamiseen (*“empire building”*) ja kalliiden lisätujen hankkimiseen omistaja-arvon kasvattamisen sijaan. Myös muut sidosryhmät asettavat yrityksen johdolle vaatimuksia ja pyrkivät varmistamaan omien tavoitteidensa saavuttamisen mahdollisimman hyvin. Tältä pohjalta on syntynyt eri

---

<sup>2</sup> Rämä 1998, s. 8

käytäntöjä yrityksen johdon ohjaamiseksi ja valvomiseksi. Kuvioon 2.1 on koottu niitä rajoitteita ja kannustimia, jotka ohjaavat yrityksen johtoa, ja joiden avulla johtoa valvotaan.

Kuvio 2.1: 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, Rissanen, Tainio ja Tukiainen (1999) ja Tirole (1999)

Johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmät sekä urakehitykseen liittyvät näkökohdat vaikuttavat yrityksen sisällä johdon käyttäytymiseen. Näitä mekanismeja ovat kirjallisuudessa analysoineet mm. Holmström ja Milgrom (1991). Yrityksen hallituksella on keskeinen rooli yrityksen sisäisessä valvontajärjestelmässä. Se toimii yhdessä yrityksen johdon kanssa eri sidosryhmien intressien tasapainottajana, yrityksen toiminnan valvojana ja strategisten tavoitteiden asettajana. Hallituksen tehtäviin kuuluu mm. toimitusjohtajan nimittäminen sekä toimitusjohtajan palkoista ja etuisuuksista päättäminen. Hallituksen jäsenten odotetaan tuovan asiantuntemusta yrityksen käyttöön. Hallitustyöskentelyn ongelmia on kuvannut mm. Jensen (1993). Hänen mukaansa "aseveli" -henkinen hallituskulttuuri, informaatio- ja kannustinongelmat, sekä johdon ja hallituksen vähäinen osakkeenomistus voivat johtaa yrityksen sisäisen valvontajärjestelmän epäonnistumiseen.



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. Lisäksi prosessi vie aikaa. Sitä paitsi yhteen maahan rajoittuvat säädökset ovat tylppä työkalu kontrolloitaessa kansainvälisesti toimivia yrityksiä.<sup>3</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. Tuote- ja palvelumarkkinoiden yritykselle asettama kuri on ehdoton, mutta sen vaikutus toteutuu vasta ajan kuluessa. Päämies-agentti -näkökulman mukaan markkinat, erityisesti yritysjohton työmarkkinat ja vaikutusvallan markkinat (*market for corporate control*), takaavat tehokkaammat rajoitteet johdon käyttäytymiselle. Vaikutusvallan markkinoilla tarkoitetaan tässä yhteydessä yritysvaltauksen uhkaa, pyrkimyksiä yrityksen hallituksen vaihtamiseksi (*proxy fights*) ja nk. leverage buyout –järjestelyjä.<sup>4 5</sup> Vastavasti päämies-agentti -näkökulman mukaan johtamis- ja valvontajärjestelmien ongelmia lievennetään parhaiten poistamalla tuotannontekijämarkkinoiden ja vaikutusvallan markkinoiden rajoitteita.

Osakkeenomistajat vaikuttavat yrityksen johtoon eri tavoin. Osakkeenomistajien äänivalta (*voice*) ja vetäytymisen mahdollisuus (*exit*) kannustavat johtoa kohdentamaan yrityksen resurssit sen arvoa maksimoivalla tavalla. Näiden kahden mekanismin merkitys vaihtelee eri corporate governance –ympäristöissä. Esimerkiksi osakeomistuksen ollessa hajautunutta yksittäisen osakkeenomistajan on vaikea saada äänensä kuuluviin. Lisäksi lukuisten osakkeenomistajien toiminnan koordinoimisesta aiheutuvat kustannukset voivat olla korkeat. Tällöin vetäytymisen mahdollisuus johtoon vaikuttamisen keinona korostuu.

---

<sup>3</sup> Stiles, s. 47

<sup>4</sup> Keasey, Thompson ja Wright, s. 3-7

<sup>5</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)

Markkinoiden lyhytnäköisyyttä korostava ajattelumalli (*the myopic market model*) koee 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 (nk. ”*relationship investing*”). Vastaavasti lyhyellä tähtämellä toimivien sijoittajien äänivaltaa tulisi rajoittaa ja pitkäaikaisessa suhteessa yritykseen olevien sidosryhmien (esim. työntekijät ja toimittajat) asemaa tulisi edistää.<sup>6</sup>

Osakkeenomistajat vaikuttavat yrityksen johtoon myös epävirallisten keskustelujen kautta. Osakkeenomistajat ja erityisesti institutionaaliset sijoittajat (sijoitusrahastot, eläkesäätiöt) ovat viime aikoina aktivoituneet julkistamaan yritykselle asettamiaan vaatimuksia ja esittämään näkökantojaan suoraan yhtiön johdolle. Samalla sijoittajasuhdetoimintaan on alettu yrityksissä kiinnittää enenevässä määrin huomiota.

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.

---

<sup>6</sup> Keasey, Thompson ja Wright, s. 3-7

## 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 institutionaalista sijoittajista esitettyjä näkökulmia.

Osakkeenomistajien saamia korvauksia on perinteisesti pidetty palkkiona riskin kantamisesta ja odottamisesta. Toisinaan niiden on katsottu olevan palkkio johdon valvomisesta.<sup>7</sup> Seuraavaksi osakkeenomistajien asemaa yrityksissä tarkastellaan äänivallan näkökulmasta. Tällöin keskeinen kysymys on se, kuka tarvitsee yrityksessä äänivaltaa. Osakkeenomistajien asema ”ylijäämään oikeutettuina” (*residual claimants*)<sup>8</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>9</sup>

*Puolueettomien ja taloudellisia intressejään valvovien osakkeenomistajien on argumentoitu käyttävän äänivaltaa tehokkaasti. Osakkeenomistajat muodostavat tavoitteiltaan yhtenäisen ryhmän, minkä on arvioitu edistävän tehokasta päätöksentekoa.*

<sup>7</sup> Mary O’Sullivan, s. 16

<sup>8</sup> ks. Huolman, Rissanen, Tainio ja Tukiainen

<sup>9</sup> Shleifer ja Vishny (1997) “The principal reason that investors provide external financing to firms is that they receive control rights in exchange.”

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 kannanotot UPM-Kymmeneä kohtaan.<sup>10</sup> Institutionaalisten sijoittajien haluun säilyä kasvottomina on kirjallisuudessa esitetty useita eri perusteluja.<sup>11</sup> Institutionaaliset sijoittajat voivat kohdata poliittisia rajoitteita ja eturistiriitoja osallistuessaan niiden yritysten hallituksiin, joissa ne ovat merkittäviä omistajia. Sijoitusjohtajien omaa menestystä tarkkaillaan suhteellisen lyhyestä näkökulmasta, mikä voi vähentää heidän kannustimiaan yritysten toimintaan vaikuttamiseen ja 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, yritysjohton valvojana.

Suomalaisten rahastojen edustajat ovat perustelleet matalaa profiilia seuraavasti.<sup>12</sup> Rahastojen on vaikea tietää ja edustaa kaikkien osuudenomistajien näkemyksiä. 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.

