

VALTION OMISTAJUUDEN VAIKUTUKSET VALTION SIJOITUSYHTIÖÖN SUOMESSA

Jyväskylän yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Pro gradu -tutkielma

2017

Sakari Mäkinen
Taloustiede
Ohjaaja: Heikki Lehkonen



JYVÄSKYLÄN YLIOPISTO

TIIVISTELMÄ

Tekijä Sakari Mäkinen	
Työn nimi Valtion omistajuuden vaikutukset valtion sijoitusyhtiöön Suomessa	
Oppiaine Taloustiede	Työn laji Pro gradu -työ
Aika (pvm.) 11.06.2017	Sivumäärä 46
Tiivistelmä - Abstract <p>Tutkielmani käsittelee valtion omistajuuden vaikutuksia valtion sijoitusyhtiö Solidiumiin. Solidium on vastuussa valtion osakeomistusten hallinnoimisesta ja tästä seuraa, että valtion ja yhtiön välillä on poliittinen yhteys eikä Solidium voi toimia riippumattomasti. Käsittelem tätä suhdetta Solidiumin valtiolle vuosittain tulouttamansa summan ja siihen liittyvien osakemyyntien kautta. Pyrin selvittämään, onko toiminta ollut haitallista sijoitusyhtiölle vai onko salkkuyhtiöiden menestys ollut suuremmassa roolissa. Suoritan vertailevan tutkimuksen jossa simuloin vaihtoehtoisia sijoitussalkkuja vertaillakseni tilanteita, joissa Solidium olisi vuosina 2011-2015 sijoittanut tulouttamansa summan tai ainoastaan salkkuyhtiöistään saamat osingot takaisin salkkuunsa. Vertailen näiden salkkujen menestystä Solidiumin salkkuun vuositasolla, kuukausitasolla ja yleisillä portfolion menestystä mittaavilla tunnusluvuilla. Sijoitussalkuista parhaiten menestyi osinkojen sijoitussalkku ja myös tuloutuksen sijoitussalkku menestyi paremmin kuin Solidiumin salkku. Portfolioiden tunnusluvut olivat kuitenkin negatiivisia ja lopullisista salkuista huomataan, että menestys tuli vain muutaman salkkuyrityksen tuoton pohjalta jotka saivat salkuissa suuremmat painot kuin Solidiumin portfoliossa. Jatkoanalyysia yrityslähtöisesti kuvaamalla Solidiumin salkun piirteitä, tehokasta rintamaa sekä vertailemalla salkkuun viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan rahastoon. Salkkuyritysten kehitys ja tehokas rintama osoittavat tarpeen tutkia Solidiumin salkkuyritysten valintaa ja osoittavat Solidiumin onnistuneen myymiensä yritysten valinnassa. Suurimmat Suomeen sijoittavat rahastot ovat puolestaan menestyneet Solidiumia paremmin ko'istaan huolimatta. Loppupäätelmäni ovat, että Solidiumin osakemyynnit ja tuloutus ovat vaikuttaneet negatiivisesti sijoitusyhtiön suoriutumiseen jos vaihtoehtona olisi ollut näiden varojen sijoittaminen takaisin salkkuun. Tärkein rajoittava tekijä on kuitenkin ollut salkkuyhtiöt, joiden valintaan Solidium ei ole pystynyt vaikuttamaan.</p>	
Asiasanat Solidium, valtion vähemmistöomistukset, valtion omistajuus, valtion sijoitusyhtiö	
Säilytyspaikka Jyväskylän yliopiston kirjasto	

SISÄLLYS

	TIIVISTELMÄ.....	2
1	JOHDANTO.....	4
2	VALTION OMISTAJUUS SUOMESSA.....	6
3	VALTION OMISTUS JA YRITYSTEN SUORIUTUMINEN.....	10
	3.1 Valtion rahastot ja tutkimukset.....	13
	3.2 Tutkimukset ja Solidium	16
4	AINEISTO JA MENETELMÄT	19
	4.1 Solidiumin salkkutapahtumat ja voitonjako.....	20
	4.2 Solidiumin velkaisuus	21
	4.3 Voitonjaon ja osinkojen sijoittaminen.....	22
	4.4 Tunnusluvut.....	24
	4.5 Portfolioanalyysi.....	28
	4.6 Rahastovertailu	32
5	KESKUSTELUA.....	34
6	LÄHTEET	40

1 JOHDANTO

Valtion toiminta vähemmistöomistajana pörssilistatuissa yhtiöissä on ollut kritiikin kohteena. Valtion vähemmistöomistajuudesta vastaavaan valtion kokonaan omistaman sijoitusyhtiö Solidiumin rooli ja toiminta Suomen taloudessa on ollut arvostelun kohteena muun muassa talouslehtien sivuilla¹, mediassa² ja ollut esillä poliitikoiden³ lausunnoissa. 6.5.2015 julkaistussa Solidium-työryhmän raportissa Solidiumia arvosteltiin passiivisen linjan valinnasta, vaikka yritys korostaa aktiivista omistajuutta. Työryhmän toimintaehdotuksen mukaan aktiiviseen omistajuuteen kuuluisi esimerkiksi omistuksien lisääminen kansallisesti merkittävissä yrityksissä ja toiminta salkkuyritysten hallituksissa.

Työryhmän ehdotukset ja Solidiumin toiminta aiheuttavat intressien ristiriidan. Sijoitusyhtiöiden tavoitteena tulisi olla tuottojen kasvattaminen ja tätä kautta omistajiensa palveleminen. Aktiivisen linjan valinta tarkoittaisi valtion määräysvallan lisääntymistä yritysten hallituksissa. Poliittisten tavoitteiden ja tuottovaatimusten sekoittaminen on tutkimusten mukaan arveluttavaa ja valtion omistajuudella on todettu olevan negatiivisia vaikutuksia yritysten ja valtion rahastojen tehokkuuteen. (Boardman & Vining 1989; Dewenter & Malatesta 2001; Berstein 2013) Osissa tutkimuksissa on tosin siirrytty tehokkuuden tarkastelusta tutkimaan valtion omistuksen vaikutusta yritysten riskinottoon ja myös siihen, onko tehokkuuden tarkastelu mielekkäin vaihtoehto valtion yritysten tutkimisessa. (Letza ym. 2004; Uddin 2015) Valtion sijoitustoiminta on mielenkiintoinen aihe sen ajankohtaisuuden ja seurausten vuoksi. Suomen talouden nykyisessä tilassa on perusteltua tarkastella kriittisesti valtion omistuksen vaikutuksia sijoitusyhtiön toimintaan ja pohtia valtion omistuksen taloudellisia vaikutuksia. Solidiumin toiminta ja rooli ovat mahdollisesti tarkastelun kohteina tulevaisuudessa ja tämä muuttaa puolestaan kotimaanmarkkinoiden rakennetta ja yritysympäristöä.

Aloitan tutkielmani luvussa 2 esitellen valtion omistajuutta Suomessa ja Solidiumin tehtävä sekä yhtiön saamaa kritiikkiä. Luvussa 3 käyn läpi tutkimuksia valtionomistuksen ja valtion vähimmäisomistuksien vaikutuksista yritysisiin sekä tutkimuksia valtion rahastoista. Tarkastelen tutkimusten pohjalta Solidiumin nykyistä sijoitustoimintaa ja esittelen tämän pohjalta tutkielmani tavoitteen eli selvittää valtion omistajuuden vaikutuksia Solidiumin salkkuun. Tarkastelen aluksi valtion ja Solidiumin suhdetta näkyvimmän vaikutuksen kautta, eli valtiolle suoritettavaa voitonjakoa ja tätä edeltäviä osakemyyntejä. Esittelen luvussa 4 suorittamani hypoteettisten salkkujen tuottojen vertailun, jossa simuloin tilanteen jossa valtion velvoittamaa tuloutusta ei olisi tapahtunut ja tuloutettavat varat oltaisiin sijoitettu takaisin salkkuun aikavälillä 2011-2015. Tarkastelen myös

¹ <http://www.kauppalehti.fi/uutiset/bergholm-solidium-pitaa-muuttaa-puhtaaksi-virastoksi/2A5NmV8P>
<http://www.kauppalehti.fi/uutiset/solidium-kuin-hullu-mies-huittisista-syo-enemman-kuin-tienaa/iyczBpag>

² http://yle.fi/uutiset/analyysi_valtion_sijoitusyhtio_solidiumin_salkku_joutuu_tehomyllyyn/8613267

³ <http://www.taloussanomat.fi/politiikka/2015/08/14/vapaavuori-talouselamassa-solidiumin-tarkoitushukassa/201510335/12>

tilannetta, jossa Solidiumin saamat osingot olisi sijoitettu salkkuun eikä tulouttamisen vaatimia myyntejä olisi suoritettu lainkaan. Hypoteettiset salkut ja etenkin osinkojen sijoitussalkku menestyivät vuositasolla paremmin kuin Solidiumin oma salkku, mutta tämä menestys olisi sijoitustavastani johtuen lopulta seurausta vain muutaman yrityksen painon muutoksesta salkussa. Kuukausituottojen ja niiden avulla laskettujen portfolion tunnuslukujen vertailu osoittaa, että strategioiden tuotot olisivat olleet volatiileja ja tunnusluvut negatiivisia.

Jatkoin tutkimustani tarkastelemalla Solidiumin salkkuyhtiöiden kehitystä ja Solidiumin salkun rakennetta tehokkaan rintaman avulla ja vertailemalla salkkua Suomen viiteen suurimpaan suomalaisiin osakkeisiin sijoittavaan rahastoon. Tavoitteenani oli tätä kautta tarkastella Solidiumia myös sijoittajana, sillä valtion omistajuutta ei Solidiumista kuitenkaan voida poistaa. Osakkeiden hinnanmuutoksista tarkastelujaksolla voidaan huomata, että lopulta niillä on ollut suurin vaikutus salkun kokonaismenestykseen. Osakkeiden myynneillä ja hankinnoilla ei ole ollut suurta vaikutusta salkun kehitykseen kokonaisuudessaan. Tehokkaan rintaman tarkastelusta huomataan, että tehokkaalle rintamalle päästäkseen Solidiumin olisi pitänyt suorittaa myyntejä samoista salkkuyhtiöistä mutta entistäkin enemmän. Vertailu viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan rahastoon osoittaa, että rahastot ovat suoriutuneet paremmin vaikka salkut olivat pienikokoisempia. OECD:n valtion rahastoja ja sijoitusrahastoja käsitellyt tutkimus (Avendaño & Santiso 2009) osoittaa, että Solidium ei eroa sijoitustavassaan maailman vastaavista rahastoista.

Luvussa 5 palaan keskusteluun valtion omistajuuden ja valtion rahastojen suhteesta. Valtion rahastoilla on aina poliittinen ja yhteiskunnallinen puolensa ja esittelen tutkimuksia ja ajatuksia tästä suhteesta. Loppupäätelmäni ovat, että vaikka osakemyynneillä ja valtiolle tuloutuksella on ollut negatiivinen vaikutus Solidiumin salkkuun jos vaihtoehtona olisi ollut varojen vapaa sijoittaminen takaisin salkkuun, suurin vaikutus on kuitenkin ollut salkkukoostumus, johon Solidium ei ole pystynyt vaikuttamaan. Tutkielmani pyrkimyksenäni on myös liittää Solidium osaksi kansainvälistä keskustelua ja tutkimusta valtion rahastoista ja pohtia Solidiumin asemaa myös tätä kautta.

2 VALTION OMISTAJUUS SUOMESSA

Suomen valtiolla on valtioenemmistöisiä yhtiöitä, osakkuusyhtiöitä, sekä vähemmistöomistuksia pörssilistatuissa yrityksissä joita hallinoidaan Solidiumin kautta. Valtioenemmistöisissä yhtiöissä omistuksia on 50-100 prosenttia ja niihin sisältyy sekä pörssiyhtiöitä, listautumattomia yrityksiä että erityistehtäviä hoitavia yrityksiä. Osakkuusyhtiöissä valtiolla on vähemmistöomistajuus, mutta yritykset eivät ole listautuneet pörssiin tai hoitavat erityistehtäviä. Pörssiin listautuneisiin yhtiöihin sijoittamisesta vastaa valtion omistama sijoitusyhtiö Solidium. Suomen omistajaohjauksesta vastaa maan pääministeri.⁴

Valtio tavoittelee omistajana mahdollisimman hyvää taloudellista ja yhteiskunnallista kokonaisuutta. Kilpailullisessa ympäristössä toimivilta yrityksiltä vaaditaan samanlaisia toimintaperiaatteita kuin kilpailijoiltaan ja pörssissä noteerattuja yrityksiä koskee arvopaperimarkkinalaki. Erityistehtäviä hoitavia yrityksiä ohjataan siihen määrätyn ministerin tai ministeriön toimesta. Näillä yrityksillä on taloudellisten tavoitteiden lisäksi myös yhteiskunnallisia tavoitteita, näiden tavoitteiden mennessä kuitenkin voiton maksimoinnin edelle. Valtion omistajapolitiikan päivittäistä toimintaa määrittää vuonna 2011 valtioneuvoston asettama omistajaohjauksen periaatepäätös. Valtion omistajaohjauksen tavoitteet hallituskaudelle on määrätty hallitusohjelmassa, mutta valtion omistajuutta määrittää viime kädessä vuoden 2008 omistajaohjauslaki.⁴

Lokakuussa 2008 valtioneuvosto teki päätöksen siirtää valtion ei-strategiset pörssiomistukset valtion sijoitusyhtiölle Solidium Oy:lle. Tällöin valtion osakkeet kahdeksassa pörssiyhtiössä luovutettiin yhtiölle eli osakkeet Kemira Oyj:ssä, Metso Oyj:ssä, Outokumpu Oyj:ssä, Rautaruukki Oyj:ssä, Sampo Oyj:ssä, Sponda Oyj:ssä, Stora Enso Oyj:ssä ja TeliaSonera AB:ssä. Solidiumin tehtäväksi määritettiin omistuksien hoito siten, että niistä saadaan paras kokonaistuotto valtiolle.⁵

Solidium listaa tehtäväkseen vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yrityksissä ja kasvattaa pitkäjänteisesti omistustensa taloudellista arvoa. Tavoitteina yhtiöllä on kasvattaa osakesijoitusten arvoa pitkällä sijoitushorisontilla, tukea salkkuyhtiöiden tuloksellisuutta ja kehittää niitä arvon kasvattamiseksi muun muassa kasvuhankkeita tukemalla. Yleisesti Solidium listaa tavoitteekseen myös aktiivisesti osallistua vastuullisen omistajuuden, hyvän hallintotavan ja pääomamarkkinoiden kehittämiseen Suomessa.⁵

Sijoitusstrategiaksi Solidium listaa ankkuriomistajuuden, joka tarkoittaa riittävää vaikutusvaltaa yrityksissä arvonluonnin kehittämiseen ja toteuttamiseen. Tämä toteutetaan merkittävän vähemmistöosuuden kautta. Solidiumin tavoitteena on keskittyä rajoitettuun määrään osakeomistuksia ja kehittää salkun allokaatioita markkinaolosuhteet huomioiden. Sijoituksen kriteereinä pidetään kansallisesta

⁴ www.vnk.fi

⁵ www.solidium.fi

merkitsevyyttä keskeisellä toimialalla ja arvonnousupotentiaalia aktiivisen omistamisen kautta.⁶

Solidiumin mukaan yhtiön toimintaan ei liity poliittisia päämääriä eivätkä toimet tarvitse eduskunnan hyväksyntää. Solidium informoi omistajaohjauksesta vastaavia virkamiehiä ja päättäjiä. Yhtiö pyrkii toimimaan pitkäaikaisena, aktiivisena omistajana ja rinnastaa itsensä pitkän horisontin sijoittajiin. Ankkuriomistajuutta perustellaan tarpeella tukea Suomalaisia yrityksiä suhdanneherkillä aloilla maailmantalouden murrokseen alttiissa kansantaloudessa. Solidium luo tuloja valtiolle tuloutuksen ja osinkovirran kautta.⁶

Pitkän sijoitushorisontin sekä harvan kaupankäynnin vuoksi Solidium analysoi syvällisesti sijoituskohteitaan ennen sijoituspäätöstä. Solidium sijoittaa vuoden 2011 toimintaohjeen mukaisesti pääosin Helsingin pörssissä listautuneisiin yrityksiin. Sijoituksen tavoitteena on hankkia riittävä omistusasema ja vaikutusvalta arvonnouonin suunnittelua ja toteuttamista varten. Solidium seuraa 15-20 sijoitusstrategiaan sopivaa yhtiötä mahdollisia tulevaisuuden sijoituksia varten. Sijoituspäätökset tekee Solidiumin hallitus. Salkussa olevia yhtiöitä analysoidaan myös jatkuvasti.⁶

Solidiumin aktiiviseen rooliin kuuluu yritysten hallitusvalintojen ja hallituksen toiminnan seuraaminen. Yhtiö osallistuu hallitusvalintoja valmistelevien toimikuntien työskentelyyn ja pyrkii kehittämään niiden toimintaa. Omistaja-arvon kasvattamiseksi Solidiumin tavoitteena on muodostaa yrityksille mahdollisimman toimiva, ammattitaitoinen ja juuri nimenomaista yritystä parhaiten palveleva hallitus.⁶

Edelläolevat seikat ovat Solidium itsensä ilmoittamia tavoitteita sekä toimia niiden saavuttamiseksi. On siis syytä tarkastella, mitä tavoitteita Solidium voi valtuuksillaan realistisesti saavuttaa. Kotimaisen omistamisen vakauttaminen voi olla perusteltua, sillä osittaisomistus antaa positiivisen signaalin sijoittajille ja kertoo valtion kiinnostuksesta yritykseen. Osittaisomistuksen kautta ainakin osa yrityksestä pysyy kotimaisessa omistuksessa. Solidium linjaa silti tavoitteekseen tukea vastuullista omistajuutta ja hyvän hallintotavan kehittämistä, joten voidaan pohtia onko Solidiumilla mahdollisuutta tukea näissä asioissa pelkästään hallitusvalintaprosessiin osallistumalla. Mahdollisuus yrityksen arvon kasvattamiseen sekä kasvuhankkeiden tukeminen herättää kysymyksiä myös samasta syystä.

