

Omistajaohjaus ja valvonta osuuskunnissa

Pellervon omistajaohjaustyöryhmän mietintö

Pellervo-Seura
tammikuu 2001

Sisällys

Esipuhe	3
----------------	----------

1	Yritysten hallinnoinnista käytävän keskustelun taustaa	5
	Mitä omistajaohjaus on?	5
	Hajautunut omistusrakenne luo tarpeen kehittää omistajaohjauksen mekanismeja	6
	Pääomamarkkinoiden tehostuminen lisännyt ulkoista valvontaa	6
	Eurooppalainen ja amerikkalainen järjestelmä ovat erilaisia	7
	Omistajapolitiikka koskettaa myös osuuskuntia	9

2	Yritysjohdon ohjaus- ja valvontamekanismit	11
	Ulkoisen omistajaohjaus ja sen merkitys osuuskunnissa	11
	Pääomamarkkinat	12
	Omistuksen luonne	13
	Omistusrakenteet ja osuuskuntien strategiat	14
	Sisäinen hallinto	15
	Kuinka laaja ja moniportainen hallintorakenne?	15
	Kuka hallintoelimiin ja ketä edustamaan?	17
	Onko hallituksen jäsenen hyvä olla monessa mukana?	17
	Jäsenistön ulkopuoliset hallituksen jäsenet	17
	Kuka hallituksen puheenjohtajaksi?	18
	Tehokas hallitustyöskentely	19
	Hallintoneuvostotyöskentely	20

3	Osuustoiminnallisen ryhmän hallinnointi	21
	Federatiiviset organisaatiot	21
	Sekamuotojen hallinnointi	22

4	Osuuskunnan omistajälähtöiset ohjaus- ja kannustinjärjestelmät, onko optioille vaihtoehtoja?	24
	Kannustinjärjestelmät	24
	Luottamusjohdon palkkiot	25

5	Lopuksi	26
----------	----------------	-----------

Liite 1.Suosituksia hyvästä hallintotavasta

Liite 2. Johtokeskeisen ja omistajälähtöisen johtamiskulttuurin erot

Liite 3.Eräiden suurimpien osuuskuntien hallinto- ja omistusrakenteita

Liite 4.Optiot yritysjohdon kannustimina

Yritysten hallinnointi ja valvonta on Euroopassa ja erityisesti Suomessa muuttunut viime vuosina nopeasti. Pörssiyhtiöiden yritysjohton valvonta on siirtynyt aikaisempaa enemmän pääomamarkkinoiden kautta tapahtuvaksi, pois mm. pankeilta ja muilta rahoittajaorganisaatioilta. *Samalla yritysjohtokeskeisestä kulttuurista on siirrytty omistajakeskeiseen kulttuuriin.* Esimerkiksi Jyrki Veranen kirjoitti vuonna 1996: "Perinteisen" yritysjohtokeskeisen kulttuurin ongelmana nähtiin olevan se, että omistajien yritykselle luovuttaman pääoman tuotto jäi usein turhan alhaiseksi ja sen vuoksi yrityksen arvonnousu ja osinkojen maksukyky alhaisiksi".¹ Omistajien vaatimukset yritysjohtoa kohtaan ovat voimistuneet ja selkeytyneet, kun tavoitteeksi on asetettu lisäarvon tuottaminen.

Olenainen kysymys on kuinka järjestää yrityksen toimintapuitteet ja hallinnointi niin, että johto toimii omistajien parhaaksi. *Millä mekanismeilla laajasti ymmärrettyinä omistajat tehokkaimmin ohjaavat yrityksen toimintaa ja saavat siitä mahdollisimman suuren hyödyn?* Tästä on kysymys, kun keskustelemme yritysten hallinnoinnista ja valvonnasta.

Osakesäästämisen yleistymisen ja pääomamarkkinoiden kehittyminen ovat vaikuttaneet siihen, että pääomamarkkinoiden kautta valvotaan tehokkaasti yritysjohton toimintaa. Pörssiyhtiöiden päätöksiä arvioi päivittäin omistajien lisäksi satojen ellei tuhansien analyytikkojen ja sijoittajien joukko.

Osuuskunnissa omistajuus on erilaista kuin pörssiyhtiöissä mm. siitä syystä, että osuuskunnan osuudet eivät ole yleensä vapaasti siirrettävissä suoraan uudelle omistajalle eikä niille siksi muodostu markkinoita. Osuuskunnan tuottama hyöty ja lisäarvo kanavoidaan käytännössä omistajille eli jäsenille osuuskunnan ja jäsenen välisen liiketoimintasuhteen kautta.

Monet osuuskunnat ovat kasvaneet suuryrityksiksi. *Suuret osuuskunnat* - olivatpa ne yhtiöittäneet toimintaansa tai eivät - *joutuvat markkinoilla peilattavaksi helposti pörssiyhtiöitä vasten.* Ne kilpailevat parhaista johtajista, niiden antamaa informaatiota verrataan kilpailijoihin jne. Nykyaikaisen suurosuuskunnan johtaminen vaatiikin paitsi liikkeenjohtolta, myös omistajilta vähintään yhtä hyvää ammattitaitoa kuin pörssiyrityksen johtaminen. Osuuskunnassa jäsenomistajien rooli ja vastuu yrityksen menestyksestä itse asiassa ovat suurempia kuin julkisesti noteeratussa osakeyhtiössä, jossa markkinat tarkkailevat yritystä koko ajan ja jakavat tietoa julkisuuden kautta.

Osuuskuntien johtaminen sekä ammattijohton että luottamusjohton tasolla on varmasti parantunut viime vuosikymmenen aikana. Samalla on myös avoimuus lisääntynyt. Kuitenkin vaatimukset kasvavat koko ajan ja *osuuskuntiin kohdistuu samanlainen muutos- ja tehostamispaine yrityksen ohjauksessa ja valvonnassa kuin muihin yrityksiin.* Osuuskuntien on tämän vuoksi tärkeää pohtia hallinnointi ja valvonta -kysymyksiä omista lähtökohdistaan käsin ja *löydettävä sekä yritysmuotoonsa että toimialaansa ja muuhun toimintaympäristöönsä sopivat ratkaisut.* Keskustelua on syytä käydä sekä hyvistä hallinnointikäytännöistä eli

¹ Omistajakeskeisen ja johtokeskeisen johtamiskulttuurin eroista ks.liite 2.

siitä kuinka sisäinen hallinnointi järjestetään että laajemmasta näkökulmasta eli siitä kuinka ohjata osuuskuntia siten, että resursseista saadaan irti paras mahdollinen tuotto.

Pellervon johtokunta päätti keväällä 1999 kutsua kokoon työryhmän pohdimaan näitä ajankohtaisia asioita. Työryhmän työn pohjalta on syntynyt tämä raportti, joka pyrkii antamaan osuuskunnille virikkeitä, eikä niinkään valmiita malleja tähän tärkeään keskusteluun. Pellervon työryhmän jäseninä ovat olleet:

Toimitusjohtaja *Samuli Skurnik* (Pellervo) (puheenjohtaja),
hallituksen pj *Marcus H. Borgström* (HK Ruokatalo Oyj/Pellervo),
kehitysjohtaja *Matti Farin* (Pellervo-Instituutti)
MMM, MBA (Insead) *Antti Haavisto*,
hallintojohtaja *Heikki Halkilahti* (Valio),
kehitysjohtaja *Jouko Jaakkola* (Metsäliitto-Yhtymä),
toimitusjohtaja *Harri Kainulainen* (Lähivakuutus/Pellervo),
osuustoimintajohtaja *Lauri Kontro* (Pellervo, työryhmän sihteeri
31.12.1999 saakka),
hallintoneuvoston puheenjohtaja, professori *Kari Neilimo* (SOK),
hallituksen puheenjohtaja, maanviljelysneuvos *Reino Penttilä*
(Atria Oyj/Pellervo),
hallintoneuvoston puheenjohtaja, professori *Seppo Penttinen* (OPK/Pellervo),
toimitusjohtaja *Vesa Vihriälä* (PTT),
tutkimusjohtaja *Raija Volk* (PTT, sihteeri).

Lisäksi työryhmän sihteerinä on toiminut VTK *Helena Holopainen*
Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitokselta.

Työryhmä kuuli asiantuntijoina seuraavia henkilöitä:
KHT-tilintarkastaja *Tauno Haataja* (PricewaterhouseCoopers Oy),
professori *Bengt Holmström* (MIT, USA),
KTT *Mika Ihamuotila* (Mandatum Pankki Oyj),
vuorineuvos *Matti Kavetvuo* (Valio/Pellervo),
kauppätieteiden tohtori (hc) *Pauli Komi*,
hallintoneuvoston pj, professori *Kari Neilimo* (SOK/Tampereen yliopisto),
professori *Heikki Niskakangas* (Helsingin kauppakorkeakoulu),
osastopäällikkö *Pertti Parmanne* (SAK),
toimitusjohtaja *Mikael Silvennoinen* (OKO Oyj),
johtaja, teollisuusneuvos *Markku Tapio* (KTM, omistajapolitiikan yksikkö),
toimitusjohtaja *Jorma Vaajoki* (Metsä-Serla Oyj).

Tämä raportti löytyy sähköisessä muodossa internetistä osoitteesta:
<http://www.pellervo.fi/cg>

1

Yritysten hallinnoinnista käytävän keskustelun taustaa

Mitä omistajaohjaus on?

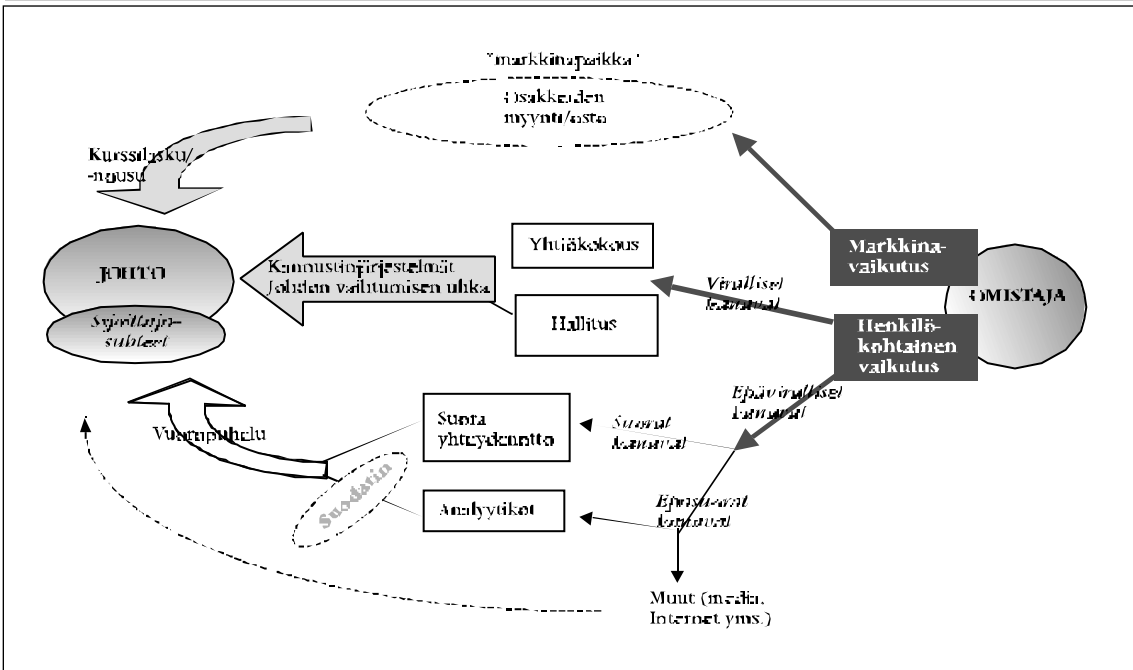
Yrityksen ohjauksessa ja valvonnassa on kysymys perimmältään kaikista niistä toimista, joiden avulla yrityksen omistajat pyrkivät varmistumaan siitä, että he saavat yrityksestään parhaan mahdollisen hyödyn itselleen. Eräs tapa määritellä käsite tarkemmin on OECD:n käyttämä: (<http://www.oecd.org/daf/governance/O&As.htm>)

Omistajahallinnon rakenteessa täsmennetään yrityksen eri osapuolten, kuten hallituksen, liikkeenjohdon, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien oikeudet ja velvollisuudet sekä määritellään yrityksen päätöksenteossa noudatettavat säännöt ja menettelytavat. Näin se luo myös rakenteet, joiden puitteissa yrityksen tavoitteet määritellään sekä keinot asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi ja suoritusten arvioimiseksi.

Yksinkertaistaen yrityksen ohjaus ja valvonta käsittää kaikki ne institutionaaliset rakenteet, joilla pyritään mahdollisimman tehokkaaseen toimintaan eli lainsäädännön, yritysten organisaatiot, sopimukset jne. Usein tehdään jaottelu yrityksen sisäiseen ja ulkoiseen eli mm. lainsäädännön ja pääomamarkkinoiden kautta tulevaan ohjaukseen. Omistajaohjauksella pyritään takaamaan, että yritysjohto toimii omistajien parhaaksi - toisin sanoen, osakeyhtiön tapauksessa saavat sijoitukselleen parhaan mahdollisen tuoton ja osuuskunnassa mahdollisimman tehokkaasti tuotetut palvelut. Maailmanpankin tekemässä määritelmässä tämä näkyikin selvästi:

Yrityksen omistajaohjauksessa on kysymys niistä säännöistä ja kannustimista, joilla yrityksen liikkeenjohtoa ohjataan ja kontrolloidaan, tavoitteena yrityksen mahdollisimman

Eri kanavien kautta tapahtuvaa ohjausta ja valvontaa voidaan kuvata esimerkiksi seuraavanlaisella kuviolla:



Pörssimarkkinoiden kautta tuleva omistajaohjaus tarkoittaa mm. seuraavia asioita:

- Pörssi arvioi päivittäin yhtiön ja sen johdon aikaansaannoksia
-> valvonta helpottuu
- Pörssi auttaa ohjaamaan liiketoimintaa
-> päätöksenteko helpottuu;
-> analyytikot ja sijoittajat toimivat johdon "sparraajina"
- Pörssiyrityksistä tehty pankkiiriliikkeiden sijoitustutkimus tuo ideoita ja voi helpottaa päätöksentekoa ja arviointia
- Pörssi tuo myönteistä painetta johdolle toimia omistajien etujen mukaisesti
-> osakkeen aliarvostus heikentää kompensatiota ja lisää esimerkiksi yritysvaltauksen uhkaa

Lähde: Mika Ihamuotila, Mandatum Asset Management

hyvä kannattavuus ja pitkän aikaväli arvo omistajille, ottaen kuitenkin huomioon myös yrityksen muiden asiaankuuluvien sidosryhmien oikeudet intressit.

Hajautunut omistusrakenne luo tarpeen kehittää omistajaohjauksen mekanismeja

Yritysjohdon ohjaus ja valvonta on ollut keskeinen taloustieteellinen ja liikkeenjohdollinen kysymys siitä lähtien, kun *yrityksen omistaminen ja johtaminen eriytyivät toisistaan*. Keskustelun taloustieteelliset ja juridiset juuret ovat jo 1930-luvulla. Yrityskoon jatkuva kasvu on tuonut tarpeen kerätä yritystoimintaan tarvittavaa rahoitusta yhä useammin mm. pörssin kautta, mikä hajauttaa yrityksen omistusta edelleen. Myös osuuskunnissa on laaja omistajajoukko, vaikka motivaatio tulla mukaan osuuskunnan jäseneksi on pääoman tuoton sijasta sen tuottamissa palveluissa. Osuuskuntien koko kasvaa, jolloin yksittäisten jäsenten henkilökohtainen vaikuttamismahdollisuus pienenee.

Omistajan ohjauksessa ja valvonnassa on tavoitteena taata liikkeenjohdolle riittävä toimintavapaus oman asiantuntemuksensa käyttöön mutta samalla varmistaa, että johto tuntee vastuunsa omistajille. Omistajalähtöisen yrityskulttuurin yleistyessä 1990-luvulla on tunnustettu se, että yritysjohto voi käyttää itselleen jäävää päätäntävaltaa ja liikkumavapautta myös omistajien edun vastaisesti. Yritysjohdolla voi olla esimerkiksi kiusaus investoida liikaa tai painottaa liian paljon yrityksen

kasvua tai markkinaosuutta. Yritysjohdolla voi myös olla henkilökohtaisia tavoitteita, joita toteutetaan omistajien etujen kustannuksella.

Pääomamarkkinoiden tehostuminen lisännyt ulkoista valvontaa

Yrityksen valvontaa tapahtuu monien kanavien kautta sekä yrityksen sisällä että ulkopuolella pääoma- ja tavaramarkkinoilla. *Yrityksen sisäinen ohjaus on keskeinen osa omistajaohjausta. Sen rinnalle on 1990-luvun edetessä noussut entistä voimakkaammin pääomamarkkinoiden ja erityisesti pörssimarkkinoiden kautta tuleva valvonta*. Tämä ilmiö liittyy pääomamarkkinoiden sääntelyn purkamiseen ja 1990-luvulla koettuun tietoteknologiseen murrokseen. Seurauksena on ollut rahoitusmarkkinoiden nopea kansainvälistyminen, jota on vauhdittanut institutionaalisten sijoittajien, kuten eläke- ja sijoitusrahastojen, merkityksen kasvu. On arvioitu, että maailman eläkerahastojen yhteenlaskettu koko liikkuu 11 000 miljardin dollarin tienoilla.

Osakesijoittamisen yleistyminen on saanut sijoittajat etsimään rahoilleen kohteita yhä uusilta markkinoilta. Samalla *osakemarkkinainformaation (ts. osakekurssien vaihtelun, sijoitusanalyysien yms.) merkitys yritysjohdon ohjauksessa ja valvonnassa on kasvanut*. Omistajat ovat aktivoituneet ja yhä useammin he "äänestävät jaloiltaan" eli myyvät sijoituksensa markkinoilla, jos he ovat tyytymättömiä sijoituksensa kehitykseen. *Markkinakontrollin vahvistuminen on pakotta*

nut yritysjohdon kiinnittämään yhä enemmän huomiota omistaja-arvon kehitykseen. Osakeyhtiön tapauksessa tämä tarkoittaa osakekurssia ja osuuskunnissa vastaava ilmiö näkyy mm. siinä, että aikaisempaa tarkemmin pohditaan jäsenien saamia hyötyjä ja tapoja jakaa tulos jäsenille.

Tuloksena sijoittaja-aktiivisuuden noususta on muun muassa ollut se, että yritykset käyttävät yhä enemmän aikaa sijoittajasuhteittensa hoitoon.² Varsinkin pörssiyritykset myös palauttavat suuremmissa määrin rahaa omistajilleen esimerkiksi osinkojen ja osakkeiden takaisinostojen muodossa kahdesta syystä. Ensinnäkin yritykset toimivat tehokkaammin, jos niillä ei ole "löysää" rahaa käytössään ja toisaalta omistajat kykenevät pääomamarkkinoiden kautta sijoittamaan varat uudelleen yritystä tehokkaammin. Osuuskuntien tapauksessa harkitaan aikaisempaa tarkemmin mitkä ovat ydintointoja, joissa osuuskunta on mukana. Myös yleistynyt osuuspääoman koron maksaminen ja mm. osuuskauppojen jäsenbonukset voitaneen nähdä osaksi omistajalähtöisen ajattelun voimistumista.