---

<sup>10</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>11</sup> Macey, s. 916-918

<sup>12</sup> Talouselämä 9/99

### 2.3 Johdon kannustinjärjestelmät päämies-agentti –teorian näkökulmasta

*”Optiot eivät lisää yritysjohtajan työmotivaatiota tai saa johtajia tekemään nykyistä enemmän töitä. Sen sijaan ne kannustavat heitä tekemään kovia päätöksiä, jotka saavat liikettä aikaan ja luovat lisäarvoa yritykselle.” (Nokian johtokunnan jäsen Olli Pekka Kalasvuo Helsingin Pörssin seminaarissa)<sup>13</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>14</sup>*

Päämies-agentti –ongelma juontaa omistuksen (*ownership*) ja vallan (*control*) eriyttämisestä yrityksessä. Tästä seuraa, että omistajien on vaikea valvoa, että yrityksen johto käyttää sille uskottuja resursseja omistaja-arvo –periaatteen mukaisesti. 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 avoimena olleita vaihtoehtoja. Myöskään osakkeenomistajilla ei aina ole kannustimia valvoa johdon toimia. Osakeomistuksen ollessa hajautunutta yksittäiset osakkeenomistajat voivat olla haluttomia uhraamaan resursseja johdon valvontaan, koska siitä koituvat hyödyt joutuu jakamaan muiden osakkeenomistajien kanssa (nk. vapaamatkustaja –ongelma).<sup>15</sup>

*Johdon kannustimien, jotka sitovat toimitusjohtajan palkan omistaja-arvon luomiseen, on sanottu olevan suurin keino johdon ja omistajien intressien yhteensovittamiseksi. Kannustinpalkkaus ei pelkästään allokoiki riskejä ja motivoi kovaan työhön, sen on katsottu olevan myös keino kohdentaa johtajien huomio eri työtehtävien välillä.<sup>16</sup>* Toisaalta yritysjohtajan käyttäytymisen ja omistajien edun yhteensovittamisesta syntyvät kustannukset kannustavat uudenlaisten johtamis- ja valvontajärjestelmien kehittä-

<sup>13</sup> Talouselämä 4/99

<sup>14</sup> Talouselämä 38/98

<sup>15</sup> Hall, s.35-37

<sup>16</sup> Holmström - Milgrom

tämiseen. Esimerkiksi johdon osakeoptioiden voidaan ajatella olevan vastaus johtamis- ja valvontajärjestelmien aikaisempiin puutteisiin.<sup>17</sup>

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. Optioiden on myös arvosteltu olevan ristiriidassa muiden sidosryhmien etujen kanssa ja kannustavan johtoa liian suureen riskinottoon.<sup>18</sup> Corporate governance –kirjallisuudessa onkin kiinnitetty huomiota optimaalisten johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmien piirteisiin sekä optiojärjestelmien ja johdon suorituksen väliseen yhteyteen. Optimaalisten johdon kannustin- ja palkkiojärjestelmien edellytyksiä ovat kirjallisuudessa kartoittaneet mm. Bernhardt (1999) ja Hall (1997).<sup>19</sup>

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

Keskustelu johtamis- ja valvontajärjestelmistä alkoi yleistyä kansainvälisesti 1980-luvun loppupuolella. Suomessa keskustelun taustalla on liiketoiminnan kansainvälistymisen lisäksi ollut mm. valtion yhtiöiden yksityistäminen, institutionaalisten sijoittajien osuuden kasvu ja ammattijohtajien aseman vahvistuminen yrityksissä.<sup>20</sup>

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

Suomalaisessa corporate governance -keskustelussa suuri osa huomiosta on keskittynyt johdon optio-ohjelmiin. Keskustelu on yleensä koskenut optio-ohjelmien hinnoit-

---

<sup>17</sup> ks. LBO- järjestelyistä tarkempi kuvaus Leppämäki, s. 142

<sup>18</sup> Bernhardt (1999)

<sup>19</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."*

telua ja oikeudenmukaisuutta. Optio-ohjelmien pitkän aikavälin taloudellisten vaikutusten pohdintaan ei keskustelussa ole kiinnitetty yhtä paljon huomiota.<sup>21</sup> Suomalaisessa keskustelussa optio-ohjelmiin on katsottu liittyvän sekä myönteisiä että ei-toivottuja vaikutuksia. Optioita pidetään oikein käytettyinä hyvänä kannustimena, joka yhdistää omistajan ja henkilöstön intressit.

Ministeri Jouko Skinnari on todennut: ”Se, että järjestelyt ovat näyttäneet eettisesti kyseenalaisilta tuottaessaan yritysten johdolle suuria korvauksia johtuu lähinnä kahdesta seikasta. Ensinnäkin 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>22</sup>

Valtiovarainministeriön kansantalousosaston ylijohtaja Martti Hetemäki katsoo optioiden koituvan suomalaisen hyvinvointiyhteiskunnan eduksi. Optiot ovat hänen mukaan ”erittäin hyvä diili erityisesti julkiselle sektorille”, koska ne tuottavat valtiolle hyvin verotuloja.<sup>23</sup> SRV Viitokset 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 Häkkisen menestyksestä.” Keskustelussa on pidetty tärkeänä sitä, että huippuosaaajat säilyvät yrityksissä.

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. Yritysjohtajien ja poliitikkojen lisäksi myös ay-liike on reagoanut uuteen

<sup>20</sup> Neilimo 1998

<sup>21</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 hallituspalkkioiden maksaminen osakkeilla. Esimerkiksi Nokian yhtiökokous päätti maaliskuussa 1999, että noin 40 prosenttia hallitusten jäsenten vuosipalkkioista voidaan maksaa osakkeilla.

<sup>22</sup> Ministeri Jouko Skinnarin esitys ”Palkitsemisjärjestelmien vaikutukset kansantalouteen” Palkitsemisjärjestelmät -seminaarissa 2.2.1999

<sup>23</sup> Helsingin Sanomat 9.9.1999. Kauppalehden artikkelin (5.11.1999) mukaan verottajan osuus vuoden 1998 optioista on arviolta 500-600 miljoonaa markkaa.

ajattelumalliin. Keskustelussa johdon optioita on pidetty mm. yhtenä syynä keskitetyn tupo-ratkaisun kariutumiseksi syksyllä 1999.

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>24</sup>

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>25</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>26</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 corporate governance keskustelun aiheista. Keskustelua on käyty mm. sisäpiirikysymyksistä ja ns. ”kiinanmuureista” (esim. vakuutusyhtiöiden johtajien kaksoisrooli pörssi-yhtiöiden 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. Halli-

---

<sup>24</sup> Talouselämä 36/98

<sup>25</sup> Martti Hetemäki Helsingin Sanomille 9.9.1999

<sup>26</sup> Helsingin Sanomat 21.4.1999



tuksen jäseniltä ei myöskään ole kovin aktiivisesti vaadittu omistajaintressien toteutumisen valvomista.

