

Yrityksen omistus, pääomarakenne ja investoinnit

MIKA IHAMUOTILA

Tutkittaessa osakeomistuksen rakenteen merkitystä tuntuu usein siltä, että yliopiston ulkopuolella tiedetään aiheesta paljon enemmän kuin sisäpuolella. Onko yritykselle hyödyksi se, että suuri osakkeenomistaja kontrolloi sitä? Yleinen käsitys on se, että ilman muuta on. Taloudellisen tutkimuksen tarjoama täsmällisin vastaus on: emme todellakaan tiedä.

Se, että yrityksen osakkeenomistajilla ja johdolla voi olla vastakkaisia intressejä, on ymmärretty sitten *Adam Smithin* päivien. Kuitenkin yrityksen omistusrakenteen merkityksen järjestelmällisempi tutkimus sai alkunsa niinkin myöhään kuin 1960-luvulla. Silloiset nk. manageriaaliset yrityksen teorit kyseenalaistivat traditionaalisen neoklassisen yrityksen teorian oletuksen voittoa maksimoivasta johdosta. Nämä teorit johtivat siten yksinkertaiseen väittämään, että yrityksen kannattavuuden kannalta on hyvä, että yrityksellä on johtoa valvovia suuria osakkeenomistajia. Kuitenkaan kymmenien empiiristen tutkimusten valossa ei voida sanoa, että suurten omistajien kontrolloimat yritykset olisivat johdon kontrolloimia yrityksiä kannattavampia. Myöskään ei näytä siltä, että osakemarkkinat arvostaisivat omistajien kontrolloimia tuotannontekijöitä enemmän kuin johdon kontrolloimia.

Tämän jälkeen alueen tutkimusta on ohjannut se, että informaation taloustiede ja erityisesti agenttiteoria ovat olleet poikkeuksellisen hyvin sovellettavissa juuri omistajien ja johdon välisen suhteen selittämiseen. Agenttiteoria painottaa

taloudelliseen toimintaan osallistuvien intressiritiriitoja ja erityisesti informaation merkitystä eri yksilöiden pyrkimyksissä toimia omien etujen mukaisesti vastoin muiden etuja. Agenttiteoria näkee yrityksen osakkeenomistajat riskineutraaleina ja johdon riskiä karttavana. Tämä johtuu siitä, että omistajat voivat diversifioida varallisuutensa loputtomaan määrään yrityksiä, mutta johdon henkinen pääoma, maine ja tulovirta riippuvat yleensä yhden yrityksen menestyksestä. Hyvin diversifioineen omistajan näkökulmasta lääkeyhtiön voi kannattaa investoida kaikki tutkimuspanokset yhden syöpälääkkeen kehittämiseksi, mutta johdon on paljon vaikeampaa sitoutua tällaiseen riskiin. Johdon palkkasopimusten kiinteä luonne vaikuttaa lisäksi siihen, että jos lääke löytyykin, omistajat saavat korvauksen ottamalleen riskille mutta johto ei. Agenttiteoria tarkasteleekin esimerkiksi sitä, minkälainen sopimus johdon ja omistajien välille olisi kirjoitettava epätäydellisen ja epäsymmetrisen informaation vallitessa, jotta johto olisi valmis toimimaan omistajien eduksi. Tyypillinen ongelma on esimerkiksi se, että riskin jaon näkökulmasta riskineutraalien yksilöiden eli omistajien tulisi kantaa toiminnan riski. Ellei kuitenkin myös toimintaa ohjaavan johdon hyvinvointi riipu toiminnan tuloksesta, johdon työskentelymotivaatio voi heikentyä.

Agenttiteorian kysymyksenasettelu on tuottanut omistusrakenteen kannalta yhdenmukaisia empiirisiä tuloksia kenties vain kahtaalla: niiden

yri­tysten, joilla on suuria osakkeenomistajia, on havaittu olevan ensinnäkin korkeampiriskisiä ja toiseksi velkaantuneempia kuin yritykset, joilla on vain suuri määrä pieniä osakkeenomistajia. Nämä sinänsä melko luotettavat havainnot eivät kuitenkaan löydä mitään erityisen luontevaa teoreettista kotia.