Omistaja-arvon tuottamisen korostamista on

yleisesti pidetty periamerikkalaisena ilmiönä. Kuitenkin mm. professori Bengt Holmström on tuonut esille, että omistaja-arvo -ajattelu on hyvin tuore ilmiö myös Yhdysvalloissa. Sen juuret ovat 1980-luvun yritysvaltausbuumissa, mutta vasta 1990-luvun puolivälissä perinteisesti hyvinkin omavaltaisesti toimineiden amerikkalaisten yritysjohtajien vastarinta omistaja-arvoa korostavan näkökulman edessä on hiipunut. Yhdysvalloissa 1980-luvulla keskeiseksi yritysjohtajan kontrollimekanismiksi nousseet yritysvaltauksukset paljastivat tehottomuuksia ja johtivat monialayritysten purkamiseen. Samalla keskustelun kohteeksi nousi mm. pienomistajien suoja. Yritysvaltauksukset on nykyään tehty Yhdysvalloissa lainsäädännöllä hyvin vaikeiksi ja omistaja-arvon kasvattamiseen pyritään markkinajohtoisilla yritysjohtajan kannustinjärjestelmillä, mm. optioilla.

Eurooppalainen ja amerikkalainen järjestelmä ovat erilaisia

Globalisaatio aiheuttaa paineita yhdenmukais-

Erilaiset rahoitusjärjestelmät - erilaiset yritysten ohjausjärjestelmät

	Pankkikeskeinen Japani Saksa Suomi	Markkinakeskeinen Englanti USA
Omistusrakenne	Keskittynyt Paljon ristiinomistusta	Hajautunut
Teollisuusyritysten suurimmat omistajat	Talletuspankit	Institutionaaliset sijoittajat Sijoitusrahastot
Osakesarjarakenne	Äänivaltaisia kantaosakesarjoja	Osake ja ääni
Vähemmistösuoja	Matala	Korkea
Yritysvaltauksukset	Ei koskaan	Tavanomainen ilmiö
Hallitus	Sisäinen Valvova Merkityksetön	Ulkoinen Ohjaava Erittäin keskeinen
Toimivan johdon kannustinjärjestelmät	Pieni merkitys	Huomattava Sidottu pörssikurssiin
Lähde: Mika Ihamuotila: Mandatum Asset Management		

² On arvioitu, että suurten pörssiyritysten toimitusjohtajien ajasta jopa 20-30 % meni sijoittajasuhteiden hoitoon.

taa yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmiä eri maissa. Suurimmat erot eri maissa vallitsevissa järjestelmissä ovat ulkoisessa valvonnassa. Sisäisessä hallinnossa merkittävin ero on hallintoneuvostojen puuttuminen anglo-amerikkaisessa käytännössä. Eurooppalaiselle yritysjohtoon ohjaus- ja valvontajärjestelmälle on ollut tyypillistä pankkikeskeisyys ja omistuksen keskittyneisyys, kun taas Yhdysvalloissa on nojattu arvopaperimarkkinoihin ja hajautettuun omistusrakenteeseen. Erot johtuvat lainsäädännöstä (Yhdysvalloissa lainsäädäntö kieltää pankkien merkittävät omistukset yrityksissä), rahoitusjärjestelmien luonteesta (Euroopassa on nojattu lainarahoitukseen ja pääomamarkkinat ovat avautuneet ja kehittyneet myöhemmin) ja myös osittain yhteiskunnallisesta ilmapiiristä (amerikkalainen yksilön vapautta korostava yhteiskunta suosii voittojen nopeaa kotiuttamista kun taas eurooppalainen yhteisvastuullisempi kulttuuri asettaa yritystoiminnalle myös muita tavoitteita). Euroopassa yritysten johtamispolitiikka on perin-

teisesti ollut Yhdysvaltoja yhteisöllisempää ja selväsanaisemmin muut yrityksen sidosryhmät huomioivaa. Yritystoiminnan tavoitteina jatkuvuus ja työllisyyden turvaaminen ovat olleet keskeisesti esillä.

Eurooppalaista tapaa organisoida yritysten omistus ja hallinto on alettu kutsua sidosryhmänäkökulmaksi. Tämä johtuu ensinnäkin edellä mainituista omistuksen keskittymisestä ja arvopaperimarkkinoiden Amerikkaa vähäisemmästä merkityksestä. Toiseksi Euroopassa muutenkin korostetaan, että *yrityksen päätöksenteko vaikuttaa omistajien lisäksi merkittävästi myös muihin yrityksen sidosryhmiin* - kuten työntekijöihin, asiakkaisiin, tavarantoimittajiin ja yrityksen sijaintikuntaan. Yritysten tulisikin tästä syystä selväsanaisemmin huomioida tavoitteenasettelussaan myös näiden ryhmien hyvinvointi. Rohkaisevana esimerkkinä mainitaan Saksa, jossa myötämäärämisöikeuden³ uskotaan nostaneen työntekijöiden tuottavuutta, koska se on kannustanut työntekijöitä panosta-

Erilaiset rahoitusjärjestelmät - erilainen yritysten toimintatapa

	Pankkikeskeinen Japani Saksa Suomi	Markkinakeskeinen Englanti USA
Liiketoiminnan tavoitteet	Sidosryhmät	Osakkeenomistajan saama arvo
Liiketoiminnan uudelleenjärjestelyt	Sisäisen paineen kautta Yritysvaltaus tai sen uhka	
Kriisiyritysten uudelleenjärjestelyt	Pankki tulee apuun	Konkurssi ja velkasaneeraus
Liiketoiminnan avoimuus	Sulkeutunut	Läpinäkyvä
Liiketoiminnan aikajänne* neljännesvuositulos tärkeä*	Pitkäjännitteinen	Lyhytnäköinen
Liiketoiminnan riski* Pankit turvaavat saatavansa	Matala Osakepääoman arvon maksimointi	Korkea
Yritysrakenne	Lukuisia toimialoja	Keskittyminen ydintoimintoihin
Liiketoiminnan kannattavuus	Kukaan ei tiedä onko järjestelmillä eroja pitkällä aikavälillä	
* käsityksistä vallitsee erimielisyys Lähde: Mika Ihamuotila: Mandatum Asset Management		

³ Myötämäärämisöikeudella tarkoitetaan sitä, että Saksassa kaikissa yli 2000 työntekijän yrityksissä työntekijät ovat lain nojalla oikeutettuja valitsemaan puolet hallintoneuvoston jäsenistä.

maan nimenomaan omassa yrityksessä tarvittavaan ammattitaitoon.

Rahoitusjärjestelmä, lainsäädäntö ja tavat organisoida yritysten omistus vaikuttavat monella tavalla myös yritysten hallinnointiin ja valvontaan. Vaikutustavat voidaan tiivistää edellä olevan taulukon mukaisesti.

Omistaja-arvoa korostavan näkökulman on joskus ajateltu täysin syrjäyttävän ja jättävän huomiota muut yrityksen sidosryhmät. Omistaja-arvo -ajattelun puolustajat ovat kuitenkin korostaneet, ettei näin ole: voittojen maksimointi pitkän aikavälin tavoitteena paitsi mahdollistaa yritysten palkanmaksukyvyyn, niin myös edellyttää muiden ryhmien huomioimista.

Omistajan saamaa arvoa korostavan näkökulman etuna on se, että voitot ja omistuksen arvon kasvattaminen tarjoavat tehokkaan ja selkeän päätöksentekokriteerin yritysjohdolle. *Sidosryhmäajattelun ongelmana on, miten sitä tulisi toteuttaa* - laajana yritysjohdolle asetettuna tavoitteena tasapainottaa eri sidosryhmien etuja vai esimerkiksi Saksan mallin mukaisesti tuomalla eri ryhmiä mukaan yrityksen päätöksentekoon - *ja miten tavoitteiden saavuttamista voidaan mitata*. Vaarana on tulkinnanvaraisuuden lisääntyminen, vastuullisuuden hämärtäminen ja päätöksenteon hidastuminen.

Omistaja-arvoa korostava ajattelu puolestaan voi johtaa lyhytnäköiseen toimintaan ja "kapeakatseiseen neljännesvuosituloksen tuijottamiseen". Kilpailukykyänsä säilyttämiseksi yritysten täytyy kuitenkin myös panostaa usein vuosia vievään tuotekehitys- ja innovaatiotoimintaan ja kysymyksenä onkin ollut, miten nämä kaksi asiaa - riittävän tuloksen tuottaminen omistajille ja innovaatiotoiminnan turvaaminen - saadaan sovitettua

yhteen.

Vaikka eri sidosryhmien huomioonottaminen ja pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ovat yleisempiä Manner-Euroopassa kuin anglo-amerikkalaisissa maissa, maittaiset erot ovat myös Manner-Euroopassa suuria. Pääomamarkkinoiden rakenne, lainsäädäntö ja muu toimintaympäristö muovaavat omistussjärjestelyjä ja yritysten hallintaa kunakin aikakautena kunkin maan olosuhteisiin sopivaksi. Pääomamarkkinoiden yhdentyminen muuttaa eurooppalaista omistajaohjausjärjestelmää, mutta ei välttämättä samalla tavalla kaikissa maissa. Tähän ei myöskään ole tarvetta, sillä *ainakaan toistaiseksi taloustieteellinen tutkimus ei ole löytänyt yhteyttä omistajaohjausjärjestelmän ja talouden menestyksen välillä*. Sama tulos pätee myös yritystasolla. Yritysten menestyksen ja niiden hallinnointiratkaisujen välillä ei ole selvää ja yksiselitteistä yhteyttä.

Omistajapolitiikka koskettaa myös osuuskuntia

Omistajalähtöinen politiikka ja omistaja-arvon korostaminen saivat alkunsa pörssiyrityksistä. Osuuskuntia tarkasteltaessa omistaja-arvon korostamista on pidetty joskus harhaanjohtavana ja sidosryhmän näkökulman ajatellaan olevan luontevampi lähestymistapa. *Tarkasteltaessa osuustoimintaliikettä kokonaisuutena onkin luontevaa korostaa sidosryhmän näkökulmaa*, pyrkiihän osuustoiminta tarjoamaan usein palveluja, joita markkinat eivät tehokkaasti tuota. *Kuitenkin yksittäisessä osuuskunnassa jäsenillä on yleensä täydet omistajan oikeudet ja velvollisuudet. Lisäksi osuuskunnan tavoitteena on tuottaa jäsenomistajiensa tarvitsemia tavaroita tai pal-*

Osuuskunnan omistaja-arvo

Osuuskunnassa omistaja-arvo määritellään toisin kuin pörssiyrityksessä, joissa omistaja-arvon mittari on osakkeiden arvolla mitattu yrityksen arvo. Osuuskunnassa omistaja-arvon mittaamiseen ei ole yhtä selkeää tapaa eikä sama mittaamistapa sovellu kaikkiin osuuskuntiin. Esimerkiksi maatalousosuuskunnissa omistaja-arvo muodostuu jäsenille maksetusta hinnasta verrattuna markkinahintaan, jäsenten saamien palveluiden rahallisesta arvosta ja osuuskuntaan jätetystä varallisuudesta. *Olennaista on, että omistaja-arvo ilmaistaan rahallisena suureena, jota voidaan seurata ja mitata*. Samallakaan toimialalla olevan pörssiyrityksen ja osuuskunnan omistaja-arvoa ei voi verrata keskenään, koska osuuskunnan arvossa ei oteta huomioon tulevaisuuden tuotto-odotuksia samalla tavalla kuin ne pörssi-kursseissa heijastuvat.

veluita. Omistajalähtöinen näkökulma sopii sen vuoksi erittäin hyvin osuuskuntien ohjauksen ja valvonnan tarkasteluun, kunhan vain otetaan huomioon osuuskunnan osuuskunnan erityispiirteet mm. tavoitteenasettelussa.

Vaikka yritysjohton valvontaongelma on perusasetelmaltaan osakeyhtiöissä ja osuuskunnissa sama, on osuuskunnilla monia erityispiirteitä, jotka tekevät hallinnointitarkasteluista erilaisia ja haastavia. *Osuuskunnat poikkeavat perinteisestä sijoitajaomisteisesta yrityksestä tavoitteenasettelussa, omistuksen luonteessa, rahoitus- ja tuloksenjakotavoissa sekä päätöksenteossa. Nämä erot voivat paitsi sitouttaa jäseniä paremmin osuuskunnan toimintaan ja hallintoon myös hämärtää omistamisen roolia ja tuoda omistajille yrityksen menestyksen ohella monia sivuintressejä.*

Ollakseen kilpailukykyisiä markkinoilla osuuskunnilla on oltava selkeä ymmärrys yritysmuotonsa erityispiirteistä ja yrityksen menestystä tukevat omistajan ohjausorganisaatiot (hallintomallit, hallitus) ja omistajaintressin toteutumista tukevat ohjaus- ja kannustinjärjestelmät yritysjohdolle. Osuustoiminnallisten yritysten omistajien ja liikkeenjohton haasteena onkin tunnistaa, mitä vaikutuksia osuuskuntien erityispiirteillä on tähän omistajaohjaukseen. Eräs osoitus siitä, että aihepiiriä koskeva keskustelu on todellakin päivänpolttava kysymys kaikkialla, on Yhdysvalloissa viime marraskuussa järjestetty konferenssi, jossa 135 maatalousalan osuuskuntajohtaja kokoontui yhteen miettimään ja esittelemään tapoja järjestää osuuskuntahallintoa (ks. <http://www.wisc.edu/uwcc/events/2000-99tc.html>).

Konferenssissa käsiteltyjä aihepiirejä olivat mm. neuvoo-antavien toimikuntien ja ulkopuolisten jäsenien käyttö hallituksissa, hallituksen koko ja hallitusten jäsenien kelpoisuusvaatimukset sekä hallituksen jäsenien valinta ja opastaminen tehtäviinsä. Muita esiin nostettuja aiheita olivat allianssien ja yhteisyritysten hallinnointi sekä ulkopuolisen pääoman käytön vaikutus yrityksen valvontaan. Kaikki nämä kysymyksenasettelut heijastavat osuuskuntien toimintaympäristössä tapahtuneita muutoksia, jotka pakottavat osuuskunnat maailmanlaajuisesti kehittämään hallintoaan ja omaksumaan jopa uusia organisaatiotapoja vastauksena kasvaviin kilpailupaineisiin.

Edellä mainituista erityispiirteistä huolimatta kaikkien yritysmuotojen hallinnoinnilla on yhteisiä piirteitä. Omistuksen hajaantuminen sekä omistuk-

sen ja johtamisen eriytyminen on yhtäläillä läsnä osuuskunnissa kuin osakeyhtiöissä. Päätöksenteko on osuuskunnissa luonnostaan hajaantunutta sillä, jäsen ja ääni -periaatteen vuoksi osuuskuntamuoto ei mahdollista kenellekään omistajalle hallitsevaa roolia päätöksenteossa, vaan takaa jokaiselle jäsenelle yhtäläisen vaikuttamismahdollisuuden.

Tarvetta erityispainotuksiin kuitenkin on ainakin seuraavista syistä:

- Osuustoiminnan erityispiirteistä keskeisin on tavoitteenasettelu. Se näyttäisi erottavan osuuskunnat, joiden tavoitteet voivat olla hyvin monipuoliset, osakeyhtiöstä, joiden luoma taloudellinen lisäarvo ja tehokkuus heijastuu omistajille osakkeen arvossa. Osuuskunta ei ole omistajilleen pelkkä jos lainkaan sijoituskohde.
- Toinen tärkeä ero liittyy siihen, että *osuuskunnilta puuttuu julkisesti noteeratulle osakeyhtiölle keskeinen informaatio- ja kontrollintävyä: osake*. Osakemarkkinat ovat osoittautuneet kyvykkäiksi kohdentamaan uudelleen pääomia pitkiäkin matkoja talouden eri toimialojen välillä ja siten toimimaan sekä yritystasolla että koko talouselämässä rakenteellisen muutoksen moottorina. Osuuskunnissa korostuu helposti liikkeenjohton valta. Lisäksi osuuskunnan päätoimiala määräytyy jäsenten tarvitsemien palveluiden mukaan. Paine pääomien uudelleen suuntaamiseen ja pääoman käytön tehokkuuteen ei aina ole yhtä suuri kuin pörssi-yhtiöissä. Osuuskunnat joutuvatkin kysymään itseltään, *löytävätkö ne nykytilanteessa, jossa talouselämään kohdistuu syvälinen muutos -paine, osakemarkkinainformaatiota vastaa -van muutossignaalin itselleen?*
- Lisäksi osuuskuntien erona osakeyhtiöön on se, että *osuuskunnissa asiakas- ja liikesuhde on perinteisesti korostunut ja omistajuus pääomapanoksen tarjoamismielessä on tavaltaan ollut "alisteinen" sille: pääoman sijoittaminen ja toisaalta tuloksenjako ovat yleisesti tapahtuneet palveluiden käytön suhteessa*. Osuuskunnan ja sen jäsenomistajan välisen liikesuhteen vuoksi osuuskunnat pystyvät myös jakamaan voittonsa tai ylijäämänsä jatkuvasti liikesuhteeseen liittyvien osto- tai myyntitapahtumien yhteydessä eikä pelkästään tilinpäätösten jälkeen. Tämän vuoksi osakeyhtiöille alun perin kehitetyt, mutta myös osuuskunnissa yleisesti käytössä olevat kustannuslaskentaan perustuvat suorituskyvyn mittarit antavat puutteellisen kuvan osuuskunnan taloudesta. Tämä merkitsee

sitä, että osuuskunnassa joudutaan pohtimaan osakeyhtiötä perusteellisemmin tavoitteenasettelua ja tavoitteiden saavuttamisen mittaamista.

Osuuskunnan jäsenten on tärkeää tiedostaa kaksoisroolinsa osuuskunnan palveluiden käyttäjinä ja omistajina myös omistajaohjauksen näkökulmasta. Jäsenten kaksoisrooli voi aiheuttaa yhdessä ääripäässä täydellisen "managerialismin" ts. yritysjohdon tavoitteiden ylikorostumisen. Toisessa ääripäässä osuuskuntien tuloksenjaon perustuminen asiakkuuteen ja sitä kautta asiakkaan näkökulman korostuminen lisää painetta tuloksen nopeaan uloshakemiseen osuuskunnasta, varsinkin kun toiminnan kehittämistä varten osuuskuntaan jätetyt varat eivät ole yksittäisen jäsenen realisoitavissa.

Osuuskuntamuotoisten yritysten johdon ohjausta ja valvontaa monimutkaistaa se, että osuuskunnat ovat toimintaympäristöstään tulleiden paineiden takia omaksuneet uusia organisaatiotapoja. Esimerkkeinä tästä ovat osuuskuntien toimintojen osittainen tai kokonaan tapahtunut osakeyhtiöittäminen ja tätä kautta syntyneet osuus-

kuntia ja osakeyhtiöitä sisältävät sekamuodot ja uuden sukupolven osuuskuntien Yhdysvalloissa aloittama osuustoimintaperiaatteiden perusteellinen uudelleenarviointi. Lisäksi osuuskuntien sisällä on yleistynyt keskustelu jäsenomistajien pääomanoksen kasvattamisesta. Kaikki nämä kehitystrendit tuovat uusia vivahteita osuuskuntien toimintamalleja koskevaan pohdintaan ja ovat esimerkkejä siitä, miten osuuskuntien jäsenomistajat etsivät uusissa olosuhteissa tehokkainta yhteistoimintamuotoa lisäarvon tuottamiseksi.