Solidiumin riippumattomuutta poliittisista päämääristä voidaan myös kyseenalaistaa. Pääministeri vastaa omistajaohjauksesta ja toteuttaa silloisen hallituksen politiikkaa jolle Solidium on alisteinen. Solidiumista esimerkiksi tuli Talvivaaran suurin omistaja vuonna 2012 ja poliittisesti sitoutumaton rahasto tuskin olisi hankkinut näitä osakkeita. Toisin kuin perinteisillä rahastoilla, Solidiumilla on selkeä tavoite siitä mitä se haluaa salkkuyhtiöiltään joka ei siis sisällä pelkkää arvonnousupotentiaalia ja osinkovirtaa. Ankkuriomistajuus erottaa myös Solidiumin perinteisistä rahastoista. Taulukosta 1 voidaan nähdä, että omistusosuudet yrityksissä vaihtelevat ja voidaan täten myös pohtia, mikä omistusosuus yrityksestä on riittävä ankkuriomistajuuden kannalta ja miksi

⁶ www.solidium.fi

joistain yrityksistä omistetaan enemmän kuin toisista. Toimialat kuitenkin ovat Suomen elinkeinoelämän kannalta merkittäviä toimijoita.

	Osakkeiden lkm. portfoliossa	Omistusosuus %	Portfolion painoarvo %
Elisa oyj	16 801 000	10,04	7,89
Kemira Oyj	25 896 087	16,67	4,33
Metso oyj	21 795 056	14,50	6,87
Outotec oyj	26 469 524	14,45	1,47
Outokumpu Oyj	109 069 264	26,19	4,82
Sampo Oyj	66 657 360	11,93	43,14
SSAB yht.		17,11	5,03
A-osake	26 448 015	8,69	1,54
B-osake	67 517 020	27,55	3,48
Stora enso oyj		12,30	12,36
A-osake	55 595 937	31,40	7,19
R-osake	41 483 501	6,78	5,17
Talvivaaran kaivososakeyhtiö oyj	318 329 000	15,18	0,14
Tieto Oyj	7 415 418	10,02	2,48
Teliasonera AB	137 123 642	3,17	9,23
Valmet Oyj	16 695 287	11,14	2,26
Yhteensä			100,00

TAULUKKO 1 Solidiumin vuoden 2015 tilinpäätöksessä ilmoitettu salkku

Entinen omistajaohjausministeri Sirpa Paatero asetti 26.2.2015 virkamiestyöryhmän arvioimaan Solidiumin toimintatapoja sekä esittämään kehitysehdotuksia toiminnan kehittämiseksi. 6.5.2015 julkaistussa Solidium-työryhmän raportissa Solidiumin nykyistä toimintaa ja sen toimintapojen vahvuuksia ja heikkouksia arvioitiin. Työryhmä käsitteli Solidiumin toimintastrategioita ja omistuksien määrää yhtiöissä, suhdetta omistajaohjaukseen ja valtioneuvostoon, resurssien käyttöä sekä toimintamahdollisuuksien ja pääoman riittävyttä tulevaisuudessa. Solidiumin merkitystä kansallisena elimenä kotimaisilla pääomamarkkinoilla tarkasteltiin myös. (www.vnk.fi)

Työryhmän mukaan Solidiumin rooli on tarpeellinen suomalaisessa taloudessa ja yhtiö on täyttänyt tehtävänsä pääosin hyvin. Solidiumin toiminta aktiivisena omistajana sai arvostelua, sillä Solidium ei ole työryhmän mielestä saavuttanut kuin muutamassa yrityksessä merkittävää arvonnousua kuuden vuoden aikana verrokkirytyksiin verrattuna. Solidiumin tulouttamisvaatimusta arvosteltiin, sillä se voi johtaa osakkeista luopumiseen väärään aikaan. Työryhmän mukaan tulonhankinnan tulisi kohdistua osinkoihin jotta tarvetta osakemyynneille

ei tulisi ja omistajuus voitaisiin säilyttää yrityksissä. Solidiumin hallintoa tulisi työryhmän mukaan muuttaa niin, että hallituksessa olisi rahoituksen ammattilaisia sekä puheenjohtaja olisi valtiosta riippumaton. Päätöksentekoa tulisi jakaa ja kommunikaation valtio-omistajan ja hallituksen välillä tulisi olla helpompaa vaikeissa päätöksissä, esimerkkinä Talvivaaran kaivosyhtiön osakeosto.

Solidium on työryhmän mielestä vaikeassa tilanteessa ollessaan joissain yrityksissä suurimpana omistajana mutta yhtiö ei kuitenkaan voi toimia yritysten hallituksissa. Strategisia myyntejä ei näin ollen voida toteuttaa eikä myöskään toimia aktiivisesti yritysten sisältä käsin. Työryhmän ehdotus on, että hallitusten valintaan vaikuttamisen lisäksi Solidiumilla olisi myös mahdollisuus aktiivisen toimintaan yritysten hallituksissa. Solidiumin tehokkuutta ja työtaakkaa tulisi lisätä jotta toiminnan kuluilla saavutettaisiin lisäarvoa. Tämä voitaisiin toteuttaa esimerkiksi Fortumin, Finnairin ja Nesteen omistuksien siirtämisellä Solidiumin salkkuun. Viimeisenä toimenpide-ehdotuksena työryhmä linjaa, että kansallisesti merkittävässä yrityksissä tulisi olla entistä suurempi omistajuus. 15-20 prosentin omistukseen pyrkimisellä ankkuriomistajuus vahvistuu ja pääkonttorit pysyvät Suomessa. Ministerivaliokunnan tulisi määrittää, mitkä yritykset ovat kansallisesti merkittäviä. (www.vnk.fi)

Solidium eroaa esimerkiksi Valtion Eläkerahastosta (VER) ja Kevasta, sillä edellämainitut ovat omistajaohjauksen ulkopuolella. Yhtiötä valvotaan valtiovallan toimesta mutta niillä ei ole velvoitteita eikä rajoitteita sijoitustensa suhteen. Tämä on oleellinen ero, sillä tehtäviensä puolesta rahastoille on hyötyä toimia tuottoansa maksimoiden ja valtiovallan puuttumatta toimintaan. Tämä on mahdollistanut kasvavat tuotot ja hajautetut sekä monipuoliset sijoitukset. Eläkerahastot toimivat puskureina eläkemenojen kasvaessa, jolloin rahastojen varoja tullaan myös käyttämään maksuihin ja tasoittamaan eläkemenoja. (www.ver.fi ; www.keva.fi) Solidium on suorassa yhteydessä valtion budjettiin ja valtio voi myös vaatia lisäsijoituksia, joka on selvästi vaikuttanut rahaston toimintaan.

Muissa pohjoismaissa valtion rahastot ovat rakentuneet erilaisilla kuin Suomessa ja niillä on erilaisia tehtäviä. Solidiumin kaltaisia tehtäviä Tanskassa hoitaa Finansiel Stabilet, joka on Tanskan valtion kokonaan omistama yhtiö. Finansiel stabilet eroaa kuitenkin Solidiumista sen ollessa erikoistunut pelkästään pankkisektoriin. Finansiel stabilet perustettiin edellisen finanssikriisin jälkipuinnissa pelastamaan vaarassa olevia pankkeja. (www.finansielstabilet.dk) Norjassa valtion eläkerahastolla on huomattavat määrät omistuksia ulkomailla ja se onkin maailman kolmanneksi suurin valtion rahasto (www.nbim.no ; www.swfinstitute.org). Norjan eläkerahastolla ei kuitenkaan ole sijoituksia kotimaisissa osakeyhtiöissä. Ruotsin omistukset Tukholman pörssissä rajoittuvat kahteen yritykseen. Ruotsilla ei erikseen ole valtion rahastoa, jonka tehtävänä olisi näiden osittaisomistusten hallinnointi. (www.government.se) Verrattuna muihin pohjoismaihin, Solidiumin kaltainen pääosin kotimaan pörssi-yhtiöihin sijoittava sijoitusyhtiö on harvinaisuus.

3 VALTION OMISTUS JA YRITYSTEN SUORIUTUMINEN

Keskustelu valtion omistajuudesta on lähtöisin kansantaloustieteen peruskysymyksistä: omistusoikeuksista ja ulkoisvaikutuksista. Kyse on siitä, kenen pitäisi tuottaa mitäkin palveluita sekä omistaa yrityksiä ja millä tavalla näitä rahoitetaan. Voidaan ajatella, että valtion on hyvä tuottaa jotkin julkishyödykkeet kuten julkinen turvallisuus vapaamatkustajaongelman vuoksi. Toinen yleinen julkisen omistuksen muoto on luonnolliset monopolit, sillä omistusoikeuksien vuoksi tällaisten yritysten valvominen yksityisessä omistuksessa olisi vaikeaa. Julkinen valta on myös perustellut yritysten omistusta esimerkiksi aluepolitiikan, rakennemuutoksen tukemisen, omavaraisuuden tai yksityisen omistuksen riski- ja rahoitushaluttomuuden takia. (Pohjola 2015)

Valtion ollessa osallisena tuotannossa syntyy kuitenkin kysymyksiä siitä, voisivatko yksityiset yritykset tuottaa palveluita ja hyödykkeitä tehokkaammin ja miksi verorahoin tulisi siinä tapauksessa tukea tehotonta tuotantoa. Valtiolla on aina mahdollisuus suoran omistamisen sijaan esimerkiksi ulkoistaa tuotantoaan yksityisille yrityksille tai luopua omistuksistaan kokonaan. (Pohjola 2015) Valtion ja yksityisten yritysten eroina on muun muassa löydetty, että valtion yrityksissä työvoimaa käytetään tehottomammin kuin yksityisissä yrityksissä, sillä työntekijöitä on liikaa otettuna huomioon yrityksen koko ja tarpeet. Joidenkin valtionyriksen tarkoitus on varojen uudelleenjakaminen valtion sisällä ja tämä on ristiriidassa yritysten voitontavoittelun kanssa ja tekee toiminnasta tehotonta. Valtionyriksen sisällä saattaa myös esiintyä työntekijöiden nimittämistä poliittisten kytkösten perusteella. (Dewenter & Malatesta 2001)

Boardmanin ja Viningin vuoden 1989 tutkimus vertaili yksityisiä yrityksiä, valtion vähemmistöomisteisia yrityksiä ja valtionyriksiä kilpailullisessa ympäristössä. He vertailivat 500:aa eri maiden teollisuusyritystä ja tutkivat niiden kannattavuutta sekä tehokkuutta. Oman pääoman tuottoa, kokonaispääoman tuottoa ja nettotuloa käytettiin kannattavuuden mittareina. Tehokkuuden mittareina käytettiin myyntiä per työntekijä ja myyntiä per omaisuuserä. OLS-estimoinnin perusteella tutkijat päätyivät tulokseen, jonka mukaan valtionyriukset suoriutuvat kannattavuudella ja tehokkuudella mitattuna huomattavasti huonommin kuin yksityiset yritykset. (Boardman & Vining 1989)

Dewenter ja Malatesta jatkoivat vuoden 2001 tutkimuksessaan Boardmanin ja Viningin tutkimuksesta ja lisäsivät tarkasteluun velkavivun sekä työvoiman intensiteetin. Tutkijat myös korottivat otoskoon 1369:een yritykseen. Velkavivua tarkasteltiin jakamalla vieras pääoma reaalivarojen määrällä ja työvoiman intensiteettiä tutkittiin jakamalla reaalityöntekijä ja reaalityöntekijöiden määrällä. Aikasarja-analyysin perusteella ja niistä regressoimalla Dewenter ja Malatesta päätyivät kannattavuuden osalta samaan tulokseen kuin Boardman ja Vining. Valtionyriukset käyttävät myös enemmän velkavivua kuin yksityiset yritykset. Tämä tarkoittaa, että valtionyriyksillä on enemmän velkaa suhteessa niiden markkina-arvoon. Työvoiman osalta saatiin tulos, että

valtionyrityksetkäyttävät liikaa työvoimaa. Tämä tukee väitettä valtionyritysten työvoiman tehostomasta käytöstä. (Dewenter & Malatesta 2001)

Uddin, Halbouni ja Raj löysivät eroavan tuloksen valtion omistuksen tehokkuusvaikutuksesta. Heidän vuoden 2014 tutkimuksensa käsitteli Yhdistyneitä Arabiemiirikuntia, jonka markkinoilla valtio omistaa 48 prosenttia. Tutkimus käsitteli 114:sta Dubain ja Abu Dhabin pörssissä listattua yritystä, joista 62 oli valtionyritystä ja 52 yksityistä. Arabiemiirikunnissa lasketaan yhtiö valtionyritykseksi, jos valtio omistaa siitä vähintään 2 prosenttia. Yritysten suoriutumista arvioitiin kolmella mittarilla. Kirjanpidon suoriutumista arvioitiin oman pääoman tuottoosentilla, kokonaispääoman tuottoosentilla, katetuotolla ja kokonaisvarallisuuden kiertonopeudella. Markkinoilla suoriutumista mitattiin Tobinin Q:lla, tuloksen ja osakkeen arvon suhdeluvulla (E/P-luku), osakkeen arvon ja kirjanpidollisen arvon suhdeluvulla (P/B-luku), osakkeen arvon ja myynnin suhdeluvulla (P/S -luku) sekä osakkeen arvon ja osakekohtaisen kassavirran suhdeluvulla (P/CF -luku). Taloudellista tehokkuutta mitattiin myynnillä per työntekijä, tuotolla per työntekijä sekä myynnin ja kustannusten suhdeluvulla. (Uddin ym. 2014)

Uddinin ym. tuloksen mukaan valtionyritykset suoriutuivat parhaiten kokonaispääoman tuottoosentilla ja kokonaisvarallisuuden kiertonopeudella mitattuna. Valtionyritykset ovat kuitenkin aliarvostettuja pörssissä tästä huolimatta. Myynnillä per työntekijä sekä tuotolla per työntekijä sekä myynnin suhteella kustannukseen mitattuna valtionyritykset suoriutuivat myös paremmin. Tutkijat päättelevät että tämä voi johtua valtion tuesta ja tämän kautta saavutetusta markkina-asemasta. Valtion yritykset, joista valtio omistaa 20-50 prosenttia olivat kirjanpidollisesti parhaiten suoriutuvia. Jos valtio omistaa enemmän kuin 50 prosenttia, tämä etu katoaa. Uddinin ym. mukaan tämä tulos voi antaa suuntaa siihen, kuinka suuren prosentin yrityksestä valtion tulisi omistaa. (Uddin ym. 2014) Myös yksityistämisen etuja on arvioitu uudelleen. Tutkimuksissa on pohdittu, ovatko lopulliset tehokkuudessa ja kustannuksissa saavutetut hyödyt niin yksiselitteisiä ja riittäkö pelkkä yksityistäminen parannuksiin.

Letza, Smallman ja Sun esittivät vuoden 2004 tutkimuksessaan kritiikkiä yksityisen sektorin tehokkuutta kohtaan. Letza ym. käsittelevät tutkimuksessaan Ison-Britannian valtionyhtiöiden kehitystä ja yksityistämisen vaikutusta niihin. Kuten monessa muussa maassa, Isossa-Britanniassa sovellettiin Keynesiläistä finanssipolitiikkaa ja valtion kontrollia lisättiin toisen maailmansodan aikana ja sen jälkeen. Valtion toiminnalle tärkeät rataliikenne, hiili- ja terästuotanto pidettiin valtion hallinnassa. Keynesin ajatus epäsuorasta markkinakorjauksesta korvattiin valtion omistuksen lisäämisellä, jota Keynesin vastusti. Öljyn hinnannousu ja sen aiheuttama tarjontashokki 1970-luvulla haastoivat Keynesiläisen ajatustavan ja julkinen sektori nähtiin ylisuureksi ja tehostomasti. Omistusoikeusteoriaan ja julkisen valinnan teoriaan pohjaten valtion yrityksiä yksityistettiin 80-luvulta alkaen. Yksityisen sektorin tehokkuutta perusteltiin resurssien tehokkaammalla allokaatiolla ja tuotannon tehokkuudella. (Letza ym. 2004)

Letza ym. haastavat käsityksen yksityistämisen ja tehokkuuden yhteydestä esittelemällä tutkimuksia pitkin maailmaa. Tutkijat päätyvät tulokseen, että

tehokkuuden käsitettä tulisi tarkastella uudestaan ja laajentaa koskemaan muitakin kuin rahallisia hyötyjä. Tehokkuuden yhteys yksityistämiseen on turhan yksinkertainen, sillä monet muut asiat vaikuttavat tehokkuuteen omistusoikeuden lisäksi. Omistusoikeuksia tärkeämpiä ovat yrityksen sisäiset omistussuhteet, joita ei voida kontrolloida pelkästään pääoman omistuksella. Yritysten yksityistäminen lähtee jokaisen yrityksen sisältä ja yksityistämisen tiedot eroavat siis toisistaan yrityskohtaisesti. Yksityistämisen tehokkuus on osana nykyistä poliittista ajattelua, joten sitä tukevia tutkimuksia on myös tehty enemmän ja niitä pidetään osana yleisesti hyväksyttyä totuutta. Kuten monessa muussa tapauksessa, yksinkertaistaminen ja jaottelu hyvään ja huonoon toimintaan ovat vain osa totuutta. Letza ym. vievät ajattelun pidemmälle koskemaan markkinoiden ja hallitusten epätäydellisyyttä, sillä teorioiden tuominen käytäntöön ei tällaisessa maailmassa aina toimi. Yrityksiä, palveluita ja tuotteita sekä maiden markkinarakenteita tulee tarkastella tapauskohtaisesti ja arvioida, onko julkinen omistus, yksityiset markkinat vai valtion osittaisomistus paras vaihtoehto. Yritysten tarkastelu tehokkuuden kautta ei välttämättä ole paras ratkaisu kysymykseen. (Letza ym. 2004)

Edellämainituissa tutkimuksissa tarkasteltiin valtionyritysten ja yksityisten yritysten eroja. Jäljellä jää valtion vähemmistöomisteiset yhtiöt, eli yritykset joista esimerkiksi Suomen valtio omistaa osan Solidiumin kautta. Boardman ja Vining käsittelivät myös valtion vähittäisomisteisiä yrityksiä vuoden 1989 tutkimuksessaan. He saivat selville, että valtion vähemmistöomisteiset yritykset ovat joko hieman vähemmän tuottavia tai yhtä hyvin tuottavia kuin valtionyritykset, mutta niiden tuotot ovat silti heikompia kuin yksityisillä yrityksillä. Tehokkuudella mitattuna vähemmistöomisteiset yritykset ovat joko parempia tai samanlaisia kuin valtionyritykset mutta kaikenkaikkiaan tehottomampia kuin yksityiset. (Boardman & Vining 1989)

