

Yritysten pääomarakennepäätökset*

TIMO LÖYTTYNIEMI

Rahoitusteorian yksi pääalueista on yritysten pääomarakenteiden tutkiminen. Pääomarakenne muodostuu yrityksen omasta ja vieraasta pääomasta. Peruskysymys tältä osin kuuluu: Onko pääomarakenteella eli yrityksen vieraan ja oman pääoman suhteella vaikutusta yrityksen kokonaisarvoon? Tämän kysymyksen esittivät amerikkalaiset *Modigliani* ja *Miller* vuonna 1958 julkaistussa artikkelissaan. Rahoitusteoriassa on tämän jälkeen pyritty rakentamaan teoriaa, joka selittäisi yrityksen pääomarakenteen ja arvon välistä yhteyttä. Näin 33 vuoden jälkeen voimme sanoa, että täydellisillä pääomamarkkinoilla ilman veroja ja muita epätäydellisyyksiä pääomarakenteella ei olisi merkitystä. Todellisuus on kuitenkin toisenlainen. Teorioissa, joissa otetaan huomioon verot, agentuurikustannukset ja konkurssikustannukset, päädytään siihen, että pääomarakenteella on vaikutus yrityksen arvoon.

Yrityksen pääomarakennetta voidaan tutkia muun muassa vertaamalla eri yritysten pääomarakenteita ja selittämällä eri muuttujien avulla velan arvon ja osakkeiden arvon suhdetta. Toinen tapa on tarkastella yksittäisiä pääomarakennepäätöksiä ja niiden vaikutuksia osakkeenomistajien tai velanhaltijoiden varallisuuteen.

Tarkasteltavana olevassa väitöskirjassani olen puretunut jälkimmäiseen lähestymistapaan. Olen pyrkinyt tuomaan väitöskirjassani esille kysymyksiä, jotka ovat akateemisesti mielekkäitä ja joihin löytyneet vastaukset ovat

mielestäni olleet puutteellisia, unohtamatta kuitenkin näiden kysymysten mielekkyyttä liike maailman kannalta. Kysymykset, joihin pyrin väitöskirjassani vastaamaan ovat: Miten osakeannit vaikuttavat osakkeenomistajien varallisuuteen? Onko osakeannin toteutustavalla merkitystä ja miksi? Yrityksen pääomarakenne muodostuu myös äänivallaltaan erilaisista osakesarjoista. Olen tältä osin pyrkinyt vastaamaan muun muassa kysymykseen, miten äänivaltaerot osakesarjojen välillä vaikuttavat osakeantien hinnoitteluun ja toisaalta sijoittajien reagointiin ja miksi?

Koska rahoitusalan tutkimus on Yhdysvalloissa laajempaa kuin Euroopassa, Yhdysvaltain institutionaalisilla tekijöillä on ollut suuri vaikutus edellisiin kysymyksiin esitettyihin vastauksiin. Yhdysvalloissa osakeannit ovat 1970- ja 1980-luvuilla olleet pääasiassa yleisölle ja uusille osakkeenomistajille suunnattuja osakeanteja. Täten hypoteesit, joita on esitetty selittämään osakkeenomistajien reagointia osakeanti-ilmoitukseen, ovat kehittyneet tämän institutionaalisen piirteen mukaisesti. Euroopassa vanhoille osakkeenomistajille suunnatut uusmerkintäosakeannit ovat yleisin tapa hankkia osakepääomarahoitusta. Akateeminen tutkimus uusmerkintäanneista onkin jäänyt vähemmälle huomiolle.