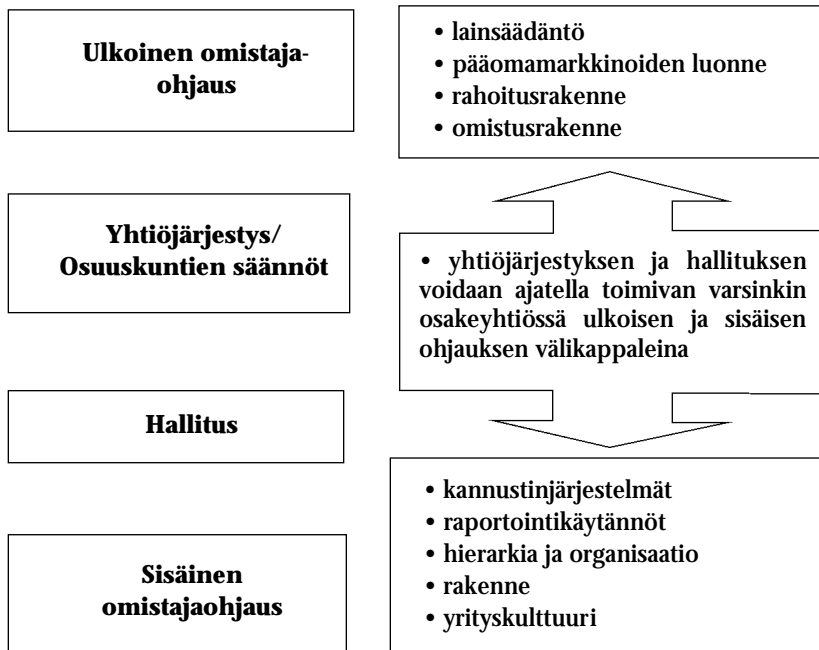
Jotta osuuskuntien olisi helpompi hahmottaa omistajaohjaukseen liittyvät avainkysymyksensä, käydään seuraavassa luvussa läpi yritysjohdon ohjaus- ja valvonta-problematiikassa viime aikoina keskeisesti esille nousseet mekanismit peilaten niitä osuuskuntien ominaispiirteisiin. Koska osuustoiminta on jatkuvasti monimuotoistumassa rakenteiltaan, kuljetetaan keskustelussa rinnalla myös osake- ja osin perheyhtiöitä, joista jälkimmäinen muistuttaa osuuskuntaa tavoitteenasettelultaan ja rahoitusrakenteeseen kytkeytyviltä rajoitteiltaan.

2

Yritysjohdon ohjaus- ja valvontamekanismit

Ulkoinen omistajaohjaus ja sen merkitys osuuskunnissa

Yrityksen hallinnointi- ja valvontamekanismit voidaan jaotella ulkoisiin ja sisäisiin mekanismeihin sekä ulkoista ja sisäistä tasoa yhdistäviin mekanismeihin⁴:



Lainsäädäntö (osuuskunta- ja osakeyhtiö-, arvopaperimarkkinalaki, tilintarkastuslaki, kilpailulainsäädäntö jne.) määrää yleiset puitteet ja ohjeet sille, miten yritystoimintaa harjoitetaan. Koska lainsäädäntö sisältää yleiset määräykset yritysten hallinnoinnista (mitä toimielimiä yrityksellä on oltava, miten näiden elinten jäsenvalinnat on suoritettava, miten yrityksen toiminnasta on tiedotettava jne.), ohjaa lainsäädäntö keskeisesti yritysten valvontaa. Lainsäädännön kehittyneisyys tai kehittymättö-

myys jonkin yritysmuodon kohdalla voi myös ratkaisevasti vaikuttaa siihen, missä muodoissa elinkeinotoimintaa ko. maassa harjoitetaan. Suomessa osuuskuntia ja osakeyhtiöitä koskeva lainsäädäntö ja määräykset mm. hallintoelimistä ovat hyvin samanlaisia.

Pääomamarkkinat

Rahoitusmarkkinoiden luonne vaikuttaa keskeisesti yrityksen ohjauksen ja valvonnan muotoutumiseen. Yhdysvalloissa rahoitusmarkkinat ovat perinteisesti olleet arvopaperimarkkinakeskeiset ja oman pääoman (osakepääoman) merkitys yritystoiminnan rahoituksessa on ollut suuri. Samalla osakemarkkinainformaatio ja osakemarkkinoiden kautta tapahtuva yritysjohdon valvonta ovat koros-

tuneet. Euroopassa ja Suomessa pankkien rooli rahoittajina - sekä merkittävänä lainoittajina että osakkeenomistajina - on ollut suuri, mikä tehnyt pankeista keskeisiä yritystoiminnan valvoja. Pankkien ja lainarahoituksen suurempi paino selittyy osittain lainsäädännöllisillä eroilla - esimerkiksi Suomessa pääomamarkkinat ovat avautuneet ja niitä koskeva lainsäädäntö (arvopaperimarkkinalaki) on kehittynyt myöhemmin kuin Yhdysvalloissa. Joissakin maissa osuustoiminnalliset rahoituslaitokset ovat tärkeitä muiden alojen osuuskuntien rahoittajia, jolloin finanssivalvontaa tapahtuu myös tätä kautta. Suomessa osuuspankeilla ei ole tällaista roolia.

Rahoitusrakenne kytkeytyy läheisesti rahoitusmarkkinoiden luonteeseen. Rahoitusmarkkinoiden luonteen lisäksi yrityksen rahoitusrakenteeseen vaikuttaa, missä muodossa yritystoimintaa harjoitetaan.⁵ Osuuskunnilla osakeyhtiön osakepääomaan verrattavissa oleva oma pääoma eli osuuspääoma poikkeaa osakepääomasta esimerkiksi siinä, että

- osuuspääoman koko vaihtelee (se ei siis ole samalla tavalla kiinteää kuin osakepääoma osakeyhtiöissä)
- osuuspääomaa kartutetaan joko käytön suhteessa tai siten, että kukin jäsen sijoittaa saman summan (kukin jäsen ei siis sijoita oman riskiprofilinsa mukaan kuten osakeyhtiöissä)
- osuuspääomasijoitus ei ole vapaasti siirrettävissä (myytävissä) toiselle henkilölle kuten osakesijoitus - tosin Suomessa osuuspääoma on rajoitetussa mielessä "myytävissä", koska osuuskunnat palauttavat osuuspääoman jäsenelle tämän erotessa osuuskunnasta
- toisin kuin osakesijoitusten kohdalla osuuspääomasijoituksen arvo ei määräydy markkinoilla tulevien tuottojen nykyarvon mukaan (osuuspääoman palautukset tehdään nimellisinä) eikä osuuspääomasijoitus täten heijasta yritykseen tulevien tuotto-odotusten mukana kasautunutta arvonlisäystä. Toisin sanoen, osuustoimintayritykseen kasautunut arvonlisäys ei ole realisoitavissa myymällä henkilökohtainen osuuspääomaosuus vaan realisointi edellyttää osuuskunnan purkamista.

Oman pääoman suhteen osuuskuntien rahoitus-

rakenteessa on kuitenkin tapahtunut muutoksia viime vuosina. Uuden sukupolven osuuskunnat Yhdysvalloissa ovat pyrkineet ratkaisemaan perinteisessä osuuskunnassa esiintyvän, oman pääoman luonteeseen kytkeytyvän *kollektiivisen omistuksen ongelman*⁶ ottamalla käyttöön suljetun jäsenyyden ohella siirrettävät ja arvossaan muuttuvat pääomasijoitukset. Lisäksi eräät osuuskunnat ovat osakeyhtiöittäneet toimintaansa - joko kokonaan tai osittain.

Koska perinteisillä osuuskunnilla ei ole julki - sen kaupankäynnin kohteena olevaa osaketta, niiltä puuttuu myös osakkeeseen kytkeytyvät yrityksen valvontamekanismit. Eräs tällainen on Yhdysvalloissa 1980-luvulla keskeiseen rooliin noussut *yritysvaltaus*. Koska varsinkin nk. vihamieliset yritysvaltaukset johtivat yleisesti yritysjohdon vaihtamiseen, voidaan tässä yhteydessä puhua myös yritysjohdon markkinoista. Osuuskuntaa ei ole mahdollista vallata hankkimalla osakemarkkinoilta osake-enemmistö ja vaihtamalla tämän jälkeen yritysjohto. Yritysvaltauksiin liittyy myös monia ongelmallisia piirteitä kuten vähemmistöomistajien suoja. Tämän vuoksi yritysvaltaukset on nykyään esimerkiksi Yhdysvalloissa tehty lainsäädännöllä hyvin vaikeiksi toteuttaa, mikä vähentää niiden merkitystä valvonnan toteuttajana noteerattujen osakeyhtiöittenkin kohdalla. Osuuskunnissa yritysvaltauksen uhkan puuttuminen koetaan pikemminkin positiiviseksi piirteeksi, koska se suojelee osuuskunnan alkuperäistä tavoitetta olla jäseniään palveleva yritys.

Yritysvaltausmekanismi tuskin myöskään toimii yhtiöitettyjen ja pörssissä noteerattujen osuuskuntaomisteisten yritysten kohdalla, koska osuuskunta pitää hallussaan osakkeiden (äänivallan) enemmistöä. Tässä kohdassa osuuskunnilla ja niiden osakeyhtiömuotoisilla tytäryhtiöillä on läheiset yhtymäkohdat perheyhtiöihin.

Oman pääoman - osake- tai osuuspääoman ja pidätettyjen voittovarojen - lisäksi yritykset voivat rahoittaa toimintaansa vieraalla pääomalla eli lainalla. Viime aikoina *lainarahoituksen merkitystä yritysjohdon kontrolloijana on korostettu*: laina- taakka sitoo yritysjohdon käsiä ja pakottaa yritysjohdon toimimaan tehokkaasti, koska sen täytyy

⁵ Myös muilla seikoilla, kuten eri rahoitusinstrumenttien verotuskohtelulla, on merkitystä.

⁶ Kollektiivisen omistuksen ongelma tarkoittaa tässä, että jäsen ei osuuskunnasta erotessaan pysty realisoimaan pidätetyn tuloksen avulla osuuskuntaan muodostunutta omaisuutta tai ylipäättään yrityksen arvonnousua. Tällöin ongelmaksi voi muodostua se, että jäsen ei koe yritystä täysin omakseen ja voi pyrkiä joissakin tilanteissa hyötymään yrityksestä muiden jäsenten kustannuksella

säännöllisin väliajoin kyetä huolehtimaan lainapä-
oman koroista ja lyhennyksistä. Vapaata kassavirtaa
jää siis vähemmän yritysjohton käytettäväksi.
Velan kontrolloiva vaikutus liittyy ensinnäkin sii-
hen, että se yleensä myönnetään suhteellisen
lyhyeksi ajaksi (yritysjohton täytyy ponnistella ja
etsiä tuottoisimmat toimintatavat kyetäkseen hu-
lehtimaan lyhennyksistä). Toiseksi, jos yritys ei
kykene vastamaan veloistaan, lainanantajalla on
oikeus hakea yritys konkurssiin ja realisoida vakuu-
det. Vaikka rahoittajat ovatkin eräs yritysjohton val-
voja, se ei tietenkään tarkoita sitä, että yrityksen
kannattaa tehokkaan valvonnan nimissä ylivelkaan-
tua tai että valvontanäkökulmalla olisi vaikutusta
yrityksen rahoitusrakenteeseen.

Osuuskunnilla (ja perheyhtiöillä) on kapeam-
man omistajapohjansa johdosta rajoitetummat
mahdollisuudet kerätä omaa pääomaa, koska oma
pääoma on kerättävä jäsenistöltä (tai perheeltä)
kaikkien osakemarkkinoilla toimijoiden sijasta.
Tämä pyrkii voimistamaan velkarahoituksen paino-
arvoa osuuskunnissa. Velkaan liittyy kuitenkin kon-
kurssiriski ja ehkä siksi suhdannevaihteluille altti-
ina olevilla ja merkittäviä investointeja vaativilla
aloilla - kuten metsäteollisuudessa - osuuskunnat
ovat riskinjakosyistä pikemminkin turvautuneet
organisaatorakenteensa uudistamiseen (osakeyhtiö-
muotoisiin tytäryhtiöihin ja pörssinoteerauk-
seen) kuin velkarahoitukseen. Velkarahoituksen
roolia ja määrää pohdittaessa on siis tasapainotet-
tava velan kannustinvaikutukset ja toisaalta vel-
kaan kytkeytyvä riski menettää takaisinmaksuky-
vyn heiketessä yritystä koskeva päätösvalta velko-
jille. On huomattava kuitenkin, että oman ja vie-
raan pääoman suhteeseen ei ole olemassa yhtä
ainoa oikeaa ratkaisua.

Monet osuuskunnat ovat kasvaneet suuryrityk-
siksi, jotka joutuvat yhä suuremmissa määrin kysy-
mään itseltään, mistä ne saavat tarvittavan kasvu-
pääoman itselleen. Yrityssostot ovat yleinen tapa
kasvaa ja niiden rahoittamisessa omien osakkeiden
merkitys on keskeinen. Lisäksi kasvualoilla osakesi-
donnaiset kannustimet toimivat sekä rekrytointi-
keinona että yritysjohton ohjausmekanismina.
Kunkin osuustoiminnallisen yrityksen täytyy poh-
tia omaa tavoitteenasetteluaan - missä määrin pai-
notetaan pääoman mahdollisimman tehokasta

käyttöä ja missä määrin esimerkiksi jatkuvuutta ja
turvallisuutta⁷ - ja sitä, mikä on osakemarkkinain-
formaation merkitys tavoitteiden saavuttamisen
kannalta - onko pääoman tehokas käyttö esimer-
kiksi turvattavissa muilla keinoin kuin pääoma-
markkinoilta tulevan paineen kautta.

Omistuksen luonne

Omistusrakenne viittaa siihen, keitä yrityksen
omistajat ovat ja kuinka hajaantunutta yrityksen
omistus on. Eroja omistusrakenteessa on sekä mait-
tain että yritystyypeittäin. Yhdysvalloissa julkisesti
noteeratut osakeyhtiöt ovat hyvinkin hajautunees-
ti omistettuja kun taas Euroopassa (ja mm.
Japanissa) omistus on perinteisesti ollut keskitty-
neempää (pankit ja perheet ovat olleet isoja osak-
keenomistajia). Lisäksi yritysten väliset ris-
tiinomistukset ovat olleet Euroopassa yleisiä.
Amerikkalaisen ja eurooppalaisen omistusraken-
teen eroja selittää osaltaan ne lainsäädännölliset
rajoitteet, joita Yhdysvalloissa on asetettu pank-
kien, vakuutuslaitosten ja muiden vastaavien insti-
tutionaalisten sijoittajien omistukselle yrityksissä.

Osuuskunta muistuttaa omistusrakenteeltaan
hajautetusti omistettua osakeyhtiötä. Yhtäläisyys
johtuu siitä, että osuuskunnan kansanvaltainen
päättökentekotapa estää omistuskeskittymien syn-
nyn. Tällä on kahdenlaisia seurauksia. Toisaalta
osuuskuntaan ei synny päätösvalan keskittymises-
tä johtuvia jännitteitä enemmistö- ja vähemmistö-
omistajien välille. Osuuskunnan jäsenomistajat
pystyvät siis paremmin varmistumaan, että osuus-
kuntaa johdetaan yleisen omistajaintressin mukai-
sesti eikä vain yhden suuren omistajan etua ajaen.
*Toisaalta omistuksen hajaantunut luonne voi
heikentää yksittäisen jäsenomistajan halua val-
voa yritysjohton toimintaa*, koska valvonnan
hyödyt jakaantuvat kaikkien omistajien kesken.

Osuuskunnilta puuttuu siis isojen
(osakkeen)omistajien harjoittama yritysjohton
kontrolli. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että jäsen-
valvonta olisi osuuskunnissa olematonta. Monet
osuuskunnat ovat jäsenomistajilleen suoria oman
elinkeinon jatkeita, mikä tarjoaa jäsenistölle hyvät
valmiudet ja kannustimet olla läheisesti kiinnostu-
neita yrityksen toiminnasta. Myös osuuskuntien

⁷ Ratkaisevaa on, missä määrin nämä tavoitteet (tehokas pääoma - jatkuvuus) ovat toisiaan poissulkevia. Toisin sanoen, missä määrin toiseen pyrkiminen vaikeuttaa toisen saavuttamista.

monesti paikallinen luonne tehostaa jäsenvalvonnan toimivuutta.

Osuuskunnissa omistajuus on lisäksi "kasvollista", koska se kytkeytyy osuuskunnan jäsenyyteen ja käyttöön. Noteeratuissa osakeyhtiöissä osakkeisiin liittyviä kontrollioikeuksia - myymistä ja äänivaltaa - käytetään nimettöminä markkinoiden kautta. Osuuskunnissa sekä äänivalta että myymistä lähinnä vastaava kontrollioikeus eli osuuskunnasta eroamisen⁸ ovat molemmat jäsenien käsissä. Koska yksittäisen jäsenen äänivalta on rajoitettu yleensä yhteen ääneen ja muutenkin jäsenistö on hajaantunutta, kasvullisuudella ei välttämättä yritysjohdon kontrollin näkökulmasta ole käytännössä merkitystä.

Omistajuuden kytkeytyminen samanaikaiseen asiakas- ja liikesuhteeseen voi toimia yritysjohdon valvonnan voimatekijänä osuuskunnissa. Jäsenomistajat ovat jatkuvasti, jopa päivittäin tekemisissä osuustoiminnallisen yrityksen kanssa. *Omistajuus on osuuskunnissa myös yleensä pitkäaikaista, monesti elinikäistä.* Nämä molemmat tekijät sitouttavat jäseniä osuuskunnan pitkäjänteiseen kehittämiseen. Toisaalta päätöksen (äänivallan) irrottaminen rahoituksesta ja rahoitus- ja tuloksenjakotapojen kytkeminen osuuskunnan käyttöön korostaa asiakassuhdetta ja hämärtää omistajuuden roolia. Osuuskuntien yritysjohdolla ei ole julkisesti noteeratun osakeyhtiön kaltaista selkeästi määriteltyä tavoitetta omistajien sijoittaman pääoman tuoton maksimoinnista, mikä voi vaikeuttaa yritysjohdon valvontaa.

Jos osuuskunta on siirtänyt liiketoimintansa osakeyhtiöön, johon on otettu mukaan myös ulkopuolisia sijoittajia, tilanne on jossain määrin toisenlainen. Tällaiset yritykset joutuvat ulkopuolisia omistajia ottaneiden perheyhtiöiden tavoin *tasapainottelemaan eri omistajaryhmien välillä.* Yhden suuren enemmistöomistajan olemassaolo voi herättää vähemmistöomistajien keskuudessa huolta siitä, mitkä ovat yritystoiminnan tavoitteet. Erityisesti tilanteissa, joissa enemmistöomistajana oleva osuuskunta tai sen jäsenet ovat myös raaka-aineen toimittaja yritykselle, täytyy yhtiötetyn ja pörssinoteeratun yrityksen korostetusti kiinnittää huomiota toimintansa läpinäkyvyy-

teen ja siihen, missä muodossa yritys pyrkii hyödyttämään eri omistajaryhmiään, jotta mahdolliset negatiiviset heijastusvaikutukset osakekurssiin välittäisiin. Tuloksenjaon omistajille tulisi tapahtua nimenomaan voittoina eikä raaka-aineen hintoina.