Yksi johtamis- ja valvontajärjestelmiä koskevaan keskusteluun osallistuneista on Yhdyspankin entinen pääjohtaja Ahti Hirvonen<sup>27</sup>, joka on aktiivivuosinaan ollut mukana viidentoista suuren pörssiyrityksen hallituksessa tai hallintoneuvostossa. Hän kuvaa suomalaisessa hallitustyöskentelyssä tapahtuneita muutoksia seuraavasti. Nykyään yritysten hallitukseen on valittu ulkopuolisia asiantuntijoita, eikä samoja henkilöitä 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 suosii 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 merkitystä korostuu. Samoin ulkomaalaisten asiantuntijoiden määrä suomalaisten suuryritysten hallituksissa tulee todennäköisesti kasvamaan.

## Omistajien varallisuuden maksimointi

*”Omistaja-arvon kasvattaminen ei ole kertatavoite, vaan johtamistapa. Sen on oltava jatkuva ja johdonmukaista, keskittyttävä pääoman käytön tehostamiseen. Se johtaa yrityksen keskittämään voimansa ydinaloihinsa.” (Kevin Becker, Tiger Management)<sup>28</sup>*

Omistaja-arvon kasvattamiseen perustuva johtaminen on herättänyt keskustelua, varsinkin kun osakekurssien on nähty nousevan pörssiyhtiön ilmoittaessa henkilöstövähennyksistä. Näin tapahtui esimerkiksi tammikuussa 1999, jolloin Stora Enso ilmoitti noin 2000 työntekijän vähentämisestä lähivuosina. Lisäksi runsaat osingonjaot yhdistettynä samanaikaisesti irtisanomisiin ovat herättäneet arvostelua. Esimerkkinä tästä on vakuutusyhtiö Pohjolan päätös jakaa omistajille lisäosinkoa vuoden 1999 alkupuolella. Samanaikaisesti yhtiö kävi neuvotteluja 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 nykymaailmassa motivoimaan organisaatiotaan pelkän shareholder valuen avulla. Sen yksipuolinen korostaminen on uskoakseni tähän aikakauteen liittyvä yllilyönti, jolla ei ainakaan pohjoismaisessa ajattelussa ole pysyvää perustaa.”, Ilpo Kokkila on todennut.<sup>29</sup>

Jorma Ollila puolestaan totesi Nokian yhtiökokouksessa seuraavasti: ”Nokian pohjimmaisets 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>30</sup> Oheinen katkelma OECD:n työryhmän raportista on kansainvälinen esimerkki kaikki sidosryhmät huomioon ottavasta

---

<sup>27</sup> Taloussanomat 10.2.1999

<sup>28</sup> Talouselämä 28/99

<sup>29</sup> Talouselämä 11/99

<sup>30</sup> Talouselämä 10/99

ajattelusta. Siinä omistaja-arvon kasvattamisen todetaan olevan sangen pelkistetty näkemys maailmanlaajuisilla markkinoilla toimivan yrityksen tehtävästä.<sup>31</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 tuotannontekijöiden lisäksi aineettomaan 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 sanoi kannattavansa omistuksen arvo –ajattelun periaatetta ja lisäarvon tuottamista osakkeenomistajille.<sup>32</sup> Julkisuudessa omistuksen arvoon ja omistajan lisäarvoon pohjautuvaa ajattelumallia ovat puoltaneet useat suur-yritysten johtajat. Ajattelumallia on puoltanut myös mm. 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>33</sup> Toisaalta omistaja-

<sup>31</sup> The report of the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance to the OECD in April 1998, paras 40 and 41. Lähde: Charkham ja Simpson (1998) "Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility", s. 23

<sup>32</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>33</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 of failing to invest enough to secure competitive positions in existing businesses, investing in wrong forms, and overinvesting in some circumstances."

arvo -ajattelun kannattajat ovat usein todenneet, että yrityksen menestyminen pitkällä tähtäimellä 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-Kymmeneen toimitusjohtaja Juha Niemelä on todennut yrityksen moraalista velvoitteista seuraavasti: "Globalisoituneen metsäteollisuuden on voitava pitää kiinni moraalista 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>34</sup> Myös kirkko on osaltaan osallistunut yhteiskunnalliseen keskusteluun laatimalla sijoitustoiminnalleen eettiset periaatteet. Pankeista esim. Leonia on perustanut eettisen rahaston. Conventumin Vision -rahasto puolestaan pyrkii sijoittamaan vain niihin yrityksiin, jotka palkkaavat lisää ihmisiä ja kohtelevat henkilöstöään hyvin.

## 2.5 Johtopäätökset

*"Suomalainen corporate governance –järjestelmä tulee muuttumaan ja pankkien kontrolloiva rooli tulee edelleen vähentymään. Sitä vastoin yritysten harjoittama sisäinen kontrolli tehokkaan hallitustyöskentelyn kautta tulee todennäköisesti vahvistumaan. Oman osansa siihen tuovat ulkomaiset (institutionaaliset) sijoittajat, jotka vaativat ja odottavat suomalaisten yritysten johtamiselta yhä enemmän." Leppämäki (1999)*

Rahoitusmarkkinoiden, yritystoiminnan ja omistuksen kansainvälistyminen ovat joltaneet johtamis- ja valvontajärjestelmien murrokseen Suomessa. Jatkossa institutionaaliset sijoittajat, yhteisen valuutan käyttöönotto ja eurooppalaiset pääomamarkkinat

---

*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>34</sup> Taloussanomien 18.2.1999

asettavat uusia vaatimuksia suomalaiselle johtamis- ja valvontajärjestelmälle.<sup>35</sup> Yhteiskunnan kannalta on tärkeää, että suomalaisesta järjestelmästä kehittyy murroksen tuoman haasteen pohjalta mahdollisimman tehokas johtamis- ja valvontakäytäntöjen kokonaisuus. Suomalaisen järjestelmän erityispiirteiden ymmärtäminen on tärkeää myös yrityksille, joiden on viestittävä niistä kansainvälisille sijoittajille. Suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmän piirteistä ja toimivuudesta tarvitaankin lisää tutkimustietoa.

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 yhdysvaltalaisista järjestelmästä.<sup>36</sup>

Edellä esitetyn pohjalta voidaan nostaa esiin joitain optimaalisen corporate governance –järjestelmän piirteitä. Tarkastelu tukee käsitystä, jonka mukaan ideaali johtamis- ja valvontajärjestelmä valvoo yrityksen johdon toimia, houkuttelee markkinoille sijoittajia ja turvaa piensijoittajien aseman.<sup>37</sup> Ideaalin järjestelmän piirteisiin kuuluu myös uusien yritysten markkinoille pääsyn ja innovatiivisuuden edistäminen. Hyvän johtamis- ja valvontajärjestelmän on oltava hyvä myös koko kansantalouden kannalta. Nämä ovat aiheita, joista kaivataan tutkimusta ja keskustelua myös tulevaisuudessa.

Seuraavaksi käydään läpi tässä työssä käytetty suomalainen yritysaineisto ja sen muodostuminen. Tämän jälkeen tarkastellaan corporate governance -kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla ja sitä, miten ulkomaalaisomistus on vaikuttanut yrityksiin.

---

<sup>35</sup> ks. Leppämäki (1999)

<sup>36</sup> Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1999)

<sup>37</sup> Leppämäki (1999)

### 3 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. Alla olevassa taulukossa 3.1 on lueteltu tutkimusaineiston yritykset.

