

Corporate Governance -seminaari¹

MIKKO LEPPÄMÄKI

Ph.D., tutkija

Helsingin yliopisto, kansantaloustieteen laitos, RAKA

1. Johdanto

Kansantaloudellinen yhdistys ja Sitra järjestivät 25.9.1998 Helsingissä korkean tason seminaarin corporate governance -teemasta.² Seminaarissa esiintyivät professorit Ronald J. Gilson (Stanford), Steven Kaplan (Chicago), Mathias Dewatripont (ECARE) ja Marco Becht (ECA-RE). Tilaisuuden puheenjohtajana toimi professori Bengt Holmström (MIT).

¹ Kirjoitus perustuu suurelta osin Kansantaloudellisen Yhdistyksen ja Suomen itsenäisyyden juhlarahaston Sitran 25.9.1998 Helsingissä järjestämän Corporate Governance -seminaarin esityksiin. Esitysten pitäjät eivät ole vastuussa kirjoittajan mahdollisista virhetulkinnoista ja painotuksista. Heillä ole myöskään ollut mahdollisuutta vastata kirjoittajan esittämään kritiikkiin ja tulkintoihin. Kiitän Olli Haltiaa hyödyllisistä kommentteista.

² Termille corporate governance ei ole tietääkseni vakiintunutta ja hyvää suomenkielistä vastinetta. Mahdollisia käännöksiä ovat yrityksen hallinnointi, yrityksen johtamisen hallinnointi tai yritysjohton valvonta. Käytän läpi kirjoituksen nimitystä corporate governance.

Seminaarin aihe oli hyvin valittu, sillä kyseinen teema on tällä hetkellä akateemisessa taloustieteellisessä tutkimuksessa kuuma tutkimuskohde. Tämän lisäksi ajankohtaisen aiheen merkitys ja ymmärtäminen on tärkeää myös käytännön liike-elämässä, erityisesti yritysten johtotehtävissä sekä rahoitusektorilla toimiville.

Mitä corporate governance oikein tarkoittaa? Lyhyesti määriteltynä sillä tarkoitetaan yrityksen johdon toimien valvontaa. Yksinkertaisimmillaan se tarkoittaa kaikkia niitä toimia, joiden avulla omistajat pyrkivät varmistumaan siitä, että he saavat sijoitukselleen parhaan mahdollisen tuoton. Kysymys on siitä, miten yrityksen johto saadaan toimimaan omistajien parhaaksi. Amerikkalaisen corporate governance -järjestelmän tavoitteena on yksinomaan maksimoida osakkeen arvoa (shareholder value). Japanilaisessa ja saksalaisessa corporate governance -järjestelmässä korostuvat myös muiden sidosryhmien (stakeholders) odotukset ja vaatimukset yritysjohton toimien osalta.

Mielenkiintoiseksi corporate governance -teeman tekee myös se, että viime vuosina Suomeen on virrannut melkoisesti ulkomaista pää-

omaa ja joidenkin yritysten osakkeista suurin osa on jo ulkomaisten sijoittajien omistuksessa. Tämä on johtanut siihen, että ulkomaisten sijoittajien vaatimuksia on kuunneltava entistä tarkemmin, mikä puolestaan heijastuu edelleen yritysjohdon valvontaan. Jatkossa myös osa suomalaisten yritysten hallituspaikoista allokoidaan ulkomaisille. Sekä kotimaisten että ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien rooli on vahvistunut ja heidän vaatimukset yrityksistä kohti ovat kasvaneet. Myös itse rahoitussektorilla on tapahtunut muutoksia. Suomen pankkikeskeinen kontrolliohjelmoitu rahoitusjärjestelmä on muuttunut ja muutos jatkuu yhä. Suomeen on vasta aivan viime vuosina syntynyt instituutioita, jotka tarjoavat sijoitusmahdollisuuksia kotitalouksille rahasto-osuuksien muodossa. Sijoitusrahastot puolestaan toimivat markkinoilla institutionaalisina yritysjohdon valvojina.

Kaikki nämä muutokset ovat toistensa kanssa läheisessä kytköksessä, sillä tapahtuneet muutokset ja rahoitusmarkkinoiden uudet instituutiot ovat ottaneet osan niistä tehtävistä, jotka ennen olivat pääosin vain kotimaisten pankkien hoidossa. Mielestäni ei ole liioiteltua todeta, että Suomessa corporate control on siirtymässä ja on jo osittain siirtynyt pääomamarkkinoille. Tämä on heijastunut siten, että osakkeen arvon kasvattaminen on saamassa yhä keskeisemmän roolin. Toinen tärkeä aspekti, joka liittyy corporate governance -järjestelmän muutokseen on kyky uudistaa talouden rakenteita. Tässä mielessä keskustelu Suomessa on vasta alussa.