Eräs tarkastelun arvoinen näkökulma on niiden yritysten riskinotto, joissa valtio on omistajana. Boubakri, Cosset ja Saffar vertailivat vuoden 2012 tutkimuksessaan eri omistus pohjaisten yritysten riskinottoa. Heidän otannassaan oli 190 hiljattain yksityistettyä yritystä 36:sta eri maasta. Riskinottoa mitattiin tuottojen vaihtelulla neljän vuoden aikavälillä. Tutkimuksen mukaan valtionomistuksella on negatiivinen yhteys riskinottoon ja ulkomaisella omistuksella puolestaan positiivinen. Tutkijoiden mukaan politiikkaehdotukset valtioille olisivat, että yritysten kontrollista yksityistämisen jälkeen tulisi luopua. Pääomamarkkinat tulisi vapauttaa ulkomaisille sijoituksille jotta riskinoton positiiviset vaikutukset realisoituisivat. (Boubakri ym. 2012)

Uddin jatkoi vuoden 2015 tutkimuksessaan Yhdistyneiden Arabiemiirikuntien valtionomistuksen tutkimista, tällä kertaa valtionomistuksen ja riskinoton suhdetta. Tutkimalla 108:aa pörssiin listautunutta yritystä vuosina 2004-2013 hän sai tuloksen, jonka mukaan riskinotolla ei ole niinkään yhteyttä siihen onko yritys valtionyritys, vaan siihen kuinka paljon yrityksestä valtio omistaa. Uddinin mukaan valtion vähemmistöomistamissa yhtiöissä riskinottoa vältettäisiin, sillä valtio käyttää vaikutusvaltaansa omien tavoitteidensa ajamiseen ja yrityksen muilla omistajilla on tämän myötä poliittisia paineita välttää riskejä ja

epävarmuutta. Voimakkaalla vähemmistöllä olisi täten suurempi halu vaikuttaa yrityksen toimintaan ja päämies-päämies ristiriita syntyy valtion ja muiden omistajien välille etenkin yksityistämisen yhteydessä. Valtion pysyessä enemmistöomistajana tätä ristiriitaa ei syntyisi ja valtio ottaisi enemmän riskejä taloudelle tärkeissä projekteissa. Uddin lisää, että tämän tuloksen ollessa ainoa laatuaan ja vastakkainen Boubakrin ym. vuoden 2012 tutkimuksen tuloksien kanssa, aihe vaatii lisätutkimuksia. Tutkimus antaa kuitenkin politiikkaehdotuksen sen suhteen, kuinka yksityistäminen tulisi toteuttaa, jotta ristiriitaisilta tavoitteilta voidaan välttyä. (Uddin 2015)

3.1 Valtion rahastot ja tutkimukset

IMF:n määritelmän mukaan valtion rahastot voidaan jakaa viiteen luokkaan. Rahastot voivat olla valtion taloutta tasapainottavia rahastoja eli niiden tehtävänä on suojella budjettia ja taloutta raaka-aineiden ja shokkien vaikutuksilta. Tällaiset rahastot koostuvat pääosin joukkovelkakirjosta tai muista säännöllistä tuloa antavista arvopapereista. Säästämiseen tarkoitettut rahastot pyrkivät jakamaan varoja sukupolvelta toiselle ja ovat etenkin käytössä valtioissa, jotka saavat tuloja uusiutumattomista luonnonvaroista. Näissä rahastoissa riskin suhde tuottoon on suuri, ja ne koostuvatkin pääosin osakkeista. Kehitysrahastojen tarkoitus on kohdentaa varoja eri projekteihin, kuten infrastruktuuriin. Eläkerahastot pyrkivät nimensä mukaisesti säilyttämään ja kasvattamaan varoja tulevia eläkemaksuja varten. Niiden on sisällytettävä riskisiä sijoituksia kattaakseen kohoavat eläkemaksut. Viides rahastotyyppi sijoittaa valtion reservikassoja korkean tuoton instrumentteihin. Tällä tavalla pyritään minimoimaan reservin aiheuttama arvon aleneminen. Rahastotyyppi onkin näistä viidestä esitellyistä riskisin. (Al-Hassan, Papaioannou, Skancke, Sung 2013)

Solidiumin kaltaisia valtion sijoitusyhtiöitä käsitteli Choon-Yin Sam. Samin vuoden 2007 tutkimus käsitteli valtion sijoitusyhtiöitä ja Singaporen valtion Temasek Holding Limitediä. Samin mukaan muissa tutkimuksissa on käynyt ilmi, että jos sijoitusyhtiöllä on liian läheiset suhteet politiikkaan, tulee tällä olemaan vaikutusta yhtiön tehokkuuteen ja tuottavuuteen. Valtion osittaisomisteisia yrityksiä koskien Sam huomauttaa, että näiden yritysten johtajilla tulee olla vahva hyvän hallintotavan osaaminen. (Sam 2007)

Tutkimuksessaan Sam soveltaa päämies-agentti ongelmaa ja käsitteli tätä kautta valtion, sijoitusyhtiön ja valtion osittaisomistamien yritysten suhdetta. Valtio on päämiehenä sijoitusyhtiölle, joka puolestaan seuraa valtion osittaisomistamien yritysten toimintaa ja suoriutumista. Tämä aiheuttaa ristiriidan valtion ja valtion sijoitusyhtiön välillä. Valtiolla saattaa olla muita kiinnostuksen kohteita yritysten suhteen kuin pelkästään niiden kyky tuottaa voittoa, mikä olisi sijoitusyhtiön kannalta paras vaihtoehto. Samin ratkaisu ongelmaan on se, että yritykset toimisivat itse omina päämiehinään ja valtion sijoitusyhtiö maksimoi voittoa. Ristiriidan tulisi poistua jos valtio jätetään pois yhtälöstä. Valtion sijoitusyhtiölle jäisi voiton maksimointi ja yrityshallinnon parantaminen kun valtion intressit eivät rajoita sen toimintaa. Sam esittelee Singaporelaisen Temasek Holding Limitedin esimerkkinä valtion sijoitusyhtiöstä, joka on onnistunut tässä

tehtävässä. Samin mukaan hyvin hallinnoitu valtion sijoitusyhtiö on välttämätön valtion osittaisomistamien yhtiöiden suoriutumisen parantamisessa. (Sam 2007)

Valtion rahastoja ja niiden ulottuvuuksia tutkineet Bernstein, Lerner ja Schoar ottivat kantaa rahastojen poliittiseen puoleen ja sen vaikutukseen rahaston toiminnassa. Bernstein ym. esittelivät tutkimuksessaan eri valtion rahastojen piirteitä ja kuinka ne vaikuttavat rahastojen toimintaan. He osoittavat tutkimuksessaan, että politiikkaan sitoutuneet rahastot suosivat lyhyen aikavälin talouspoliittisia tavoitteita pitkän aikavälin tuoton maksimoinnin sijaan. He havaitsivat kotimaahan sijoittamisen olevan yleistä tällaisissa rahastoissa ja etenkin korkean P/E-luvun omaaviin yrityksiin joka voi aiheuttaa yliarvostettuihin osakkeisiin sijoittamista. (Bernstein ym. 2013)

Bernstein ym. vertailivat 29:ää eri maiden valtion rahastoa vuosina 1984-2007 jotka käsittävät 60 prosenttia maailman valtion rahastojen varallisuudesta Sovereign Wealth Fund Institutionin mukaan. Tarkkailemalla rahastojen transaktioita, tutkijat huomasivat että poliitikoiden johtamat rahastot sijoittivat kotimaahan 37 prosenttia useammin kuin ulkopuolisten johtamat rahastot. Tutkijat toteuttivat probit regression ja huomasivat saman tuloksen: poliittisesti sitoutuneet rahastot sijoittavat 41,3 prosenttia todennäköisemmin kotimaahan. Lisäämällä P/E-dummin regressioon tutkijat huomasivat, että jos kotimaan yritysten P/E-luku on suuri, sijoittavat rahastot kotimaahansa. Tämä voi kieliä trendien mukaisesta sijoitustoiminnasta ja täten tuoda yliarvostettuja osakkeita salkkuun. (Bernstein ym. 2013)

Korkean P/E-luvun yritysten suosiminen voi johtua joko trendien jahtaamisesta tai sitten hyvän tuoton tavoittelemisesta. Tutkijat tarkastelivatkin yritysten suoriutumista sijoitusta seuranneen vuoden aikana lisäämällä uuden dummin regressioon. Regression kautta he toteavat, että trendien seuraaminen on sittenkin todennäköisempää, sillä sijoitusten arvo tippui. Tämä voi myös tarkoittaa sitä, että kotimaahan sijoittavat poliittisesti sitoutuneet rahastot tukevat alisuoriutuvia yrityksiä kotimaassaan. Tutkijoiden mukaan edellä mainitut seikat osoittavat, että valtion rahastot eivät pyri voiton maksimointiin pitkällä aikavälillä, jos niiden johtokuntiin vaikuttavat poliittiset tekijät. (Bernstein ym. 2013)

Euroopan keskuspankin sekä OECD:n analyysien mukaan sijoitustoiminnan ja motiivien avoimuus on välttämätöntä valtion rahastojen toiminnalle ja sen jatkuvuudelle (Avendaño & Santiso 2009 ; Beck & Fidora 2008) mutta avoimuus ja voi aiheuttaa myös tuottaa hankaluuksia. Liika läpinäkyvyys toiminnassa voi johtaa sijoituskäyttäytymisen imitointiin, josta tutkijat antavat esimerkkinä Harvard Management Companyn sijoitukset talousmetsään. Muutaman vuoden sisällä Harvardin sijoituksista muut instituutiot olivat jo kopioineet tätä strategiaa. Avoimuudella voidaan joka tapauksessa hälventää rahastojen väitettyä salailua. Läpinäkyvyys voi kuitenkin myös aiheuttaa eripuraa valtioiden välillä, josta tutkijat ottavat esimerkiksi Norjan valtionrahaston. Yhdysvaltain suurlähettiläs kritisoi rahastoa Norjan rahaston vedettyä Walmartin sijoituksensa pois eettisiin syihin vedoten. (Bernstein ym. 2013) Tutkijoiden mukaan toinen haaste valtion rahastojen sijoitustrategialle tulee niiden valtavan koon mukana. Samat strategiat

jotka toimivat ja jotka tuottavat positiivista tulosta pienemmille rahastoille eivät välttämättä toimi suuremmassa mittakaavassa. Yksi syy tähän on suurien kauppojen vaikutus osakkeen hintaan. Tämän ongelman ratkaisuksi Norjan rahasto ei juurikaan sijoita vaihtoehtoisin kohteisiin kuten hedge-rahastoihin ja kiinteistöihin, vaan pitää sijoituksensa likvideissä ja läpinäkyvissä osakesijoituksissa ja valtion obligaatioissa. (Bernstein ym. 2013)

Andrew Ang esitteli vuoden 2010 artikkelissaan neljä ehtoa valtion rahastojen olemassaololle. Ehtojen kautta voidaan myös tarkastella rahastojen toimintaa ja vertailla valtion rahastoja keskenään. Ensimmäinen ehdoista on legitimizeetti, joka tarkoittaa että valtion rahaston tulee pystyä säilyttämään varat myöhempää käyttöä varten. Tappiota sallitaan, mutta kuitenkin niin että koko rahaston olemassaolo ei vaarannu. Rahastolla tulee olla siitä vastuussa olevat henkilöt ja sen tulee antaa säännöllisiä selvityksiä toiminnastaan. (Ang 2010)

Seuraavaksi ehdoksi Ang esittää toimintamallin ja yhdenmukaisen käytännön olemassaolon. Valtion rahaston tulee olla toiminnassaan pelkästään varoja passiivisesti sijoittava instituutio eikä olla mukana yritystensä johtamisessa suoranaisesti. Se toimii pitkällä horisontilla ja rahastolla on jonkinlainen sääntö millä se jakaa varojaan valtiolle. Varojen jaossa tulisi kuitenkin olla joustavuutta, jos valtio kokee esimerkiksi suuren negatiivisen shokin. Huonona esimerkkinä tällaisesta toiminnasta on kuitenkin Venäjän valtion rahaston, josta valtio nosti suuria summia kattaakseen vuosin 2009-2010 budjettivajettaan. Varoja nostettiin enemmän ja sellaisiin tarkoituksiin, joihin rahastoa perustettaessa ei oltu tarkoitettu ja siten yhdenmukaisen käytännön periaate rikkoutui. (Ang 2010)

Kolmas vertailukohta on rahaston hallinnointi ja suoriutuminen. Hallinnoinnin ja suoriutumisen tarkastelua edellyttää että kaksi esiteltyä ehtoa ovat voimassa. Rahastojen hallinnointia ja suoriutumista on vaikea mitata ainoastaan yhdellä tapaa, sillä valtion rahastojen ollessa jotain muuta kuin voittoa maksimoivia instituutiota myös niiden omat suoriutumisen mittarinsa eivät välttämättä ole vertailukelpoisia. Valtion rahastolla tulee kuitenkin olla paikkansa valtion talouspolitiikassa ja pystyä säilyttämään valtion varoja myös tulevaisuudessa. Hyvän hallinnoinnin ja suoriutumisen ehtona on etenkin ammattitaitoisen yrityskulttuurin olemassaolo. Tällaisen ilmapiirin luomiseksi rahastolla tulisi olla rakenteita, jotka painottavat johdon vastuuta ja tilivelvollisuutta. Palkitsemisjärjestelmät ja vastakohtaisesti erottamisen uhka tuovat valtion rahastoon yritysmaailman piirteitä, jota saattavat muuten puuttua julkisen sektorin yrityksistä. (Ang 2010)

Neljänneksi ehdoksi valtion rahastolle Ang esittää pitkän aikavälin tasapainon olemassaolon. Valtion rahasto hyötyy toimivista rahamarkkinoista ja vapaista valuutan liikkeistä. Jos rahasto läpäisee kolme edellä esiteltyä ehtoa, sen on helpompi perustella julkisuudessa miksi se ei tuo haittaa rahamarkkinoille ja ei ole rajoite vapaille valuutanliikkeille ja voi täten jatkaa toimintaansa myös tulevaisuudessa. Pitkän aikavälin tasapaino on siis vuorovaikutusta rahaston ja vapaiden markkinoiden välillä, mutta siihen vaikuttaa myös julkinen mielipide rahaston oikeudesta olemassaoloon. (Ang 2010)

3.2 Tutkimukset ja Solidium

Valtionyritysten tehokkuus tai tehottomuus ja sen syyt eivät ole yksiselitteisiä ja niiden tutkinnassa ollaan siirrytty muihin näkökulmiin kuin pelkästään tehokkuuslukujen vertailuun. Yrityskohtaisen tarkastelun merkitys korostuu ja omistussuhteiden vaikutus yrityksen sisäisiin toimiin on ollut tarkastelun kohteena Samin, Boubakrin ym. sekä Uddinin tutkimuksessa. (2007 ; 2012 ; 2015) Uddinin tutkimus käsitteli kuitenkin pelkästään Yhdistyneiden Arabiemiirikuntien yrityksiä joten tutkimuksen tulokset saattavat johtua myös maakohtaisista seikoista.

Suomen sisällä valtionomistuksella on vahvat perinteet ja Solidium on uusi lisä valtionomistuksen linjaan. Solidium on valtion yritys, joten valtionyritysten ongelmien voi nähdä pätevän myös siihen. Solidium myös hallinnoi valtion osittaisomisteisia yrityksiä, joten niiden suoriutuminen on suoraan verrannollinen myös Solidiumin tehokkuuteen ja suoriutumiseen. Solidiumin tavoitteet sekä toiminta eroavat vastaavista sijoitusyhtiöistä poliittisten kytkösten vuoksi. Poliittisten päämäärien toteutuminen voi vaatia yhtiötä tekemään päätöksiä, jotka eroavat normaalista voittoa tavoittelevasta yrityksestä. (Bernstein ym. 2013) Solidiumia pitäisi siis tarkastella muillakin kuin rahamääräisillä mittareilla tai vähintään pohtia sitä kuinka erityisasema vaikuttaa yhtiön toimintaan. Solidiumin toimintaa on leimannut ankkuriomistajuus ja tämän velvoittamat yritysostot esimerkiksi Talvivaaran osakeoston tapauksessa ja Solidiumin perusteluja valtion ankkuriomistajuudesta on syytä tarkastella. Kansainvälisten rahaliikkeiden maailmassa kansallisesti tärkeiden yritysten pitäminen kotimaisessa omistuksessa voi olla perusteltua. Tutkimukset kuitenkin osoittavat, että valtion omistuksen vaikutukset tehokkuuteen ja kannattavuuteen ovat negatiiviset. (Boardman & Vining 1989 ; Dewenter & Malatesta 2001)

Solidiumin mukaan yhtiön tavoitteena on kasvattaa omistajiensa eli kansalaisten varallisuutta ja lisääntyneiden valtion omistusten tarvetta voidaan perustella myös tällä seikalla. Valtiotalouden ylijäämä voidaan laittaa töihin kasvattamalla osinkotuloja ja myyntituloja omistusten kautta. Tässä toiminnassa Solidiumin tulisi saada toimia kuin mikä tahansa rahasto ja ankkuriomistajuuden tuomat velvoitteet esimerkiksi valtiollisesti tärkeiden yritysten pelastajana tulisi siis siirtää muulle elimelle. Solidiumin suoriutumista on arvosteltu juurikin mitattuna tuloksellisuudella, jota ankkuriomistajuus voi haitata. Solidiumin päämäärä valtion varallisuuden pitkäaikaisena lisääjänä ja ankkuriomistajana kansallisesti tärkeissä yrityksissä luovat paradoksin. Työryhmän mukainen omistajuuden lisääminen korostaisi ankkuriomistajuuden merkitystä eli Solidium jatkaisi vanhalla linjallaan. Boardmanin ja Viningin tulos valtion vähimmäisomistuksen kannattavuudesta lupaisi huonoa omistuksien lisääntymiselle 15-20 prosenttiin jota työryhmä ehdottaa. (Boardman & Vining 1989) Uddinin ym. tutkimuksen perusteella valtion omistamien yritysten tehokkuuden tulisi parantua jos omistusosuutta kasvatetaan yli 20:en prosentin. Yhdistyneiden arabiemiirikuntien talous on kuitenkin erilainen kuin Suomessa ja valtion 48 prosentin omistus kaikista maan yrityksistä on hyvin suurta. (Uddin 2015)

Samin tutkimuksen päämies-agentti ongelma näyttää pätevän myös Solidiumiin ja Suomeen. Sam käsittelee tutkimuksessaan Singaporea, jossa valtiolla on ollut paljon omistuksia ja joita on sittemmin pyritty yksityistämään. Näissä yhtiöissä valtiolla on edelleen vähimmäisomistuksia. (Sam 2004) Suomessa yksityistäminen on puolestaan edennyt verkkaisesti. Samin ehdotuksen soveltaminen Suomeen on Solidiumin näkökulmasta mahdollista sillä Solidium listaa erääksi toimintansa kulmakivistä hyvän hallintotavan tukemisen ja edistämisen Suomessa. Temasek Holdings Limited on onnistunut pääsemään irti poliittisista velvoitteista ja sijoitusyhtiö toimii nykyään yrityshallintoa parantavana elimenä. Solidiumin tulevaisuus saattaa kuitenkin olla jotain muuta, jos sijoitusyhtiö toteuttaa uudistuksia työryhmän ehdotuksien mukaan. Valtion omistusten kasvaessa myös valtion vaikutusvalta tulee lisääntymään yrityksissä ja valtion intressit saattavat myös vaikuttaa enemmän. Tämä ajatus esitettiin Boubakrin ym. tutkimuksessa, jossa valtion vahvalla vähemmistöomistuksella huomattiin olevan negatiivinen vaikutus riskinottoon. (Boubakri ym. 2012) Letzan ym. tutkimuksen ajattelutavan mukaisesti voisi myös olla perusteltua etsiä tehokkuuden lähteitä muilla kuin rahamääräisillä mittareilla ja pyrkiä vaikuttamaan yrityksiin positiivisesti omistuspuhjan kautta. (Letza ym. 2004) Mielenkiintoista on voittaako yksityistä omistamista vai valtion omistajuutta puoltava politiikka Suomessa ja miten Solidiumin ankkuriomistajuudelle tämän myötä käy. Yksityistämisen eri puolia on hyvä ajatella ja käsitellä yrityksiä tapauskohtaisesti. Yksityistä omistusta ei tule nähdä vailla ongelmia, vaan markkinoiden epäonnistuminen resurssien allokaatiossa ja tehokkaassa käytössä tulee ottaa mukaan tarkasteluun. Letza ym. mainitsevat 30-luvun laman yhtenä ääripäänä ja Neuvostoliiton suunnitelmatalouden toisena, joissa molemmissa teorian suora soveltaminen todellisuuteen johti katastrofiin. (Letza ym. 2004) Edelleen vaikuttava finanssikriisi tapahtui heidän tutkimuksensa jälkeen ja senkin yhtenä syynä ollaan pidetty yksityisten yritysten ja pankkien toimintaa. Jaottelu täydelliseen hyvään ja täydelliseen huonoon vaihtoehtoon ei ole enää mahdollista.