Osakeannilla voi olla vaikutusta vanhojen osakkeenomistajien varallisuuteen. Markkinoiden reagointi osakeanti-ilmoitukseen selitetään yleensä kolmen hypoteesin avulla. Velkaantumisasestehypoteesin mukaisesti velan korkojen verovähennysoikeus kannustaa yhtiöitä otta-

*Lectio praecursoria Helsingin Kauppakorkeakoulussa 22. 11. 1991.

maan velkaa, koska velanotto lisää yhtiön arvoa. Tällöin toteuttamalla osakeannin yritys jättää osan vähennyksistä käyttämättä. Tämän hypoteesin osto-optiotulkinnan mukaan osakeanti vähentäessään velkaantumisasastetta parantaa velanhaltijoiden asemaa osakkeenomistajien kustannuksella. Informaatiohypoteesin mukaan yritysten myydessä osakkeita sijoittajille, sijoittajat voivat tulkita osakeannin toteuttamisen muun muassa siten, että osake on yliarvostettu. Hintapainehypoteesin mukaan osakkeiden lisääntyminen voi aiheuttaa väliaikaisen tai pysyvän osakkeen hinnan laskun. Kaikkien edellä lueteltujen hypoteesien perussanoma on se, että osakeanti alentaa ainakin lyhyellä aikavälillä osakkeen arvoa ja siten heikentää vanhojen osakkeenomistajien varallisuutta.

Toisaalta voidaan sanoa, että perimmäinen syy kerätä osakkeenomistajien varallisuutta on se, että yrityksen investointiprojektin odotettu nettonykyarvo on positiivinen ja tämän tulisi näkyä positiivisesti osakkeen arvossa. Jos kuitenkin investointiprojektiin liittyvä informaatio välittyy markkinoille eri aikana kuin osakeanti-ilmoitus, voidaan perustellusti sanoa, että osakeanti-ilmoitus on puhdas rahoituspäätös.

Yhdysvaltalaisissa empiirisissä tutkimuksissa onkin havaittu keskimäärin noin -3 prosentin negatiivinen epänormaali reagointi yleisölle suunnatun osakeannin jälkeen. Uusmerkintä-osakeannit, joissa vanhat osakkeenomistajat merkitsevät uusia osakkeita vanhan osakeomistuksensa suhteessa, eroavat yleisölle suunnatuista aneista ainakin seuraavien kolmen seikan osalta.

Ensinnäkin osakkeet myydään uusmerkintä-annissa vanhoille osakkeenomistajille, jolloin osakeanti-ilmoitus ei voi välittää informaatiota, jonka mukaan vanhat osakkeenomistajat ajaisivat omaa etuaan uusien osakkeenomistajien kustannuksella. Tämä pitää erityisesti paikkansa, jos vanhat osakkeenomistajat merkitsevät kaikki uudet osakkeet.

Toiseksi vanhoille osakkeenomistajille suunnattu anti voi merkitä vanhojen osakkeenomistajien veroetuutta suhteessa toissijaismarkkinoilta ostettuun osakkeeseen. Näin on erityisesti Suomessa.

Tärkeimpänä kolmantena tekijänä on impliittinen osingon nousuvaikutus. Jos vanhat osakkeenomistajat saavat merkitä uusia osakkeita alle markkinahinnan ja jos yritys maksaa uusille osakkeille vähintään entisen suuruisen osingon kuin vanhoille osakkeille, nousee vanhojen osakkeenomistajien osinkovirta suhteellisesti enemmän kuin uusiin osakkeisiin investoitu pääoma. Toisin sanottuna osakkeen osinkotuotto nousee. Rahoitusteorian tutkimuksissa on useaan otteeseen todettu osinkojen positiivinen informaatioarvo. Uusmerkintäanti sisältää tämän positiivisen osinkovaikutuksen. Itse asiassa, tutkimukseni mukaan jopa 72 prosenttia suomalaisten pörssiyrityiden osingon noususta vuosilta 1975—1989 tulee uusmerkintä- ja rahastoantien kautta. Täten vain 28 prosenttia osingon kasvusta tulee osinko per osake -päätösten kautta.