Taulukko 3.1: Lista tutkimusaineiston yrityksistä

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

\* = Ensimmäiset tiedot ovat vuodelta 1987. Lihavoidut yritysnimet = aineisto vuosilta 1986/87–98, muu aineisto vuosilta 1997-98

<sup>38</sup> Vuoden 1994 tiedot ovat Effjohnin vuosikertomuksesta, vuoden 1997 tiedot ovat Siljan vuosikertomuksesta.

<sup>39</sup> Vuoden 1998 tiedot ovat Fortum Oyj:n vuosikertomuksesta.

<sup>40</sup> Vuoden 1997 tiedot ovat Suomen PT:n vuosikertomuksesta.

<sup>41</sup> Tavoitteet on poimittu vuoden 1985 vuosikertomuksesta.

<sup>42</sup> Vuoden 1998 tiedot ovat Fortum Oyj:n vuosikertomuksesta.

Tutkimusaineiston 100 yritystä on valittu vuoden 1997 tietojen perusteella 220 liikevaihdoltaan suurimman yrityksen joukosta.<sup>43</sup> Yritysten valinta perustui tietojen saatavuuteen tarkasteluvuosilta. Aineisto kattaa 50 yrityksen kohdalla tiedot yritysten vuosina 1986/1987<sup>44</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:sta.

---

<sup>43</sup> Vuonna 1998 IVO ja Neste yhdistyivät Fortumiksi, minkä vuoksi tarkasteltavien yritysten lukumäärä pieneni yhdellä 99:ään.

<sup>44</sup> Tietojen saatavuudesta johtuen yhdeksän yrityksen kohdalla ensimmäinen tarkasteluvuosi on 1987.

## 4 Suomalaisen yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät 1990-luvulla

Tässä luvussa tarkastellaan tutkimusaineiston pohjalta corporate governance - kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla. Luvun tavoitteena on esittää uutta tietoa johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteydestä suomalaisten suuryritysten tavoitteisiin sekä valikoituihin taloudellisiin tunnuslukuihin.

Luvun alussa analysoidaan johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutuksia yritysten tavoitteisiin. Tämän jälkeen selvitetään ulkomaalaisomistuksen vaikutuksia pääoman tuottoasteeseen, kannattavuuteen ja investointeihin. Seuraavaksi tarkastellaan yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien yhteyttä innovatiivisuuteen. Lopuksi pohditaan johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutuksia henkilöstöön, liikevaihtoon ja investointeihin, sekä tarkastellaan niiden yhteyttä pääoman tuottoasteeseen ja taloudelliseen lisäarvoon eli EVAan.

### 4.1 Miten yritysten tavoitteet ovat muuttuneet?

*"Tavoittelemme voimakasta kasvua ja hyvää kannattavuutta, jotka toteutuessaan edelleen kasvattavat osakkeenomistajiemme sijoitusten arvoa."  
(Toimitusjohtaja Jorma Ollila, Nokian vuosikertomus 1998)*

*"Stora Enson tärkein tavoite on tuottaa omistajilleen lisäarvoa paremmalla tehokkuudella, kannattavalla kasvulla ja tasapainoisella osinkopolitiikalla."  
(Toimitusjohtaja Jukka Härmälä, Stora Enson vuosikertomus 1998)*

*"Fortumin toiminnan tavoitteena on jatkuvasti kasvattaa yhtiön arvoa. Fortum parantaa kannattavuuttaan keskittämällä liiketoimintansa energiaan, suuntaamalla toimintaansa asiakaspalvelun kehittämiseen, kehittämällä edelleen henkilöstönsä monipuolista osaamista ja toimimalla jatkuvasti laadukkaasti ja ympäristön huomioon ottavalla tavalla."  
(Fortum on energiaa (s. 2), Fortumin vuosikertomus 1998)*

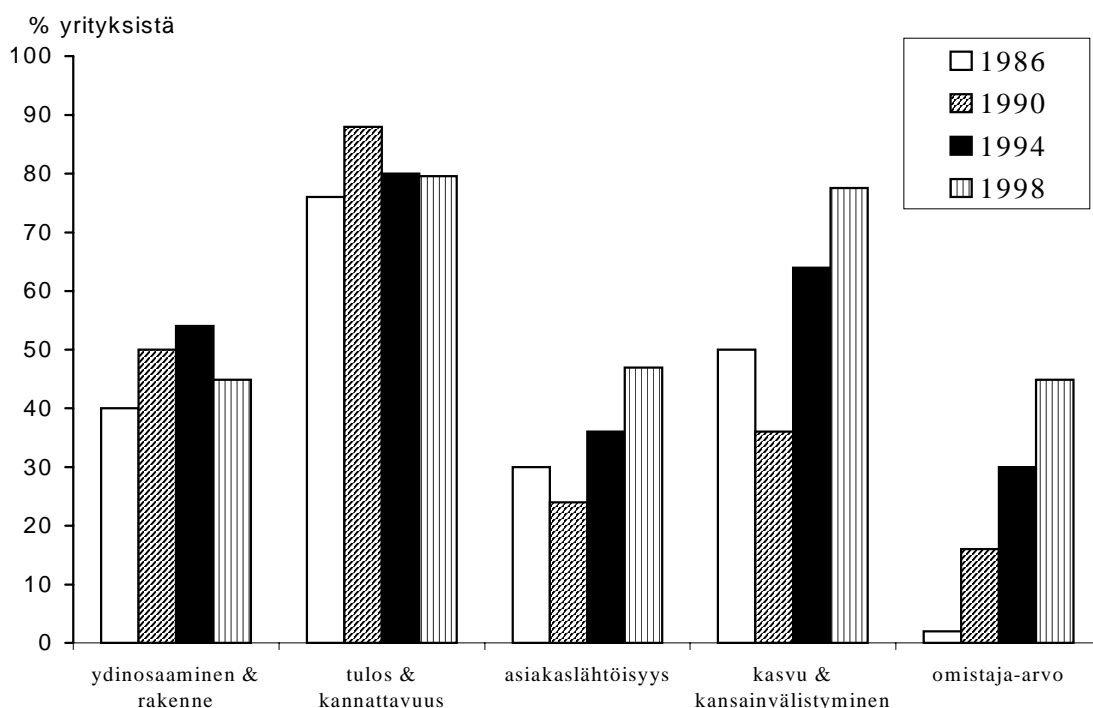
Kuviossa 4.1 on kuvattu 50 suomalaisen suuryrityksen vuosikertomuksissa ilmoittamia tärkeimpiä tavoitteita eri vuosina. Suomalaisilla yrityksillä on vuosikertomusinformaation perusteella useita tavoitteita. Kannattavuuteen, kasvuun ja ydintoimialoille keskittymiseen liittyvät tavoitteet mainittiin useimmin tarkasteltujen yrityksen vuosikertomuksissa. Myös laajemmalla aineistolla tarkasteltuna järjestys useimmin toistu-



neiden tavoitteiden kohdalla oli sama.<sup>45</sup> Muita tavoitteita olivat mm. asiakaslähtöisyys, panostaminen tutkimus- ja tuotekehitykseen sekä rahoitusaseman parantaminen. Yritykset ilmoittivat vuosikertomuksissa myös laatua, ympäristöä ja henkilöstön koulutusta koskevia tavoitteita.<sup>46</sup>

Yritysten ilmoittamiin tavoitteisiin heijastuu tarkasteluajankohtana lamavuosien vaikutus. Yritykset pyrkivät 1990-luvun alussa tuloksen ja kannattavuuden parantamiseen. Samalla yritykset keskittyivät toiminnan tehostamiseen ja panostivat ydintoimintoihinsa. Edellä mainitut pyrkimykset selittävät osaltaan samanaikaista hienoista notkahdusta asiakaskeskeisyyteen ja kasvuun liittyvissä tavoitteissa.