Solidium on jo täyttänyt Angin 2010 artikkelissaan esittämät valtion rahastoja koskevat neljä ehtoa. Angin ehto legitimitetistä täyttyy, kun Solidium on olemassaolonsa aikana osoittanut pystyvänsä säilyttämään varojaan pitkäjänteisesti. Rahastolla on vastuuhenkilönsä ja se antaa vuosittaiset selvitykset toiminnastaan. Toimintamallin ja yhdenmukaisen käytännön ehto täyttyy Solidiumin ollessa passiivisesti varoja sijoittava instituutio joka ei ole mukana yritystensä hallituksissa. Solidium myös jakaa varojaan valtiolle säännönmukaisesti joka vuosi ja on osoittanut joustavuutta varoja jakaessaan. Solidium ei kuitenkaan ole vaarantanut toimintansa jatkuvuutta, vaikka tuloutuksen määrä on joinain vuosina lisääntynyt huomattavasti. Hallinnoinnin ja suoriutumisen vertailukohta on täyttynyt Suomen valtion asettaessa Solidiumin vähemmistöomistustensa hallinnointiin. Vähemmistöomistusten siirtäminen yhteen rahastoon on myös perusteltua, joten yhteiskunnallinen edellytys rahastolle löytyy. Solidiumin hallinnossa ja muussa henkilöstössä on kokeneita pankki- ja sijoitusalan osaajia, joten ammattimainen yrityskulttuuri on myös olemassa.

Palkitsemisjärjestelyt on hoidettu suoriteperusteisella tulospalkalla, jotka esitellään vuosikertomuksissa. Solidiumin toimitusjohtaja on vaihtunut useaan otteeseen valtion aloitteesta, joten myös erottamisen uhka on tehty selväksi. Pitkän aikavälin tasapainon olemassaolo on ristiriitainen Solidium kohdalla. Rahastoa ja sen toimintaa on arvosteltu ja sitä tutkimaan perustettiin työryhmä. On siis perusteltua väittää, että julkinen mielipide Solidiumista on negatiivisen sävyinen. Solidium ei itse ole vastannut kritiikkiin, sillä valtion sijoitusyhtiön toiminnasta ja jatkuvuudesta vastaa valtion omistajaohjausministeri eli tällä hetkellä Juha Sipilä. Solidiumin toimintaan ei kuitenkaan ole tulossa muutosta tämän hallituskauden aikana, joten pitkän aikavälin tasapaino on ainakin siltä osin saavutettu.⁷ Solidium ei siis toiminnassaan eroa Angin ehtoja vastaavista valtion rahastoista ja sen olemassaoloa voidaan perustella tätä kautta. (Ang 2010)

Solidiumia on perusteltua tutkia valtionomistuksen kirjallisuuden ja tutkimuksen kautta. Solidium on melko hiljattain määrätty osittaisomistusten hallinnoijaksi, joten sen roolia ja soveltuvuutta Suomen markkinoihin on syytä pohtia ennen instituution vakiintumista. Päämies-agentti ongelman (Sam 2007) vuoksi erilaisia näkökohtia valtion omistajuuden vaikutuksista valtion sijoitusyhtiön toimintaan tulee myös tarkastella. Solidiumin tehtävälästä on pitkä ja toimintaan vaikuttaa vahvasti poliittiset päätökset. Solidiumilla kuitenkin on valtiolle osinkoja ja myyntivoittoja tulouttaessaan selvä tehtävä jota tutkia. Solidium on vahvemmin varojen säilyttäjä ja valtiolle tuottava yhtiö kuin aktiivinen toimija kuten Solidium-työryhmäkin mainitsi. Aion omassa tutkielmassani tarttua työryhmän esittämään ongelmaan osakemyyntien ja tuloutuksen vaikutuksista osakesalkkuun. Tarkastelen tämän huomion pohjalta tilanteita, joissa Solidiumin olisi sijoittanut valtiolle tulouttamansa varat takaisin salkkuun tai sijoittanut pelkästään salkkuyritystensä osingot takaisin salkkuun. Tulokset voivat myös antaa viitteitä poliittisten taustavaikutteiden negatiivisista vaikutuksista. (Bernstein ym. 2013) Näiden hypoteettisten tilanteiden pohjalta voidaan mahdollisesti tehdä päätelmiä, millä toimilla on ollut suurin vaikutus Solidiumin nykyiseen salkkuun vai onko suurin vaikutus ollut lopulta Solidiumin salkun rakenteesta syntyvät rajoittavat tekijät.

⁷ Talouspoliittisen ministerivaliokunnan linjaus valtion omistajapolitiikkaa koskevaksi valtioneuvoston periaatepäätökseksi 12.5.2016

4 AINEISTO JA MENETELMÄT

Käsittelen seuraavissa luvuissa Solidiumin osakesalkkua siitä näkökulmasta, miten osakemyynnit ja tulouttaminen ovat vaikuttaneet salkun tuottoon ja kehitykseen. Kuten Solidium-työryhmä mainitsi, osakkeista väärään aikaan luopuminen voi aiheuttaa ongelmia salkun tuotoissa. Solidium tulouttaa varoja valtiolle sekä osakemyyntien että osakkeista saatavien osinkojen kautta. Solidiumilla on vuosittainen ehdotus voitonjaosta valtiolle, jonka jälkeen valtio voi määrätä lisävaroja tuloutettavaksi. Tavoitteenani on tarkastella kokonaisvaltaisesti valtion vaikutusta Solidiumiin aikavälillä, jolla tuloutus ylitti osinkotuotot. Tällöin saan tietoa osakemyyntien ja tuloutuksen vaikutuksesta Solidiumin salkkuun. On myös tärkeää tarkastella salkkuyritysten valinnan vaikutuksia, josta poliittinen vaikutus on ehkä nähtävissä ja joka voi vaikuttaa tuottoihin. Tutkimushypoteesini on, että myynneillä ja tuloutuksella on ollut negatiivinen vaikutus Solidiumin salkkuun, sekä osakevalinnoilla on ollut rajoittava vaikutus. Nämä molemmat seikat kertovat valtion omistuksen mahdollisesta negatiivisesta vaikutuksesta sijoitusyhtiöön.

Käytän datana aikavälin 30.6.2011–30.6.2015 osakkeiden hintoja ja Solidiumin osakesalkun painotuksia. Teen eri skenaarioita eri painoilla sen suhteen, että Solidiumin valtiolle tuloutettu summa tai salkkuyhtiöistä saadut osingot olisi uudelleensijoitettu salkkuun. Vertailen tätä Solidiumin salkussa tapahtuneeseen kehitykseen. Aikavälin rajaaminen on perusteltua, sillä välillä 2009-2010 ei tapahtunut osakemyynntejä eikä voitonjakoa valtiolle. 30.6.2011 oli Solidiumin ensimmäinen voitonjako valtiolle, jossa osingoissa sekä voitonjaossa oli selvä ero. Tarkastelen salkkujen kehitystä vuoden 2010 tilikauden päättyessä päivämääränä 30.6.2011 ja päättyen vuoden 2015 tilinpäätökseen päivämääränä 30.6.2015.

Käyn ensiksi läpi Solidiumin toteutuneet salkkutapahtumat ja mitä niistä voisi ensisilmäyksellä päätellä. Kerron myös kokoavasti, mitä Solidiumin sijoituspäällikkö Pauli Anttilalla oli vastauksena kysymyksiini Solidiumin osakemyynneistä, -ostoista sekä voitonjaosta valtiolle. Esittelen tämän jälkeen käyttämäni menetelmän tuloutuksen sekä osinkojen uudelleensijoittamisessa ja siitä saamani tulokset sekä niistä tekemäni analyysi yleisesti käytettyjen portfolioiden tunnuslukujen pohjalta. Viimeisenä olen tarkastellut Solidiumin nykyistä portfolioita muun muassa tehokkaan rintaman avulla ja vertailemalla Solidiumin salkkua ja sen tuottoja viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan rahastoon.

4.1 Solidiumin salkkutapahtumat ja voitonjako

	Osakemyynnit	Osakeostot	Osakkeiden myyntivoitot	Osakkeiden myyntitappiot	Voitonjako yhtiöiltä (osingot)
1.7.2010- 1.7.2011	427	63	154	-5,3	422
1.7.2011- 1.7.2012	451	499	136	0	399
1.7.2012- 1.7.2013	148	111	71,4	0	398
1.7.2013- 1.7.2014	815	235	405,8	0	350
1.7.2014- 1.7.2015	1711	83	556,5	-16,6	275
Yhteensä	3552	991	1323,8	-21,9	1844

TAULUKKO 2 Solidiumin osakeostot- ja myynnit sekä osingot (milj. euroa)

Taulukosta 2 nähdään, että Solidiumin osakemyynti pysyi tasaisena tilivuosina 2010-2012 mutta tämä aikaväli on ollut poikkeava muusta kehityksestä. Aikavälillä 2012-2013 osakemyyntien volyymi tippui noin 70 prosenttia ainoastaan noustakseen kaksin- ja miltei kolminkertaisiin lukemiin kahden viimeisen vuoden aikana. Osakeostojen euromääräinen varianssi on ollut puolestaan suurta. Kaikenkaikkiaan osakemyyntien osuus on ollut selvästi suurempaa kuin ostojen. Osingonjaon suuruus on laskenut tasaisesti, joten myynnillä on mahdollisesti pyritty korvaamaan näitä menetyksiä. Tästä suunnasta kertoisi myyntitappioiden pienuus suhteessa voittoihin. Osakemyynnillä on ollut selvä vaikutus salkun rakenteeseen eikä tätä ole pyritty korjaamaan osakeostoja lisäämällä joten toiminnalla on ollut vaikutuksia salkussa. Voitonjakoa tutkimalla voidaan saada lisätietoa siitä, mihin myyntivoitot on sijoitettu.

Aika	Määrä
1.7.2010-30.6.2011	660
1.7.2011-30.6.2012	800
1.7.2012-30.6.2013	800
1.7.2013-30.6.2014	1527
1.7.2014-30.6.2015	266
Yhteensä	4053

TAULUKKO 3 Solidiumin voitonjako valtiolle (milj. euroa)

Solidiumin voitonjako valtiolle (taulukko 3) on pysynyt tasaisena vuosina 2010-2013, mutta noussut huomattavasti ja tämän jälkeen laskenut vielä enemmän vuosina 2014-2015. Voitonjaon ja osakemyyntien yhteys voidaan havaita ainakin tilikaudella 2013-2014. Vastaavasti vuoden 2014-2015 pienentynyt voitonjako ei vastaa saman tilikauden huomattavia ja osakemyyntejä ja niistä syntyneitä voittoja. Tämä selittyy mahdollisesti samaisen vuoden historiallisen matalalla osinkotuotolla. Solidiumin sijoituspäällikkö Pauli Anttilan mukaan Solidiumin tavoitteena oli yhtiön alkuvuosina tulouttaa juurikin osingoista saatavien varojen verran valtiolle ja tämä on edelleen se mitä valtio Solidiumilta odottaa. Yhtiön toimintahistorian aikana saatuja osinkoja on yhteensä noin 2,5 mrd. euroa ja valtiolle on maksettu noin 4,4 mrd. euroa, joten ero on huomattava. Solidium on rahoittanut poikkeamaa valtion vaatimasta tuloutuksen ja osinkovirran välillä Anttilan mukaan osakkeita myymällä tai velkarahalla. Osakemyyntien ja -ostojen osalta Anttila ilmoittaa, että myyntien taustalla on isolta osin ollut valtion vaatima tuloutettavan määrän lisääminen yli osinkotuottojen. Tämän tuloutettavan summan Solidiumin on hankkinut pääosin Sammon ja Teliasoneran osakkeita myymällä sekä velkaa ottamalla. Valtiolle tuloutettava summa kostuu Anttilan mukaan siis suurimmaksi osaksi osingoista. Osakemyynnit eivät välttämättä liity tulouttamiseen, mutta valtaosa niistä saaduista varoista on käytetty siihen tai osakeostoihin. Korkotuottojen suhde kokonaistuottoon on todella pieni, jos siitä vähennetään korkomenot ja muut rahoitusmenot.

4.2 Solidiumin velkaisuus

Ennen Solidiumin osakemyyntien ja tuloutuksen tutkimista täytyy selvittää, millä tavoin Pauli Anttilan ilmoittama Solidiumin velkarahan käyttö on näkynyt Solidiumin tuloutuksessa. Tarkasteluaikana Solidium on laskenut liikkeelle 600 miljoonan euron suuruisen joukkovelkakirjalainan joka on vaihdettavissa Teliasoneran osakkeisiin ja 350 miljoonan euron suuruisen joukkovelkakirjalainan joka on vaihdettavissa Sammon osakkeisiin, eli näiden yhtiöiden osakkeet ovat olleet lainan takauksina. Solidium on ilmoittanut, että syynä lainoihin oli

osakesijoitusten rahoittaminen, edellisten lainojen takaisinmaksuun varautuminen sekä voitonmaksukyvyyn turvaaminen. Tämä tuo harhaa työhöni sillä lasken ostojen tapahtuneen osakkeita myymällä. Etenkin tuloutuksen sijoituksen toteuttamisessa harhaa syntyy kun Solidium on myynyt esimerkiksi Sampo ja Teliasoneraa tuloutustansa varten, joten näiden osakkeiden takaisinostaminen seuraavana vuonna olisi erikoista. Tuloutus ja osingot antavat kuitenkin hyvän vertailukohdan ja selkeän luvun joilla hypoteettisen tutkimuksen voi suorittaa. Osakkeiden ostaminen aina edellisen vuoden painoilla tasaisesti jaettuna koko osakkeiden määräpainojen kesken on myös selkeä strategia jonka toistaminen on helppoa. Solidium ei ole erikseen tilinpäätöksissään ilmoittanut, millä tavoin tuloutukseen käytetyt varat ovat jakautuneet velkaan, osakemyynneistä saatuun rahaan ja osinkoihin. Velkaraahaan en täten voi kiinnittää erityistä huomiota joten tutkimusta lukiessa täytyy pitää mielessä, että osakemyynnit eivät ole yksiselitteisesti sidottuja tuloutukseen.

4.3 Voitonjaon ja osinkojen sijoittaminen

Tarkastellessa valtion omistuksen ja määräntävallan vaikutusta salkun kehitykseen näyttää siltä, että Solidiumin performanssiin on vaikuttanut sen varojen tulouttaminen valtiolle. Oletuksena, että Solidiumin ei tarvitsisi tulouttaa valtiolle, voisi yhtiö uudelleensijoittaa varat vaihtoehtoisesti takaisin salkkuunsa. Seuraavassa osiossa tarkastelen hypoteettisia tilanteita, jossa Solidium olisi vuosittain sijoittanut joko valtiolle tuloutetut varat tai salkkuyhtiöistä saamansa osingot takaisin osakesalkkuunsa tilikauden päättyessä. Laskin jokaiselle vuodelle uuden salkun ja tarkastelin salkun kehitystä kyseisenä vuonna osakkeiden arvon muuttuessa. Kaikki Solidiumin osakemyynnit eivät ole liittyneet tuloutukseen sillä osalla myynneistä on rahoitettu osakeostoja, mutta asian yksinkertaistamiseksi olen suorittanut laskut tällä oletuksella.

Aloitin tarkastelun vuoden 2010-2011 tilikauden lopun tuloutettavasta summasta 660 milj. euroa (Taulukko 3) ja lisään tämän summan vuoden 2011 ilmoitettuun salkkuun samoilla painoilla miten salkkuyhtiöihin oli sijoitettu (Liite 1). Painot vaihtuvat joka vuosi, kun salkun osakerakenne muuttuu. Jatkamalla tarkastelua seuraavina vuosina ja lisäämällä kunkin vuoden tuloutettavan summan aina edellisen vuoden hypoteettiseen salkkuun, saadaan vuoden 2015 lopussa tilanne, jossa valtiolle voitonjakona tuloutettu summa olisi sijoitettu vuosittain salkkuun. Laskin tämän jälkeen, mikä olisi salkun arvo sinä hetkenä vallinneilla kursseilla. Olen pitänyt tarkastelussa mukana ankkurimistajuudesta syntyneet osakeostot ja muut osakehankinnat sekä tuloutukseen tarvittavat osakemyynnit.