Se, että omistajien kontrolloimiin yrityksiin liittyy korkea riski, selitetään kirjallisuudessa seuraavasti. Johdon valvominen on vaikeampaa toimialalla, jolla toiminnan tulos vaihtelee voimakkaasti. Siksi riskipitoisten toimialojen yrityksillä on todennäköisemmin johtoa valvova omistaja kuin tasaisen tuoton toimialoilla. Tähän käsitykseen liittyy mielestäni muutamia epäkoh­tia. Ensinnäkin se jättää vastaamatta siihen, miksi niin moni tasaisen tuoton toimiala näyttää olavan niin selvästi omistajien kontrolloima. Toiseksi, emme tiedä miksi juuri monet huonosti diversifioineet omistajat kontrolloivat. Kolmanneksi, tulkinta tuntuu intuition vastaiselta.

Myöskään se havainto, että omistajien kontrolloimat yritykset ovat velkaantuneempia kuin johdon kontrolloimat yritykset, ei saa luontevaa tukea intressiritiriidoilla tai epäsymmetrisellä informaatiolla velkaantumista selittävil­lä teorioilla. Esimerkiksi Jensenin vapaan kassavirran teoria olettaa johdon aina investoivan myös sen osan kassavirrasta, joka kannattaisi tuottavien investointimahdollisuuksien puutteessa jakaa omistajille. Kun velka pienentää kiinteän koronmaksuvelvoitteen vuoksi vapaata kassavirtaa, velka toimii tavallaan johdon toiminnan valvojana. Kuitenkin jos yrityksellä on jo johtoa valvova osakkeenomistaja, ei velkaa enää tarvita valvo­jaksi. Niinpä teoria ehdottaisi, että omistajien kontrolloimat yritykset ovat johdon kontrolloimia yrityksiä vähemmän velkaantuneita. Tämä taas on vastoin empiirisiä havaintoja. Vastaavanlainen ongelma liittyy lähes kaikkiin muihinkin alueen teorioihin.

Edellä kuvaillun empiirisen ja teoreettisen tutkimuksen mahdollisen epäyhtenäisyyden lisäksi kirjallisuudessa on mielestäni ainakin kolme keskeistä puutetta. Ensinnäkin yrityksen

kontrollin, investointien ja rahoituksen keskinäisen suhteen samanaikainen analysointi on ollut varsin vähäistä. Kansantaloustieteen piirissä agenttiteoriaa on lähinnä sovellettu kontrollin ja investointien välisen suhteen tarkasteluun. Rahoitusteoria on puolestaan ohjannut resurssijaan *Modiglianin* ja *Millerin* pääomarakenteen merkityksettömyysteorian kumoamiseen juuri osoittamalla yhteyden yritysten investointien ja rahoituksen välillä. Jos kuitenkin hyväksytään pääomarakenteen merkitys investoinneissa ja investointien suhde omistukseen, niin täytyyhän omistuksella olla yhteys pääomarakenteeseenkin. Se, että näitä kolmea kysymystä on tutkittu niin vähän samanaikaisesti, voi johtua niinkin inhimillisestä tekijästä kuin kansantaloustieteen ja rahoitusteorian laitosten sijainnista eri kerroksis­sa useimmissa yliopistoissa. Toiseksi, omistusrakennetta tarkasteleva kirjallisuus näkee omistusrakenteen vain omistusrakenteena - eli onko yrityksellä suuria omistajia vai ei. Todellisuudessa kysymys ei tietenkään ole aivan näin yksiuolitteinen. Se, että yritystä kontrolloi suuri osakkeenomistaja, voi toki johtaa esimerkiksi varsin erilaisiin investointipäätöksiin riippuen siitä minkälainen omistaja on. Ei siten ole mahdotonta, että tutkimuksen yksiuolitteisuus selittää sen, miksi omistusrakenne näyttää melko merkitykset­ömältä empiirisen kirjallisuuden valossa. Kolmanneksi, kirjallisuudessa käsitellään varsin vähän sitä, että omistajat voivat harjoittaa kont­rollia osittain ei-taloudellistenkin arvojen ajama­na. Jos kerran omistajien kontrolli ei keskimäärin paranna kannattavuutta, niin miksi niin tavat­to­man moni omistaja jättää diversifioimatta vain voidakseen kontrolloida?