Kuvio 4.1: Useimmin mainittujen tavoitteiden kehitys 50 suomalaisessa suuryrityksessä



Aineiston perusteella omistaja-arvo -ajattelu on yleistynyt suomalaisissa suuryrityksissä. Se on noussut 1990-luvulla tavoitteena tasavahvaan asemaan esimerkiksi asiakaslähtöisyyden kanssa. Kehitys ei kuitenkaan ole ollut tasaista. Esimerkiksi vuonna 1997 yritykset ilmoittivat vuosikertomuksissaan omistaja-arvon kasvattamiseen liittyviä tavoitteita enemmän kuin vuonna 1998. (Vuonna 1997 hieman yli puolet, eli 52 % tarkastelluista 50 yrityksestä ilmoitti tavoitteekseen omistuksen arvon tai omistajan

<sup>45</sup> katso liitetaulukko L1.2

<sup>46</sup> Liitteessä 1 on lueteltu tavoitteet, joista kerättiin aineistoa varten tietoa.

lisäarvon kasvattamisen vastaavan luvun ollessa 45 % vuonna 1998.) Suomessa käyty julkinen corporate governance -keskustelu lienee osaltaan vaikuttanut siihen millaisia tavoitteita yritykset asettavat, tai ainakin siihen miten ne vuosikertomuksissa esittävät. Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1999) ovat tekemässään selvityksessä todenneet, ettei pyrkimys osakkeenomistajien varallisuuden lisäämiseen ole heikentänyt yritysten työllisyys- ja investointikehitystä. Korkeaa tuottoa pääomalle tuottaneet yritykset ovat myös lisänneet työllisyytään ja investointejaan.<sup>47</sup>

Luvut ovat aineiston koon (50 suomalaista suuryritystä) perusteella suuntaa antavia. Yritysten vuosikertomuksissa julkistamiin tavoitteisiin on suhtauduttava varauksella. Ei ole varmaa, ilmoittavatko yritykset vuosikertomuksissa kaikki tavoitteensa. Yritys voi esimerkiksi pitää tiettyä tavoitetta itsestäänselvytenä ja jättää sen katsauksensa ulkopuolelle. Toisaalta yritys voi ilmoittaa vuosikertomuksessaan muodikkaita tavoitteita, joita se ajattelee siltä vaadittavan. Sidosryhmien luottamuksen säilyttäminen edellyttää kuitenkin, että tavoitteilla on todellisuus pohjaa. Yritysten on ainakin jossain määrin sitouduttava julkistamiinsa tavoitteisiin ja niiden mukaiseen toimintaan.

Jatkossa tarkastelu keskittyy tuoreimpiin saatavilla oleviin tietoihin. Tämä mahdollistaa sen, että tarkastelussa voidaan käyttää laajempaa 100 yrityksen aineistoa. Taulukossa 4.1 on tarkasteltu yritysten vuonna 1998 julkaisemissa 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 2 on lueteltu esimerkkejä yritysten vuosikertomuksissa mainituista tavoitteista.

---

Liite 2 sisältää esimerkkejä vuosikertomuksista kerätyistä tavoitteista.

<sup>47</sup> Ali-Yrkkö – Ylä-Anttila (1999) "Omistus kansainvälistyy –johtamis- ja valvontajärjestelmät muuttuvat"

Taulukko 4.1: Yritysten tavoitteet vuonna 1998 (% yrityksistä ilmoittanut tavoitteekseen)

Tavoite \ Yritystyyppi yritysten lkm	Pörssiyritykset 53 yritystä	Ulkomaalaisyrittäjät 12 yritystä	Valtionyhtiöt 8 yritystä	Muut yritykset 27 yritystä
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

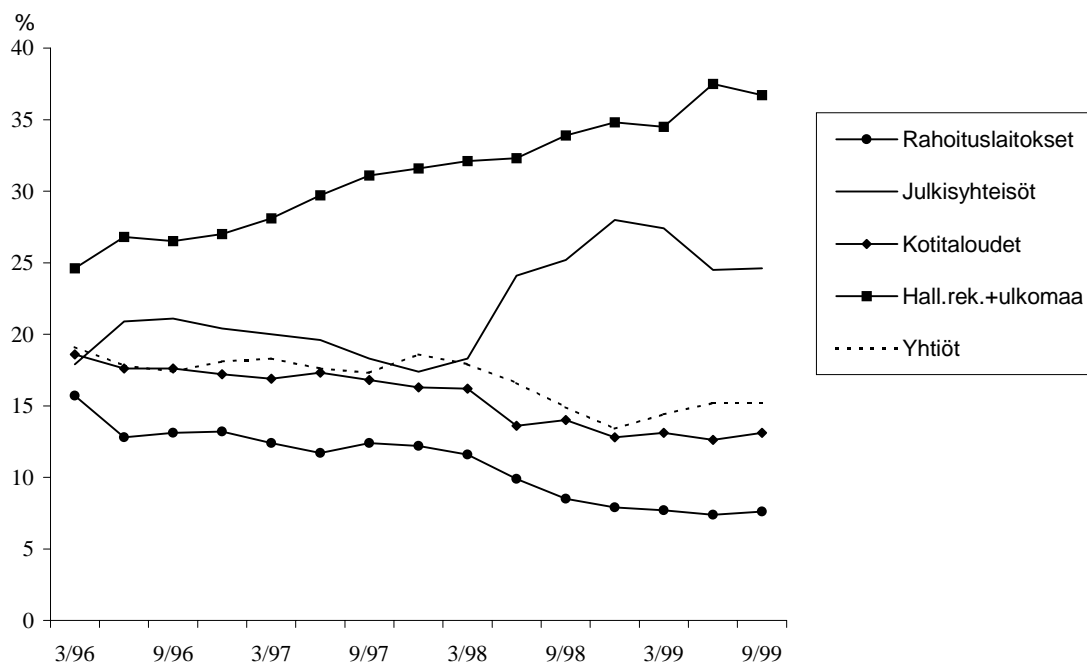
Taulukon luvut ovat aineiston koosta johtuen suuntaa antavia. Joitain alustavia arvioita ryhmien välisistä eroista voidaan kuitenkin esittää. Yritysryhmät eroavat toisistaan erityisesti omistaja-arvoon, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä ympäristöarvoihin liittyvien tavoitteiden osalta. Taulukkoon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

Vuonna 1998 pörssiyritykset ilmoittivat vuosikertomuksissaan omistaja-arvon kasvattamiseen, kasvuun ja kansainvälistymiseen sekä 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 yritystyyppihin 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 Mitkä ovat ulkomaalaisomistuksen kasvun vaikutukset yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin?