Osakemyynnin vaikutuksen tarkastelemiseksi toteutin tilanteen, jossa valtiolle ei olisi tuloutettu, vaan osingot olisi sijoitettu uudestaan salkkuun salkkuyhtiöiden painoilla. Osakemyynnejä ei olisi tarvittu toteuttaa, mutta sijoitettava summa olisi ollut vähäisempi. Pidin osakeostot ja muut osakehankinnat mukana myös tässä tarkastelussa ankkurimistajuuden tuoman

velvoitteen vuoksi ja tarkastelun yhdenmukaistamiseksi.

Etenkin tuloutettavan summan uudelleensijoittamisen tarkastelussa huomasi, että Talvivaara saa suuren painon salkussa 2012-2013 toteutetun merkintäoikeuden jälkeen. Solidiumin vuosikertomuksen mukaan yhtiö osallistui osakeantiin, koska se vastuullisena omistajana piti tärkeänä että Talvivaaralla olisi mahdollisuus saattaa ympäristöasiansa järjestykseen ja viedä tuotannon ylösajo loppuun⁸. Solidiumista tuli osakelisäyksen myötä Talvivaaran kaivososakeyhtiön suurin omistaja, joten Talvivaaraan sijoittaminen voidaan nähdä myös esimerkkinä Solidiumin strategisista sijoituksista. Tein tämän huomion seurauksena edellämainitut laskut myös ilman tätä 294 118 947:n osakkeen lisäystä salkkuun.

Toteutin jokaisessa tarkastelussa uudet osakeostot joko tilinpäätöksen julkistamispäivänä tai seuraavana mahdollisena päivänä jona ostot olisi voitu toteuttaa. Taulukossa 4 näkyy salkkujen vertailu.

Portfolio	2012	2013	2014	2015	Vuosituottojen keskiarvo %
Tuloutus sij.	9 933,3	10 420,9	11 142,5	10 373,6	1,23
Osingot sij.	10 193,7	10 462,3	13 866,1	13 218,5	7,62
Tuloutus sij. - TLV	9 933,3	10 376,7	11 227,1	10 727,6	2,05
Osingot sij. - TLV	10 193,7	10 418,2	13 896,9	13 302,4	7,82
Solidium	6 642,5	7 216,2	8 607,1	7 025,0	-4,14

TAULUKKO 4 Portfolioiden arvo vuosittain (milj. euroa)

Taulukosta 4 voidaan jo nähdä eri strategioiden vaikutus. Solidiumin oman salkun tehdessä keskimäärin vuositasolla tappiota, tuloutuksen sijoittaminen ja osinkojen sijoittaminen olisivat tarjonneet positiivista tuottoa. Keskiarvoinen tuottoprosentti olisi ollut suurin osingot uudelleensijoittamalla. Oletuksistani huolimatta Talvivaaran oston mukana pitäminen salkussa ei vaikuttanut huomattavasti salkun kokonaiskehitykseen varsinkaan osinkojen sijoitussalkussa.

Huomionarvoinen seikka on tuloutuksen ja osinkosijoituksen sisältämät toimet salkussa. Tuloutuksen sijoituksessa simuloin samat osakeostot ja -myynnit kuin Solidium, mutta osinkosijoituksessa simuloin pelkästään osakeostot. Huolimatta siitä, että tuloutuksen suuruus oli keskimäärin yli puolet suurempi

⁸ Solidiumin vuosikertomus 2013

kuin osingoista saatava summa (taulukot 2 ja 3), menestyi osinkojen sijoitussalkku paremmin. Osakemyynneillä on siis ollut vaikutusta Solidiumin salkkuun ja voidaan myös nähdä poliittisen päätöksenteon negatiivisena vaikutuksena valtion rahaston toimintaan. (Bernstein ym. 2013) Salkkujen tuottojen erotus muodostaa vaihtoehtoiskustannuksen valtion omistukselle.

On kuitenkin huomattava simulaationi rajoitteet. Tarkastelun yksinkertaistamiseksi olen käyttänyt osakkeiden edellisvuoden painoja aina uusien sijoitusten pohjana. Liitteestä 6 voidaan nähdä, että lopulta Solidiumin salkun ja tutkimukseni salkkujen suurimmat erot tulevat Sammon, Teliasoneran ja Outokummun osakkeiden arvosta. Tämän tarkastelun tulos kuvaa lopulta vain eroja näihin yrityksiin sijoittamisen muutoksissa ja tulos on siitä syystä harhainen. Tarkastelu havainnollistaa kuitenkin Solidiumin salkun piirteitä, eli vuosittainen tasainen sijoitus olisi korostanut tiettyjä yrityksiä joilla jo valmiiksi oli suuri paino salkussa. Vuosituotot antavat liian hyvän kuvan tuotoista ja seuraavassa osiossa esittelen laskemani kuukausituotot salkuille ja niiden pohjalta laskemani portfolioiden kuvaamisessa yleisesti käytetyt tunnusluvut.

4.4 Tunnusluvut

Käytin neljää eri portfolion suoriutumista mittaavaa tunnuslukua kuvaamaan portfolioiden käyttäytymistä. Nämä olivat CAPM -mallin mukainen beeta, informaatio-suhde, Treynorin suhdeluku, Sharpen suhdeluku sekä Jensenin alpha. Tunnuslukuja laskettaessa käytin portfolioiden ja OMXH TR indeksin kuukausituottoja aikavälillä 30.6.2011-30.6.2015. (Liite 7)

Portfolion beeta saatiin kaavalla $\beta = \sum w_i \beta_i$ jossa w_i on osakkeen i paino salkussa ja β_i on osakkeen i beeta. CAPM-mallin mukainen beeta on yleinen portfolion riskin mittari. (Jensen, Black, Scholes 1972) Treynorin luku saatiin vastaavasti kaavalla $TI_p = (R_p - R_f)/\beta_i$ jossa R_p on portfolion tuotto tarkasteltavana ajankohtana ja R_f on riskitön tuotto tarkasteltavana ajankohtana. Treynorin luku näyttää portfolion kyvyn tuottaa ylisuuria voittoja suhteutettuna markkinariskiin. (Hübner 2003) Sharpen luku laskettiin kaavalla $SI_p = (R_p - R_f)/\sigma_{R_p}$ jossa σ_{R_p} on portfolion tuottojen keskihajonta. Sharpen luku kertoo odotetun tuoton ja riskin suhteen kun riskiä mitataan tuottojen keskihajonnalla. (Sharpe 1994) Viimeisenä, Jensenin alpha laskettiin kaavalla $a_j = R_p - [R_f + \beta * (R_m - R_f)]$, jossa R_m on indeksin tuotto ajankohtana. Jensenin alpha vertaa portfolion ylituottoa markkinoiden ylituottoon (Jensen 1967)

Portfolio	Treynorin luku (1 v.)	Sharpen luku (5 v.)	Jensenin alpha (1 v.)	Beta (1 v.)
Tuloutus sij.	-0,034	-0,084	-0,024	0,59
Osingot sij.	-0,039	-0,026	-0,022	0,48
Tuloutus sij. - TLV	-0,046	-0,075	-0,024	0,45
Osingot sij. - TLV	-0,031	-0,027	-0,023	0,60
Solidium	-0,016	-0,226	-0,013	0,57

Huomautus: Treynorin luku sekä Jensenin alpha on laskettu vuodelle 2015, sillä niihin sisältyy 2015 vuoden beta.

TAULUKKO 5 portfolioiden tunnusluvut

Taulukosta 5 nähdään salkulle lasketut tunnusluvut. Treynor ja Jensenin alpha on laskettu yhden vuoden betaluvulla sekä siis myös yhden vuoden tuotoilla. Treynorin luvut ovat jokaisella portfolioilla etumerkiltään negatiivisia. Portfoliot siis tuottivat periodilla huonommin kuin riskitön tuotto suhteessa markkinariskiin. Huomattavaa eroa portfolioiden välillä ei ole, paitsi Solidiumin salkku eroaa muista. Vuoden 2015 keskituotto olikin salkulle vähiten negatiivinen.

Sharpen luvusta on huomattavissa samat havainnot kuin edellisistä luvuista. Luvut ovat negatiivisia, mutta osinkojen sijoitussalkku ja sama salkku ilman Talvivaaran vaikutusta tuottaa vähiten negatiivisen luvun. Negatiiviset Sharpen luvut kertovat, että mikään salkku ei ole antanut riskitöntä tuottoa parempaa tuottoa kun huomioon otetaan huomioon niiden volatilitetit. Solidiumin sharpe on negatiivisin, mutta otettuna huomioon kuukausituottojen keskihajonnat (liite 7), voidaan huomata että se oli Solidiumilla pienin. Sharpen luvusta oltaisiin saatu vähemmän negatiivinen nostamalla salkun keskihajontaa tuoton pysyessä samana, joten negatiivisten sharpen lukujen vertailussa ei ole mieltä.

Jensenin alfaat ovat vastaavasti negatiivisia kaikille salkuille. Muiden lukujen perusteella on odotettavaa, että portfoliot eivät ole tuottaneet ylituottoa verrattuna markkinoiden ylituottoon. Tämänkin tunnusluvun kohdalla Solidium suoritui parhaiten, eli luku oli vähiten negatiivinen. Tämä ero tulee myös vuoden 2015 keskituotosta. Alfaat eivät olleet tilastollisesti merkitseviä.

Salkkujen betoissa, jotka on laskettu vuoden 2015 salkuille, on hieman eroja. Kaikkien salkkujen tuotot ovat vähemmän volatiileja kuin markkinasalkun. Osingot sijoittavalla salkulla on pienin beta, joka voi johtua myös osakemyynneistä. Erikoisin betoihin liittyvä huomio tulee Talvivaaran

merkintäoikeuden poisjättämisestä, joka laskee tuloutuksen sijoittamisen salkun betaa mutta nosti osakesijoittamisen betaa. Talvivaaran viiden vuoden beta on 0,60 ja molemmissa salkuissa Talvivaaran arvo-osuus laskee ja muut osuudet eivät huomattavasti nouse, joten betan muuttuminen vastaikkaisiin suuntiin on erikoista. Tuloutuksen sijoittamisen salkussa Talvivaaran osuus tippuu kuitenkin vähemmän ja on kokonaisuudessaan edelleen suurempi, joten tämä voi olla yksi syy.

Treynorin luvut sekä alfaat on laskettu yhdelle vuodelle, sillä betaluku on myös laskettu yhden vuoden perusteella. Tämä ei haittaa päätelmien tekemistä luvuista, sillä lopullisiin salkkuihin on kuitenkin tullut muutoksia viiden vuoden tarkasteluperiodilla sijoitussalkkujen muutoksen kautta. Vuoden 2015 salkkukoostumukset eroavat siis toisistaan ja vertailu on mielekästä. Salkkujen kuukausituottojen korrelaatiot näkyvät seuraavasta korrelaatiomatriisista.

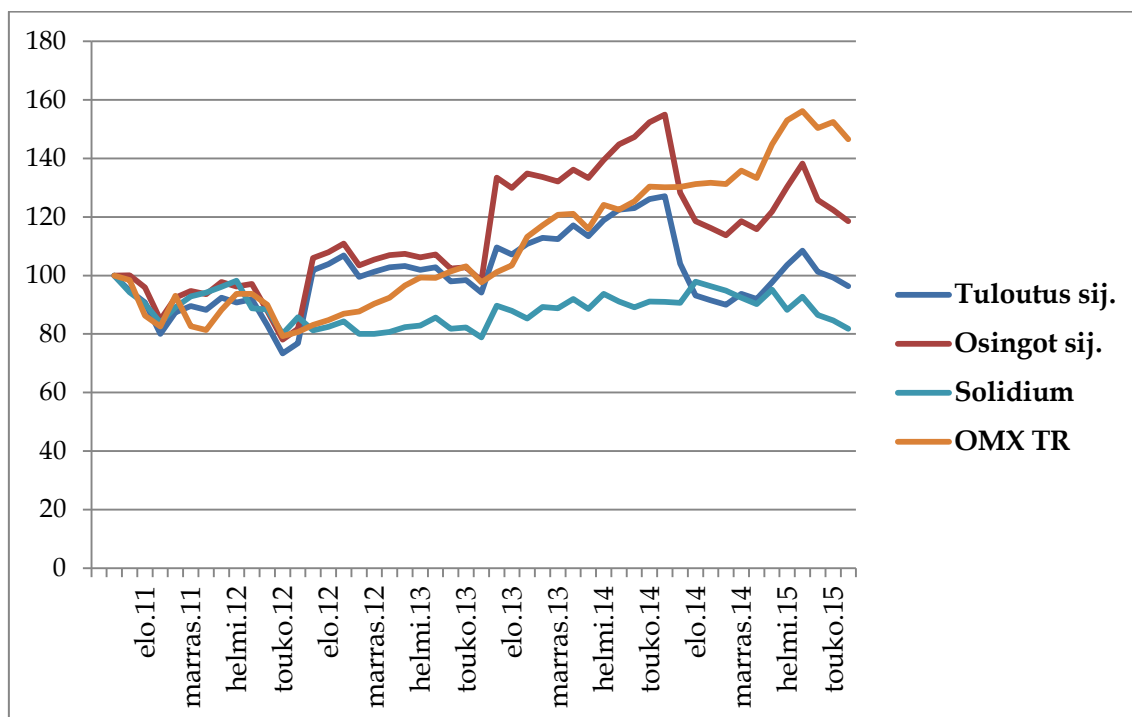
	tuloutus sijoitus	osingot sijoitus	tuloutus sijoitus- TLV	osingot sijoitus- TLV	Solidium	OMX TR
tuloutus sijoitus	1					
osingot sijoitus	0,94	1				
tuloutus sijoitus- TLV	0,99	0,93	1			
osingot sijoitus- TLV	0,94	0,99	0,93	1		
Solidium	0,35	0,45	0,34	0,45	1	
OMX TR	0,46	0,42	0,45	0,42	0,41	1

TAULUKKO 6 Portfolioiden kuukausituottojen ristiinkorrelaatiot

Kuukausituottojen keskinäiset korrelaatiot (taulukko 6) ovat suuria, varsinkin tuloutuksen sijoitussalkun ja osinkojen sijoitussalkun välillä. Talvivaaralla on ollut mitätön merkitys molemmissa salkuissa joista sen vaikutus on poistettu.

Kuukausituottojen korrelaatiot osoittavat siihen suuntaan, että lopulta osinkojen tai tuloutuksen sijoittamisilla ei olisi ollut suuria keskinäisiä eroja kuukausitasolla toimintavasta riippumatta. Solidiumin salkku puolestaan eroaa

huomattavasti vertailusalkuista. Tuottojen korrelaatiot indeksin kanssa ovat hyvin lähellä toisiaan, eli tässäkin suhteessa salkkujen välillä ei ole suuria eroja.



KUVIO 1 Salkkujen ja OMX TR indeksin skaalatut logaritmiset arvonmuutokset

Kuukausituottojen skaalatuista arvonmuutoksista (kuvio 1) voidaan nähdä eri sijoitustapojen vaikutukset. En ole sisällyttänyt kuvaajaan Talvivaarasta riisuttuja salkkuja, sillä kuvaajat ovat miltei identtisiä osinkojen ja tuloutuksen sijoitussalkkujen kanssa. Kuvaajasta on nähtävissä suuret arvonnousut tilinpäätösten lopussa kun sijoitukset on suoritettu. Heinäkuun 2011 ja toukokuun 2012 välillä salkkujen ja indeksin välillä ei ole suuria eroja. Osinkojen ja tuloutuksen salkut alkavat eroamaan toisistaan toukokuussa 2013 ja osinkojen sijoitussalkku menestyy indeksiäkin paremmin, mutta laskee lopulta lähemmäs lähtötasoaan.

Mielenkiintoisen kuvaajasta tekee juuri salkkujen arvojen palautuminen lähellä lähtöpisteitään. Tämä vahvistaa tarvetta tutkia Solidiumin salkkua yhtiölähtöisesti, sillä nähtävästi riippumatta olisiko erilaisia sijoitusstrategioita käytetty huomattavaa vaikutusta ei olisi lopulta saavutettu ja jos on, tuotot ovat tulleet vain muutaman salkkuyhtiön menestyksestä. Vaihtoehtoiset sijoitusstrategiat ovat tuottaneet lopulta vähemmän kuin indeksi ja ne ovat olleet myös Solidiumin salkkua ja indeksiä huomattavasti volatiilimpia. Kuvaajasta on myös huomattavissa Solidiumin salkun tasainen kehitys, vaikka alkuoletuksenani oli myyntien ja tuloutuksen vahvempi vaikutus salkkuun.

