

## **Hallituksen esitys eduskunnalle valtion talousarvioksi vuodelle 2023**

Työ- ja elinkeinojaosto keskiviikko 19.10.2022 klo 08.30 / HE 154/2022 vp

### **Tausta**

Asiantuntijalausunnon teema on valtion omistajaohjaus. Pyydetty sisältö on tiivistetty kuvaus valtion omistajaohjauksesta, sen muutoksista sekä linkittymistä vuoden 2023 talousarvioesitykseen, sekä valtion omistajaohjauksen kipupisteet ja kehittämishaasteet.

Valtion omistus jaotellaan kolmeen osaan, jotka ovat *finanssi*-intressi, *strateginen* intressi ja *erityistehtävä*. Ensin mainituissa valtiolla on pelkästään sijoittajanäkökulma, toisessa siihen yhdistyy muita, kuin liiketaloudellisia, strategisia tavoitteita, ja kolmannessa ei valtiolla ole sijoitusintressiä.

Jatkossa tarkastellaan vain kahta ensimmäistä, eli finanssi- ja strategisen intressin yhtiöitä, ja näitäkin lähinnä noteerattujen sijoitusten kautta, koska ne muodostavat valtion tuloista (2021) kolme neljäsosaa. Noteeraamattomia sijoituksia voidaan (ja pitääkin) tarkastella kuitenkin samojen periaatteiden ja jaottelun mukaisesti.

Valtio omistaa suoraan 22 Mrd. ja Solidiumin kautta 7 Mrd. euron osakesalkun, eli yhteensä 30 Mrd. euroa. Arvo oli korkeimmillaan vuosi sitten 40 Mrd. euroa. Pudotuksesta suuri osa tulee valtion suoraan omistamasta Fortumista (6 Mrd. euroa).

Valtio omistaa suoraan enemmistön Finnairista (56%) ja Fortumista (51%), ja vajaan puolet Nesteestä (44%), sekä pienen siivun SSAB:stä (6%). Markkina-arvoltaan Neste muodostaa 70% salkusta ja Fortum 28%.

Solidiumin salkussa yli 10-20% omistusosuuden yrityksiä ovat Anora, Elisa, Kemira, Konecranes, Metso-Outotec, Outokumpu, Stora Enso, TietoEvy ja Valmet. Alle 10% yhtiöitä ovat Nokia, Nokian Renkaat ja Sampo.

Solidiumin salkun markkina-arvosta suurin osuus on Sampolla (20%), Nokialla (19%) ja Stora-Ensolla (17%). Yli 10% osuuksia on myös Metso-Outotecissa ja Elisassa.

(Kaikki luvut ovat pyöristettyjä, per 14.10.2022).

## **Finanssi-intressi ja salkun taloudellinen merkitys**

Osakkeiden reaalituotto on ollut historiallisesti (200 vuotta) noin 7%, samoin esimerkiksi viimeiset 25 vuotta (ajanjaksolle osuu teknokupla sekä finanssi- ja koronavirukset). Jos sama tuotto toteutuu tulevaisuudessakin, tuottaisi valtion salkku reaalisesti 2 Mrd. euroa vuodessa. Vaikka tuotto jäisi 5%:iin, olisi tuotto silti 1,5 Mrd. euroa. Nämä ovat siis reaalituottoja, eli tuottoa voitaisiin käyttää mainitun verran, ilman että salkku arvo reaalisesti pienenesi. Arvo ja tuotto siis kasvaisivat vuosittain inflaation verran. Vuoden 2023 budjetista 2 Mrd on 2,2%, mutta alijäämästä 24%. Viime vuonna valtio käytti sijoitusten tuottoja tuon verran (pörssisijoitusten tuottoja tästä 1,6 Mrd.), mutta sitä edellisenä vuonna (2020) vain alle miljardin. Ensi vuodelle on budjetoitu 1,3 Mrd.

Ottamalla tuottoa vähemmän ulos, reaaliarvo kasvaisi, joten tulevaisuudessa saatava tuottokin kasvaisi. Esimerkiksi tyytymällä puolen miljardin tuoton käyttöön ja sijoittamalla loput, olisi salkku kymmenen vuoden päästä jo 49 Mrd ja tuotto 3,4 Mrd. Siitä kymmenen vuoden kuluttua arvo olisi jo 90 Mrd ja tuotto 6,3 Mrd. Kolmessa vuosikymmenessä salkku olisi 170 Mrd ja tuotto 12 Mrd. (Kaikki luvut ovat reaalisia ja olettaen, että joka vuosi käytetään valtion menoihin reaalisesti 0,5 Mrd).

Valtion budjetin alijäämä on 8 Mrd luokkaa, mihin päästäisiin tuotossa 24 vuodessa. Valtion velka on 140 Mrd, kun osakesalkku on nyt 30 Mrd. Jos velka ei reaalisesti kasvaisi, salkun arvo saavuttaisi saman tason 27 vuodessa!