Ulkomaalaisten osakesijoitukset Helsingin pörssissä ovat 1990-luvun alun jälkeen lisääntyneet nopeasti. Kuviossa 4.2 on kuvattu eri omistajaryhmien omistusosuuksien kehitystä arvo-osuusjärjestelmään kuuluvissa yrityksissä. Kuvio on laadittu Arvopaperikeskuksen julkaisemien tietojen pohjalta. Kuviosta näkyy ulkomaisen omistuksen osuuden kasvu tarkasteluajanjaksolla. Yritysten omistuspohja on kansainvälistynyt mm. ulkomaisten suorien sijoitusten sekä ulkomaalaisten suomalaisyrityksiin tekemien ns. portfoliosijoitusten kautta.<sup>48</sup> Lisäksi ulkomaisille yrityksille ja yhteisöille suunnatut osakeannit ovat kasvattaneet ulkomaalaisomistusta yrityksissä.

Kuvio 4.2: Eri omistajaryhmien omistusosuudet arvo-osuusjärjestelmän yhtiöissä 1996-1999



(Lähde: Arvopaperikeskus)

Seuraavaksi tarkastellaan, miten ulkomaalaisomistuksen kasvu on vaikuttanut 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>49</sup> Taulukossa 4.2 aineiston yritykset on jaettu suoran ulkomaisen omistuksen asteen perusteella kahteen

<sup>48</sup> Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila 1999

<sup>49</sup> ks. Rämä (1998)

ryhmään (suora ulkomainen omistus osakkeista pienempi/suurempi kuin 20 %). Taulukon luvut ovat vuosilta 1997 ja 1998. Vuoden 1997 luvut on esitetty sulkeissa.<sup>50</sup>

Taulukko 4.2: Ulkomaisen omistuksen asteen vaikutus taloudellisiin tunnuslukuihin ja tavoitteisiin

Suora ulkom. omistus osakkeista yritysten lkm	Suora ulkomainen omistus osakkeista < 20 % 61 yritystä	Suora ulkomainen omistus osakkeista > 20 % 38 yritystä
Tunnusluku		
EVA, Mmk	51 (108)	526 (372) <sup>51</sup>
EVA/sijoitettu pääoma, %	4 (8)	8 (11)
Investoinnit/lv, %	12 (13)	7 (10)
Käyttökate/lv, %	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

Lukujen perusteella voidaan esittää joitain alustavia arvioita ryhmien välisistä eroista. Sijoitetun pääoman tuotto on hieman korkeampi niissä yrityksissä, joissa ulkomainen omistus on suurempi kuin 20 %. Yritysryhmät eroavat toisistaan myös taloudellisen lisäarvon eli EVAn suhteen. Ne yritykset, joissa ulkomainen omistus on suurempi kuin 20 % luovat enemmän taloudellista lisäarvoa, vaikka Nokian vaikutuksen pois-taisi 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 ulkomainen omistus osakkeista on suurempi kuin 20 %. Yritysryhmät eivät eroa sijoitetun pääoman kiertonopeuden suhteen. Omavaraisuusaste ja investointien suhdetta liikevaihtoon kuvaava tunnusluku 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. Esimerkiksi 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 vastaavana ajankohtana 47 % yrityksistä.

<sup>50</sup> Yritysrakenteissa tapahtuneiden muutosten johdosta tarkasteluvuosien 1997 ja 1998 luvut eivät ole täysin vertailukelpoisia.

<sup>51</sup> Ilman Nokiana vastaavat luvut ovat 220 Mmk vuonna 1998 ja 223 Mmk vuonna 1997.

### 4.3 *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 tyyli 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>52</sup> *Miten siis yrityksiä tulisi johtaa ja valvoa innovatiivisuutta edistävällä tavalla?* Seuraavaksi innovaatioprosessia tarkastellaan osakkeenomistajien ja yritysjohton näkökulmasta.

Osakkeenomistajia on arvosteltu osakkeiden ostamisesta vasta sen jälkeen kun yrityksen tekemät investoinnit ovat alkaneet tuottaa hedelmää. Osakkeenomistajien on myös arvosteltu ylikorostavan lyhyttä tähtäystä sijoituspäätöksissään. *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. Yritysjohto 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 yritysjoht-

don suunnittelujaksojen pituuteen. Sitä paitsi, mikäli suuret osakkeenomistajat eivät voi vetäytyä ja myydä osakkeitaan, heillä on intressejä kannustaa yrityksen johtoa otamaan pitkän aikaväli liiketoiminnassa huomioon. Taulukossa 4.3 on tarkasteltu suuryritysten tutkimus- ja kehitysmenojen suhdetta liikevaihtoon. Aineisto sisälsi vuosilta 1997 ja 1998 tiedot 50 yrityksen tutkimus- ja kehitysmenoista.<sup>53</sup>

Taulukko 4.3: T&K/liikevaihto (%)

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

Lukujen perusteella omistaja-arvon kasvua tavoittelevat yritykset kohdentavat pienemmän prosenttiosuuden liikevaihdostaan tutkimus- ja kehitystoimintaan kuin muihin päämääriin pyrkivät yritykset. Luvut ovat kuitenkin vain alustavia arvioita.<sup>54</sup> Jatkossa tarvitaankin tarkempaa tietoa siitä, *millainen on innovatiivisuuden kannalta optimaalinen johtamis- ja valvontajärjestelmä, ja miten tehokas suomalainen järjestelmä on tästä näkökulmasta tarkasteltuna.*<sup>55</sup>

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

*"Jotta voisimme tuottaa omistajille lisäarvoa, uusiin investointeihin on suhtauduttava entistä varauksellisemmin ja pääoman kierto on kiinnitettävä entistä suurempaa huomiota. Sijoittajat suosivat analyysimenetelmänä yhä useammin taloudellista lisäarvoa, EVAa, joka on sovellutus kassavirtalaskelmasta." (Hallituksen puheenjohtaja Claes Dahlbäck, Stora Enson vuosikertomus 1998)*

*"Omistaja-arvon lisääminen on otettu yhdeksi avaintavoitteeksi ja talousohjausta on täydennetty taloudellisen lisäarvon mittarilla. Taloudellisen lisäarvon luominen on myös määriteltävä avainhenkilöiden palkitsemisperusteeksi." (Toimitusjohtaja Matti Lehti, Tieto Corporation Oyj:n vuosikertomus 1997)*

Taulukossa 4.4 on tarkasteltu johtamis- ja valvontajärjestelmien vaikutuksia mm. suomalaisten suuryritysten henkilöstökuluihin, investointeihin sekä pääoman tuotto-

<sup>52</sup> Porter (1996)

<sup>53</sup> Yritykset on lueteltu liitteessä 3.

<sup>54</sup> T-testin perusteella ero omistaja-arvoa kasvattavien ja muita tavoitteita ajavien yritysten välillisissä luvuissa ei ole tilastollisesti merkitsevä.

asteeseen ja EVAan. Kuten aiemmin, yritykset on jaoteltu pörssiyrityksiin, valtionyhtiöihin (valtion omistusosuus > 50 %), muihin yrityksiin (mm. perheyrietykset) ja ulkomaisten yritysten Suomessa toimiviin tytäryrityksiin.<sup>56</sup> Taulukon luvut ovat vuosilta 1997 ja 1998. Vuoden 1997 luvut on merkitty sulkeisiin.