Kirjoitus on lyhyt johdatus corporate governance teemoihin ja kirjoituksen pääasiallisena tarkoituksena on koota yhteen corporate governance -seminaarin pääkohdat. Leppämäki (1998) on laajempi johdatus corporate governance -teemaan. Käsillä oleva kirjoitus etenee seuraavasti. Luvussa 2 keskustelen yleisesti siitä, mitä

kaikkea corporate governance teema oikein pitää sisällään ja miksi ylipäätään corporate governance on potentiaalisesti ongelma. Luku 3 esittelee amerikkalaista corporate governance -mallia. Luvussa 4 puolestaan käsitellään eurooppalaista corporate governance -problematiikkaa. Luku 5 päättää kirjoituksen.

2. *Mitä corporate governance tarkoittaa?*

Miksi corporate governance on ylipäätään ongelma? Miten tämä ongelma on ratkaistu eri maissa? Miksi erilaiset järjestelmät eivät konvergoitu yhdeksi identtiseksi järjestelmäksi? Nämä ovat kysymyksiä, joihin käsillä oleva luku pyrkii vastaamaan?

Corporate Governancen perimmäisen problematiikan, jo paljon ennen kuin itse sanaa corporate governance oli edes olemassa, toivat esille Berle ja Means (1932) teoksessaan »The Modern Corporation and Private Property». Tässä klassisessa kirjassaan he toivat esille sen ongelman, joka syntyy kun yrityksen johto ja omistus ovat eriytyneet toisistaan. Ongelma on lyhyesti se, että johtajat eivät välttämättä toimi tavalla, joka vastaa omistajien intressejä. Tämä havainto muodostaa nykyaikaisen liikkeenjohdon yhden perusongelman, jonka ympärille nk. päämies-agentti-tarkastelu on rakentunut.³ Taloustieteellinen kirjallisuus corporate governance ympärillä on paljolti keskittynyt juuri omistuksen ja johdon eriytymisen luoman ongelman selvittelyyn. Kuinka osakkeenomistajat voivat varmistua siitä, että yrityksen johto toimii juuri heidän intressiensä mukaisesti eli maksimoi osakkeen arvoa?

³ Katso esimerkiksi Jensenin ja Mecklingin (1976) klassinen artikkeli.

Corporate governancen problematiikka on kuitenkin käytännössä huomattavasti monisäikeisempi kuin edellä on esitetty, koska myös muut intressitahot (stakeholders) asettavat yrityksen johdolle odotuksia ja vaatimuksia sen suhteen, kuinka sen tulisi toimia. Muita intressitahoja ovat esim. työntekijät, tavarantoimittajat, valtio, pankit ja muut luottajat. Se, miten muiden intressipiirien edut ja tavoitteet heijastuvat yritysten käytännön johtamisessa, erottelee eri maissa syntyneitä corporate governance -järjestelmiä edelleen. Esimerkiksi Saksassa työntekijöiden mahdollisuus vaikuttaa yrityksen johdon toimii on aivan toisella tasolla kuin Yhdysvalloissa, missä taas osakkeenomistajien edut ajavat kaikkien muiden tavoitteiden edelle.

Edellä lyhyesti esiintuotuja eroja ei ole syytä korostaa liiaksi, sillä yllä mainittujen maiden corporate governance -järjestelmät ovat loppujen lopuksi paljon lähempänä toisiaan verrattuna esimerkiksi lähes olemattomaan siirtymätalouksien, kuten Venäjän, corporate governance -järjestelmään.⁴ Sen paremmin venäläiset kuin ulkomaisetkaan sijoittajat eivät yksinkertaisesti uskalla sijoittaa pääomiaan Venäjälle, koska ei ole olemassa juuri minkäänlaista taetta siitä, ettei yrityksen johto pistäisi rahoja omiin taskuihinsa tai että sijoitukselle saisi ylipäättään tuottoa. Ulkoisen pääoman saaminen on todellinen ongelma siirtymätalouksien kehitykselle.