Kunkin edellä luetellun tekijän pitäisi tehdä uusmerkintäosakeannista vanhojen osakkeenomistajien reagoinnin kannalta positiivisemmän kuin yleisölle suunnattu osakeanti. Niissä yhdysvaltalaisissa ja eurooppalaisissa tutkimuksissa, joita väitöskirjassani tarkastelen, onkin havaittu keskimääräisen reagoinnin uusmerkintäantiin olevan vähemmän negatiivinen ja joissain jopa positiivinen. Tarkasteltavana oleva väitöskirjani antaa tukea hypoteesille, että uusmerkintäanti sekä seka-anti rahastoannin kanssa voidaan tulkita impliittisenä osingon nostona. Täten markkinat reagoivat positiivisemmin osakeanteihin, joissa tämä oletettu osingon nousu on suuri.

Ajankohtainen suomalainen ongelma on yritysten liiaksi velkaantunut pääomarakenne näin taloudellisesti heikkona aikana. Kun velkaantumisasaste nousee negatiivisen tuloksen ja osakkeiden arvonlaskun vaikutuksesta olisi yrityksillä suuri tarve paikata velkaantumisasastettaan järjestämällä osakeanti mieluummin kuin ottamalla lisälainan. Koska osakkeenomistajat haluavat sijoittaa yrityksiin investointiprojektien tuottonäkymien vuoksi eli silloin kun investointien odotettu nettonykyarvo on positiivinen, ei yritysten pääomarakenne ole helposti korjattavissa lama-aikana. Yritysten pääomarakenne pitäisikin saada kuntoon hyvinä aikoina siten, että se kestää niin hyvät kuin huonotkin ajat.

Rahoitusteoria ei tältä tarjota lama-ajan poppa-konsteja. Rahoitusteoria pystyy kuitenkin opas-tamaan, että osinko- ja myyntivoiton verotus-ta keventämällä ja yritysverokantaa alentamalla voidaan kannustaa yrityksiä parantamaan vel-kaantumisasettaan.

Toinen osa-alue, jota väitöskirjani käsittelee on yritysten osakekannan jako äänivaltaisempiin ja vähemmän äänivaltaisiin osakesarjoihin. Tältä osin voidaankin kysyä sama kysymys kuin koko pääomarakenteen osalta: onko osakekannan jakautumisella erilaisen äänivallan osakkeisiin vaikutusta koko osakepääoman markkina-arvoon?

Teoreettinen kirjallisuus ja Yhdysvalloissa tehdyt empiiriset tutkimukset eivät tältä osin anna yksiselitteistä vastausta. Koska vähemmän äänivaltaisen osakesarja lasketaan yleensä liikkeelle vanhoille osakkeenomistajille, ei empiirisissä tutkimuksissa ole löydetty selvää näyttöä sille, että uusi osakesarja parantaisi tai heikentäisi vanhojen osakkeenomistajien varallisuutta. Sopii kysyä miksi yritykset luovat vähemmän äänivaltaisen osakesarjan? Vähemmän äänivaltaisen osakesarjan tarkoituksena on rahoittaa yrityksen toimintaa ilman, että pääomistajat luovuttavat valtaansa. Luomalla vähemmän äänivaltaisen osakesarjan nykyiset omistajat voivat estää tehokkaamman omistajan ilmaantumisen. Teoreettisesti tämän ovat esittäneet tutkijat *Harris* ja *Raviv* vuonna 1989. Tällöin yhteiskunnan kannalta yksi osake — yksi ääni -periaate on pääomien kohdentumisen kannalta optimaalinen. Äänivaltaosakkeelle muodostuu lisäarvoa erityisesti silloin, kun omistajat myyvät yhtiön. Äänivaltaisen osakkeen omistaja pystyy neuvottelemaan paremman myyntihinnan yrityksen myyntitilanteessa ja vähemmän äänivaltaisen osakkeen omistaja saa tyytyä hänelle tarjottuun hintaan. Tämän ovat mallittaneet *Bergström* ja *Rydqvist* vuonna 1991. Täten, vaikka koko talouden ja vähemmistöosakkaiden kannalta olisi optimaalisinta yksi osake — yksi ääni -periaate, voi pääomistajien intressissä olla äänivaltaero.