Väitöskirjassani olen pyrkinyt paneutumaan juuri edellä mainittuihin ongelmiin kirjallisuudessa. Väitöskirja koostuu teoreettisesta mallista, ja mallin tuottamien väittämien testaamisesta Hel­singin Arvopaperipörssissä noteerattujen suomalaisten rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten poikkileikkausaineistolla.

Mallissa investoijat poikkeavat toisistaan varallisuutensa ja kontrolloimishalukkuutensa

suhteen. Kun kaikki investoijat ovat riskiä karttavia, kannattaa heidän hajauttaa eli diversifioida portfolionsa, mikäli he eivät ole kiinnostuneita yrityksen kontrolloimisesta. Kun mallissa kaikki yritykset ovat samankokoisia, mahdollistaa vain kohtuullisen korkea varallisuus ylipäänsä yrityksen kontrolloimisen. Tällöin kuitenkin kontrolloivalla osakkeenomistajalla on huonosti diversifioitu portfolio. Huomattavan vauriilla investoijilla on mahdollisuus sekä kontrolloida yrityksiä että ylläpitää suhteellisen diversifioitua portfolioa, sillä he voivat kontrolloida useita yrityksiä. Mallissa velalla on kaksi olennaista ja realistista ominaisuutta: velkarahan käyttö lisää kontrolloivan omistajan todennäköisyyttä menettää kontrolloiytyksessä, mutta velkarahan käyttö parantaa investoijan diversifointimahdollisuuksia. Jos investoija omistaa riittävän osuuden yrityksen osakkeista, kontrolloi hän yritystä. Jos kellään yksittäisellä osakkeenomistajalla ei ole tiettyä määrää osakkeista, on kontrolli velkaa ja riskiä kaihtavalla johdolla. Edellä kuvattu kontrollirakenne määrää sitten rahoitus- ja investointipäätökset. Mallin numeeriset tulokset kertovat mm. sen, kuinka riskipitoisiin investointiprojekteihin ja kuinka korkeaan velkaantuneisuusasteeseen yritykset päätyvät riippuen yrityksen omistusrakenteen keskittymisestä, kontrolloivan osakkeenomistajan kontrollihaluudesta ja diversifioinnista, velkarahoituksen konkurssiriskistä ja investoijien riskin karttavuudesta.

Mallin keskeinen tulos on se, että yrityksen investointi- ja rahoituspäätökset riippuvat omistusrakenteesta ja erityisesti siitä, minkälainen kontrolloiva omistaja on. Sellaiset yritykset, joiden kontrolloiva osakkeenomistaja on diversifioinut hyvin, investoivat riskipitoisempiin hankkeisiin ja velkaantuvat enemmän kuin yritykset, joita kontrolloi johto. Sellaiset yritykset, joiden kontrolloivan osakkeenomistajan varallisuus on kiinni kontrolloitavassa yhtiössä, ovat varovaisempia investoinneissaan ja yhtä varovaisia velkarahoituksen käytössä kuin johdon kontrolloimat yhtiöt. Jopa kontrollia paljon arvostavat investoijat uskaltavat käyttää paljon velkaa,

mikäli investoija kontrolloi useita yrityksiä. Vaikka velka lisääkin kontrollin menettämisen todennäköisyyttä, voi diversifioinut omistaja kantaa kontrollin menettämisen riskin kontrolloitavien yritysten lukumäärän ja osakkeenomistajan rajoitetun vastuun vuoksi.