Omistusrakenteet ja osuuskuntien strategiat

Kansainvälistyminen yhdenmukaistaa myös omistusohjauksen mekanismeja. Tästä huolimatta eri tilanteissa ja eri toimialoilla omistusrakenteet ja myös omistajaohjauksen tavat voivat vaihdella. Yritys tarvitsee menestyäkseen oikeanlaiset omistajat ja omistusrakenteet. *Omistusrakenteiden ja yrityksen toimialan ja strategioiden on sovittava yhteen.* On tullut tavaksi sanoa, että yrityksellä voi olla vääränlaiset omistajat, mutta luonnollisempaa on kuitenkin, että yritys toimii omistusrakenteisiinsa nähden väärillä aloilla. Esimerkiksi Suomessa maataloustarvikekaupassa toiminut Hankkija-Novera ilmiselvästikin laajeni omistuspohjaansa ja omistajien osaamisalueisiin nähden väärälle toimialalle lähtiessään voimakastahtoisena ja kasvua korostavan toimitusjohtajan aikana rakennuslalle. Omistajien mahdollisuudet ja resurssit eivät olleet tasapainossa yrityksen strategioiden kanssa eikä heikko omistajaohjaus pystynyt tekemään muutosta.

Historian saatossa osuuskunnat ovat usein kasvaneet ja luoneet kilpailustrategioita, jotka eivät enää sovi yhteen omistusrakenteiden kanssa. Omistajat ovat usein varsin hitaita luopumaan liiketoiminnoista. Toisaalta yritysjohdon tavoitteet muuttaa omistusrakenteita saattavat olla ristiriidassa omistajien näkemysten ja etujen kanssa.⁹ *Juuri osuustoiminnallisessa yrittämisessä, jossa omistuspohja on erityisen kiinteä, liiketoimintastrategioiden ja omistusrakenteiden yhteensopivuuden tarkkailu on tärkeää.* Osuuskunnan hallinnon tulee arvioida mitkä ovat tärkeimmät alueet jäsenten liiketoimintasuhteeseen perustuvan jäsenyyden kannalta. Tärkeimpien resurssien osalta kontrollin säilyttämisellä voi olla erityinen merkitys, mutta sen sijaan voi olla tarkoituksenmukaista

⁸ Osuuskunnasta eroamisen tai asiakassuhteen katkaisemisen tehokkuus johdon kontrollivälineenä riippuu pitkälti siitä, mitä muita vaihtoehtoja jäsenelle on tarjolla markkinoilla: mistä muualta jäsen voi esimerkiksi ostaa ruokansa tai minne muualle jäsen voi myydä tuottamansa raaka-aineen. Eroamisen ja asiakassuhteen lopettamisen tehokkuutta kontrollikeinoina voi myös rajoittaa niiden käytölle asetetut esteet ja rajoitteet - esimerkiksi eroamisaikaa koskevat määräykset.

⁹ Esimerkiksi keskinäisen henkivakuutusyhtiö Suomen tapaus, jossa yhtiön vakuutukset ja varallisuus suunniteltiin siirrettävän Henki-Pohjolle siten, että Suomen omistaville vakuutuksenottajille olisi maksettu vain pieni nimellinen korvaus.

järjestellä uudelleen muita vähemmän tärkeitä toimintoja tai karsia rönsyjä. Eräs ajankohtainen omistusrakenteita koskeva ongelma on osuuskuntien kansainvälistyminen. Monet osuuskunnat ovat laajentuneet yritysostoin ulkomaille. Kansainvälistyminen lisää riskiä, jolloin jäsenomistajien olisi pystyttävä selvästi näkemään mikä on vastaava lisätuotto jäsenille.

Joskus toimialan dynamiikan muutos pitkällä aikavälillä voi vähitellen tehdä uudenlaiset omistusrakenteet välttämättömiksi. Usein on kysymys siitä vaatiiko toimiala sellaista yrityskokoa tai kasvunopeutta tai resursseja vaikkapa tuotemerkkien luomiseen, johon osuuskuntataustaisella yrityksellä ei ole mahdollisuutta esim. pääoman pienouden takia tai se tulee olennaisesti kalliimmaksi kuin kilpailijoilla. Tällöin voi olla omistajien pitkän aikavälin edun mukaista luopua suuremmassa määrin omistussosuudesta ja samalla myös ohjaus ja valvontamahdollisuudesta tai -vallastaan, varsinkin jos toimialan markkinat toimivat siten, että jäsenet eivät tarvitse omaa yritystä esimerkiksi markkinoille pääsyn varmistamiseksi. Ratkaisun tuloksena vastaavasti markkinoiden kautta tulevan ulkoisen valvonnan merkitys kasvaa. Vastaavasti osuuskunnasta tai sen jäsenistä tulee vähemmistöomistajia, joskin todennäköisesti yritykseen sitoutuneita.

Sisäinen hallinto

Kuinka laaja ja moniportainen hallintorakenne?

Suomalaisten suurosuuskuntien hallinto on *yleensä kaksiportainen muodostuen hallintoneuvostosta¹⁰ ja hallituksesta tai kolmiportainen*, jolloin osuuskunnan kokouksen sijasta yleistä omistajavaltaa käyttää jäsenten valitsema edustajisto. Jäsenmäärältään hallintoelimiä voi luonnehtia pikemminkin laajoiksi kuin suppeiksi.

Hallintoneuvostojen asemasta on viime vuosina keskusteltu monella taholla. Jotkut suomalaiset ei-osuustoiminnalliset suuryritykset ovat luopuneet hallintoneuvostosta ja siirtyneet anglo-amerikkalai-

seen malliin, jossa on vain hallitus. Tämä malli korostaa hallituksen vastuuta ja perehtymistä yrityksen toimialaan ja toimintaan. Samalla hallitus-työskentelyn vaatima aika ja myös siitä vastineeksi saatavat palkkiot ovat kasvaneet.

Samaan aikaan ns. sisäiset hallitukset, joissa istuu yrityksen johto, ovat käyneet harvinaisemmiksi. Usein on jopa luovuttu asetelmasta, jossa hallituksessa on edustettuna yrityksen toimiva johto ja jossa suurelle hallintoneuvostolle jää varsinaisen ohjaus ja valvonta. Kun hallintoneuvostosta on luovuttu, omistajat ovat edustettuna hallituksen kautta.

Sisäistä hallitusta käytettäessä ongelmaksi muodostuu hyvin vahva johdon ja erityisesti toimitusjohtajan asema. Toimitusjohtajan alaisina toimivien muiden johtajien asema hallituksen jäsenenä on epäitsenäinen ja hallituksen sisälle muodostuu helposti keskinäisiä intressiristiriitoja. Tilanne, jossa toimiva johto on vastuussa alaisistaan koostuvalle elimelle, tuskin ruokkii johdon toimia kyseenalaistavaa ilmapiiriä. Tästä syystä yleinen mielipide on mennyt siihen suuntaan, ettei yrityksen toimitusjohtajalla olisi kaksoisroolia toisaalta toimitusjohtajana (valvottavana) ja toisaalta hallituksen puheenjohtajana (valvojana).¹¹

Sisäisen hallituksen tapauksessa valvontavaltaa käyttää muodollisesti hallintoneuvosto. Harvoin kokoontuva hallintoneuvosto joutuu toimimaan johdolta saatavan informaation varassa eikä yksittäisillä hallintoneuvoston jäsenillä ole usein ammattitaitoa eikä aikaa paneutua syvällisesti asioihin. Ratkaisuna on käytetty pienempiä työryhmiä. Hallintoneuvoston työvaliokunnan ongelmana voi olla vastuukysymykset, joita ei voi delegoida työryhmille.

Puhtaan sisäisen hallituksen lisäksi on käytössä myös *sekahallituksia*, joissa on sekä toimivaa johtoa että ulkopuolisia, osuuskunnissa yleensä jäsenedustajia. Toimivasta johdosta hallituksessa on usein jäsenenä toimitusjohtaja. Joissakin osuuskunnissa toimitusjohtaja toimii hallituksen puheenjohtajana.¹² Osuuskunnissa tätä asetelmaa ei ole koettu ongelmalliseksi, mutta yleinen suuntaus on

¹⁰ Osuuskuntalaki ei edellytä hallintoneuvoston asettamista. Siitä voidaan määrätä osuuskunnan säännöissä. Sen sijaan osuuspankkilaissa ja pankkilaissa on määräys hallintoneuvostosta ja myös listaus sen tehtävistä.

¹¹ Hallituksenhan pitäisi tarvittaessa pystyä erottamaan toimitusjohtaja - kuinka tämä onnistuu, jos toimitusjohtaja on hallituksen puheenjohtaja? Hallituksen sisäisiä ristiriitoja voi luonnollisesti syntyä myös ulkopuolisista koostuvassa hallituksessa, mutta niihin ei siellä liity esimies-alainen -asetelmaa.

¹² Suomessa ainakin osuuskaupoissa, joissa saattaa olla osuuskunnan säännöissä määräys siitä, että hallituksen puheenjohtaja on toimitusjohtaja.

selvästi pois toimitusjohtajan puheenjohtajuudesta. Myös pelkkään toimitusjohtajan jäsenyyteen on alettu suhtautua aiempaa kriittisemmin, vaikka se onkin verrattain yleistä sekä Suomessa että monissa muissakin maissa. Käytännössä toimitusjohtaja joka tapauksessa osallistuu hallitusten kokouksiin, vaikka ei olekaan hallituksen jäsen, joten informaation saannin tms. vuoksi toimitusjohtajan jäsenyys ei ole tarpeellista.

Useissa osuuskunnissa on käytössä malli, jossa on sekä jäsenistön edustajista koottu hallintoneuvosto että jäsenomistajien ja toimitusjohtajan muodostama sekahallitus. Omistajat ovat siis edustettuina kahdessa portaassa. Tällainen moniportainen malli voi olla perusteltu silloin, jos omistajat ovat hyvin erilaisia ja tarvitaan foorumia, jossa yhteinen tahdonmuodostus aivan keskeisimmistä strategisista kysymyksistä tapahtuu. Usein osuuskunnissa on tällainen tilanne, jossa hallintoneuvosto edustaa koko laajaa jäsenkenttää ja sen ääntä. Tosin on esitetty, että sidosryhmäsuhteet voidaan hoitaa epävirallisten neuvottelukuntien kautta. Osuuskunnissa voi olla kuitenkin luontevaa nähdä hallintoneuvosto jäsenomistajien yhteistyöelimenä, joka ottaa kantaa ja päättää kaikkein kauaskantoisimmat kysymykset ja samalla sitouttaa laajan omistajakentän päätöksiin. Osuuskunnan demokraattinen perusluonne edellyttää jäsenkommunikaatiota. Jäsenten sitouttaminen ja siihen liittyvä informaation jako ja keskustelu ovat edellytyksiä nopealle muodolliselle päätöksenteolle, joka osuuskunnissa usein on ongelma. Osuuskunta tarvitsee tähän työhön verkoston. Muodolliset hallintoelimet kuten hallintoneuvostot ovat osa tätä verkostoa.

Käytännössä on tällöin punnittava se, missä määrin suppeampi, mutta asiat syvällisemmin tunteva hallitus pystyy toteuttamaan samaa jäsenten sitouttamistehtävää kuin laajempi, mutta vähemmän syvällisesti toimialan ja yrityksen tilanteen sekä päätösten taustat ja perustelut tunteva hallintoneuvosto. Suuressa osuuskunnassa jäsenkommunikaation kustannukset voivat muodostua merkittäviksi ja on tärkeää harkita millaisia kustannuksia ja hyötyjä liittyy erilaisiin tapoihin hoitaa asia.

Moniportaisen hallinnon toiminnan varmistamiseksi on tarpeen tietää tällaisen hallinnon vaarat tai sudenkuopat. Tärkeä perusasia on eri elimien välinen työnjako ja vastuu eli ensinnäkin hallituksen ja toimivan johdon välinen työnjako ja toiseksi hallituksen ja hallintoneuvoston työnjako. Kaikkien elinten on pystyttävä

tuomaan oma positiivinen lisänsä yrityksen kehittämiseen. Lisäksi eri elimissä mukana olevien edustajien on pidettävä kirikkaana mielessä mikä on oma rooli. Hallituksen on lähdettävä omistajakunnan kokonaisedusta eikä yksittäisten jäsenten taustaryhmien eduista.

Osuuskuntien hallintoneuvostojen tarpeellisuutta ei ole kovinkaan usein asetettu kyseenalaiseksi. Tuottajaosuustoiminnan kohdalla hallintoneuvostoa voi pitää jäsenistön edustajana ainakin siinä mielessä, että jäsenet ovat osuuskunnan käyttäjiä. Kuluttajaosuustoiminnan puolella kysymys siitä kenen hallintoneuvostossa pitäisi olla ja ketä edustamassa, ei ole yhtä yksinkertainen kuin tuottajien osuustoiminnassa. On osuuskuntia, joissa hallintoneuvostopaikat on jaettu esimerkiksi puoluepoliittisin perustein. Puoluepoliittiset valintaperusteet eivät tee yksittäisistä hallintoneuvostojen jäsenistä mitenkään kykenemättömiä tai jääviä edustaman omistajaintressiä, mutta tällaisissa tilanteissa syntyy helposti ns. sivuintressejä, jotka eivät ole aina ristiriidattomia omistajaintressin kanssa.

Lopuksi on hyvä muistaa, että *mikään organisaation rakenne ei automaattisesti takaa hyvää omistajaohjausta.* Osuuskuntamuoto ei myöskään tee kaikista osuuskunnista niin samanlaisia, että niillä olisi perusteltua olla täsmälleen samanlainen omistajaohjausjärjestelmä. Toimintaympäristö vaihtelee toimialoittain hyvin paljon. Samoin jäsenten suhde osuuskuntaan voi vaihdella. Tuottajaosuuskunnissa suhde on hyvin kiinteä jatkuvan liikesuhteen takia, kuluttajain osuuskunnissa liikesuhde voi olla löysä tai satunnainen. Käytäntö on osoittanut, että samallakin toimialalla voi menestyä hyvin erilaisilla omistajaohjausjärjestelmillä. Yksittäisten hallintoelinten tehtävät ja työskentelytavat muovautuvat tapauskohtaisesti.

Kuka hallintoelimiin ja ketä edustamaan?

Osuuskunnan hallinnossa peruskysymyksiä ovat *kuinka järjestää hallintoelinten ja etenkin hallituksen työskentely tehokkaaksi ja millaista lisäarvoa hallinto yritykselle tuottaa?* Osuuskunnassa tähän liittyy tavanomaisten, missä tahansa yrityksessä tavattavien kysymysten lisäksi ainakin seuraavat erikoiskysymykset:

Luottamushenkilö on usein tunneperäisesti sitoutunut yritykseensä, hänellä on yleensä liikesuhde osuuskuntaan ja hänellä voi olla erilaisia henkilökohtaisia tavoitteita osuuskunnan suun-

taan. Osuuskunta saattaa olla vaikkapa paikkakunnalla tärkeä työllistäjä. Jäsenluottamushenkilö ei ole neutraali ulkopuolinen arvioitsija. Ihannetauksessa kaikkien osuuskunnan jäsenten edut ovat yhtenevät, mikä pienentää luottamushenkilöiden henkilökohtaisten tavoitteiden merkitystä.¹³

Luottamushenkilöiden, etenkin hallituksessa mukana olevien päätöksenteossa, on aina sivujuonteena kysymys siitä, *kenen näkökulmaa pidetään etualalla ja miten eri intressejä painotetaan*: missä määrin keskitytään vain yrityksen etujen ja jatkuvuuden turvaamiseen ja missä määrin mukaan tuodaan muita tekijöitä kuten erilaisten jäsenryhmien kunkin hetkisiä tarpeita. Osuuskunnissa on lisäksi *"kirjoittamattomia" sääntöjä mm. siitä millä perusteilla luottamustoimijoita valitaan (tyypillisesti esimerkiksi alueellisuus)* tai yritysjärjestelyiden tms. tuloksena valinnassa joudutaan takaamaan joskus eri tahojen edustus hallintoelimityksissä.

Osuuskunnassa voi siten olla taipumus valvoa voimakkaasti omien taustatahojen intressejä. On tärkeää tiedostaa tämä osuuskunnille tyypillinen piirre, koska *osuuskunnan hallitus voi muodostua pikemminkin edunvalvontaelimeksi kuin yritystoiminnan kehitys- ja johtamiseksi*, joka pahimmillaan voi estää yrityksen menestyksen kannalta tärkeiden päätösten teon.

Osuuskunnassa luottamushenkilöt eivät normaalityypisessä vaikeudessa voi pelkistää tehtävänsä sijoituksen arvon, tuoton ja likviditeetin valvonnaksi, kuten puhdas sijoittajaomistaja pörssiyrityksessä saattaa tehdä. Myös osuuskunnassa luottamushenkilöiden on asetettava vastaavat tavoitteet ja arvioitava tuloksia suhteessa tavoitteisiinsa. Jotta seuranta olisi mahdollista tavoitteiden on oltava mitattavia ja etukäteen on sovittava selkeät ja objektiiviset mittarit.

Onko hallituksen jäsen hyvä olla monessa mukana?

Suuryritysten hallinto on monissa maissa kulkenut siihen suuntaan, että hallituksen jäsenyys tai ainakin puheenjohtajuus on päätoimista. Tehokkaasta

hallitustyöskentelystä keskusteltaessa on riittävien ajallisten resurssien turvaamiseksi annettu suosituksia siitä, kuinka monta paikkaa eri yritysten hallituksissa yhdellä ja samalla henkilöllä saisi maksimissaan olla. Huomiota on myös kiinnitetty ristikkäisiin hallitusten jäsenyyksiin: riippuvuuksiin, joita syntyy tilanteissa, joissa kahden yrityksen ylimmän johdon edustajat istuvat toistensa hallituksissa ja pahimmillaan päättävät toistensa palkoista. Hallituksen riippumattomuuden takaaminen edellyttää tällaisten ristikkäisten jäsenyyksien karsimista. *Hallituksen jäsenillä ei tulisi olla intressikonflikteja ja sen vuoksi he eivät saisi toimia kilpailevien yritysten tai asiakasyritysten hallituksissa.*

Kriittiseen tarkasteluun on myös joutunut itse hallitusten jäsenten valintaprosessi. Huolenaiheena on ollut, miten taata se, että hallitus edustaa nimenomaan omistajaetua suhteessa johtoon, jos yrityksen toimitusjohtajalla on käytännössä hyvin suuri rooli hallituksen jäsenien nimitysprosessissa omistajien oman roolin jäädessä minimiin. Tästä syystä voi erityinen hallituksen ulkopuolisista jäsenistä koottu nimittämistoimikunta olla perusteltu.

Jäsenistön ulkopuoliset hallituksen jäsenet

Lukuisissa 1990-luvulla ilmestyneissä hyvää hallitustyöskentelyä käsitelleissä mietinnöissä on korostettu sitä, että ulkopuolisten, ei-yrityksen palveluksessa olevien jäsenten lukumäärää pitäisi lisätä yritysten hallituksissa. Vaikka yrityksen toimiva johto onkin se taho, joka yleensä on parhaiten perillä yrityksen asioista, on hallituksen koostumista pääasiassa riippumattomista jäsenistä korostettu yritysjohtoon vastuullisuuden turvaamiseksi.