Hintaerot äänivallaltaan eroaville osakesarjoille on raportoitu akateemisessa kirjallisuudessa muun muassa Yhdysvalloissa, Kanadassa, Englannissa, Sveitsissä, Israelissa, Ruotsis-

sa ja Suomessa. Suomessa hintaero äänivaltaisemman ja vähemmän äänivaltaisen osakesarjan välillä on ollut viime vuosina noin 100 prosenttia. Voidaan sanoa, että 100 prosentin hintaero osakesarjojen välillä tarjoaa tutkimusten kannalta riittävästi kysymyksiä ja tarjoaa kansainvälisesti katsoen mielenkiintoisen aineiston. Suomessa nähtävät hintaerot osakesarjojen välillä ovat esimerkiksi muihin pohjoismaihin verrattuna poikkeuksellisen suuret.

Miksi äänivallasta maksetaan lisäarvoa? Puhdas hintavertailu osakesarjojen välillä on riittämätön kertomaan äänivallan koko arvoa. *Rydqvist* esitti vuonna 1986 julkaistussa kirjassaan tavan laskea äänen arvo suhteessa yhtiön koko markkina-arvoon. Tämä niin kutsuttu äänipremio ottaa huomioon osakkeiden lukumääräsuhteen sekä äänieron osakesarjojen välillä. Se mitä jää jäljelle on äänivallan arvo. Tämä arvo muodostuu ainakin seuraavista tekijöistä. Ensinnäkin äänivallan omistajilla voi olla jokin tieto tai taito, jonka avulla he pystyvät nostamaan osakkeen arvoa korkeammaksi. Tämä lisäarvo näkyy äänivaltaisemmasta osakkeesta maksettavana lisähintana. Toiseksi äänivaltaisten osakkeiden haltijoilla voi olla mahdollisuus saada yhtiöstä ylimääräisiä taloudellisia tai ei-taloudellisia etuuksia, joihin muut osakkaat eivät pääse osalliseksi. Kolmanneksi äänivaltaosakkeiden haltijoiden rooli yhtiötä fuusioitaessa on oleellinen. Mikäli he eivät luovu yhtiöstä ei yhtiötä voi fuusioida. Tämän vuoksi fuusiovastike muodostuu äänivaltaisemmalle osakkeelle suuremmaksi kuin vähemmän äänivaltaiselle osakkeelle. Tältä osin lainsäädännöllä on keskeinen rooli. Äänivaltaiselle osakkeelle maksettava lisähinta yritysostossa tai fuusiossa ei ole vain suomalainen ilmiö. Ainakin Ruotsissa ja Englannissa tehdyissä tutkimuksissa on havaittu äänivaltaisemmille osakkeille maksettu poikkeuksellisen suuri lisäarvo. Neljänneksi äänivaltaisempien osakkeiden omistajat pystyvät yleensä päättämään osakkeista ja osingoista omien tarpeidensa mukaisesti. Viidenneksi äänivallan arvo on riippuvainen yhtiön omistuksen jakautumisesta. Ainakin edellä lueteltujen tekijöiden avulla on mahdollista selittää äänivallasta maksettu hinta. Miten korkeaksi se eri maissa muo-

dostuu, riippuu yhtiöjärjestyksestä ja lainsäädännöstä sekä osaltaan myös sijoittajien mieltymyksistä. Väitöskirjani ei pyri antamaan edellä lueteltujen tekijöiden keskinäistä tärkeysjärjestystä. Suomen osalta voidaan kuitenkin väittää, että fuusiovastikkeiden tai yrityskauppahintojen odotettu erilaisuus äänivallaltaan eroaville osakesarjoille synnyttää markkinoille sen tilanteen, että markkinat hinnoittelevat osakkeet eriarvoisiksi. Väitöskirjani kolmannessa esseessä on käytetty tätä ajatusta osakesarjojen hintaerojen mallittamisessa.