Näiden esimerkkien tarkoitus on avata sitä, mitä valtion sijoittamisella olisi mahdollista saavuttaa. (Toisaalta rahoja ei tarvitse välttämättä sijoittaa arvopapereihin, vaan yhteiskunta voi tehdä muitakin tuottavia investointeja, jotka kasvattavat bruttokansantuotetta ja verotuloja).

## **Finanssi-intressi ja salkun riski**

Valtion salkku on poikkeuksellisen huonosti hajautettu! Esimerkiksi eläkevakuutusyhtiöille määrättyjä hajautusvaatimuksia valtio ei pääse lähellekään. Valtion osakeomistuksissa yksi yhtiö (Neste) muodostaa yli puolet salkusta ja kaksi suurinta (Fortum) yhteensä peräti kolme neljäsosaa!

Salkun tuotto on siis valtaosin riippuvainen yhdestä (tai kahdesta) osakkeesta. Näin voimakasta salkun keskittämistä (eli yhtiökohtaista näkemyksen ottamista) voidaan kutsua spekulatiiviseksi tai jopa uhkapeliksi. Vaikka esimerkiksi Nesteen tulevaisuus näyttää nyt erinomaisen hyvältä, voi jotain ennalta arvaamatonta aina tapahtua. Ja kun hyvien näkymien takia Nesteen osake on korkealle hinnoiteltu, ongelmien ilmaantuessa

pudotus voi olla raju. Täytyy myös huomata, että jotta Nesteen osake tuottaisi edes kohtuullisen hyvin, täytyy nykyisten poikkeuksellisen hyvien näkymien toteutua, ja jotta se tuottaisi keskimääräistä paremmin, täytyy odotusten ylittyä.

Aiemmin esiteltyjä tuottotavoitteita ja mahdollisuuksia tarkasteltiin hyvin hajautetun osakesalkun (indeksi) kautta, joten ne eivät päde sellaisenaan valtion osakesalkkuun. Valtio ottaa sijoituksillaan paljon sellaista riskiä (yhtiökohtainen riski), jonka ottamisesta ei osakemarkkinoilla palkita parempana tuottona.

### **Strategiset tavoitteet**

Valtion omistuksilla voidaan pyrkiä vaikuttamaan yhteiskunnan kehitykseen haluttuun suuntaan. Tavoitteita voi olla esimerkiksi talouskasvun, työllisyyden, verotulojen, ympäristön, huoltovarmuuden, maanpuolustuksen tai oikeudenmukaisuuden suhteen.

Valtion omistuksessa (noteeratut yhtiöt) on yksi yhtiö, Finnair, jolla voisi ajatella olevan strategista merkitystä. Suomelle on maantieteellisen asemansa vuoksi tärkeätä pitää liikenneyhteydet muualle Eurooppaan toimivina. Toisaalta moni muukin (ulkomainen) lentoyhtiö lentää Suomeen, eli yhteydet eivät ole pelkästään Finnairin varassa, mutta kriisiaikana tilanne voi tietenkin muuttua.

Toinen strategiseksi väitetty omistus on Fortum. Taustalla on huoltovarmuus ja Suomen riippuvuus energiansaannista. Fortumin sähköntuottokapasiteetti oli 2021 noin 49 GWh, mistä Suomen osuus oli vain 4 GWh (Venäjä 15,5 ja Ruotsi 9 GWh), kun tehontarve voi olla korkeimmillaan luokkaa 14 GWh. Siitä Fortumin kotimaisen tuotannon osuus on siis vajaa kolmannes. Fortumin tuotannosta 3 GWh on vesi- ja ydinvoimaa, loppu on sähkön ja lämmön yhteistuotantoa ja lauhdevoimaa.

On huomionarvoista, että Fortumilla ei ole Suomessa lainkaan tuuli- ja aurinkovoimaa (Fortumin ainoat tuuli- ja aurinkovoimalat ovat Venäjällä). Tämä siitä huolimatta, että Suomi on ottanut strategiseksi tavoitteekseen uusiutuvaan ja päästöttömään energiaan siirtymisen. Lisäksi Fortum on luopunut isosta osasta Suomessa olevista sähkön siirtoverkostaan ja mm. kolmesta Norjassa olevasta öljy- ja kaasukentästään perustellen keskittymisellä yhteisyrityksiin Venäjällä. Saadut varat se on sijoittanut pääasiassa fossiilisen energian tuotantoon Keski-Euroopassa.