Viime aikoina on osuuskunnissa yleistynyt *keskustelu jäsenistön ulkopuolelta tulevien henkilöiden valitsemisesta hallintoon* ja muutamassa osuuskuntataustaisessa yrityksessä on ulkopuolisia jäseniä valittukin.¹⁴ Erittäin kilpailluilla sektoreilla toimivat suuret osuustoiminnalliset yritykset ovat omaksuneet organisaatioirakenteita (osakeyhtiöt-

¹³ Hansman (Osuustoiminnalliset yritykset käytännössä ja teoriassa, Kansantaloudellinen Aikakauskirja 3/99) tuo esiin, että juuri tämän vuoksi osuuskunnat ovatkin käytännössä usein keskittyneet vain suppeaan liiketoiminta-alueeseen.

¹⁴ Suomessa holdingosuuksien omistamalla osakeyhtiömuotoisella HK Ruokatalolla on ulkopuolinen hallituksen jäsen. Metsäliiton (emo-osuuskunnan) hallitus on omistajienemmistöinen (6 omistajan edustajaa, toimitusjohtaja ja yksi ulkopuolinen allianssiosuuskunnan perusteella), mutta osakeyhtiömuotoisen, pörssinoteeratun Metsä Serlan hallituksessa on sekä omistajaedustajia että ulkopuolisia. Hollantilaisissa osuuskunnissa on usein 2-3 ulkopuolista jäsentä. USA:ssa kaikkein suurimmissa osuuskunnissa on ulkopuolisia jäseniä. Suurimpien suomalaisten osuuskuntien hallintorakenteista ks. liite 4.

täminen), jotka löysentävät ulkopuolisen asiantuntemuksen käyttöön perinteisissä osuuskunnissa mahdollisesti liittyviä esteitä. Osuuskunnissa, jotka käyttävät jäsenistön ulkopuolisia henkilöitä, ulkopuolisten lukumäärä on yleensä rajoitettu 1-3 henkilöön.

Ulkopuolisten henkilöiden tulosta hallitukseen ei ole olemassa mitään yhtenäistä näkemystä, vaikka se onkin yleistynyt. Osuuskunnissa jäsenistön ulkopuolisten luottamushenkilöiden mukaan ottamiseen on suhtauduttu hyvin varovaisesti kaikkialla maailmassa. Maatalouden tuottajaosuuskunnissa vaaditaan usein luottamushenkilöiltä jopa aktiivista maatalouden harjoittamista, sillä osuuskunnan jäsenenä ollaan vain harjoitettaessa viljelyä. Suurissa osuuskunnissa luottamustehtävät vaativat paljon perehtymistä ja ajankäyttöä, mikä voi muodostua rajoittavaksi tekijäksi etsittäessä luottamushenkilöitä.

On kuitenkin yhä enemmän ihmisiä, jotka korostavat nimenomaan hallitusten jäsenten ammattitaidon ja riippumattomuuden merkitystä. Onnistunut valinta merkitsee sitä, että *jäsenistön ulkopuoliset henkilöt voivat täydentää omalla osaamisellaan hallituksen osaamista*. Ulkopuoliset jäsenet voivat tuoda hallitukseen joko tarvittavaa erityisosaamista tai riippumattomuutta. Tyypillisesti ulkopuolisilla henkilöillä on kokemusta yleisjohtajuudesta tai heillä voi olla esimerkiksi kokemusta yrityksen kansainvälistymisprosessista.

Hallituksen ulkopuolisiinkin jäseniin liittyy omat ongelmansa. Kuka esimerkiksi opastaa heidät tehtäviinsä? Lisäksi ulkopuolisten jäsenien kyvykkyyttä sitoutua ja täysin sisäistää omistajaetu voi perustellusti epäillä.¹⁵

Osuuskunnille on edelleen tyypillistä vahva jäsenedustus hallintoelimissä. Tämän voi ajatella antavan hallituksen (tai hallintoneuvoston) jäsenille vahvat kannustimet valvoa yritysjohtoa, koska hallituksen jäsenet ovat itsekin jäsenomistajia. Osuuskuntien kohdalla omistajuuden roolia kuitenkin hämärtää omistajuuden kytkeytyminen liikesuhteeseen ja tuloksenjaon tapahtuminen keskeisesti osuuskunnan palvelujen käytön suhteessa.

Tämä pyrkii korostamaan asiakkaan näkökulmaa. Tästä syystä *tavoitteiden asettaminen ja omista jatahdon muodostuminen on osuuskunnissa monimutkaisempi prosessi kuin julkisesti noteeratussa osakeyhtiössä, mistä syystä siihen olisi kiinnitettävä erityisesti huomiota*.

Nojautuminen jäsenedustukseen yrityksen valvonnassa toimii parhaiten, kun osuuskunta on hyvin lähellä jäsenomistajiaan esimerkiksi siten, että se on paikallinen ja edustaa jäsenille suoraa oman elinkeinon jatketta. Tällöin jäsenten intressit ovat yhteneväiset ja heillä on aito kiinnostus kehittää yritystä. Ulkopuolisten jäsenten käyttöä puoltaa se, että mitä suuremmaksi ja monialaisemmaksi osuuskunta kehittyy, sitä vähäisemmäksi jäsenomistajien oma asiantuntemus voi osoittautua yritystoiminnan kehittämisen ja valvonnan kannalta.

Kuka hallituksen puheenjohtajaksi?

Hallituksen kokoonpanoa ratkaistaessa *osuuskunnan jäsenten olisi pantava erityisesti painoa hallituksen puheenjohtajan valintaan*. Esimerkiksi Niskakangas, Hirvonen ja Wahlroos¹⁶ esittävät hyvän puheenjohtajan ominaisuuksiksi sen, että hän nauttii laajaa omistajien luottamusta, on riippumaton yrityksestä ja sen johdosta ja lisäksi hänellä on oltava sellaisia henkilökohtaisia ominaisuuksia, että hän voi saavuttaa tarvittavan arvovallan sekä hallituksessa että sen ulkopuolella. Hallituksella ja etenkin sen puheenjohtajalla tulee olla myös osaamiseen ja kokemukseen perustuvaa auktoriteettia suhteessa toimitusjohtajaan. Vaikka hallitusten jäsenten on kohtuudella osattava tulkita yrityksen numerotietoa, ei liiketoiminnan yksityiskohtien hallintaa vaadita. Hallituksella tulee sen sijaan olla resursseja tarvittaessa käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita.

Hallituksen jäseniltä vaadittavia ominaisuuksia ovat mm. seuraavat:

- 1) Viisaus ja laaja-alaisuus
- 2) Kriittisyys, itsenäisyys ja riippumattomuus
- 3) Yhteistyökyky
- 4) Ahkeruus ja ajankäyttö

¹⁵ Asia on ollut runsaasti esillä myös osakeyhtiöiden kohdalla. Yhdysvalloissa on huomattu, että valtaosalla riippumattomista jäsenistä on usein vain pieni, jopa täysin nimellinen osa varallisuudestaan kiinni valvomassaan yrityksessä. Ehkä tästä syystä esimerkiksi Suomessa eräät yritykset (mm. Nokia) ovat päättäneet, että osa hallitusten jäsenien vuosipalkkiosta voidaan maksaa osakkeina. Nokian kohdalla vuosipalkkiosta noin 40 % voidaan maksaa osakkeina (lähde: Pia Järvinen, "Omistajavetoiseen johtamiseen", ETLA, Keskusteluaiheita, No. 701, s. 12). Rajan vetäminen noin 40 prosenttiin liittyynee verotuksellisiin seikkoihin.

¹⁶ Ahti Hirvonen, Heikki Niskakangas ja Juha Wahlroos: Hyvä hallitustyöskentely. WSOY 1997.

5) Erityisosaaminen joltakin osa-alueelta.

Hallituksen jäseniltä ja varsinkin puheenjohtajalta vaaditaan siis kovaa ammattitaitoa ja myös joukko muita henkilökohtaisia ominaisuuksia.

Tehokas hallitustyöskentely

Hallitus on se elin, jonka omistajat valitsevat hoitamaan yritysjohtajan ohjaus- ja valvontatehtävää omasta puolestaan. Hallituksen vaativana tehtävänä on pyrkiä varmistamaan (kaikki asiaan vaikuttavat tekijät laaja-alaisesti huomioiden) omistajien ja palkatun johdon voimatasapainon - vastuullisuuden ja liikkumavapauden - toteutuminen.

Hallituksen tehokkuuteen yritysjohtajan valvojan vaikuttaa keskeisesti se, että omistajat todellakin käyttävät heillä olevaa kontrollioikeutta eli äänivaltaa ja esimerkiksi vaihtavat yrityksen hallituksen tarvittaessa. *Tehokas hallitustyöskentely ei ole itsestään selvyyttä myöskään julkisesti noteeratuissa osakeyhtiöissä.* Monet institutionaaliset sijoittajat ja myös ns. portfoliosijoittajat ovat julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden kohdalla osoittaneet haluttomiksi käyttämään äänivaltaa ja sitoutumaan hallitustyöskentelyyn. Institutionaaliset sijoittajat ovat halunneet säilyttää mahdollisuutensa muuttaa nopeasti sijoitussalkkunsu koostumusta¹⁷ ja luottavat enemmän osakemarkkinoihin ja myymiseen - "jaloilla äänestämiseen" - yritysjohtajan kontrolloijana.

Osuuskunnilta puuttuu markkinoiden kautta tuleva informaatio siitä, millaisena ulkopuoliset sijoittajat ja heidän edustajansa näkevät yrityksen suunnitelmat ja päätökset. Osuuskunnissa hallitusta ja myös hallintoneuvostotyöskentely on tämän vuoksi keskeisin osa ohjaus- ja valvontaprosessia. Osuuskuntien kasvu on tehnyt siitä aikaisempaa vaativamman.

Hallitus ei saa johtaa yritystä arkipäivän tasolla, mutta *sillä on oltava hyvä toimialan tuntemus, tietämys yrityksen strategisesta asemasta ja näkemys kilpailueduista*, jotta se voisi arvioida yrityksen toimintaa ja tehdä päätöksiä. Hallituksen tehtävä on vaatia ja valvoa yritysjohtoa, mutta myös

tukea johtoa tehtävien täyttämässä. Pätevä ja asiantunteva hallitus on tuki toimitusjohtajalle strategisen suunnan antamisessa. Kuten Tauno Haataja on todennut, että yrityksen ohjauksessa ja valvonnassa kysymys ei ole "ketä vastaan" vaan "minkä puolesta".

Selkeä työnjako eri tahojen välillä on välttämätöntä. Sekä osuustoiminnallisten yritysten että osakeyhtiöittenkin on luotava selvät pelisäännöt sille, mitkä asiat kuuluvat hallitukselle (omistajaedustajille) ja mitkä palkatulle johdolle. Hyvän linjauksena on pidetty hallituksen keskittymistä nimenomaan suuriin asioihin.

Rajanveto hallituksen ja yritysjohtajan toimialueiden välillä ei ole helppoa: hallituksen pitäisi toisaalta varmistaa, että yritystä johdetaan tehokkaasti, mutta tämän tavoitteen saavuttamiseksi se ei kuitenkaan saisi liian läheisesti ja yksityiskohtaisesti puuttua käytännön johtamiseen. Niinpä hallituksen toimintakyvyn turvaaminen edellyttääkin riittävää ja ajantasaista tiedonsaantia sekä asioiden hyvää valmistelua. Käytännössä monet strategisetkin päätökset joudutaan tekemään nopeasti. Tämän vuoksi hallituksella ja yritysjohtajalla on oltava jatkuva vuorovaikutussuhde.

Työnjaon ja tiedonsaannin lisäksi hallituksen valvontatehtävän onnistuminen edellyttää useiden muidenkin käytännön kysymysten ratkaisemista. Ratkaistavia kysymyksiä ovat mm. hallituksen koko, kokoonmistaisuus ja hallituksen jäsenien toimikausien pituus.

Hallituksen tehokas työskentely lähtee selkeästä tehtävien määrittelystä. Jo lainsäädäntö asettaa tietyt muodolliset tehtävät.¹⁸ Lyhyimmillään tehtävät voisivat olla seuraavat:

1. Varmistaa, että yritys tuottaa taloudellista lisäarvoa, millä turvataan yrityksen arvonnousu ja jäsenomistajien tuotto.
 2. Huolehtia siitä, että yritys ei ota liian suuria tai vääränlaisia riskejä.
 3. Varmistaa se, että omistajaohjaus sekä johdon ohjaus- ja palkkiojärjestelmät palvelevat omistajaintressin toteutumista.
- Hallituksen *perustehtävä on siis varmistaa,*

¹⁷ Jotkut institutionaaliset sijoittajat tosin harrastavat nk. indeksointia eli pitävät salkussaan kaikkia pörssi-indeksissä mukana olevia osakkeita. Tämä sitoo institutionaalisen sijoittajan kykyä myydä osakkeita ja jättää yritysjohtajan toimintaan tyytymättömälle institutionaaliselle sijoittajalle oikeastaan vain mahdollisuuden käyttää äänivaltaansa. Eri asia on, onko institutionaalisen sijoittajan omistus niin merkittävä, että se kykenee käyttämään todellista sananvaltaa yrityksessä.

¹⁸ Aiheesta ks. esimerkiksi Timonen Pekka: Corporate Governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys, Kauppakaari 2000, (146 s.) Lainsäädännön lisäksi hyvästä hallintotavasta on annettu suosituksia mm. useissa komiteamietinnöissä, ks. liite 1.

että yritys tuottaa omistajilleen riittävästi lisäarvoa ilman ylimitoitettua riskinottoa. Taloudellinen lisäarvo tarkoittaa sitä, että yritykseen sidottu pääoma tuottaa enemmän kuin pääoman kustannus on. Uusi omistajalähtöinen kulttuuri on siis paljon enemmän kuin toimitusjohtajan valinta- tai erottamispäätös, jotka ovat hallitukselle vain eräs keino tarvittaessa toteuttaa tehtäviään. Nykyisessä johtamiskulttuurissa hallitus on aikaisempaa selvemmin vastuussa yrityksen menestymisestä.

Kohdat 1 ja 2 sisältävät myös usein esiintuodut näkökohdat strategioiden päättämisestä. Tällä tehtäväalueella toimintaympäristön perusteellinen tuntemus ja oman yrityksen kilpailuetujen ymmärtäminen sekä hyvä arvostelukyky ovat tarpeen juuri nykyisin, kun suurimmat osuuskunnat ovat kansainvälistyneet. Edelleen, hallituksen on osattava arvioida mahdollisuudet ja kyvyt, ts. yrityksen osaaminen ja resurssit suhteessa yritysostojen tai kansainvälistymisen riskeihin. Hallituksen tehtävä on arvioida ja mitoittaa tällaisiin päätöksiin liittyvät riskit.

Hallituksen käytännön työskentelystä on olemassa useita hyviä oppaita ja koulutusta, minkä vuoksi siihen ei tässä tarkemmin puututa. Tärkeää käytännön työskentelyssä on jäsenelty työskentelytapa. Se lähtee liikkeelle hallituksen työn tavoitteiden määrittelemisestä ja työsuunnitelmasta. Osuuskuntien olisi otettava työohjelmaansa myös hallitustyöskentelyn arviointi ja kehittäminen. Hallitustyöskentelyn tehostamisen keinot ovat

tavanomaisia johtoryhmän työn kehittämiskeinoja. Näitä ovat mm. valmennus valinnan jälkeen, koulutus tehtävissä, palautteen antaminen ja saaminen, ryhmätyövalmiuksien parantaminen jne. Aloitteenteko hallitustyöskentelyn arvioinnin järjestämisessä kuuluu lähinnä puheenjohtajille. Opastusta siihen, kuinka arviointia ja kehittämistä voidaan parantaa, on runsaasti olemassa.¹⁹

Hallintoneuvostotyöskentely

Hallintoneuvostojen tehokkaan ja yritykselle lisäarvoa tuottavan työskentelyn perusvaatimukset ovat pitkälle samat kuin hallitustyöskentelyssä. Hallintoneuvostolla on oltava riittävästi osaamista ja voimavaroja, jotta se voi täyttää tehtävänsä tehokkaasti.

Hallintoneuvoston tehtävä on lähinnä strategisen tason ohjaus ja valvonta. Käytännössä varsinkin suurissa yrityksissä hallintoneuvoston työn tehostamiseksi on valittu pienempiä hallintoneuvoston keskuudestaan valitsevia työryhmiä, jotka raportoivat hallintoneuvostolle. Varsin yleinen on hallintoneuvoston tarkastusvaliokunta. Esimerkiksi OPK:lla on hallintoneuvoston tarkastusvaliokunta, joka työskentelee suuryrityksessä käytössä olevien tarkastusvaliokuntien (audit committee) tapaan hallintoneuvoston ja tilintarkastajien yhteistyöelimenä, mutta strategisella tasolla. Hallitusten tarkastusvaliokunnat ovat lähempänä operationaalista tasoa.

¹⁹ Eräs lyhyt (18 s.), käytännönläheinen opas hallitustyöskentelyn perusteista on: Tilintarkastajien Oy - Ernst & Young, Hyvä hallitustapa. 1997

3

Osuustoiminnallisen ryhmän hallinnointi

Federatiiviset organisaatiot

Osuuskuntien valvonnassa oman erityisen ryhmän muodostavat federatiiviset (moniportaiset) rakenteet. Federatiivisessa organisaatiossa keskusosuuskunnalla ei ole omistuksellista valtaa perusosuuskuntiin. Päinvastoin, muodollisesti perusosuuskunnat omistavat keskusosuuskuntansa (tai vastaavan osakeyhtiön). Tällaisessa ryhmittymässä on runsaasti yhteisiä tavoitteita, toimintoja ja strategioita ja siten sekä potentiaalisia synergiaetuja että mahdollisia ristiriitoja. Osuustoiminnallisella ryhmällä onkin helposti piirteitä konsernista, allianssista ja ristiin omistetusta yritysyhmästä tai pitkälle viedystä strategisesta kumppanuudesta.

Keskusosuuskunnalle on usein annettu valtaa tarkkailla ja jopa puuttua omistajaosuuskuntiensa talouteen. Osuuspankkikeskus OPK:n jäsenenä olevat osuuspankit ovat esimerkki siitä, kuinka yhteisvastuuseen perustuvassa yhteenliittymässä omistajahallinto ja ryhmän sisäinen ohjaus ja valvonta on yhdistetty. Samantyyppisiä järjestelmiä on muillakin eurooppalaisilla osuuspankkiryhmittymillä. Tavoitteena on varmistaa osuuspankkien vakaus. Koska osuuspankit yhteisvastuun kautta vastaavat toistensa sitoumuksista, on haluttu luoda lainsäädäntöön perustuva järjestelmä, jossa asiansa moitteettomasti hoitaneet pankit voivat vaikuttaa siihen, ettei yksikään mukana oleva pankki liiallisella riskinotolla vaaranna koko ryhmän vakautta. Pankkien yhteisellä keskusyhteisöllä on tämän vuoksi ohjaamis-, tarkastus ja valvontavaltuuksia. Valtuudet on rajattu ja ne palvelevat yhteistä riskien hallintaa. Kullakin jäsenosuuspankilli on omat hallintoelimensä, joiden kautta omistajaohjausta toteutetaan. Keskusyhteisön valvonta tukee talouteen ja riskienhallintaan kohdistuvaa valvontaa.