Kun johdon katsotaan yleisesti karttavan osakkeenomistajien näkökulmasta liikaa riskiä ja velkaa, voisi siten tämän perusteella sanoa, että jos yrityksellä on sekä keskittynyt omistusrakenne että diversifioinut kontrolloiva omistaja, sen tulisi olla keskimääräistä menestyneempi. Tämä voisi selittää esimerkiksi miksi sellainen perheomistus, jossa kontrolloidaan useita yrityksiä, on useissa maissa menestynyt varsin hyvin. Ei myöskään ole mahdotonta, että tällainen näkökulma voisi valaista sitä, miksi ei olla empiirisesti havaittu mitään eroa keskittyneen ja levittäytyneen omistusrakenteen välillä: isosta omistajasta voi olla haittaa, jos varallisuus on kiinni yhdessä yhtiössä, ja omistajasta voi olla hyötyä, jos omistaja on diversifioinut. Erityisen olennaista tämä olisi tietysti toimialalla, joka vaatii merkittävää riskinottoa, ja joka mahdollistaa korkean velkaantumisen vakuuksien puolesta. Esimerkiksi metsäteollisuudessa perheomistus on kaikkialla maailmassa hävinnyt hiljalleen - lukuun ottamatta sellaisia perheitä, joilla on varallisuutta muillakin toimialoilla. Tämä ilmiö ei välttämättä ole kokonaan selitettävissä vaadittavien investointien koolla

Väitöskirjan teoreettinen malli ehdottaa mm. myös, että vauraat investoijat ylläpitävät keskittynyttä osakeportfolioa ja kontrolloivat yrityksiä, vaikka he eivät olisi kovin kiinnostuneita yrityksen kontrolloimisesta. Yksi helposti testattavissa oleva tulos on myös se, että kontrollia paljon arvostavien ja huonosti diversifioineiden omistajien kontrolloimat yritykset ovat keskimäärin riippuvaisempia tulo-rahoituksesta.

Empiirisen työn kontribuutio liittyy muuttu- jaan, joka kuvaa kontrolloivan osakkeenomistajan diversifiointia: kuinka suuri osa osakkeenomistajan kokonaisvarallisuudesta on sidottu kyseiseen yhtiöön. Muuttujan tekee mielenkiintoi-

seksi diversifioinnin taloudellinen merkitys sekä se, ettei tällaista muuttujaa ei ole kirjallisuudessa aikaisemmin empiirisesti käytetty. Mainittakoon, että tällaisen muuttujan kokoaminen on helpompaa Suomessa kuin monissa muissa länsimaissa.

Empiiriset testit tukevat melko voimakkaasti teoreettisen mallin päätuloksia. On kuitenkin syytä mainita, että otoksen pienuudesta ja joistakin institutionaalisista syistä tuloksia ei voi pitää kovin luotettavina. Lisäksi diversifioinnin mittaamisessa on varsinkin henkilöomistuksen kohdalla mahdollonta saavuttaa kovinkaan suurta tarkkuutta.