Taulukko 4.4: Taloudelliset tunnusluvut eri yritystyypeissä

Tunnusluku \ Yritystyyppi Yritysten lkm	Pörssiyritykset 53 yritystä	Ulkomaalaisomisteiset yritykset 12 yritystä	Valtion omistamat yritykset 8 yritystä	Muut yritykset 27 yritystä
EVA, Mmk	382 (294) <sup>57</sup>	127 (145)	92 (440) <sup>58</sup>	25 (51)
EVA/sijoitettu pääoma	6 (9)	9 (17)	0 (3)	5 (8)
Henkilökulut/hlö, 1000 mk	209 (210)	220 (223)	208 (211)	184 (187)
Investoinnit/lv, %	11 (10)	3 (3)	10 (15)	12 (16)
Liiketulos/lv, %	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 lukujen voidaan jossain määrin arvioida tukevan aiemmissä tutkimuksissa<sup>59</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/sijoitettu pääoma –tunnusluvulla mitattuna. Tutkimusaineiston koosta johtuen luvut ovat kuitenkin vain alustavia arvioita. Suomalaisen johtamis- ja valvontajärjestelmän toimivuudesta ja tehokkuudesta tarvitaan jatkossa tarkempaa tietoa.

<sup>55</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>56</sup> Yritys on luokiteltu ulkomaiseksi, mikäli yksittäisellä ulkomaisella omistajalla on vähintään 50 % yrityksen määräysvallasta.

<sup>57</sup> Ilman Nokiaa vastaavat luvut ovat 162 Mmk (169 Mmk)

<sup>58</sup> Ero vuosien 1997 ja 1998 luvuissa selittyy suurelta osin kyseisenä ajankohtana tapahtuneista muutoksista yritys rakenteissa. Tarkastelujakson aikana Ensosta muodostui Stora Enso, IVO ja Neste yhdistyivät Fortumiksi ja Suomen Posti eriyettiin Suomen PT:stä.

<sup>59</sup> esim. Rämä (1998), Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1999)



## 5 Yhteenveto ja johtopäätökset (executive summary)

Rahoitusmarkkinoiden lisääntyvä integraatio, kilpailun kansainvälistyminen ja teknologinen kehitys asettavat uudenlaisia vaatimuksia suomalaiselle yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmälle (*corporate governance*). Sekä yritysten että koko kansantalouden kannalta on merkittävää, millaisiksi nämä järjestelmät jatkossa kehittyvät. Johtamis- ja valvontajärjestelmä vaikuttaa yrityksen kykyyn houkuttaa liiketoiminnan kannalta välttämättömiä taloudellisia ja henkisiä resursseja. Yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmillä on myös tärkeä rooli resurssien kohdentajana eri yritysten ja eri toimialojen välillä. Lisäksi yritysten johtamis- ja valvontakäytännöt ovat kanava, jonka kautta eri sidosryhmät vaikuttavat yrityksen johtoon. Kansainväliset sijoittajat suosivat mahdollisimman tehokasta ja yrityksen suorituskykyä parantavaa corporate governance -järjestelmää. Onkin tärkeää, että suomalaisesta järjestelmästä kehittyy muroksen tuoman haasteen pohjalta mahdollisimman tehokas johtamis- ja valvontakäytäntöjen kokonaisuus.

Tutkimuksessa tarkasteltiin corporate governance -kulttuurin muutosta suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvulla. Tutkimuksessa luotiin myös yleiskatsaus johtamis- ja valvontajärjestelmäkirjallisuuteen sekä käytiin läpi Suomessa aiheesta käytyä keskustelua. Seuraavat kaksi kysymystä olivat tutkimuksen kannalta keskeisiä: 1) *Miten suomalaisten yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät ovat muuttuneet suomalaisissa suuryrityksissä 1990-luvun aikana?* 2) *Miten ulkomaalaisomistus on vaikuttanut yrityksiin?*

Tutkimuksen perusteella näyttäisi siltä, ettei yhtä ainoaa ”oikeaa” johtamis- ja valvontajärjestelmää ole olemassa. Joitain optimaalisen corporate governance -järjestelmän piirteitä on tarkastelun pohjalta kuitenkin mahdollista nostaa esiin. Tutkimus tukee käsitystä, jonka mukaan optimaalinen johtamis- ja valvontajärjestelmä valvoo yrityksen johdon toimia, houkuttelee markkinoille sijoittajia ja turvaa piensijoittajien aseman.<sup>60</sup> Ideaalin järjestelmän piirteisiin kuuluu myös uusien yritysten markkinoille pääsyn ja innovatiivisuuden edistäminen. Hyvän johtamis- ja valvontajärjestelmän on oltava hyvä myös koko kansantalouden kannalta. Onnistunut järjestelmä luo hyvin-

vointia sekä yrityksille että niiden omistajille kuin myös koko yhteiskunnalle. Hyvinvoinnin luonti vain yhdelle osapuolelle ei välttämättä ole koko kansantalouden etu.

Globalisaatio on yritysten, omistuksen ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymisen kautta edistänyt kehitystä kohti yhdysvaltalaisista järjestelmästä. Omistaja-arvo -ajattelu on yleistynyt suomalaisissa suuryrityksissä. Erityisesti suuri osa pörssiyrityksistä on nopeasti omaksunut uuden ajattelumallin. Ulkomaalaisomistuksen kasvun ja johdon kontrollin siirtymisen pääomamarkkinoille on arvioitu tehostavan suomalaisten yritysten toimintaa. Tutkimustulosten voidaan jossain määrin katsoa tukevan käsitystä, jonka mukaan ulkomaiset omistajat ovat osoittautuneet kotimaisia omistajia vaativammiksi asettamiensa tuottovaatimusten suhteen. Ulkomaalaisomisteiset yritykset menestyivät tarkastelussa hyvin sijoitetun pääoman tuotolla mitattuna. Ne olivat myös tehokkaita pääoman käytössä sekä sijoitetun pääoman kiertonopeudella että EVA/sijoitettu pääoma –tunnusluvulla tarkasteltuna.

Tutkimuksen yhtenä tavoitteena oli nostaa esiin keskeisiä kysymyksiä 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.

---

<sup>60</sup> Leppämäki (1999)

## Liitteet

### Liite 1 Vuosikertomuksista kerätyt tavoitteet

<b>Ydinosaaminen ja rakenne:</b>	yrityksen rakenteen kehittäminen ja ydinosaamisen tehokas hyödyntäminen, toiminnan keskittäminen ydinosaamisen alueelle, toiminnan terävöittäminen, erikoistuminen
<b>Teknologian kehittäminen:</b>	panostaminen tutkimukseen, kehitystyöhön, investoinnit teknologian kehittämiseen ja uuteen teknologiaan, tuotekehitys
<b>Tulos ja kannattavuus:</b>	tuloksen parantaminen, voitollinen tulos, kilpailukyvyyn ylläpito/parantaminen, tuottavuuden parantaminen, kannattavuus, toiminnan tehostaminen, kustannustehokkuus, jalostusarvon nostaminen
<b>Rahoitusasema ja vakavaraisuus:</b>	vakavaraisuuden/rahoitusaseman parantaminen, pääoman parempi hallinta, omavaraisuusasteen nostaminen, tasease- man parantaminen
<b>Asiakassuuntautuneisuus:</b>	asiakkaiden tarpeiden tyydyttäminen, hyödyn/kilpailukyvyyn tuottaminen asiakkaille, palvelu, asiakaskeskeisyyslähtöisyys, reaktiokyky markkinoiden muutoksiin
<b>Kasvu ja kansainvälistyminen:</b>	toiminnan alueellinen laajentaminen, kasvun hallinta ja hallittu kasvu, markkina-/tuotejohtajuus, kansainvälistyminen, panostaminen markkinointiin
<b>Omistaja-arvo:</b>	lisäarvon tuottaminen, yhtiön arvon kasvattaminen, hyvän tuoton tuottaminen omistajien sijoituksille
<b>Ympäristöarvot:</b>	ekokilpailukyky, ympäristönsuojelu, ympäristöosaaminen, kestävä kehitys
<b>Laatu:</b>	laatukulttuurin luominen, laadun parantaminen, toiminnan laatu
<b>Henkilöstö:</b>	henkilöstön ja koulutuksen merkityksen korostaminen, johtamisen laatu