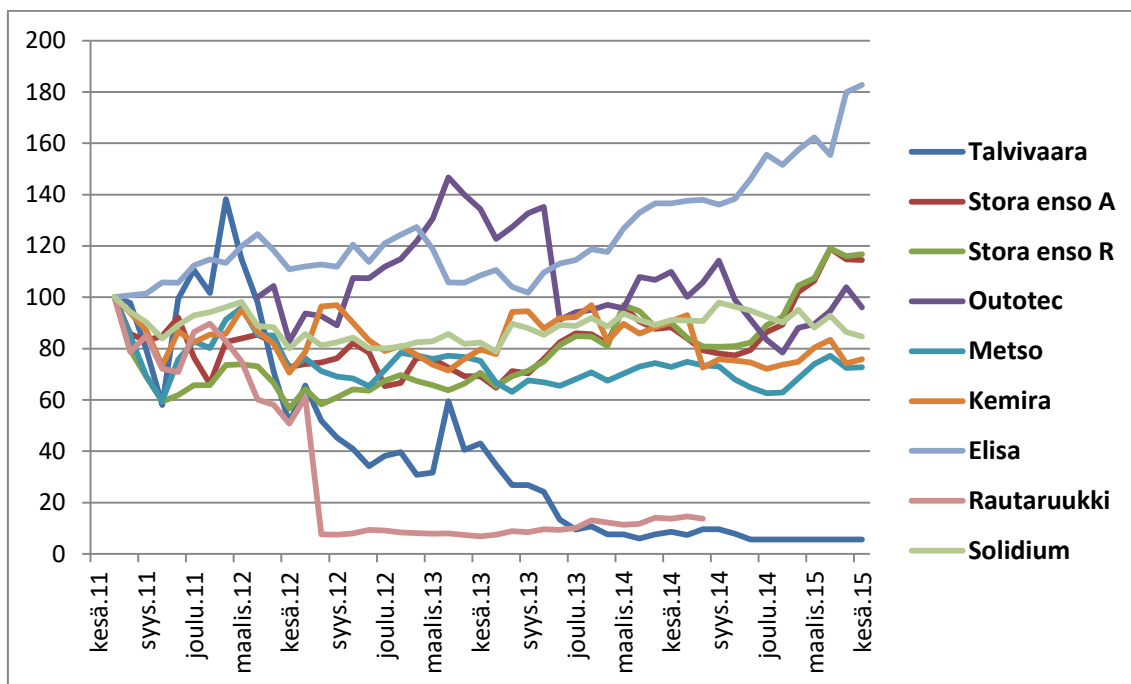
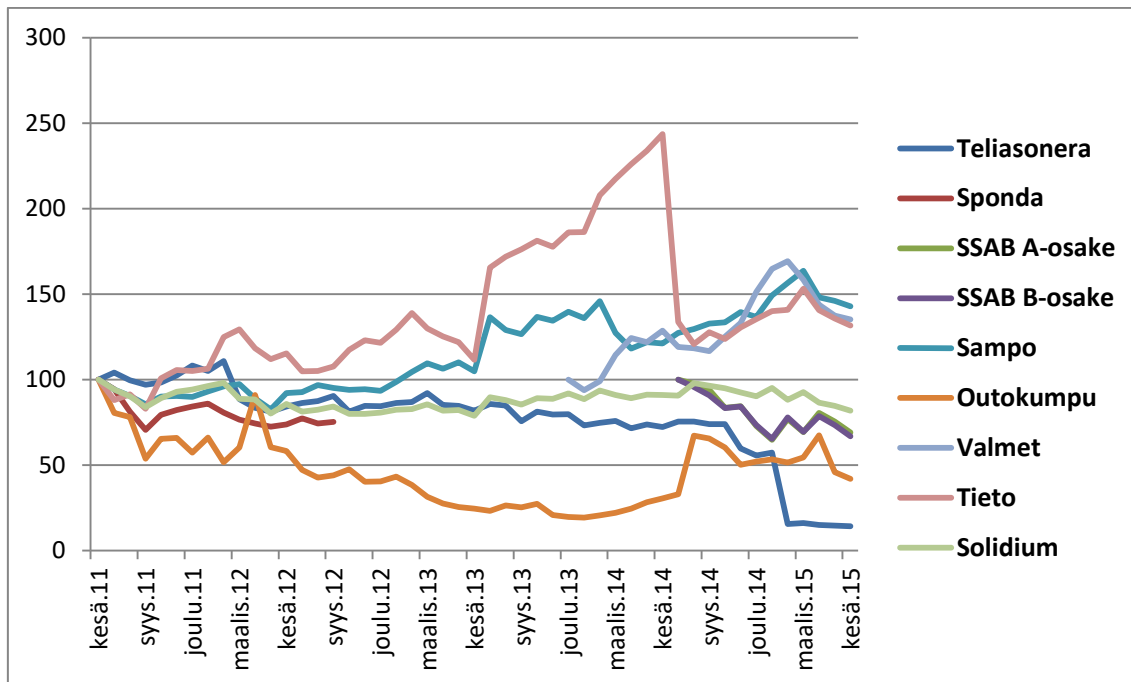
Valtion rahaston toimintaa ei kuitenkaan voida erottaa valtion toiminnasta ja

silloisen hallituksen tahdosta, joten edellä tehdyille laskemille ei voi nähdä muuten kuin suuntaa antavana pohdintana. Yhtäkkiset ostot ja myynnit aiheuttavat myös häiriöitä markkinoiden toimintaan joten edelläesitelty toiminta olisi haitallista. Valtion sijoitusyhtiö ei myöskään toimi markkinoiden ulkopuolella joten edellä esittelemäni toimet aiheuttaisivat ostokustannuksia yhtiön hankkiessa säännöllisesti uusia omistuksia ja tämä näkyisi myös yhtiön tuotoissa. Portfolioteorian näkökulmasta tulos osoittaa tuttuun lopputulemaan; aktiivisemmalla salkunhoidolla indeksin voittaminen on vaikeaa. OMX TR indeksi on hyvä vertailukohta osinkojensijoitussalkulle sekä tuloutuksensijoitussalkulle, sillä molempiin sisältyvät salkkuun takaisin sijoitetu osingot kuten indeksissä. Solidiumia kohtaan indeksi ei kuitenkaan ole reilu, sillä osingot siirtyvät pois salkusta jos ne tuloutetaan takaisin valtiolle, joten indeksiin vertaaminen tuo harhaa laskelmiini. On kuitenkin huomattava, että tuloutuksensijoitussalkku eikä osinkojensijoitussalkku ole päässeet positiivisiin tunnuslukuihin ja tuottojen korrelaatioissa ei ole suuria eroa salkkujen välillä. Solidiumin nykyiseen salkkuun liittyen on siis tarvetta esittää lisäkysymyksiä ja tätä kautta voidaan ehkä löytää muita selittäviä tekijöitä kuin osakkeiden myynnit ja valtiolle tuloutus, esimerkiksi ovatko salkkuyritykset optimaalisesti valittuja. Seuraavassa osiossa pyrin avaamaan salkkuyritysten vaikutusta tarkemmalla Solidiumin salkun tarkastelulla, tehokkaan rintaman avulla sekä vertailemalla Solidiumin salkkua viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan rahastoon.

4.5 Portfolioanalyysi

Tässä osiossa perehdyn Solidiumin salkun rakenteeseen ja esittelen Solidiumin salkun tehokkaan rintaman ja missä kohdassa sitä salkku oli 30.6.2015. Vertailen myös Solidiumin salkkua viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan suomalaiseen rahastoon sekä vertailen Norjan, Ruotsin sekä Tanskan valtionrahastojen sijoitusperiaatteita Solidiumiin. Esittelen myös OECD:n vuoden 2009 vertailevan tutkimuksen valtion rahastojen ja perinteisten rahastojen salkkujen eroista.

Solidiumin salkku pitää sisällään monipuolisesti yrityksiä eri teollisuudenaloilta ja pankki- sekä IT-aloilta. Tässä suhteessa Solidiumin salkun voisi odottaa olevan hyvin hajautettu. Solidiumin salkun ja OMX TR indeksin kuukausituottojen korrelaatio aikavälillä kesäkuu 2011 ja kesäkuu 2015 oli 0,58. Salkun betaluku oli puolestaan 0,57 ja oletettava seuraus tuottojen korrelaatioista. Teliasoneran ja Outokummun osakkeiden välinen korrelaatio on 0,60, joka on suuri kun otetaan huomioon niiden rahalliset painot salkussa (Liite 2). Suurimmat rahalliset salkkuosuudet ovat Sammon osakkeessa (40%), Stora Enson osakkeissa (12,8 %) Teliasonerassa (10%). Lukumäärällisesti Sammon osakkeita on kuitenkin noin puolet vähemmän kuin Teliasoneran osakkeita ja Stora Enson osakkeita on kolmasosan enemmän eli Sammon osakkeen hinnannousu on ollut hyväksi salkun kehitykselle.



KUVIO 3 ja 4 Solidiumin salkun ja salkkuyritysten skaalatut logaritmiset arvonmuutokset

Kuvioista 3 ja 4 on nähtävissä, että suurin osa osakkeista ei ole saanut tuottoa tarkasteluvälillä. Suurimmalla osalla trendi on ollut negatiivinen, joka ilmeneekin Solidiumin salkun käyttäytyessä samanlailla.

Osakemyynnit eivät ainakaan kuukausituottoja tarkastellessa ole olleet syynä Solidiumin salkun arvonmuutokseen. Solidium on suorittanut osakemyynnejään lopulta vain muutamasta yrityksestä (liite 3) verrattuna kaikkiin salkkuyrityksiinsä

ja niin vähäiset määrät, että sillä ei näytä olleen vaikutusta koko salkun kehitykseen. Osakeostoja ja -hankintoja on puolestaan suoritettu useammasta yhtiöstä (Liite 4) ja suuremmat määrät, mutta kehitystä tarkastellessa näitä ostoja ei pysty havaitsemaan. Tarkastelujakson arvomuutoksiin on siis vaikuttanut juuri osakkeiden hinnanmuutokset.

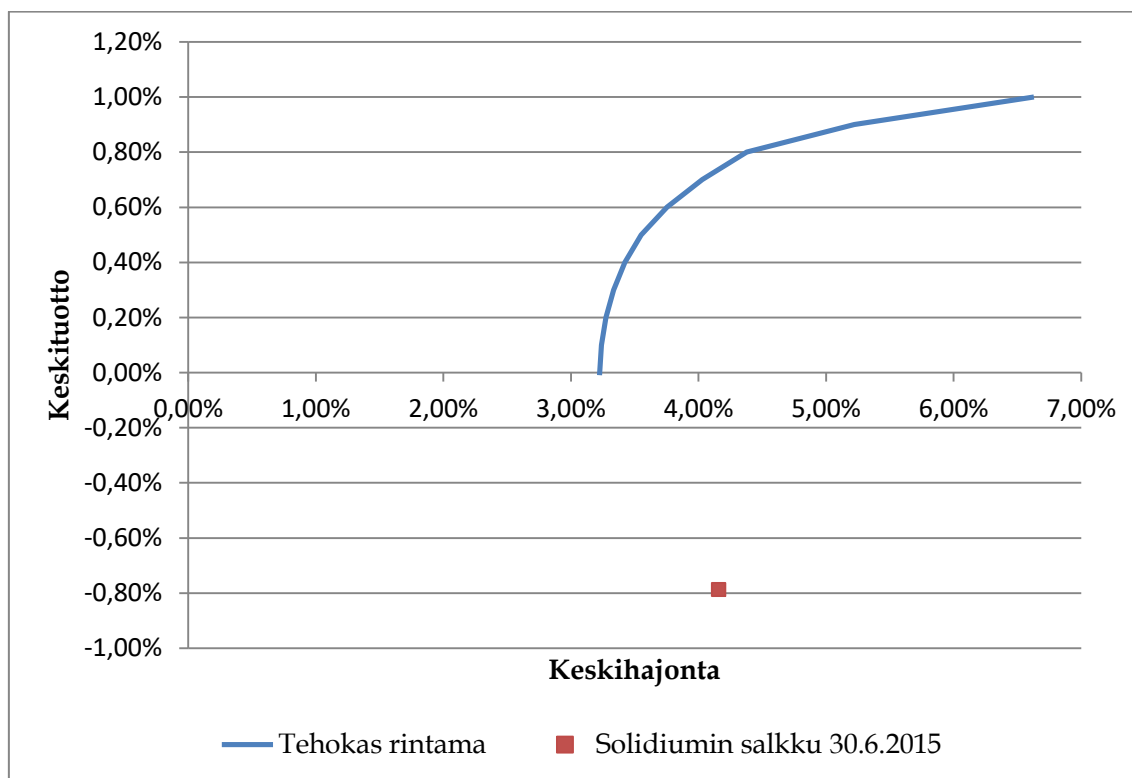
	30.6.2011	30.6.2012	30.6.2013	30.6.2014	30.6.2015
Teliasonera	36 %	38 %	35 %	27 %	10 %
Sponda Oyj	2 %	2 %	0 %	0 %	0 %
SSAB A	0 %	0 %	0 %	0 %	2 %
SSAB B	0 %	0 %	0 %	0 %	4 %
Sampo Oyj	21 %	24 %	33 %	29 %	40 %
Outokumpu Oyj	6 %	5 %	3 %	11 %	7 %
Valmet	0 %	0 %	0 %	2 %	2 %
Tieto Oyj	1 %	1 %	2 %	2 %	2 %
Talvivaara	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %
Stora Enso A	5 %	5 %	4 %	5 %	7 %
Stora Enso R	4 %	3 %	3 %	3 %	5 %
Outotec Oyj	0 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Metso Oyj	7 %	7 %	6 %	6 %	7 %
Kemira Oyj	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Elisa Oyj	3 %	4 %	3 %	4 %	7 %
Rautaruukki	10 %	4 %	3 %	7 %	0 %

TAULUKKO 7 Solidiumin salkkuyhtiöiden arvot

Salkkuyritysten suuret arvonnousut (Tieto, Sampo, Elisa, Outotec, Valmet) eivätkä laskut (Rautaruukki, Talvivaara) ole juurikaan vaikuttaneet koko salkun arvoon (taulukko 7). Samoissa hinnoissa pysyneissä Metson, Kemiran ja Stora Enson osakkeissa on yhteensä noin 19 prosenttia tällä välillä joten se ei myöskään riitä selittämään koko salkun käyttäytymistä. Näyttää siis siltä, että osakkeiden vahva nousu on korjannut laskuja ja koko salkun suunta pysynyt tasaisena. Suurin osuus onkin ollut Sammossa, jolla on ollut vahvaa nousua ja Talvivaaran arvonnousu ei ole ollut mittava pienen rahallisen osuuden vuoksi. Solidiumin vuositulot ei ole yhtä merkittävästi kärsinyt myynneistä ja tuloutuksesta kuin se nähtävästi on muuttunut yritystensä hinnanmuutosten seurauksena. Sijoitusten hoidossa on onnistuttu, sillä tuloutuksen lisääntymisestä huolimatta Solidiumin salkun skaalatut kuukausituotot ovat pysyneet tasaisina.

Seuraavassa kuviossa esittelen Solidiumin 2015 salkun tehokkaan rintaman, joka on tehty Markowitzin tutkimuksen (Markowitz 1952) mukaisesti, jolloin

nähdään osakkeiden keskihajontojen ja keskimääräisen tuoton tehokkaat yhdistelmät.



KUVIO 4 Solidiumin salkun tehokas rintama 30.6.2015

Solidiumin 30.6.2015 salkku ei ole tehokkaalla rintamalla (kuvio 4). Jos Solidium haluaisi pitää saman riskitason salkussaan mutta nostaa keskituottoaan olisi salkussa pitänyt olla pelkästään Sampo 7%, Valmetia 26%, Tietoa 5% ja Elisaa 62%. Paras riskin ja tuoton suhde saataisiin puolestaan salkulla, jossa olisi Valmetia 35%, Tietoa 1% ja 64% Elisaa.

Tehokkaan rintaman avulla tarkasteltuna Solidiumin salkku ei ole kärsinyt riskin ja keskituoton perusteella osakkeiden myynnistä. Jos 2015 tilanteesta oltaisiin haluttu päästä optimaaliseen salkkuun olisi myyntejä suoritettava Sammosta ja Teliasonerasta entistäkin enemmän. Tehokkaan rintaman avulla tarkastelu on kuitenkin sidottuna kyseiseen ajanhetkeen ja sen perustuessa historialliseen dataan se ei anna pitäviä ohjeita tulevaisuuden salkkukoostumuksista.

Tehokas rintama herättää myös kysymyksiä siitä Solidiumin poliittisen ja taloudellisen puolen suhteesta. Jos valtio on vaatinut tuloutettavan summan kasvattamista, voidaan nähdä että Solidium on siinä tilanteessa hoitanut salkkuaan niin hyvin kuin mahdollista myydessään sellaisia salkkuyhtiöitä joilla on ollut liian suuri paino salkussa. Valtiolla ei tilinpäätösten perusteella ole ollut vaikutusta

myytyjen osakkeiden lukumäärään eikä siihen mitkä yritykset ovat olleet kyseessä. Portfolioteorian kannalta ollaan siis päästy lähemmäksi optimaalista riskin ja tuoton suhdetta.

4.6 Rahastovertailu

Seuraavaksi vertailen Solidiumin salkkua viiteen suurimpaan Suomeen sijoittavaan rahastoon. Rahastot ovat Nordean Suomi- ja Pro Suomi-rahastot, OP:n Focus A ja Delta sekä Aktian Capital B. Tunnusluvut sekä koko- ja tuottotiedot on hankittu Morningstarin sivuilta.

	Nordea Suomi	Nordea Pro Suomi	Op Focus A	Op Delta	Aktia Capital B	Solidium 2015
Koko (milj.)	692	426	233,01	432,64	281,49	7025
Sharpe (3 v.)	0,6	0,73	0,84	0,87	0,79	0,02
Alpha (1.v)	-3,49	-2,02	-1,67	-1,32	-2,15	-0,01
Keskihajonta (1.v)	13,79	13,86	13,36	13,45	13,5	0,04
Keskituotto % (3 v.)	10,48	12,21	11,84	12,35	11,18	0,15
Tuotto % (5 v.)	9,65	14,85	15,39	15,36	14,86	-21,95

Huomautus: Morningstarin sivut tarjosivat tietoa rahastoista vaihtelevilta aikaväleiltä. Morningstar käyttää laskuissaan 3 kk. T-billiä sekä vertailukohtana OMXH benchmark GI:tä, joten tunnusluvut on laskettu myös Solidiumilla näillä luvuilla.

TAULUKKO 8 Vertailurahastojen tunnusluvut 30.9.2016

Vertailurahastot (Taulukko 8) eivät ole kooltaan läheskään niin suuria kuin Solidium eivätkä myöskään sidottuja poliittisiin velvoitteisiin, joten vertailu on siitä syystä vääristynyttä. Huomionarvoista kuitenkin on, että ylisuuria tuottoja ei olla saatu myöskään näissä rahastoissa. Näyttää myös siltä, että suurin vertailurahasto eli Nordean Suomi-rahasto on suoriutunut huonoiten eli tämä voi antaa suuntaa koon tuomista ongelmista. Tähän lopputulemaan on päädytty vuoden 2004 tutkimuksessa (Chen, Hong, Huang & Kubik 2004) mutta myös vastaikkaisia tuloksia on saatu (Elton, Gruber & Blake 2012).

Solidiumin kolmen vuoden tuottojen keskiarvo 0,15 % ja tuotto viidessä vuodessa on -21,85 eli näillä mittareilla rahasto on tuottanut huonommin kuin vertailurahastot. Solidiumin salkun keskihajonta on 0,04 % joten tässä suhteessa salkku on puolestaan pärjännyt paremmin. Solidiumilla on itse asiassa pienempi negatiivinen alfa (-0,01) kuin vertailurahastoilla. Sharpen luku on Solidiumilla 0,02 joka on huonompi kuin vertailusalkuilla. Tulos ei kuitenkaan ole yllättävä salkun alhaisen keskituoton takia.