Eniten keskusteltu kysymys osuustoimintaryhmien hallinnossa lienee se, *pitääkö keskusorganisaation hallinnossa olla jäsenomistajia vai perusosuuskuntien liikkeenjohtoa*. Perinteinen tapa käyttää jäsenomistajia on luultavasti tulkintaa osuustoiminnallisesta demokratiasta. Käytännössä Suomessa on sekä osuuskaupoissa että -pankeissa menty järjestelmään, jossa sekä perusosuuskunnassa että keskusosuuskunnassa on kaksitasoinen hal-

linto, ts. sekä hallintoneuvosto että hallitus. Keskusorganisaatioiden hallinnossa on mukana alueellisten tai paikallisten osuuskuntien liikkeenjohton edustajia joko kiintiöperiaatteella tai ilman kiintiötä.

Ei liene mitään yksioikoista tapaa määrittää, mikä olisi tehokas ohjausjärjestelmä ja kuka edustaa omistajaa "aidosti" milläkin tasolla, varsinkin kun joillakin toimialoilla, kuten pankkisektorilla, on runsaasti myös lainsäädäntöön perustuvaa valvontaa. Lisäksi keskusorganisaation rooli voi strategisessa ja operationaalisessa mielessä olla hyvin vaihteleva. On selvää, että tällaisen ryhmittymän tehokkaan hallintomallin rakentaminen on erityisen vaativa tehtävä. On kuitenkin muutamia peruseriaatteita, joita tällaisen monisäikeisenkin organisaatio hallinnoissa on hyvä noudattaa.

- *Keskeinen periaate on se, että ei saa muodostua organisaatioita, jotka ohjaavat ja valvovat itse itseään ts. sama taho tai henkilöt asettavat tavoitteet, toteuttavat ne sekä seuraavat ja valvovat tavoitteiden toteutumista.* Tällaisessa tilanteessa syntyvät intressiristiriidat helposti estävät tehokkaan omistajaohjauksen. Periaatteessa perusosuuskuntien jäsenten käyttö keskusosuuskuntien hallinnossa luo oikean valvottava - valvoja -suhteen. Eri asia on, miten pitkälle perusosuuskunnan jäsenten ammattitaito ja kiinnostus riittävät tehokkaan ja aidon omistajaohjauksen rakentamiseen.
- *Tehokkaan ohjaus- ja valvontajärjestelmän perusta on hyvin määritelty "marssijärjestys".* Koska keskusosuuskunnan ja jäsenosuuskuntien muodostama yritysyhmä on vastuusuhteitaan monimutkainen, on myös tärkeää, että kaikilla osapuolilla on samanlainen käsitys "marssijärjestyksestä".

Yritysverkostoon kuuluvien jäsenosuuskuntien paikalliset olosuhteet voivat erota joskus hyvinkin paljon. Tällöin saattaa järjestelyissä, joissa alueosuuskuntien toimitusjohtajat muodostavat enemmistön keskusosuuskunnan hallinnossa, muodostua uhkaksi ryhmän yhteisen tavoitteenasettelun ja päätöksenteon vaikeutuminen. Alueellisten intressierojen takia selkeän omistajanäkemyksen luomi-

nen voi olla hankalaa. Varsinkin jos yritysjohto valvoo itse itseään, jää helposti liikaa tulkinnanvara nimenomaan yritysjohtoon toisistaan ehkä eriäville näkemyksille. Erityisen pulmallinen tilanne saattaa olla taloudellisten vaikeuksien iskiessä, sillä muutostilanteet yleensä kärjistyvät mahdollisia pinnan alla olevia jännitteitä. Tällainen ryhmä tarvitsee operatiivisen ryhmähallinnon, missä toimitusjohtajat ovat luonnollisesti mukana. Toimitusjohtajien ollessa mukana omistajahallinnossa vaarana on se, että liutaan omistajahallinnosta operatiivisen johtamisen puolelle.

Sekamuotojen hallinnointi

Osuuskuntien rinnalle on syntynyt uusia osuustoiminnallisia organisaatiomuotoja, joissa samaan ryhmään sekoittuu erilaisia juridisia yritysmuotoja. Yhtiötetyissä osuuskunnan osissa *tyypillisesti osuuskunta ja/tai sen jäsenet ovat enemmistö-omistajia, heillä on siis kollektiivisesti pääomistajan rooli*. Tämä pätee yleensä silloinkin, kun yhtiötetyt osat on viety pörssiin. Toinen esimerkki hybridimuodoista ovat amerikkalaiset ns. uuden sukupolven osuuskunnat, joissa tavallaan häivyttään osuuskunnan ja osakeyhtiön rajaa tekemällä osuuskunnasta jäsenistöltään suljettu ja sallimalla kaupankäynti jäsenyyteen oikeuttavalla paperilla. Molemmat ilmiöt eli *toimintojen yhtiöittäminen, mahdollinen julkinen noteeraaminen sekä uuden sukupolven osuuskunnat voi nähdä vastauksina laajasti määritellyn osuuskunnan ohjausjärjestelmän ongelmiin*.

Kuten federatiivisen organisaation tapauksessa, sekamuotoisessakaan yrityksessäkään ei liene yhtä tehokasta tapaa järjestää yritysryhmän ohjausta ja valvontaa. *Sekamuotoisessa yritysryhmässä on perusintressiltään erilaisia omistajaryhmiä liikesuhteessa olevista jäsenomistajista puhtaisiin sijoittajaomistajiin*.²⁰ Tämä tekee sekä sisäisestä että ulkoisesta, markkinoiden kautta tulevasta ohjauksesta tavanomaisesta poikkeavan. Jotta erilaisten omistajaryhmien tavoitteet voidaan yhdistää, tarvitaan selkeät näkemykset mihin yritystoiminnalla pyritään.

Tällaisessa *sementoidun omistajarakenteen* yrityksessä markkinoiden kautta tuleva ulkoinen ohjaus ja valvonta tehostuu puhtaaseen osuuskuntaan verrattuna, mutta sen terävin kärki jää pois. Selkeän osuustoiminnallisen pääomistajan vuoksi

yritysvaltausten uhka, yrityksen hallituksen vaihtaminen ja yritysten pilkkominen tai muu uudelleenorganisointi on vaikeampaa kuin hajaomisteisen pörssiyhtiön, eli ulkoa päin tuleva paine yrityksen tuloksenteolle voi jäädä pienemmäksi.

Toisaalta markkinat valvovat vähimmäisomistajina olevien sijoittajaomistajien intressiä ja kyseenalaistavat koko ajan yrityksen tekemiä ratkaisuja tavalla, jota puhtaassa osuuskunnassa ei ole. Markkinoiden kautta tuleva passiivinen valvonta siis lisääntyy. Passiivinen siinä mielessä, että valvonalla ei pyritä yritys rakenteiden muutokseen, vaan seurataan ja tehdään huomioita yrityksen suorituskyvystä sijoittajaomistajien näkökulmasta. *Pääomistajana olevan osuuskunnan määräysvalta merkitsee käytännössä alemmaa pörssikurssia suhteessa yrityksen tulokseen kuin puhtaissa sijoittajaomisteisissa yrityksissä on (ks. oheinen kuvio)*. Tällä on vaikutuksensa mm. yrityskauppatilanteissa (käytettäessä yrityksen omia osakkeita maksuvälineenä) ja kannustinjärjestelmien rakentamiseen. Jos osuuskuntien osittain omistamat tytäryhtiöt haluavat kasvaa voimakkaasti ja rahoittaa yritysostoja omilla osakkeilla, osakkeiden jakautumisella osuuskunnan ja sijoittajaomistajien kesken on osakekurssin kehityksen kautta vaikutusta rahoituskustannuksiin.

Osuuskuntien perustamien tytäryhtiöiden hallinnointiin liittyy tiettyjä erityiskysymyksiä. Usein osuuskunta on pelkkä holding-yhtiö ja pääosa osuuskunnan liiketoiminnasta on tytäryhtiön hoitamaa tai osuuskunta toimii vain niillä liiketoiminta-alueilla, jotka liittyvät läheisesti jäsenten aktiviteetteihin. Omistajaosuuskunnan ja sen tytäryhtiön hallinnon on toimittava yhdessä ja ohjattava ja valvottava koko ryhmää. Tytäryhtiö voi kasvun ja kansainvälistymisen kautta etääntyä osuuskunnan jäsenten toiminnasta. Tällöin on vaara, että jäsenten edustajat hallinnossa eivät enää pysty arvioimaan esimerkiksi riskejä, joita tytäryhtiö ottaa. Varsinkin jos osuuskunta tai sen tytäryhtiö alkavat kansainvälistyä, jäsenten edustajien asiantuntemukselle hallinnossa on asetettava korkeat vaatimukset.

Jos tytäryhtiö on listautunut pörssiin, se on sitoutunut noudattamaan esimerkiksi tiedottamisen ja sisäpiiritiedon osalta tiettyjä sääntöjä. Tällöin joudutaan kaikissa hallintoelimissä paneutumaan tarkoin valmisteltavien asioiden luottamuksellisuuteen. Lisäksi perinteisten jäsen-suhteiden hoidon

²⁰ Suomessa tällaisia yrityksiä ovat Atria Oyj, HK Ruokatalo Oyj ja Metsä-Serla Oyj.

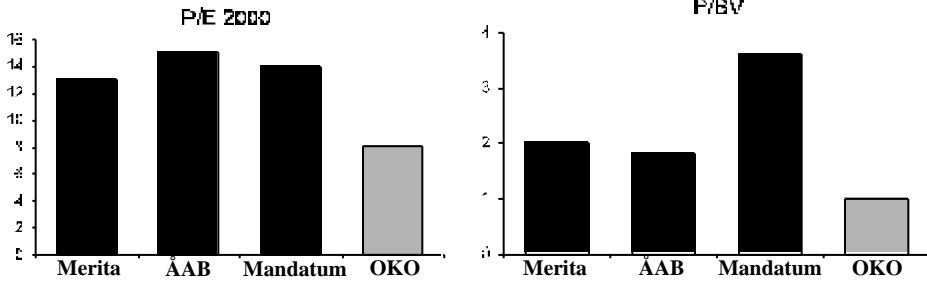
rinnalle nousee sijoittajasuhteiden hoito.

Suomalaisissa yhtiötetyissä osuuskunnissa, joissa pääomistajana on osuuskunta, on konsernirakenne. Omistajan ohjaus- ja kontrollointi voidaan järjestää tällaisessa ryhmittymässä usealla tavalla. Peruskysymyksiä on se, toteutetaanko ohjaus nimittämällä konsernin tytäryhtiöiden ts.yhtiötet-

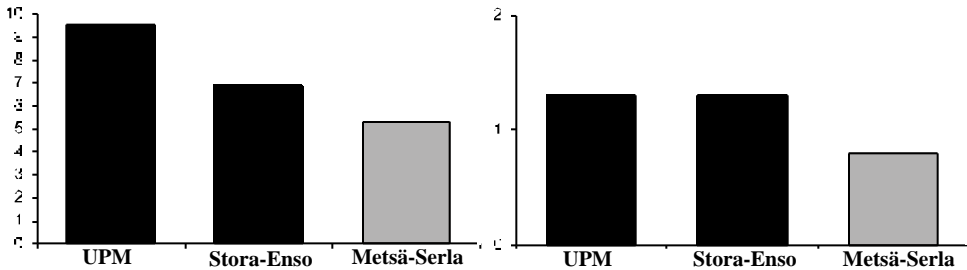
tyjen osien hallintoon omistajien edustajia vai suoritetaanko ohjaus ja valvonta konsernihallintoelimiä kautta. Suomessa jäsenomistajilla on edustus myös tärkeimpien tytäryhtiöiden hallituksissa. Toimivaksi menettelyksi on todettu se, että samat jäsenomistajien edustajat ovat sekä osuuskunnan että sen tytäryhtiön hallituksessa.

Osuuskuntaomisteisten ja muiden yhtiöiden pörssikurssien vertailua

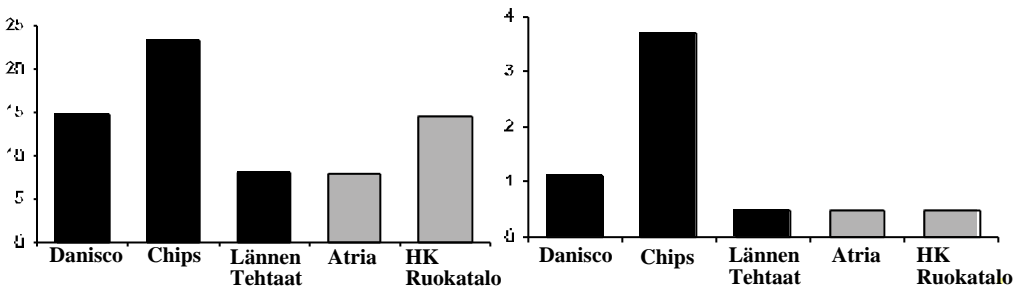
Pankkisektori



Metsäteollisuus



Elintarviketeollisuus



P/E 2000 = yhtiön osakekannan arvo jaettuna vuoden 2000 nettokulusemmusteella

"Kokonaistyö heijastaa osakekannan kylläisyys tasentaa tulosta jatkamalla aikavälillä"

P/BV = yhtiön osakekannan arvo jaettuna sen taseen mukaisella nettovarallisuudella

"Kokonaistyö heijastaa yhtiön omistajien tehokasta käyttöä."

Osuuskunnan omistajalähtöiset ohjaus- ja kannustinjärjestelmät, onko optioille vaihtoehtoja?

Kannustinjärjestelmät

Yritysjohdon (ja henkilöstön) palkitsemisjärjestelmistä on muodostunut tärkeä omistajaohjauksen väline. *Palkitsemisjärjestelmien yleistyminen liittyy selvästi omistajalähtöiseen johtamiskulttuuriin.* Kysymys ei ole pelkästään halusta motivoida johto tekemään ahkerasti töitä tai turvata johdolle kilpailukykyinen palkka (ja saada näin hyviä johtajia taloon), vaan myös siitä, että sopiva palkitsemisjärjestelmä ohjaa johtoa toimimaan omistajan intressin mukaan.

Omistajilla ja johdolla pitää olla yhdensuuntaiset tavoitteet ja tavoitteiden olisi heijastuttava ohjaus- ja palkkiojärjestelmissä. Palkkiojärjestelmät viestivät siitä, mitä omistajat yritysjohdolta odottavat ja ohjaavat liikkeenjohtoa toimimaan sen mukaisesti. Pystyäkseen rakentamaan kannustinjärjestelmän omistajien on siis päätettävä mikä on haluttu konkreettinen mitattavissa oleva tavoite. Tämän jälkeen on rakennettava niin yksiselitteiset sopimukset, että niillä on ohjaava vaikutus. *Kannustinjärjestelmiä on hyvä olla lyhyelle ja pitkälle aikavälille.*

Palkkiojärjestelmän perustan muodostaa

- yrityksen tavoitteet ja niiden oikeat mittarit
- vaadittavan suoritustason määrittely, ts. mittarien vaadittu taso ja säännöt kuinka "bonus pisteet" kertyvät
- mittarien rahallisen vastineen määrittely; "kuinka bonus pisteet muuttuvat rahaksi".

Ollakseen kannustava ja ohjaava, palkkiojärjestelmän piirissä olevien - olivatpa he ylintä johtoa, operatiivista keskijohtoa tai työntekijöitä - on pystyttävä tunnistamaan, *millaisilla toimilla he itse voivat vaikuttaa siihen, että tavoitteet saavutetaan.* Esimerkiksi työntekijätason kannustinta ei ole järkevää sitoa pääoman tuottoasteeseen tai liikevoittoon.

Kannuste- ja sitouttamispalkkiot voidaan jakaa:

- kassaperusteisiin (=operatiiviseen tulokseen sidottuja) sekä
- osakeomistukseen tähtääviin ja osakkeen

arvon kehitykseen sidottuihin järjestelyihin (=eivät kuluta yrityksen kassavirtaa).

Ensimmäiseksi mainittuja ovat mm. suorite- (tai tulos-) palkkiot sekä voittopalkkiot. Suoritepalkkiot ovat peruspalkkausta täydentäviä taloudellisia lisäpalkkioita, joiden määräytymiselle on yleensä yleiset perusteet - esimerkiksi poikkeuksellisen hyvä työsuoritus. Suorite- tai tulospalkkiot voivat olla yksilö-, yksikkö- tai yrityskohtaisia. Ne ovat lyhyen aikavälin kannustimia. Voittopalkkiot ovat puolestaan palkkioita, jotka määräytyvät koko yrityksen liiketaloudellisen tuloksen perusteella, esimerkiksi pääoman tuottoasteen perusteella. Kassaperusteisiin järjestelmiin voidaan lukea myös henkilöstörahasot, joka on sidottu yrityksen nettovoittoon.

Osakepohjaisista järjestelmistä ovat tunnetuimpia optioihin perustuvat palkitsemiset (optiojärjestelyistä ks. liite 4). Optiojärjestelyt ovat lisääntyneet merkittävästi viime vuosina. Alalla toimiva keskeinen konsulttiyritys on arvioinut, että Suomessa oli vuonna 2000 noin 45 000 optioiden piirissä olevaa henkilöä. Todella merkittävistä, paljon julkisuuttakin saaneista optioeduista nauttii vain muutama tuhat henkilöä. Optiojärjestelmien määrä on kuitenkin vahvassa kasvussa. Konsulttiarvion mukaan optioiden piirissä olisi vuonna 2001 jo 60 000 henkilöä ja vuonna 2002 jopa 85 - 90 000 henkilöä. Vuonna 1998 optiotulot olivat noin miljardi markkaa ja vuonna 1999 yli viisi miljardia.

Viime aikoina on yleistynyt myös hallitusten jäsenten palkkioiden maksaminen osakkeilla. Optiojärjestelmät ovat pääasiassa pitkän aikavälin kannustinjärjestelmiä. Myös EVA-perusteiset palkkiot ovat pitkän tai keskipitkän aikavälin järjestelmiä. Normaalisti ne täydentävät muita lyhyemmän aikavälin järjestelmiä kuten suoritepalkkioita.

Yritysjohdon palkkauksen sitomista yrityksen pörssiin on pidetty keskeisenä keinona yhdistää palkatun johdon ja omistajien intressit. Kuten Bengt Holmström toteaa:

"Optiot ovat muuttaneet johtajien koko aja -

tusmaailman toiseksi, koska heillä on nyt merkittävästi omaa rahaa liossa."²¹

Osuuskunnilla on käytössään lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannustinjärjestelmät, mutta osakepohjaisia välineitä vastaavat pitkän aikavälin kannustimet puuttuvat.

Osuuskunnat joutuvatkin tarkoin miettimään omaa tavoitteenasetteluaan ja sitä, mitkä ovat ne mittarit ja sitouttamiskeinot, jotka voisivat korvata puuttuvat markkinasignaalit pyrittäessä ko. tavoitteisiin. Osuuskunnat ovat käytännössä olleet varsin varovaisia myös suoriteperusteisten palkitsemiskeinojen käytössä, vaikkakaan mitään kattavaa vertailua ei ole käytössä. Suoritusperusteisten palkkiojärjestelmien käyttöön ei ole osuuskunnissa mitään "teknisiä" esteitä, toisin kuin optiojärjestelyihin.