Taulukko L1.1: 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

Taulukko L1.2: 100 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 2 Esimerkkejä suuryritysten vuosikertomuksissa mainituista tavoitteista

Tavoite	Vuosikertomuksesta poimittu esimerkki
Ydinosaaminen ja rakenne	"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> ) "Konsernin tavoitteena on keskittyä ydinliiketoimintoihin ja ylläpitää niillä ylivoimaista kilpailukykyä erikoistumisen avulla." ( <i>Santasalo-JOT Oy 1998</i> )
Teknologian kehittäminen	"Panostamme edelleen kovasti tutkimukseen ja tuotekehitykseen. Tämä tulee näkymään tulevina vuosina tuotevalikoiman vahvistumisena ja laajentumisena." ( <i>Vaisala Oy 1997</i> ) "Myös kuluvana vuonna panostamme vahvasti tuotteittemme kehittämiseen." ( <i>Isku-yhtymä 1998</i> )
Tulos ja kannattavuus	"Tavoitteena on liiketoiminnan kannattavuuden parantaminen ja tuloksen saaminen parhaiden urheiluvälinealan yhtiöiden tasolle." ( <i>Amer 1998</i> )
Rahoitusasema ja vakavaraisuus	"Vahva pääomarakenne on tärkeä osa Partekin strategiaa." ( <i>Partek 1998</i> ) "Hallituksen pyrkimyksenä on säilyttää konsernin hyvä maksuvalmius ja terve taloudellinen rakenne." ( <i>Fiskars 1990</i> )
Asiakassuuntautuneisuus	"Tavoitteenamme on tyydyttää ihmisten päivittäiset tarpeet kaikkialla: ennakoida asiakaidemme ja kuluttajiemme toiveet sekä vastata niihin innovatiivisesti ja kilpailukykyisesti elämän laatua parantavilla merkkituotteilla ja palveluilla." ( <i>Unilever 1998</i> ) "Ehkäpä merkittävin haaste tulevaisuudessa on asiakkaittemme ja heidän asiakkaitensa tarpeiden ja toimintaympäristön tulevien muutosten oivaltaminen etukäteen." ( <i>Cultor 1997</i> )
Kasvu ja kansainvälistyminen	"Muutokset vahvistavat tavoitettamme saavuttaa ydinliiketoiminnoissamme, anestesiassa ja tehohoidossa, globaalisti markkinajohtajan asema." ( <i>Instrumentarium 1998</i> ) "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." ( <i>Jaakko Pöyry 1998</i> ) "Lähi vuosien keskeisiä tehtäviä ovat kansainvälistyminen ja kasvun hallinta." ( <i>Tieto Corporation Oyj 1997</i> )
Omistaja-arvo	"Partekin strategian lähtökohtana on kasvattaa yhtiön arvoa pitkällä tähtäimellä ja tuottaa lisäarvoa omistajilleen." ( <i>Partek 1998</i> ) "Yhtiön arvoa kasvatetaan pitkäjänteisesti. Tällöin otetaan tasapainoisesti huomioon eri sidosryhmät ja kestävä kehityksen periaatteet." ( <i>Rautaruukki 1998</i> )
Ympäristöarvot	"Ympäristön huomioon ottaminen liiketoimintojemme strategisessa suunnittelussa mahdollistaa kestävä kehityksen toteuttamisen osana normaalia toimintaamme. Olennaista kaikessa toiminnassamme on hahmottaa tuotteiden koko elinkaaren ympäristövaikutukset. Konsernin yhtiöille vahvistetaan vuoden 1998 aikana ympäristöpolitiikka." ( <i>Hackman 1997</i> ) "Julkaisemme erillisen katsauksen ympäristöasioista. Suomalaisten ABB-yhtiöiden omat päästöt ovat vähäiset, mutta kehittämällä tuotteiden tehokkuutta ja tuotteiden elinkaaritiloutta voimme lisätä merkittävästi toimintamme ekotehokkuutta." ( <i>ABB-yhtiöt 1998</i> )
Laatu	"Toiminnan laadun parantamiseksi ja laatuksustannusten alentamiseksi olemme käynnistäneet viime vuonna henkilökuntaa koskevan laatuksustannusohjelman, jota jatkamme myös alkaneena vuonna." ( <i>Kesko 1998</i> ) "Fazerilaiseen kulttuuriin, joka on luotu runsaan vuosisadan aikana, kuuluu olennaisena asiaa tietoisuus laadusta. Tämä kulttuuri on syvällä koko organisaatiossa, joten on selvää, että sen merkitys vain kasvaa ja kehittyy ajan myötä." ( <i>Fazer 1998</i> )
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." ( <i>Fazer 1998</i> ) "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." ( <i>Tamfelt 1998</i> )

Liite 3: Lista niistä yrityksistä, joiden tutkimus- ja kehitysmenoja on tutkimuksessa tarkasteltu

Tutkimusaineisto sisälsi tiedot seuraavien yritysten tutkimus- ja kehitysmenoista:

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

## Lähdeluettelo

- ALI-YRKKÖ, JYRKI – YLÄ-ANTTILA, PEKKA (1999) Omistus kansainvälisty – 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
- CARPENTER, JENNIFER (ed.) – YERMACK, DAVID (ed.) (1999) ”*Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*”, Kluwer Academic Publishers 1999
- CHARKHAM, JONATHAN – SIMPSON, ANNE (1998) *Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press 1999
- CHEW, DONALD H. (ed.) (1997) ”*Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan and Europe*”, Oxford University Press 1997
- 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*, p. 206-213
- HOLMSTRÖM, BENGT – MILGROM, PAUL (1991) ”Multitask Principal –Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design”. *Journal of Law, Economics and Organization* 7/1991, pp. 24-51
- 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
- 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, pp. 1-17

- 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
- 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
- "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>)
- SHLEIFER, ANDREI – VISHNY, ROBERT (1997) "A Survey on Corporate Governance". *The Journal of Finance*, vol. LII, no. 2, June 1997, p. 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, RISTO (2000) "Omistus- ja johtamisstrategiat tulevaisuuden Euroopassa." *Liiketaloudellinen Aikakauskirja 1/2000*
- 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
- TIROLE, JEAN (1999) "Corporate Governance". *Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 2086*, February 1999

TURNBULL, SHANN (1997) "Corporate Governance: Its scope, concerns and theories". *Corporate Governance, Volume 5, Number 4, October 1997*, p. 180-205

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

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