OECD:n vuoden 2009 vertailevassa tutkimuksessa otettiin kantaa valtion rahastojen ja perinteisten rahastojen eroihin. Tutkimus käsitteli 17:sta valtion rahastoa eri puolilta maailmaa joita vertailtiin 25:een maailman suurimpaan rahastoon. Eroja löydettiin muun muassa yritys- ja alakohtaisissa sijoituksissa. Tutkimuksen vertailurahastojen suurimmat sijoitukset olivat rahoitusala (38% ja 32%) mutta tämän jälkeen erot rahastojen välillä kasvoivat. Valtion rahastoilla seuraavaksi suurin ala oli telekommunikaatiosassa (14 %) kun perinteisissä rahastoissa näiden osuus oli vain noin 4 %. Tutkimukseen valituissa valtion rahastoissa oli noin 9 % kuljetusalan yrityksiä kun perinteisissä rahastoissa niitä ei esiintynyt ollenkaan. Perinteisten rahastojen suurin sijoituskohde rahoitusalan ohella olivat puolestaan teollisuuden palvelut (38%) ja terveysteknologia (18%). Näiden alojen osuus valtion rahastoissa oli molemmissa alle 5 %. Uusiutumattomat luonnonvarat olivat edustettuna sekä valtion rahastoissa ja perinteisissä rahastoissa noin kuudella prosentilla. (Avendaño & Santiso 2009)

Suomalaisissa suurimmissa Suomeen sijoitavissa rahastoissa sijoituskohteet vaihtelevat suuresti mutta teollisuus ja teknologia ovat vahvasti edustettuina jokaisessa. Rahoituspalvelut ovat eniten edustettuina Solidiumissa 40:llä prosentilla jonka jälkeen tulevat perusteollisuus (29 %) ja tietoliikennepalvelut (17%). Solidiumin salkku on melko lähellä OECD:n tutkimuksen valtion rahastojen sijoitusprofiilia. Solidium ei siis tässä suhteessa juurikaan eroa maailman vastaavista rahastoista.

OECD:n tutkimuksen mukaan perinteiset rahastot ovat suuntautuneet rahoituspalveluihin ja tietoliikenteeseen, kun valtion rahastojen portfoliot ovat paremmin hajautettuja (Avendaño & Santiso 2009). Solidiumin ja vertailurahastojen kohdalla näyttää olevan juuri päinvastoin, mutta hajautushyödyistä kertoo pienempi keskihajonta.

5 KESKUSTELUA

Tutkimukseni osinkojen ja tuloutuksen sijoittamisesta osoittavat siihen suuntaan, että lopulta sijoitusstrategian muuttaminen ei olisi auttanut Solidiumin menestystä ainakaan jos sitä olisi muutettu kuvailemallani tavalla. Tuotto olisi ollut positiivista, mutta tasainen varojen sijoittaminen takaisin salkkuun olisi korostanut ainoastaan muutamia yrityksiä salkussa. Merkittävää parannusta ei olisi saavutettu kuukausituotoilla mitattuna, sillä yleiset portfolion tunnusluvut olivat negatiivisia. Näyttää siltä, että Solidiumin saama kritiikki liittyy lopulta Solidiumin salkun rakenteeseen, joka taas ei ole ollut Solidiumin itsensä päätettävissä. Tarkastelujaksolla salkkuyritysten kehityksellä on ollut myyntejä ja hankintoja suurempi vaikutus salkkuun. Tehokasta rintamaa tarkastelemalla huomataan, että samoista salkkuyrityksistä joista myyntejä on tähän mennessä toteutettu olisi tullut toteuttaa entistäkin suurempia myyntejä, joten Solidium toiminut myyntiensä suhteen mallikkaasti. Vertailu muihin Suomeen sijoitaviin rahastoihin ja OECD:n tutkimus osoittavat, että Solidiumin salkkurakenne ei juurikaan eroa muiden maiden vastaavista. Voidaan kuitenkin myös nähdä asia näkökulmasta, että ilman valtion päätäntävaltaa kyseisiä yrityksiä ei salkussa olisi joten Samin tutkimuksen (Sam 2007) mukainen intressien ristiriita on olemassa. Bernsteinin ym. tutkimuksen mukainen poliittisten tekijöiden negatiivinen vaikutus (Bernstein ym. 2013) voidaan myös nähdä toteutuvan salkkuyritysten valinnan kautta, eli Solidium ei maksimoi tai ei edes pysty maksimoimaan voittoa poliittisten tekijöiden vuoksi. Valtion omistajuus ja sijoitustoiminta ei selvästikään ole yksinkertaisesti käsiteltävissä oleva asia. Valtion sijoitusrahastolla on aina poliittinen merkitys ja siksi sen toimintaa on vaikea arvioida pelkkien tuottojen ja tunnuslukujen perusteella. Rahastolla on suurempi yhteiskunnallinen rooli täytettävänä ja seuraavassa osiossa esittelen valtion sijoitustoimintaa ja valtion omistajuutta laajemmasta näkökulmasta.

Valtion rahastot rikkovat perinteistä dikotomista jakoa markkinoiden ja valtion välillä (Helleneir & Lundbat 2008). Tutkijoiden mukaan valtion rahastojen syntyminen on valtion vastaus muuttuvaan maailmaan. Tutkimuksessa herätellään kuitenkin kysymystä siitä, ovatko valtion rahastot ratkaisevalla tavalla erilaisia kuin yksityiset rahastot. Jos valtion rahastoilla on niin suuret sijoitukset että se vaikuttaa markkinoiden toimintaan, niin voiko tällä on haitallista vaikutusta koko markkinoiden toimintaan poliittisten syiden takia. Voiton tavoittelu ei välttämättä ole rahaston ensisijainen tavoite, joten esimerkiksi herkkiin aloihin kuten teknologiaan ja pankkisektoriin sijoittaminen voidaan nähdä arveluttavana. Maailmalla onkin korostettu IMF:n, EU:n ja OECD:n suosituksia sijoitustoiminnassa etenkin jos rahasto sijoittaa ulkomaille, joka on hyvin yleistä. Trumanin vuoden 2011 mukaan 60:n eri valtion rahaston sijoituskohteista vain 16 prosenttia oli kotimaisissa arvopapereissa (Truman 2011). Maailmanpankin vuoden 2014 artikkelin mukaan valtion rahaston tulisi jopa pidättäytyä kotimaahan sijoittamisesta, sillä se voi johtaa kulujen kasvuun,

budjetin pirstoutumiseen ja finanssipolitiikan häiriintymiseen. (Gelb, Tordo, Halland 2014)

Näiden riskien minimoimiseksi valtion rahasto voi kuitenkin tehdä toimenpiteitä. Tutkimus ehdottaa esimerkiksi yksityisten yritysten, kansainvälisten rahoituslaitosten ja muiden valtion rahastojen välistä yhteistyötä. Valtion rahaston roolin pieneneminen sijoitusprosessissa auttaisi, sillä tällöin riski politiikan ja lobbauksen vaikutuksesta pienenisi. Tällöin myös valtion rahaston riskisyys vähenisisi ja sijoituspäätösten uskottavuus kasvaisi sekä toimintaan tulisi lisää rahoitusalan ammattilaisia. Toinen keino toiminnan jatkuvuudelle ja sen tehostamiselle on hyvän hallintotavan korostaminen toiminnassa. Valtion rahaston hallituksen tulisi olla itsenäinen intressien ristiriidan välttämiseksi ja sen johtokuntaan ja työntekijöiksi tulisi nimittää vain alansa ammattilaisia. Täydellisen itsenäisyyden saavuttaminen on kuitenkin hankalaa valtion toimiessa rahaston omistajana. Toiminnan tulee olla läpinäkyvää, jota edistää julkisesti saatavilla olevat tilinpäätöstiedot. Valtion rahaston tilintarkastuksen tulisi suorittaa yksityinen ja luotettava tilintarkastusyhtiö. (Gelb, Tordo, Halland 2014)

Kotimaahan sijoittamisessa tärkeäksi muodostuvat sijoituksen tuotot kuin myös sen sosiaaliset ja taloudelliset hyödyt kansantaloudelle. Gelb ym. esittävät, että pelkästään sosiaalisten ja taloudellisten hyötyjen tavoittelu ei ole valtion rahaston tehtävä, vaan nämä toimet tulisi rahoittaa valtion budjetista. Sosiaalisten hyötyjen rahoittaminen tekisi myös valtion rahaston ja perinteisten rahastojen vertailusta hankalaa kun toimintaa ei ohjaisi enää voiton tavoittelu. Valtion rahaston toimiessa puolestaan kuin perinteinen rahasto se saattais syrjäyttää yksityisiä rahoittajia. Valtion rahaston tulisi täten päättää sijoituksistaan perustuen niiden tuotoille ja pyrkiä sijoituksissaan sen verran pieniin osuuksiin että se ei syrjäyttäisi yksityisiä sijoittajia. Joissain tapauksissa alle markkinatuottojen hyväksyminen on sallittavaa, jos sijoituksen kansantaloudelliset hyödyt ovat riittävän suuret. Tällaisissa tapauksissa sijoitusprosessin läpinäkyvyys ja tavoitteiden julkisuus tulevat entistäkin tärkeämmiksi. Tutkijat tähdentävät, että kansantaloudellisen hyödyn tavoittelu on projekti- ja maakohtaista, joten samanlaisia tuoton ja muiden hyötyjen suhdetta on haastava sovittaa jokaiseen tilanteeseen. Vaihtoehtoisesti valtion rahaston jokaiselle sijoitukselle tulisi asettaa tavoitetuotto valtion toimesta ja minimituotto kaikille sijoituksille, joka voisi esimerkiksi olla valtionvelan pitkän aikavälin reaalikorko. Näiden rajoitteiden jälkeen valtion rahastolla olisi vapaat kädet päättää sijoituksistaan maksimoidakseen niiden kokonaistuotto. (Gelb, Tordo, Halland 2014)

Solidium on Gelbin ym. tutkimuksessa mainittujen toimenpiteiden osalta ainakin pyrkinyt hyvän hallintotavan korostamiseen toiminnassaan ja omistamissaan yrityksissä. Tilinpäätökset ovat julkisia ja ne ovat tarkastaneet tilintarkastusyhtiö KPMG. Yhtiön hallituksessa ja sen työntekijöinä on rahoitusosalalla pitkään toimineita henkilöitä, mutta hallitus ei toisaalta ole itsenäinen. Yhtiö ei myöskään toimi yhteistyössä kansainvälisten toimijoiden kanssa. Solidiumin muuttaminen kotimaan sijoittamisen ohjenuorien mukaan olisi puolestaan hankalaa. Solidiumin ankkuriomistajuuden periaate tuo jo mukanaan rajoittavia tekijöitä jotka eivät salli puhdasta voitontavoittelua. Solidium ei

kuitenkaan toimi täysin sosiaalisten tavoitteidenkaan perusteella ja sen sijoitukset eivät ole syrjäyttäneet yksityisiä omistajia, joten yhtiö on ehkä hybridi näistä tutkijoiden kahdesta mainitsemasta valtion rahaston piirteestä.

Elinkeinoelämän valtuuskunta (EVA) teki vuonna 2016 kriittisen analyysin valtionomistuksiin Suomessa sekä Markku Kuisma vastasi tähän kritiikkiin kirjassaan ”Valtion yhtiöt – Nousu ja Tuho”. EVA esittää analyysissään, että myymällä omistuksiaan valtio voisi saada 20 miljardin euron tulot. Analyysin mukaan valtion voisi luopua kokoaan esimerkiksi Stora Enson, Sammon ja Metson osakkeista, mikä vaikuttaisi suorasti Solidiumin salkkuun. Analyysi myös ehdottaa, että Solidiumista tehtäisiin näiden yrityskauppojen järjestelijä ja omistajaohjaus puolestaan keskitettäisiin valtionvarainministeriöön. Analyysin mukaan valtiolla ei ole selkeää linjaa omistustensa suhteen ja Solidium on ajautunut kriisiin. Analyysi kritisoi Suomen linjaa ankkuriomistajuudesta. Solidiumiakin koskettava kansallisesti tärkeiden yhtiöiden määritelmää ei analyysin mukaan ole julkisesti avattu. Solidiumin asemaa kyseenalaistetaan jo senkin kautta, että yritysten joukosta löytyy ruotsalaisen SSAB:n omistuksia. Kansallisesti tärkeiden yritysten omistusosuuksien pitäminen suomalaisomistuksessa ei siis tässä tapauksessa ole selityksenä rahaston olemassaololle. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

Analyysi tarjoaa viisi syytä sille, miksi valtio on huono omistaja. Ensimmäisenä analyysi esittää, että valtio-omistus politisoituu aina. Yksityisten yritysten tavoitteena on tuotto, mutta valtionyhtiöillä tavoitteet määräytyvät politiikan kautta. Kuisma vastasi kirjassaan muun muassa EVA:n analyysin viiteen valtion omistusta kritisoivaan väitteeseen. Kuisma ei näe yhtiöiden politisoitumista ongelmana, vaan pikemminkin väistämättömänä. Talous ja politiikka ovat harvoin toisensa poissulkevia elementtejä. Valtion omistuksiin liittyy myös niihin kohdistuva kritiikki, joka pakottaa yrityksiä ja lainsäädäntöä muuttumaan. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

Toisena syynä EVA antaa valtion omistajuuden yksityisen yritteliäisyyden syrjäyttämisen. Yksityisiä yrityksiä voi jäädä syntymättä tai joutua syrjäytetyiksi, kun valtion yritykset tuovat kilpailullista haittaa toimialalle. Kuisman mukaan Valtion omistus ei syrjäytä yksityistä omistusta, vaan on pikemminkin mahdollistanut yksityisten yritysten kasvun toimialoilla joita ei ollut olemassa. Tästä esimerkkinä Kuisma nostaa esille Rautaruukin, Outokummun ja Nesteen, joita ei todennäköisesti olisi yksityisestä aloitteesta perustettu mutta jotka ovat mahdollistaneet toimialaan liittyvien yritysten synnyn. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

Kolmas EVA:n syy on, että liiketoimintariskit eivät kuulu veronmaksajalle. Yksityisessä liiketoiminnassa vastuun kantavat viime kädessä yhtiön omistajat, kun valtion yrityksissä riskit realisoituessaan jäävät veronmaksajien kannettaviksi. Tällainen asetelma voi myös lisätä valtion yritysten riskikäyttäytymistä. EVA:n esittämää riskin ulkoistamista veronmaksajille Kuisma kommentoi, että näitä realisoituneita riskejä ei juurikaan veronmaksajilla ole maksatettu, mutta yksityisten yritysten, kuten pankkien ongelmia on. Kuisma pohtii, että ehkä on parempi että mahdollisen veronmaksajien takauksen saavat energiayhtiöiden

kaltaiset välttämättömät valtion omistamat yritykset. Kuisma myös varoittaa infrastruktuurin yksityistämisen aiheuttamista ongelmista veronmaksajille kun palvelujen hinnat kohoavat. Kuisman mukaan yksityistämisen etujen peräänkuuluttajilla saattaa olla omat intressit uusien mahdollisten sijoitusten muodossa. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

Neljänneksi EVA:n mukaan valtio-omisteiset yhtiöt ovat jäykempiä. Valtion omistukset muun muassa pitävät tarpeettoman suurta henkilöstöä ja innovoivat yksityisiä vähemmän. Palveluiden ja tuotteiden laatu on myös huonompi verrattuna yksityisiin. Valtion yhtiöiden väitettyyn jäykkyyteen ei Kuismalla löydy tukevia näkemyksiä. Yksityiset yritykset eivät ole myöskään erityisen joustavia, vaan sekä valtion että yksityisen rahan omistamat suuryritykset toimivat samalla byrokratialla ja lainalaisuuksilla. Väitetyt tarpeettoman suuret henkilöstömäärät selittyvät Kuisman mukaan toimialoilla ja yritysten suurilla kokoluokilla. Kuisman mukaan tämänkin väitteen taustalla on sijoittajien omat intressit eikä suinkaan se mikä on parasta kansantaloudelle. Valtion ei tulisi luopua omistuksistaan liian kevyin perustein ja vääristä lähtökohdista. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

Viimeiseksi syyksi EVA:n analyysi esittää, että valtio-omistus alentaa koko talouden suorituskykyä. Tehottomuudesta seuraa, että koko valtion talouskasvu ja hyvinvointi laskee jos valtio-omisteisten yhtiöiden lukumäärä on suuri. Valtionomistukset sitovat myös veronmaksajien varoja, joita voitaisiin käyttää heidän edukseen esimerkiksi veronkevennyksissä tai julkista alijäämää pienentämällä. (Leinonen 2016) Julkisten omistusten myynnillä voitaisiin esimerkiksi rahoittaa talouden digitalisaatiota ja muita kärkihankkeita, rahoittaa startup-yrityksiä tai panostaa tieteisiin korottamalla yliopistojen peruspääomia. (Leinonen 2016) Valtionomistuksen kansantalouden suorituskykyä alentava vaikutus katoaa Kuisman mukaan kun mukaan otetaan yrityskoot ja toimialakohtaiset seikat. Kuisma kysyy, löytyisikö parempaa vaihtoehtoa yksityiseltä puolelta esimerkiksi Kemiralle, Outotecille, Outokummulle ja Nesteelle. Fortumin lähin verrokki on Ruotsin Vattenfall, joka myös on valtion omistama yritys. (Leinonen 2016 ; Kuisma 2016)

EVA:n analyysi sekä Kuisman mielipiteet antavat hyvän kuvan vastakkaisista käsityksistä valtionomistajuudesta Suomessa. Kuten esittelemäni tutkimukset tutkielmani alkuvaiheessa, myös Suomen valtion omistuksia ja sitä kautta Solidiumin voidaan arvioida hyvinkin erilaisista näkökulmista. Laajat tutkimukset (Boardman & Vining 1989 ; Dewenter & Malatesta 2001) saattavat osoittaa siihen suuntaan, että valtion omistuksilla on pelkästään tehottomia vaikutuksia kansantalouteen. Kuitenkaan esimerkiksi tehokkuuden käsitys ei ole niin yksinkertainen ja joka tilanteeseen soveltuva sekä omistuspohjan muutos ei takaa muutosta yksityistämisen jälkeen. (Letza ym. 2004) Samoista lähtökohdista voidaan katsoa myös Kuisman esilletuomia tapauksia joissa yksityistäminen ei ole tuonut toivottuja parannuksia valtion kansalaisille. Tärkein oivallus Kuisman kirjasta tulee silti uusien toimialojen synnyttä joita ei olisi ilman valtion panosta. Tästä näkökulmasta siis myös Solidiumillakin on tärkeä tehtävä valtion omistuksen ja hallintavallan säilyttäjänä. Tulevaisuutta on mahdoton ennustaa, joten liian hätäiset luopumiset nykyisistä osittaisomistuksista voivat kostautua jos

muutokset tehdään voimassa olevien tehokkuuden ajatusten pohjalta.