Myös osuuskunnan ollessa yhtiöitettyjen osien pääomistaja, omistajan haluamaan suuntaan kannustavan järjestelmän rakentaminen voi olla optioiden avulla vaikeaa, koska osakekurssi on vakaa ja usein matala. Myös kypsillä toimialoilla kurssi on useimmiten niin vakaa, että optiojärjestelyt eivät ole yhtä houkuttelevia kuin kasvutoimialoilla. Lisäksi omistuksellisesti sementoidun yrityksen osakekurssilla on taipumus olla alhaisempi kuin hajanaisesti omistetun yrityksen kurssilla.

Osuuskunnat ja usein käytännössä myös osuuskuntien pääasiallisesti omistamat osakeyhtiöt ovat siis pakotettuja kehittämään muita kannustinjärjestelmiä. *EVA-pohjaiset*²² *kannustimet sopivat hyvin osuuskuntien kannustinjärjestelmien pohjaksi*²³. EVAn taustalla on yksinkertainen ajatus: yritysjohdolla on käytössään vierasta ja omaa pääomaa. Se mikä yrityksen tuloksesta jää jäljelle, kun koko sijoitetun pääoman eli jäsenpääoman ja muun oman pääoman vaadittu korvaus on vähennetty, on yrityksen synnyttämä taloudellista lisäar-

voa. EVA-pohjaisten mittareiden etuna moniin käytössä oleviin tulosmittareihin verrattuna on se, että EVA ohjaa pääoman käytön tehokkuuteen. Heikkoutena on niiden pohjautuminen menneeseen kehitykseen ja yksiselitteisyyden puute, koska EVAn laskemisessa ei ole olemassa yhtä sovittua tapaa.

Luottamusjohdon palkkiot

Luottamusjohdolta vaaditaan suurosuuskunnissa ammattitaitoa ja yhä enemmän aikaa luottamustehävän hoitamiseen. Usein esimerkiksi hallituksen puheenjohtajan työ vaatii useiden kuukausien työpanosta vuodessa. Vastaavasti tästä olisi maksettava korvaus. Suomalaiset palkkiot ovat olleet melko vaatimattomia. Silloin, kun luottamushenkilönä toimiminen edellyttää hyvin huomattavaa työpanosta, on hyvä ottaa käytetty työaika huomioon korvauserusteissa. Pellervon valtuuskunta on syksyllä 2000 asettanut hallintoelinten palkkioille seuraavat tavoitteet:

- Hallintoelinten jäsenillä tulee olla aikaa, valmiuksia ja tahtoa yhteisön hallintotehtävien hoitamiseen ja vastaavasti tehdystä työstä, vastuusta ja valmiudesta hoitaa hallintoa on maksettava oikeudenmukainen ja kohtuullinen korvaus.
- Palkkioitasossa tulee pyrkiä valtakunnalliseen yhtenäistämiseen huomioon ottaen yhteisön toiminnan laatu ja laajuus.

Kaikkia palkkioita määrätessä on otettava huomioon yhteisöjen erilaisuus ja todelliset olosuhteet. Jäljempänä suositeltavaan palkkioitasoon voidaan edetä asteittain. Palkkiota korottavia tekijöitä ovat erityiset olosuhteet, kuten esim. toiminnan kansainvälisyys tai poikkeuksellinen laajuus.

²¹ Helsingin Sanomat, 21.2.2000, sivu C7.

²² EVA = taloudellinen lisäarvo, economic value added. EVAn laskemisessa käytetään yrityksen oman laskentatoimen aineistoa, mutta pitkällä aikavälillä (jälkikäteen tarkastellen) pörssikurssit ovat korreloineet vahvasti taloudellisen lisäarvon mitta-reiden kanssa.

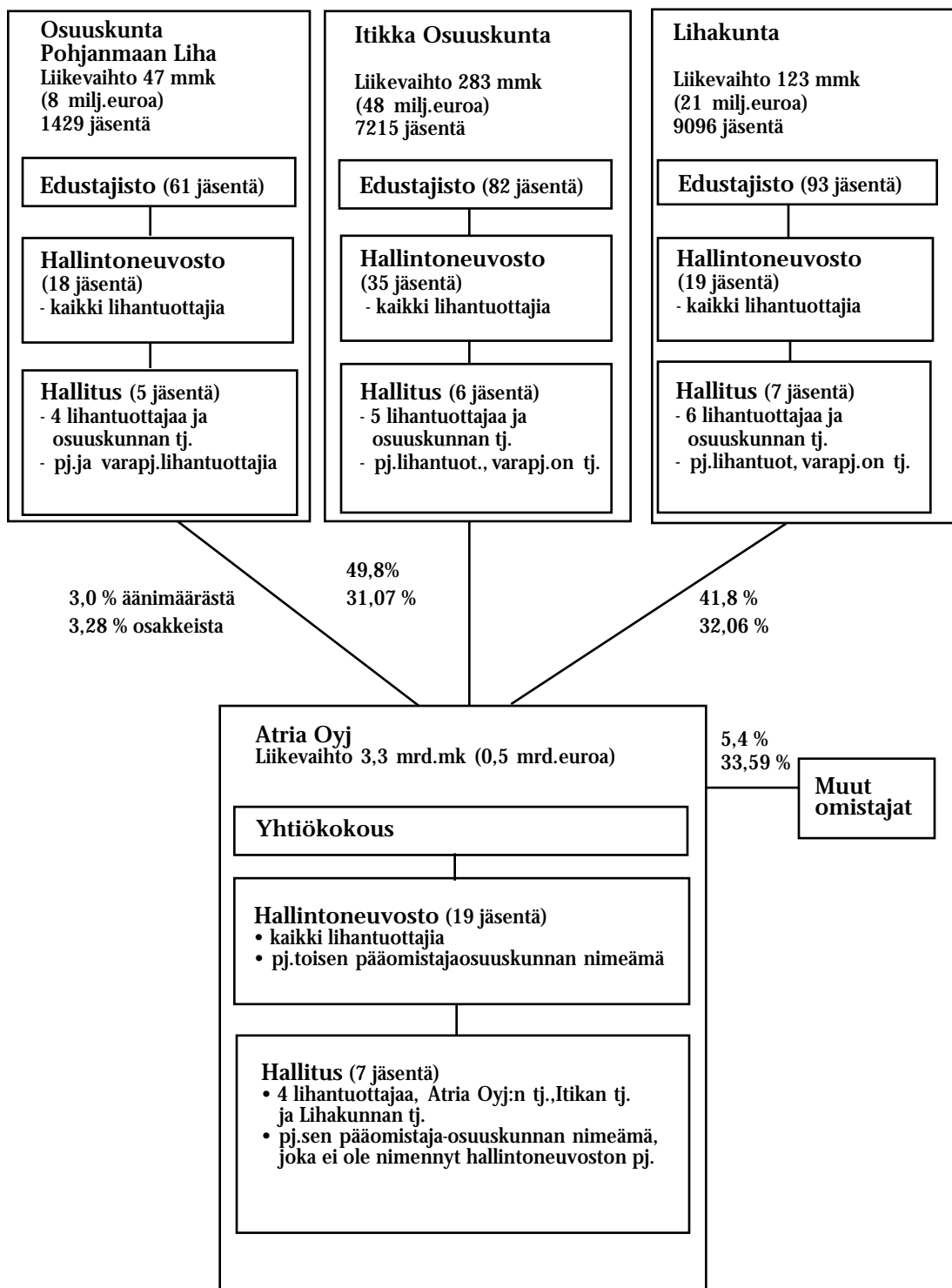
²³ Kone Oyj:ssä, jossa yhdellä suvulla on huomattava osa määräysvallasta, osa johdon palkkioista määräytyy kolmen vuoden kumulatiivisen EVAn perusteella, ks. Talouselämä 19.5.2000 s.35. Myös Nokia käytti 1980-luvulla EVA-pohjaisia järjestelmiä. Vuoden 2000 syksyllä Kone loi yrityksen tulokseen sidotun optiojärjestelmän (HS 28.10.2000).

Perinteiset johtokeskeisen johtamiskulttuurin tunnuspiirteet	Uuden omistajalähtöisen johtamiskulttuurin tunnuspiirteet
<ol style="list-style-type: none"> 1. Omistus on "strategista" 2. Yritys on tuotantolaitos 3. Tavoitteena on kasvu ja markkinaosuuksien valloitus 4. Menestyskriteerinä on liikevaihdon ja kirjanpidollisen voiton suuruus 5. Omistajien tehtävänä on jatkuvasti sijoittaa lisää pääomaa yritykseen osakeanneissa 6. Oma pääoma on "edullista" 7. Omistajat ovat "välttämätön paha" 8. Omistajille annetaan mahdollisimman vähän tietoa yrityksestä 9. Yhteiskuntasuhteiden hoito on yrityksen menestyksen kannalta keskeistä 10. Hallitustyöskentely on amatöörimäistä 11. Yritysosot ovat johdon uran huipentuma 12. Käytetyn teknologian uudenaikaisuus on itseisarvo 13. Johdon palkkiot ovat sidoksissa yrityksen kokoon ja kirjanpidolliseen tulokseen 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Omistus on investointi 2. Yritys on sijoituskohde 3. Tavoitteena on omistajien vaurastuminen 4. Menestyskriteerinä on yrityksen arvonnousu ja osinkojen määrä 5. Yrityksen tehtävänä on luovuttaa merkittävä osa luodusta lisäarvosta omistajille 6. Oma pääoma on kallista 7. Omistajista kilpaillaan 8. Markkinoille annetaan riittävä tieto yrityksen arvon määrittämiseksi 9. Sijoittajasuhteiden hoito on ylimmän johdon tärkeä tehtävä 10. Hallitus mitoittaa yrityksen riskinoton ja tukee taloudellisen lisäarvon tuottamista 11. Yritysosot tulevat kyseeseen vain mikäli ne ovat omistajien intressissä 12. Teknologia on vain väline 13. Johto vaurastuu, jos omistajat vaurastuvat

Lähde: Jyrki Veranen (1996): Tuottoa vaativat omistajat - menestykseen omistajalähtöisellä johtamisella. *Ekonomia-sarja*, WSOY.

Liite 3. Eräiden suurimpien osuuskuntien hallinto- ja omistusrakenteita

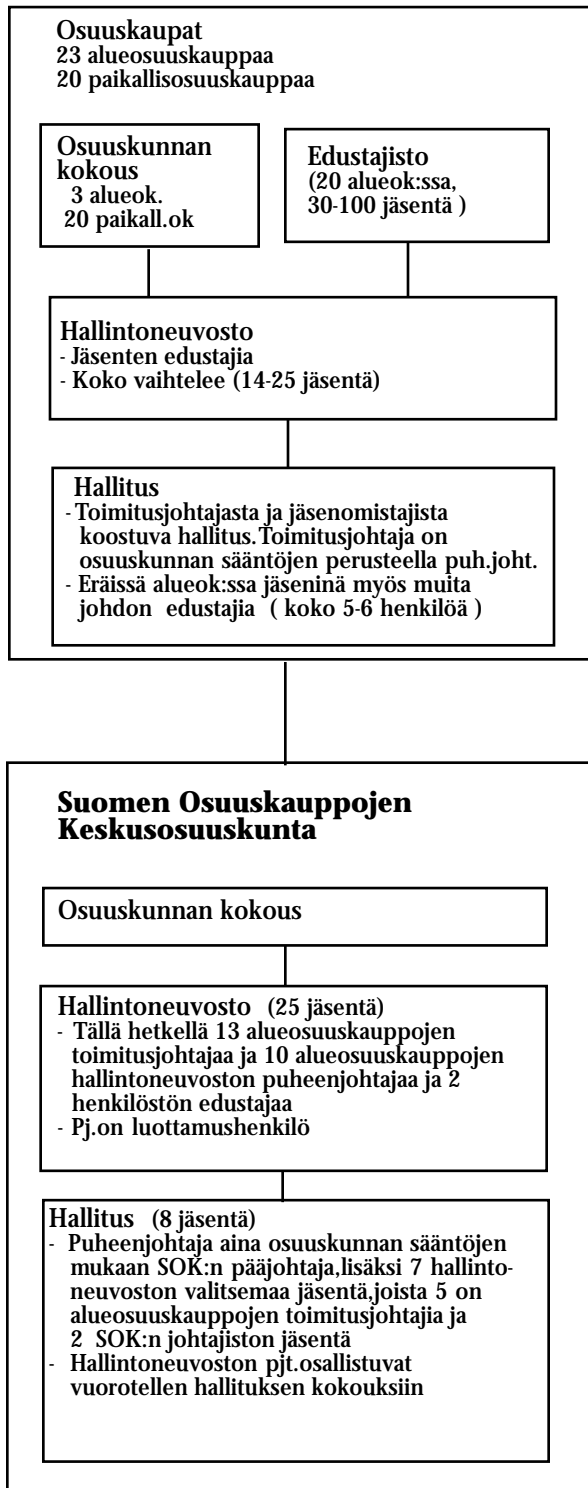
Atria Oyj:n omistajuus- ja hallintorakenne



Liite 3.

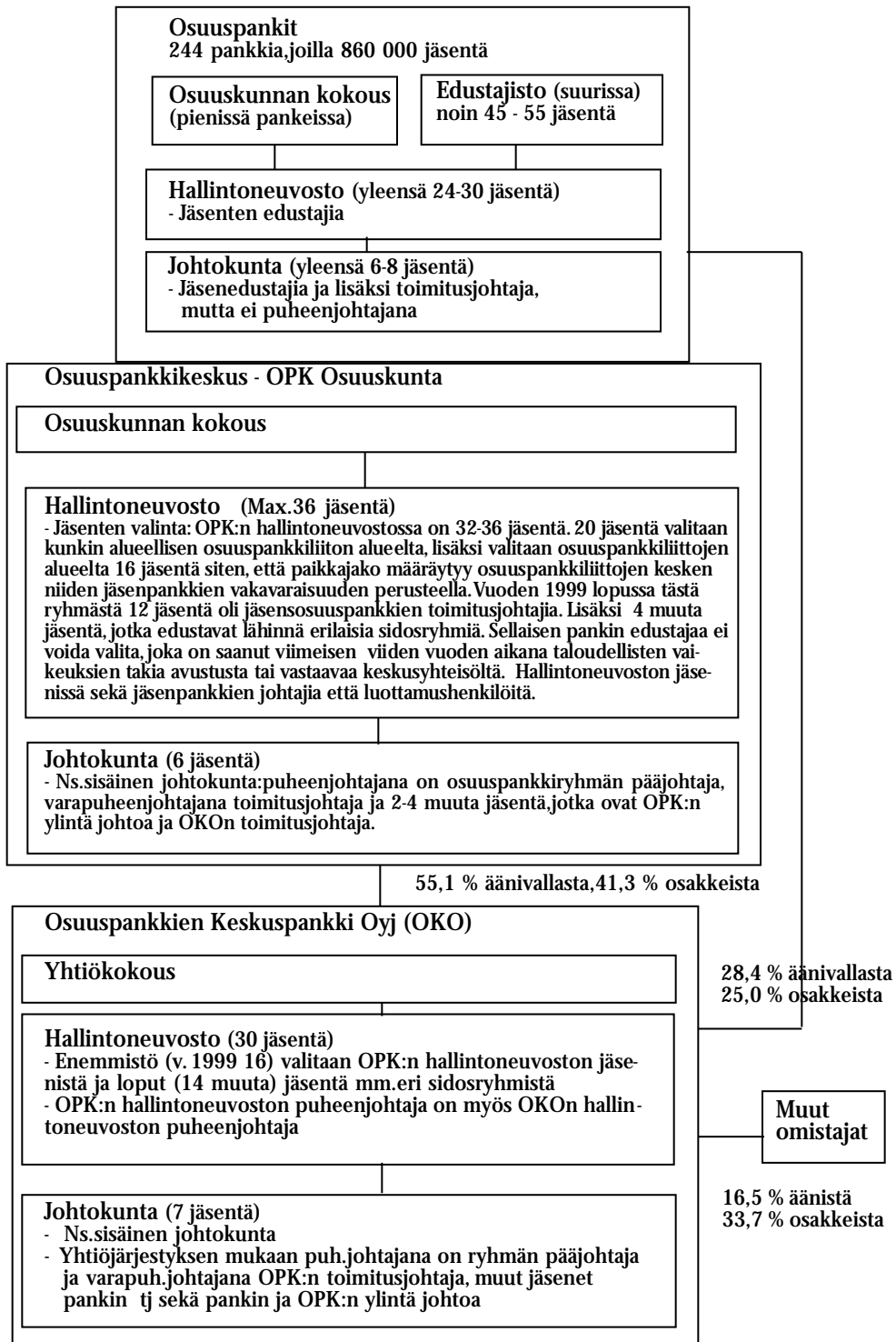
S-ryhmän hallintorakenne

Ryhmän liikevaihto 34 mrd. mk (6 mrd. euroa), jäsenten lukumäärä yhteensä 763 300



Osuuspankkiryhmän hallintorakenne

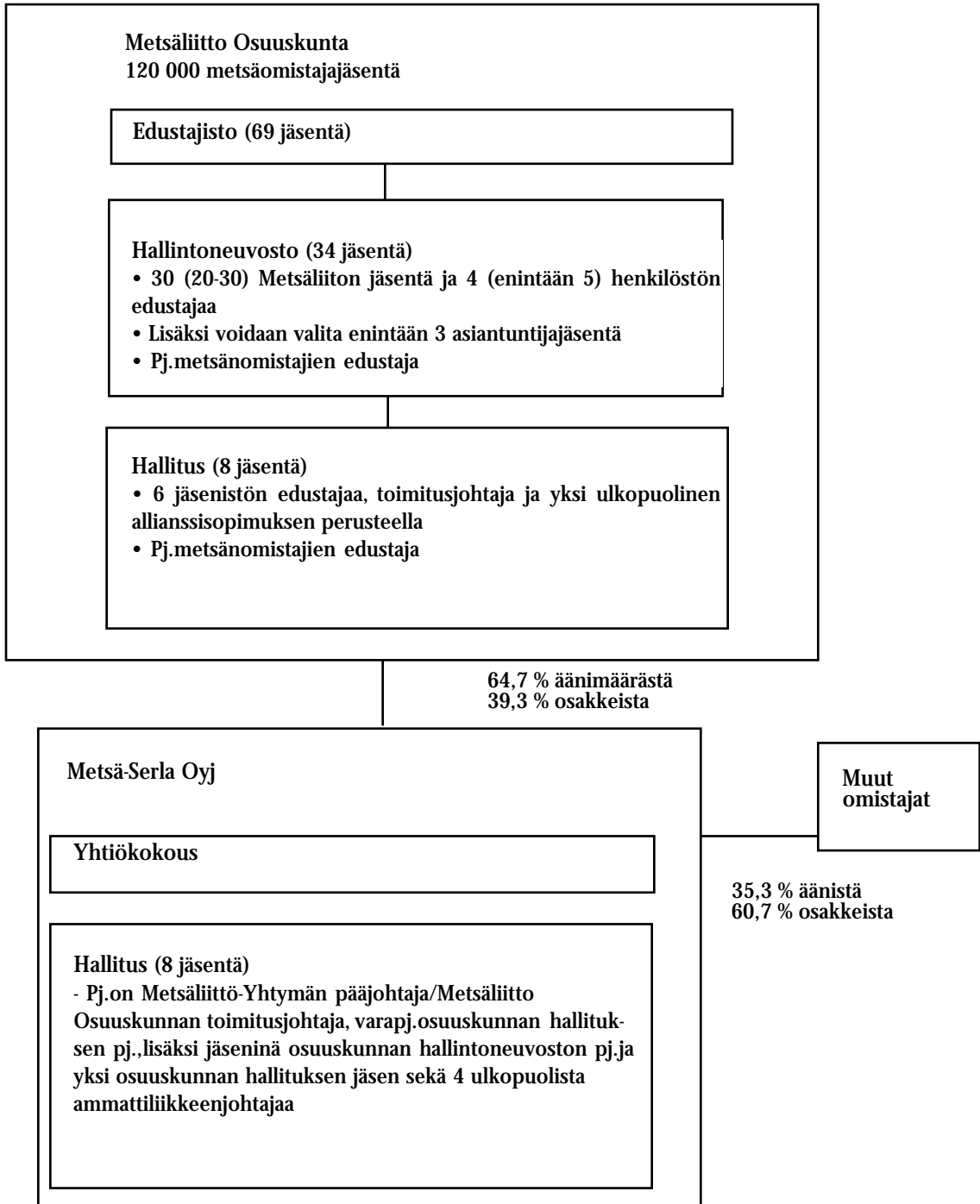
Ryhmän liikevaihto 9,4 mrd.mk (1,6 mrd.euroa)



Liite 3.