Tässä väitöskirjassa olen tarkastellut pääomarakennepäätöksiä, joissa yhtiö on laskenut liikkeelle äänivallaltaan eroavia osakkeita. Väitöskirjani kaksi viimeistä osaa ovat keskittyneet näihin kysymyksiin. Osakeannin yhtiö voi suunnata vanhoille tai uusille osakkeenomistajille muuttaen tai olla muuttamatta osakesarjojen keskinäistä lukumääräsuhdetta. Tarkasteltavana oleva väitöskirja on tältä osin jakanut osakeannit kahteen ryhmään.

Tarkastelen ensin vanhoille osakkeenomistajille suunnattuja uusmerkintäanteja, joissa osakkeiden lukumääräsuhde pysyy ennallaan. Yleensä äänivaltaisemman osakkeen markkinahinta on suurempi kuin vähemmän äänivaltaisen osakkeen. Kun yhtiö laskee liikkeelle uusia osakkeita vanhojen osakeomistuksien suhteessa, se joutuu päättämään merkintähinnan äänivaltaisemman ja vähemmän äänivaltaisen osakesarjan välille. Jos oletamme, että markkinahinnat eri äänivallan osakkeille kuvastavat oikein yhtiön nykyisen toiminnan jatkumisen ja yhtiön myynnin painotettua todennäköisyyttä, voidaan merkintähinnan asettamisen lähtökohtana pitää vallitsevia markkinahintoja. Kunkin osakesarjan osakkeenomistajan tulisi sijoittaa yhtiöön rahaa osakesarjojen markkinahintojen suhteessa. Näin hinnoiteltu uusmerkintäosakeanti olisi vaikutuksiltaan neutraali. Tutkittaessa suomalaisia pörssiyrityksiä, joissa molemmat osakesarjat ovat markkinoilla hinnoi-

teltuina, väitöskirjassani todetaan, että yhtiöt hinnoittelevat uusmerkintäosakeantinsa pääsääntöisesti markkinahintojen suhteessa. Näin yhtiöt siis pyrkivät ottamaan hinnoittelun lähtökohdaksi markkinoiden tuottamat hinnat eli parhaat mahdolliset saatavilla olevat hinnat.

Väitöskirjani neljännessä osassa olen tutkinut osakeanteja, joissa äänivaltaisempien ja vähemmän äänivaltaisten osakkeiden lukumääräsuhde muuttuu esimerkiksi yrityskaupan rahoitukseen käytetyn suunnatun osakeannin vaikutuksesta. Jos yhtiö muuttaa osakeannin vaikutuksesta äänivaltaisempien ja vähemmän äänivaltaisten osakkeiden keskinäistä lukumääräsuhdetta, on mahdollista, että toinen osakesarja hyötyy toisen kustannuksella. Kun oletetaan äänipreemion olevan vakio ja yhtiö muuttaa äänivaltaisempien ja vähemmän äänivaltaisten osakkeiden keskinäistä suhdetta, hintaerojen tulisi kasvaa kun yhtiö laskee liikkeelle vähemmän äänivaltaisia osakkeita. Vähemmän äänivaltaisten osakkeiden lisääntyminen osakeannissa saa aikaan sen, että äänivaltaisemmat osakkeet kontrolloivat suurempaa yritystä. Tämän tulisi nostaa äänivaltaisempien osakkeiden suhteellista arvoa. Tutkimuksessani vuosilta 1982—1989 olen havainnut, että kumulatiivinen epänormaali tuotto on parempi äänivaltaisemmalle osakkeelle kun yhtiö on laskenut liikkeelle vähemmän äänivaltaista osaketta.

Yhteenvetona haluaisin todeta, että tarkasteltavana oleva väitöskirjani tarjoaa osakeantteihin liittyviä hypoteeseja sekä näiden empiirisiä testejä Suomen markkinoita koskevalla aineistolla. Olen edellä esitellyt väitöskirjani päätuloksia. Lopuksi haluan korostaa yritysten pääomarakenteiden tutkimisen tärkeyttä, erityisesti Suomessa, jossa on kaksi tämän alan keskeistä ongelmaa: yritysten korkea velkaantumisaste sekä suuri hintaero äänivaltaisempien ja vähemmän äänivaltaisten osakesarjojen välillä.