Itse asiassa Fortum on myynyt omaisuuttaan viime vuosina peräti 16 Mrd euron arvosta, esimerkiksi Pohjoismaiset sähkönsiirtoverkot (2014-15) 9,5 Mrd:lla, sekä 2020-21 kaukolämpölaitoksia ja tuulivoimaa Suomessa, Ruotsissa ja Baltiassa 4,5 Mrd eurolla sekä aurinkovoimaa Intiassa. Yhtiön markkina-arvo tänään on 13 Mrd.

On hyvin vaikea nähdä, miten Fortum olisi yhtiönä edesauttamassa Suomen strategiaa pyrkimyksiä (energian suhteen omavaraisuus, kriisinsieto, päästöttömyys) jollain sellaisella tavalla, jota yksityisesti tai kunnallisesti omistetut yritykset eivät voisi toteuttaa. Fortumhan on päätöksillään ollut ajamassa juuri päinvastaisia tavoitteita!

### **Onko valtio-omistus tarpeellista tai järkevää**

Valtion tehtävä on ohjata taloutta lainsäädännöllä. Perustuslain mukaan lainsäädännön lähtökohtana on oltava muun muassa yhdenvertaisuus, omaisuuden suoja ja elinkeinovapaus. Näistä voidaan poiketa lähtökohtaisesti vain välttämättömissä tapauksissa ja silloinkin vain tilapäisesti.

Valtio voi siis omistaa yrityksiä, pörssiyrityksiäkin, mutta niiden tulee kilpailla samoilla ehdoilla kuin muidenkin yritysten. Muussa tapauksessa valtio vääristää kilpailua, mikä estää markkinan tehokasta toimintaa. Jos taas toimitaan samoilla ehdoilla kuin muut, ei yrityksellä voi olla valtion (muin kuin liiketaloudellisin perustein) asettamia strategiaa tavoitteita. Näin valtiolla ei voi olla strategisista syistä omistettuja pörssiyrityksiä. On valittava joko pörssisijoitukset finanssi-intressistä tai pysyteltävä pörssin ulkopuolella.

Strategisena tavoitteena voidaan pitää myös omistusten säilymistä suomalaisissa käsissä, millä Solidiumkin perustelee toimintaansa. Tämä on lähtökohtaisesti hyvä asia. On kuitenkin kyseenalaista, miksi omistajan pitäisi olla valtio. Suomessa on yli miljoona osakkeenomistajaa, ja kannustamalla osakeomistusta tavoite voitaisiin saavuttaa ilman valtion roolia omistajana.

Valtion roolista sekä omistajana että regulaattorina syntyy myös ongelmia, kuten on nähty. Esimerkiksi Fortumin ajaututtua lainanottomahdollisuudet sulkeviin vaikeuksiin, valtion tehtävänä omistajana olisi ollut tarjota yritykselle pääomistusta siten, että yritys olisi voinut jatkaa toimintaansa (tai vaihtoehtoisesti myydä yhtiö). Valtio kuitenkin kieltäytyi pääomittamasta Fortumia. Niinpä valtio regulaattorina järjesti yhtiölle 10 Mrd euron lainamahdollisuuden suoraan valtion budjetista, ja lisäksi käytännön rahoitusta Solidiumin kautta reilut 2 Mrd euroa.

## **Lopuksi**

On harkittava valtion roolia pörssiyhtiöiden omistajana. Jos jollakin yhtiöllä on jokin strateginen tehtävä (esim. varmistaa edullisen sähkön saanti), ei se lähtökohtaisesti sovi pörssiin. Tällaisen yhtiön riskinottoa oman strategisen tai erityistehtävänsä ulkopuolella on rajoitettava, samoin kuin sen osallistumista vapaaseen kilpailuun muiden yritysten tai toimintojen kanssa. Valtion pitäisikin päättää (mieluusti yli puoluerajojen), mikä on valtio-omistusten tarkoitus ja tavoite.

Valtio voi kuitenkin toimia finanssisijoittajana myös pörssissä, kunhan se tapahtuu samoista lähtökohdista ja samoilla ehdoilla kuin muutkin sijoittajat. Valtiolla ei kuitenkaan ole sellaista osaamista, jota edellytetään esimerkiksi ns. pääomasijoittajilta, jotka ostavat yrityksestä merkittävän osuuden tarkoituksenaan vaikuttaa yrityksen päätöksentekoon liiketaloudellisista lähtökohdista. Näin valtion rooliksi jää pörssissä puhdas finanssisijoittaminen, eli panostaminen pieniin vähemmistöomistuksiin.

Valtion tulee laatia sijoitussuunnitelma, jollainen löytyy lähes kaikilta muilta yhteiskunnallisilta sijoittajilta, esimerkiksi kaupungeilta. Siinä määriteltäisiin sijoittamisen tavoitteet sekä sallittavat riskit, eli esimerkiksi kuinka suuri osuus salkusta voidaan sijoittaa yksittäiseen yritykseen.