Tuloutuksen ja myyntien vaikutus Solidiumin salkkuun vahvasti hypoteesini siitä, että valtion lisääntyneellä tuloutusvaatimuksella ja sitä varten suoritetuilla osakemyynneillä on ollut negatiivinen vaikutus salkun performanssiin. Osinkojen ja tuloutuksen sijoittaminen olisivat tuottaneet vuositasolla paremmin kuin Solidiumin salkku. Solidiumin menetetty tuotto muodostaa siis yhtiölle määrätyn tehtävien kustannuksen, valtion omistajuudesta syntyvän tappion. Tuloksista kuitenkin havaitaan, että tuotto on sijoitustavastani johtuen tullut lopulta vain muutaman yrityksen menestyksen perusteella, joka kertoo enemmän Solidiumin salkkukoostumuksesta kuin myyntien ja tuloutuksen vaikutuksesta. Kuukausituottojen kuvaajista on havaittavissa, että tuloutuksesta, myynneistä sekä osakehankinnoista huolimatta Solidiumin salkku ei ole merkittävästi muuttunut näiden toimien seurauksena. Tehokkaan rintaman ja rahastovertailun tarkastelu herättää kysymyksiä liittyen valtion rahaston salkkukoostumukseen, jossa parantamiseen varaa voi olla löydettävissä. Tämä ongelma puolestaan syntyi jo Solidiumin ottaessa hallittavakseen valtion osakeomistukset. Tämä voidaan nähdä joko todisteena valtion omistuksen negatiivisesta vaikutuksesta (Boardman & Vining 1989 ; Dewenter & Malatesta 2001) tai poliittisten päämäärien ja voitontavoittelun ristiriidasta valtion sijoitusyhtiössä. (Bernstein ym. 2013 ; Sam 2007) Voidaan kuitenkin myös nähdä, että Solidium on täyttänyt tehtävänsä esimerkiksi sijoitustoiminnan avoimuudessa, hyvän hallintotavan korostamisessa toiminnassaan sekä pitkän aikavälin tasapainossa eikä näiltä osin eroa siitä mitä valtion rahastoilta vaaditaan kansainvälisesti (Gelb, Tordo, Halland 2014 ; Ang 2010) Tehokkaan rintaman ja Solidiumin salkun kehityksen tarkastelusta voidaan myös päätellä, että sijoitusten hoidossa on onnistuttu ja siinä suhteessa Solidiumin salkkua hoidetaan parhaalla mahdollisella tavalla. Valtiolle tuottavana yhtiönä Solidium on suoriutunut ilmeisen hyvin.

Solidiumin asema valtion yritysten joukossa voidaan nähdä osana EVA:n tutkimuksen (Leinonen 2016) ja Kuisman kirjassaan (Kuisma 2016) esittelemää laajempaa keskustelua valtion omistuksista. Kuten Kuisma kirjassaan korosti, valtion ei tulisi liian kevein perustein luopua omistuksistaan. Solidiumin asemaa Suomen kansantaloudessa voitaisiin joka tapauksessa tarkentaa ja tehtävälistaa päivittää. Solidiumin tehtävää valtion varoja säilyttävänä ja valtiolle varoja jakavana sekä valtion strategisia intressejä suojelevana instituutiona tulisi korostaa, sillä nykyisessä muodossaan valtion vähimmäisomistajana aktiivinen omistajuus ei ole mahdollista. Yhtenä keinona tietenkin olisi Solidium-työryhmän mukainen omistusten lisääminen, mutta mitä ilmeisemmin Solidiumin rinnalle tuleva kehitysyritys ottaa aktiivisen roolin Solidiumin tehtävien pysyessä ennallaan. Uusimmassa omistajaohjauksen päivityksessä strategisen omistuksen alarajoja pienennettiin, joten siinä suhteessa Solidiumin tehtävälistaa tulisi myös päivittää. Valtion 2016 budjetin mukaan osinkotuloista, pääomanpalautuksista ja osakkeiden myyntituloista on arvioitu saataviksi noin 2,1 miljardia euroa, joka vertailukohtana valtion tuloihin kokonaisuudessaan pyöristyy neljään prosenttiin. Tämä summa ei siis ole suuri, mutta valtion menoista sillä katettaisiin esimerkiksi valtiovelan korko (1,29 miljardia) tai liikenneverkon ylläpito kokonaisuudessaan, (1,91

miljardia euroa). (www.valtionbudjetti.fi) Solidiumilla on tästä budjetoidusta tulosta suuri osuus. Myymällä kaikki valtion osakaeomistukset saataisiin toki enemmän käytettäviä varoja kuten EVA (2016) esityksessään mainitsi, mutta tällä toiminnalla seuraavien vuosin osinko- sekä myyntituloja ei olisi olemassa. Jos osakkeita myytäisiin, luovuttaisiin tuottavasta omaisuuserästä joka ei välttämättä kanavoituisi voittoa tuottavaksi valtion menojen kautta. Solidiumin voidaan tätä kautta nähdä täyttävän tehtävänsä valtiontaloutta tasapainottavana yhtiönä jossa se on onnistunutkin.

Valtion rahastot eroavat varsinkin Solidiumin tapauksessa niin ratkaisevasti perinteisistä rahastoista, että niiden mittaaminen rahastojen perinteisillä tunnusluvuilla ja mittareilla ei tutkielmani perusteella ole paras ratkaisu. Valtion rahaston poliittista puolta ja rahaston lopullista tarkoitusperää voidaan puolestaan pohtia sekä sitä, millä tavoin valtion ja rahaston suhde tulisi rakentaa. Empiriani tulokset ja tutkimuskysymykset käsittelevät menneisyyttä eivätkä välttämättä ole tällä hetkellä enää relevantteja mutta toivon, että työni toimii keskustelun avaajana Solidiumin asemasta Suomessa ja osana kansainvälistä keskustelua valtion rahastoista. Salkkuyhtiöiden keskinäiset suhteet voisivat olla mielenkiintoinen aihe jatkotutkimukselle, jos tätä kautta Solidiumin salkun menestystä olisi mahdollista parantaa.

LÄHTEET

Al-Hassan A., Papaioannou M., Skancke M., Sung C. 2013 Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf>

Ang. A. 2010 The Four Benchmarks of Sovereign Wealth Funds. Columbia Business School and NBER.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1680485

Avendaño R., Santiso J., 2009. Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds. OECD Development Centre. Working Paper No. 283. <http://www.oecd.org/dev/44301172.pdf>

Beck. R., Fidora M. 2008. The impact of sovereign wealth funds on global financial markets. European Central Bank. Occasional Paper Series. 91 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>

Bernstein S., Lerner J., Schoar. A 2013. The investment strategies of sovereign wealth funds. *The Journal of Economic Perspectives* 27(2), 219-237

Boardman, A. E. & Vining A. R. 1989. Ownership and performance in competitive environments: a comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *Journal of Law and Economics*, 32(1) 1-33

Boubakri N., Cosset J-C., Saffar W. 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization. *Journal of Financial Economics* 108, 641-658

Chen J., Hong H., Huang M., Kubik J.D., 2004. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *The American Economic Review*. 94(5)

Dewenter K. L. & Malatesta P. H. 2001. State-owned and privately owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *The American Economic Review* 91(1), 320-334

Elton E., Gruber M., Blake C. 2012 Does mutual fund Size Matter? The Relationship Between Size and Performance. *CFA Digest*. 42

Gelb A., Tordo S., Halland H. 2014. Sovereign wealth funds and domestic investment in resource-rich countries: love me or love me not?. *The World Bank. Economic Premise*. 2014. No. 133.

Helleneir E., Lundblad T. 2008. States, markets, and sovereign wealth funds. *German Policy Studies*. 4(3). 59-82

Hübner G. 2003 EDHEC Risk and Asset Management Research Center

Jensen M.C. 1967 The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance* 23(2), 389-416

Jensen M.C., Black F., Scholes M.S. 1972. The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. *Studies in the theory of Capital Markets*. Praeger Publishers Inc.

Kuisma, M. 2016. Valtion Yhtiöt – Nousu ja Tuho. Kustannusosakeyhtiö Siltala: Helsinki

Letza, S.R., Smallman, C. and Sun, W. 2004. Reframing privatization: deconstructing the myth of efficiency. *Policy Sciences* 137 (2), 159-183.

Markowitz, H. 1952. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91

Pohjola, M. 2015. *Taloustieteen Oppikirja*. Sanoma Pro Oy: Helsinki.

Sam, C. 2007. Partial privatization, corporate governance and the role of state-owned companies. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 13(1), 63-88

Sharpe W.F. 1994 The Sharpe Ratio. *Journal of Portfolio Management* 21(1) 49-58

Truman E. 2011. "Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?" Peterson Institute. Working Paper 11-12.

Uddin H. 2016. Effect of government share ownership on corporate risk taking: case of the United Arab Emirates. *Research in International Business and Finance*. Volume 36, 322-339

Uddin H., Halbouni S. & Raj M. 2014 Performance of government-linked firms listed on two stock exchanges of the United Arab Emirates: an empirical study. *Emerging Markets Finance and Trade* 50(1), 212-236

www.finansielstabiliet.dk Viitattu 15.12.2016

www.government.se Viitattu 18.12.2016

www.keva.fi Viitattu 24.5.2017

www.nbim.no Viitattu 9.12.2016

www.solidium.fi Viitattu 28.10.2015

www.swfinstitute.org Viitattu 9.12.2016

www.valtionbudjetti.fi Viitattu 3.4.2017

ww.ver.fi Viitattu 24.5.2017

www.vnk.fi Viitattu 20.10.2015

Solidiumin vuosikertomukset 2011-2015:

<http://www.solidium.fi/fi/julkaisut-ja-media/vuosikertomus/>

Solidium työryhmän raportti:

[http://vnk.fi/documents/10616/356365/Solidium-](http://vnk.fi/documents/10616/356365/Solidium-ty%C3%B6ryhm%C3%A4n+raportti/22891adc-81ee-413e-b99e-daefa1d3ebbf)

[ty%C3%B6ryhm%C3%A4n+raportti/22891adc-81ee-413e-b99e-daefa1d3ebbf](http://vnk.fi/documents/10616/356365/Solidium-ty%C3%B6ryhm%C3%A4n+raportti/22891adc-81ee-413e-b99e-daefa1d3ebbf)

Anttila, Pauli. RE: Pro gradu-tutkielma Solidiumin tuloutuksesta

[sähköpostiviesti]. Vastaanottaja. Sakari Mäkinen. Lähetetty 8.2.2016 [viitattu

12.2.2016]

LIITTEET

	2011	2012	2013	2014	2015
Sonera AB	59 %	38 %	32 %	36 %	15 %
Sponda Oyj	4 %	3 %	0 %	0 %	0 %
SSAB A	0 %	0 %	0 %	0 %	3 %
SSAB B	0 %	0 %	0 %	0 %	7 %
Sampo Oyj	8 %	6 %	5 %	6 %	7 %
Outokumpu Oyj	6 %	34 %	28 %	10 %	12 %
Valmet	0 %	0 %	0 %	1 %	2 %
Tieto Oyj	1 %	1 %	0 %	1 %	1 %
Talvivaara	1 %	2 %	20 %	26 %	34 %
Stora Enso A	6 %	4 %	3 %	5 %	6 %
Stora Enso R	4 %	3 %	3 %	3 %	4 %
Outotec Oyj	0 %	0 %	1 %	2 %	3 %
Metso Oyj	2 %	1 %	1 %	1 %	2 %
Kemira Oyj	3 %	2 %	2 %	2 %	3 %
Elisa Oyj	2 %	1 %	1 %	1 %	2 %
Rautaruukki	6 %	4 %	3 %	5 %	0 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

LIITE 1 Solidiumin salkun rakenne vuosina 2010-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Sonera AB	3024,2	2535,7	2522,6	2325,5	723,3
Sponda Oyj	169,1	124,4	0,0	0,0	0,0
SSAB A	0,0	0,0	0,0	0,0	124,3
SSAB B	0,0	0,0	0,0	0,0	271,4
Sampo Oyj	1765,6	1618,9	2373,6	2463,0	2816,3
Outokumpu Oyj	515,6	347,6	226,0	912,8	492,8
Valmet	0,0	0,0	0,0	145,9	168,3
Tieto Oyj	86,5	93,3	108,3	160,2	155,3
Talvivaara	54,3	51,3	45,5	22,4	9,6
Stora Enso A	408,4	325,0	322,2	402,5	516,2
Stora Enso R	300,1	200,8	213,6	294,9	383,5
Outotec Oyj	0,0	111,4	169,2	146,0	139,7
Metso Oyj	614,8	452,6	436,1	484,8	482,8
Kemira Oyj	309,2	238,6	301,2	302,7	263,9
Elisa Oyj	249,5	266,8	252,2	375,3	477,7
Rautaruukki	867,1	276,1	245,7	571,0	0,0
	8364,4	6642,5	7216,2	8607,1	7025,0

LIITE 2 Solidiumin salkkuyhtiöiden arvo salkussa vuosina 2011-2015 (milj. euroa)

		Lukumäärä	Milj. €	Muutos %
16.11.2010	Sponda Oyj	53 000 000	175	-19,10
25.11.2010	Tikkurila Oyj	6 474 021	96,9	-14,70
21.3.2012	Teliasonera AB	89 000 000	450,1	-2,10
18.10.2012	Sponda Oyj	42 163 745	147,6	-14,90
4.9.2013	Teliasonera AB	68 000 000	365,9	-1,60
25.2.2014	Sampo Oyj	12 622 720	449,2	-2,30
6.11.2014	Teliasonera AB	100 000 000	1068,9	-4,60
Kevät 2015	Outokumpu Oyj	15 200 000	95,2	-3,70

LIITE 3 Solidiumin osakemyynnit 2010-2015

		Lukumäärä	Milj. €	Muutos %
kevät 2010	Tieto Oyj	7 415 418	115,6	10,30
marras.10	Elisa Oyj	170 000	2,7	0,10
kesä.11	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oy	10 522 366	60,1	4,30
syys.11	Metso Oyj	1 000 000	22,9	0,70
syksy 2011 - kevät 2012	Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oy	11 687 687	35	4,60
kevät 2012	Outotec Oyj	3 101 373	120	6,80
syksy 2012	Outotec Oyj	700 000	25,5	1,50
kevät 2013	Outotec Oyj	791 000	38,6	38,6
helmi.14	Outokumpu Oyj	167 544086	8,5	8,10
helmi.14	Outotec Oyj	650 000	4,6	0,40
kesä.14	Metso Oyj	826 000	23,1	0,50
syksy 2014 - syksy 2015	Outotec Oyj	7 900 032	40,2	4,30
Kevät - syksy 2015	Metso Oyj	4 589 422	111,1	3,10

LIITE 4 Solidiumin osakeostot ja -hankinnat 2010-2015

	Tuloutus sij.	Osinkojen sij.	Tuloutus sij - TLV	Osinkojen sij.- TLV	Solidium
Sonera AB	2,91	17,42	9,18	34,41	14,70
Sponda Oyj	0,15	1,34	0,45	2,66	0
SSAB A	0,26	0,73	0,70	1,42	2,83
SSAB B	0,66	1,86	1,79	3,61	7,23
Sampo Oyj	0,53	1,98	1,47	3,86	7,14
Outokumpu Oyj	1,53	12,09	4,63	23,84	11,69
Valmet	0,13	0,41	0,37	0,79	1,78
Tieto Oyj	0,06	0,19	0,37	0,37	0,79
Talvivaara	92,08	59,05	76,37	19,37	34,12
Stora Enso A	0,55	1,56	1,61	3,06	5,96
Stora Enso R	0,43	1,18	1,25	2,32	4,44
Outotec Oyj	0,19	0,60	0,55	1,17	2,59
Metso Oyj	0,15	0,48	0,42	0,94	2,10
Kemira Oyj	0,23	0,68	0,65	1,33	2,77
Elisa Oyj	0,14	0,43	0,39	0,84	1,80
Yhteensä	100	100	100	100	100

LIITE 5 Portfolioiden osakkeiden paino % salkussa 30.6.2015

	Tuloutus sij.	Osinkojen sij.	Tuloutus sij - TLV	Osinkojen sij.- TLV	Solidium
Sonera AB	20,53	29,0	22,91	29,40	10,29
Sponda Oyj	0,65	1,40	0,71	1,42	0
SSAB A	1,61	1,08	1,55	1,07	1,76
SSAB B	3,51	2,36	3,40	2,35	3,86
Sampo Oyj	29,93	26,45	29,36	26,36	40,08
Outokumpu Oyj	9,25	17,27	9,88	17,43	7,01
Valmet	1,73	1,29	1,74	1,29	2,39
Tieto Oyj	1,74	1,27	1,72	1,26	2,21
Talvivaara	3,68	0,55	1,08	0,09	0,13
Stora Enso A	6,86	4,56	7,07	4,60	7,34
Stora Enso R	5,26	3,44	5,44	3,47	5,45
Outotec Oyj	1,49	1,09	1,51	1,09	1,98
Metso Oyj	5,36	4,06	5,26	4,05	6,87
Kemira Oyj	3,09	2,19	3,11	2,19	3,75
Elisa Oyj	5,25	3,86	5,19	3,85	6,79
Yhteensä	100	100	100	100	100

LIITE 6 Portfolioiden osakkeiden arvo % salkussa 30.6.2015

	kk-tuottojen keskiarvo %	kk-tuottojen keskihajonta	korrelaatio OMXH TR
Tuloutuksen sij.	0,13	0,07	0,46
Osinkojen sij.	0,52	0,08	0,42
Tuloutuksen sij. - TLV	0,10	0,07	0,45
Osinkojen sij. - TLV	0,51	0,08	0,42
Solidium	-0,31	0,04	0,41
OMXH TR	0,92	0,05	1

LIITE 7 Portfolioiden & indeksin kk-tiedot välillä kesäkuu 2011 - kesäkuu 2015