Teoreettisten tulosten testaamisen lisäksi väitöskirjassa tarkasteltiin empiirisesti mm. sitä, ottavatko rahoittajat huomioon päätöksissään yrityksen osakeomistukseen liittyviä tekijöitä. Havaittiin mm., että yrityksen velkarahoitus riippuu sitä enemmän vakuuksista mitä paremmin suurin osakkeenomistaja on diversifoinut. Tämä voitaisiin tulkita juuri niin, että velkojat eivät usko huonosti diversifioineen omistajan riskinottohaluun, ja siksi saatavien turvaksi ei tarvita vakuuksiakaan. Ei siis tarvitse valvoa, ellei mitään valvottavaa ole. Leikillisesti voisi sanoa, että sellainen yritys, joka ei halua lainaa, saisi sitä ehkä halvalla, mutta samasta syystä miksi se ei lainaa halua. Tämänlaiset ajatukset voitaisiin liittää myös nopeasti kehittyvään financial intermediation -kirjallisuuteen, joka tarkastelee mm. pankkeja tallettajien delegoimana valvojana velallisyrietyksissä. Olisi mielenkiintoista tutkia esimerkiksi sitä, miksi delegoitua valvontaa tuntuu ainakin intuitiivisesti olevan paljon jopa suurissa perheyhtiöissä. Yksi selitys voisi olla, että jos omistaja kontrolloi vain yhtä yritystä, hän haluaa kaikin keinoin välttää kontrollin siirtymisen velkojalle taloudellisissa vaikeuksissa. Pankin eli tuhansien tallettajien valtuuttaman valvojan kanssa on tietysti helpompi neuvotella velan uudelleenjärjestelystä kuin tuhansien joukko-velkakirjalainan haltijoiden kanssa.

Omistuksen, investointien ja rahoituksen vuorovaikutusten tarkastelun voi objektiivisesti ennustaa olevan tieteellisen keskustelun kohteena

lähitulevaisuudessa. Näin voidaan väittää mm. siksi, että omistuksen yhteyttä yrityksen rahoitukseen ja investointeihin on tutkittu varsin vähän ja aihealueen kysymykset liittyvät läheisesti juuri nyt nopeasti kehittyviin tutkimusalueisiin. Lisäksi tuntuu siltä, että lisätieto eräistä aihealueen kysymyksistä voisi valaista taloudellista tutkimusta laajemminkin. On kuitenkin helppoa nähdä, että erityisesti empiirisessä tutkimuksessa keskeinen ongelma tulee olemaan omistajiin liittyvien piirteiden kvantifiointi. Esimerkiksi kontrollin arvostamisen mittaaminen voi nivoutua luonnollisemmin käyttäytymistieteiden kuin taloustieteiden metodologiaan.

Toinen aihealueen tutkimukseen rohkaiseva tekijä on omistuskysymysten liittyminen niin läheisesti moniin ajankohtaisiin institutionaalsiin muutoksiin. Esimerkiksi amerikkalaisten rahastojen ja säätiöiden on havaittu keskittävän omistustaan yhä harvempiin yhtiöihin ja siirtävän sijoituksiaan velkainstrumenteista osakkeisiin. Tällaisesta trendistä on ehkä havaittavissa merkkejä Suomessakin. Väitöskirjani perusteella trendiä voisi tulkita vaikkapa siten, että sijoitus 10 yhtiöön tuo lähes yhtä suuren hajautuksen hyödyn kuin sijoitus 100 yhtiöön, mutta se mahdollistaa yritysten valvonnan ja kyvyn kannustaa riskinottoon. Myös Suomessa omistusrakenteeseen liittyvä keskustelu on viriämässä, ja voisi ehkä viritä enemmänkin. Voitaisiin pohtia, sopisiko yksityistettäville valtionyhtiöille jokin muu kuin täysin levittäytynyt omistusrakenne, ja minkälainen omistajan rooli sopisi esimerkiksi vakuutusyhtiöille ja työeläkelaitoksille. Suomessa joudutaan myös jossain vaiheessa ottamaan kantaa siihen, otetaanko askeleita pankkikeskeisestä rahoitusjärjestelmästäme kohti markkinakeskeistä rahoitusjärjestelmää. Merkittävä kysymys tulee esimerkiksi olemaan se, tulisiko pankkien saada omistaa teollisuutta. Tällaisiin kysymyksiin ohjataan parhaillaan huomattavia tutkimuspanoksia, ja on tietysti toivottavaa, että institutionaaliset muutokset ja lainsäädännön kehittäminen perustuisivat myös akateemiselle asiantuntemukselle.