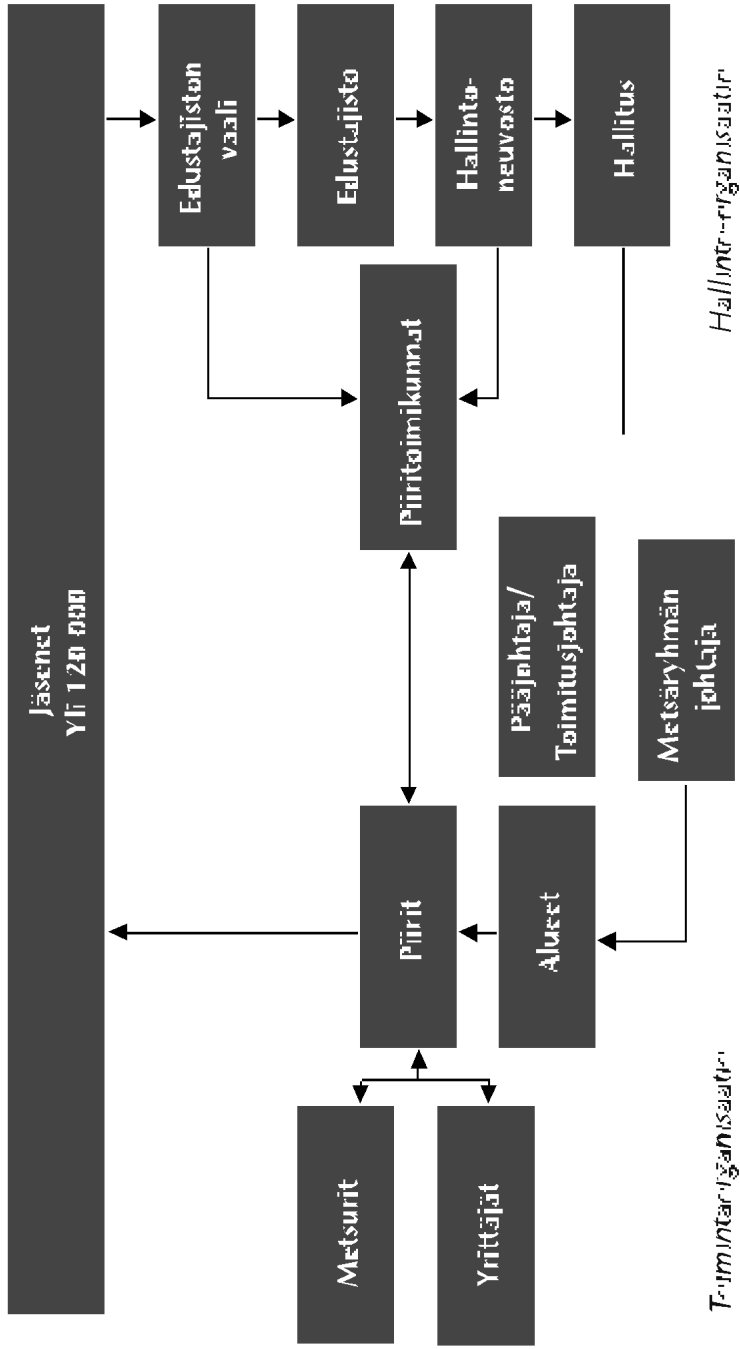
Metsäliitto Osuuskunnan ja Metsä-Serla Oyj:n hallintorakenne

Metsäliitto-Yhtymän liikevaihto 34 mrd.mk (5,7 mrd.euroa).



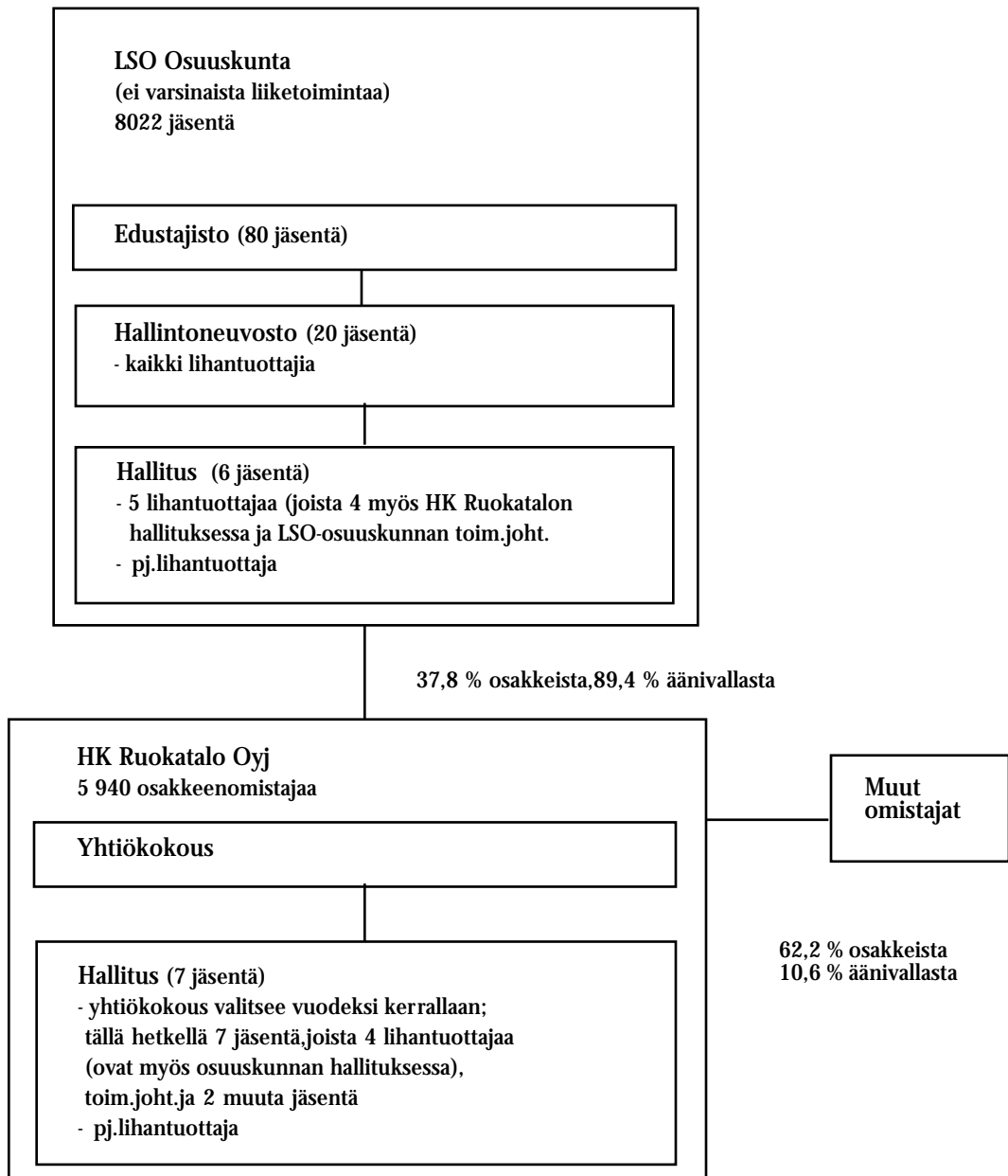
Jäsenen ääni

Metsälähtöön 1:1-jäsenistön väliset vaikutuskanavat



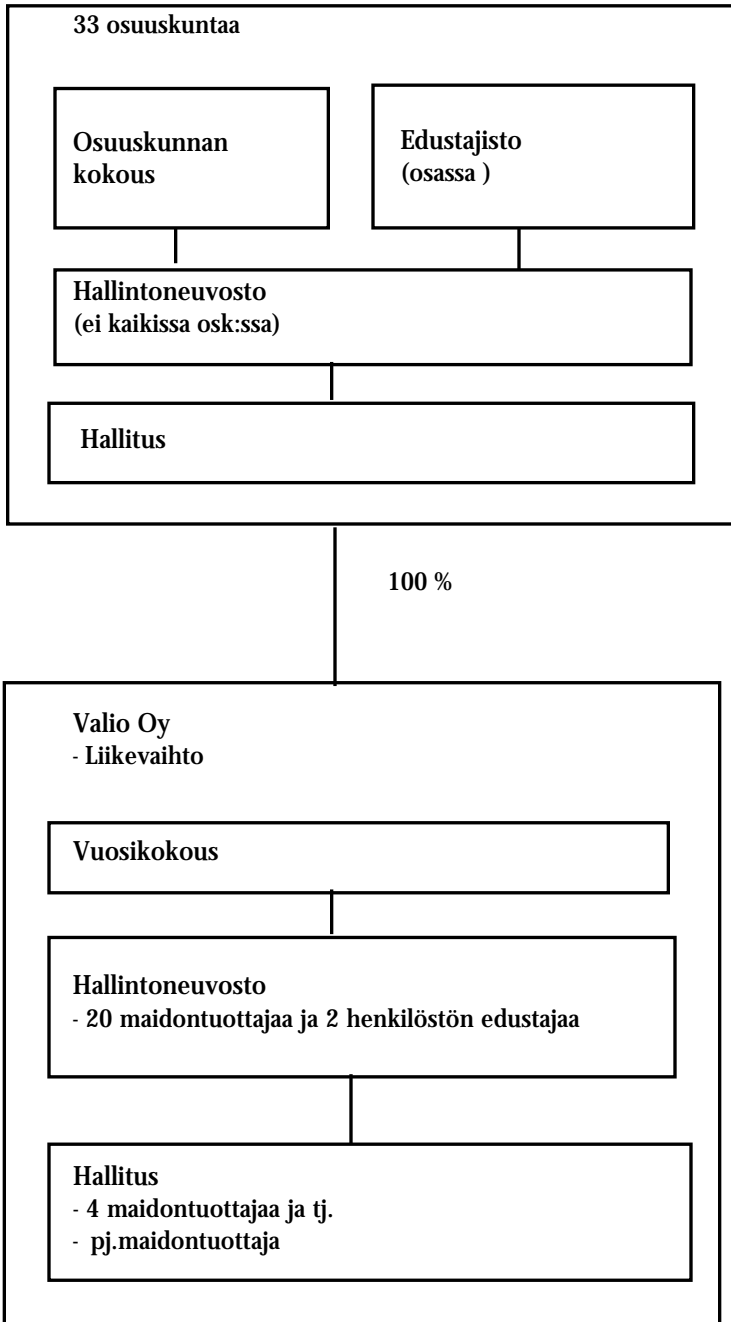
LSO Osuuskunnan hallintorakenne ja omistukset

HK Ruokatalo -konsernin liikevaihto 2,9 mrd.mk (0,5 milj.euroa)



Liite 3.

Valio Oy:n omistus- ja hallintorakenne



Lisäksi Valion hallintoneuvosto asettaa luottamushenkilöistä koostuvan johtokunnan suorittamaan omistajavalvontaa Valion liiketoimintayksiköihin eli Tuotantoon, Kotimaan myyntiin ja markkinointiin sekä Materiaali-toimintoihin. Johtokunnissa on 7-13 maidontuottajajäsentä, jotka valitaan konsernihallituksen ja hallintoneuvoston jäsenistä sekä alueiden ehdokkaista. Maidontuottajien lisäksi jokaiseen johtokuntaan valitaan yksi henkilöstön edustaja.

Kannustinjärjestelmät - erityisesti yritysjohdon optiojärjestelyt - ovat herättäneet Suomessa ehkä kiihkeimmät kannanotot koko yritysjohdon ohjaus- ja valvontakeskustelussa. Työntekijöitä edustavat ammattijärjestöt ovat vaatineet johtajien "optiovillitusta" jäihin. Optioiden sijasta on ehdotettu henkilöstörahastojen kehittämistä. Samalla on vaadittu selkeitä pelisääntöjä tulos- ja voittopalkkiolle.

Yritysjohdon osake- ja optiojärjestelyiden palvellee useaa tavoitetta:

- Ensinnäkin, optiot auttavat johtoa sisäistämään omistaja-arvo -ajattelun, koska optioiden kautta yritysjohdon oma palkkaus riippuu olennaisesti yrityksen taloudellisesta tuottavuudesta ja osakkeen arvosta. Yhdysvalloissa tämä riippuvuus on erityisen suuri, koska siellä johtajien kuukausipalkkaa on muunnettu optioiksi, kun taas Euroopassa optiot monesti tulevat vanhan kuukausipalkan päälle.
- Toiseksi, varsinkin kuumilla kasvualoilla optioiden merkitystä pätevimmän henkilöstön rekrytointikeinona on korostettu.
- Kolmanneksi, Bengt Holmström on painottanut johdon optiojärjestelyiden roolia keskeisenä rakennemuutoksen moottorina. Euroopassa on ollut tapana, että yritysjohto lähtee itse etsimään omistajien rahoille uusia sijoituskohteita sen sijaan, että johto palauttaisi ylimääräiset varat takaisin omistajille. Liikuttaessa yritysjohdon perinteisten ydinosamaisalueiden ulkopuolella yritysjohdolla ei kuitenkaan välttämättä ole parhainta asiantuntemusta pääoman uudelleenallokoimiseksi taantuvilta aloilta uusille, nouseville aloille. Optiot kuitenkin saavat yritysjohtajat mukaan markkinaehtoiseen muutokseen, koska omien rahojen ollessa kyseessä, niille haluaa löytää mahdollisimman tehokkaan käytön.
- Neljänneksi, optiot huomioivat tulevaisuuden ja saavat yritysjohdon ajattelemaan tulevaa. Kaikkine puutteineenkin pääomamarkkinoiden (ja siten ko. markkinoiden kehitykseen sidonnaisten kannustimien) on katsottu olevan paras tulevaisuuden mittari.

- Viidenneksi, optiot voivat toimia organisaatioiden mataloituuessa perinteisen palkitsemiskeinon eli ylennyksen korvikkeena. Organisaatorakenteet ovat moderneissa yrityksissä muuttuneet yksinkertaisimmiksi, joten suurempi rahamääräinen palkitseminen optioiden muodossa voi toimia ylennyksen korvikkeena.

Jotta optiojärjestelyt todella toimisivat toivotulla tavalla yritysjohdon ohjausmekanismina, täytyy ne tietenkin suunnitella hyvin. Perinteistä kiinteähintaista optiomallia on kritisoitu siitä, että se palkitsee yritysjohtoa kaikesta kurssinoususta - oli kurssinousu sitten seurausta johdon todellisesta tulokellisuudesta tai lähinnä osakemarkkinoiden pitkäaikaisesta yleisestä noususta, jonka taustalla ovat johdon toimista riippumattomat tekijät. Koska kiinteähintaisissa optioissa lunastushinta pysyy muuttumattomana koko option voimassaolon ajan, palkitsevat kiinteähintaiset optiot sekä ylivertaisesta suorituksista että selvästi kilpailijoiden tai koko markkinoiden nousun alittavasta kurssinuoususta. Toisaalta kiinteähintaiset optiot eivät välttämättä palkitse niitä johtajia, jotka pärjäävät kilpailijoitaan paremmin osakemarkkinoiden kurssitason noustessa hitaasti tai laskiessa.

Ratkaisuksi on ehdotettu nk. indeksiehtoisia optioita, joissa osakeoption lunastushinta sidotaan johonkin valittuun indeksiin: joko kilpailevien yritysten kehityksen kuvaajaan tai laajempaan markkinaindeksiin, kuten Yhdysvalloissa esimerkiksi Standard & Poor's 500:n tai Suomessa Hex-indeksiin. Jos vertailuindeksi nousee esimerkiksi 15 prosenttia, tarkistetaan indeksiehtoisen optio-ohjelman lunastushintaa ylöspäin vastaavat 15 prosenttia. Täten yritysjohtoa palkitaan vain, jos heidän johtamansa yrityksen arvo nousee valittua indeksiä nopeammin. Vastaavasti ylivertaisesti toiminutta yritysjohtoa ei indeksiehtoisessa järjestelmässä rangaista laskevista markkinoista. Indeksisidonnaisessa järjestelmässä vertailuindeksi on valittava viisaasti. Markkinaindeksiä on kyllä helppo seurata, mutta se ei huomioi toimialakohtaisia erityistekijöitä.

Indeksiehtoisia järjestelmiä on esimerkiksi Suomessa käytössä valtionyhtiöissä. Muun muassa

Kemirassa ja Fortumissa on käytössä nk. tulosperusteinen vertaileva optiomalli. Indeksiehtoisten järjestelmät eivät kuitenkaan ratkaise optio-keskustelussa esiintynyttä huolta optio-ohjelmien kohtuullisuudesta. Osakeoptiojärjestelyjä on moitittu kohtuuttomuudesta, koska ne eivät aseta mitään ylärajaa ohjelmista saatavalle hyödyille. Suomessa valtionyhtiöitä varten on kehitetty ns. rahoittava osakepalkkiomalli, joka palkitsee osakkeen arvon suotuisasta kehityksestä, mutta leikkaa palkkiot yläpäästään kohtuullisiksi.

Lunastushinnan ja kohtuullistamisen lisäksi optio-keskustelussa on kiinnitetty huomiota optiojärjestelmien ajalliseen mitoitukseen. Optio-ohjelman on oltava riittävän pitkä, jotta se karsisi pois lyhytnäköisen "tulosviilailun" ja todella sitouttaisi

yritysjohdon pitkäjänteiseen yrityksen tuloksente-kokyvyn ja arvonnousun kehittämiseen.

Vaikka optiotkaan eivät ole viimeinen sana omistaja-arvon toteuttamisessa - optioiden on ennustettu menettävän kiinnostavuutensa, kun nyt käynnissä oleva teknis-taloudellinen murros tasaantuu ja yritysten kurssinousut asettuvat tavanomaisemmalle tasolle - niin optioiden puolesta kuitenkin puhuu se, että ne ovat suhteellisen halpa ja tehokas tapa toteuttaa omistaja-arvo -ajattelua: optiot antavat yritysjohdolle osan myöntöhetkestä eteenpäin realisoituvasta tuottovirrasta. Lisäksi optiot eivät ole niin alttiita manipuloinnille, koska osakekurssin kehitys perustuu kaikkien markkinoilla toimivien käsitykseen yrityksen toiminnasta.