Hyvä lähtökohta corporate governancen ymmärtämiselle on professori Gilsonin huomio, että sen tehtävä on luoda varallisuutta eli kasvattaa jaettavaa taloudellista ylijäämää. Karkeasti jaoteltuna corporate governancen keskeiset elementit voidaan jakaa kahteen osaan: yrityksen sisäiseen kontrolliin ja ulkoiseen kontrolliin. Tietyissä mielessä yrityksen sisäinen kontrollijärjestelmä on ensisijainen toimija, ja

jos se epäonnistuu tehtävässään, niin ulkoisen kontrollin tulee puuttua asiaan. Mikäli yrityksen asiat ovat hyvin, niin kontrollijärjestelmä on tavallaan tarpeeton. Tehokkaan ja toimivan corporate governancen rooli korostuu juuri poikkeuksellisissa oloissa, ja siksi sillä on potentiaalisesti merkittäviä yhteiskunnallisia vaikutuksia. Amerikkalainen corporate governance on ollut varsin menestyksekkäs ulkoisen kontrollin suhteen. Esimerkkinä tästä ovat huonosti johdettujen yritysten valtaukset, jotka ovat sitten johtaneet toiminnan uudelleen järjestelyihin. Uhka yritysvaltauksesta voi parhaimmillaan olla hyvä kannuste yrityksen tehokkaammalle toiminnalle.⁵

Keskustelu erilaisten corporate governance -järjestelmien eroavuuksista ja eri järjestelmien hyvistä ja huonoista puolista palautuu pitkälti keskusteluun ulkoisen kontrollin roolista ja sen toimintaympäristöstä. Se, miten ulkoinen kontrolli on rakentunut, riippuu mm. omistuksen keskittyneisyydestä, pääomamarkkinoiden pankkikeskeisyydestä tai arvopaperimarkkinakeskeisyydestä, omistuksen keskittymisestä yritysrypäiksi ja pyramideiksi sekä vähemmistöosakkaiden asemasta.⁶

Esimerkiksi amerikkalaista toimintaympäristöä kuvaavat hajautunut osakkeenomistus, arvopaperimarkkinakeskeiset pääomamarkkinat sekä vahva lainsäädäntö vähemmistöosakkaiden suojaksi. Amerikan corporate governancen ulkoisen kontrollin keskeisiä tekijöitä ovat yritysvaltaukset, taistelut yrityksen hallituksen vaihtamiseksi (proxy fights), institutionaalisten investoijien keskeinen sija ja yrityksen hallituksen kontrolli.

⁵ Yksityiskohtaisemmin ulkoisen kontrollin eroavuuksia käsittelevät esimerkiksi Allen ja Gale (1998) ja Prowse (1995)

⁶ Esitys tässä kohden perustuu Gilsonin alustukseen »Corporate Governance – The Issues and Opportunities».

⁴ Katso Shleifer ja Vishny (1998).

Japanilaista toimintaympäristöä taas kuvaavat osakkeiden omistuksen keskittyminen ja yritysten ristiinomistus yritysryhmien välillä (keiratsu) sekä pankkikeskeisyys (main bank system). Vähemmistöosakkaiden oikeudet ovat heikosti turvattuja ja yrityksen hallituksen asema on heikohko suhteessa johtoon. Kaiken kaikkiaan ulkoinen kontrolli Japanissa on suhteellisen olematonta, yritysvaltauksia ei juuri ole ja pankkien rooli on keskeinen.

Saksan toimintaympäristöä kuvaa myös omistuksen keskittyminen. Usein merkittävän, kontrolloivan osan osakkeista omistaa joku perhe, mutta myös yritysten osakkeiden ristiinomistus on yleistä. Toinen Saksan pääomamarkkinoille tyypillinen piirre on pankkikeskeisyys ja se, että pankit myös omistavat yritysten osakkeita ja niillä on merkittävä kontrolli äänien suhteen. Tämän vuoksi yritysten ulkoinen kontrolli Saksassa on jokseenkin heikkoa ja yritysvaltauksia ei juuri ole.

Mielenkiintoinen kysymys on se, miksi edellä lyhyesti läpikäytyt varsin menestyksekkäät eri maiden corporate governance -järjestelmät eroavat toisistaan suhteellisen paljon. Miksi järjestelmät eivät ole juuri konvergoituneet? Tämä selittyy pitkälti eri maiden historialla, lainsäädännöllä ja poliittisilla päätöksillä. Esimerkiksi pankkien vähäinen rooli amerikkalaisessa järjestelmässä selittyy pitkälle sillä, että lainsäädäntö kieltää pankkeja omistamasta yritysten osakkeita. Japanissa puolestaan pääpankkijärjestelmä ja elinikäinen työpaikka olivat pitkälle toisen maailmansodan tuomia piirteitä.

Gilsonin havainto siitä, että eri järjestelmillä on omat vahvuudet ja heikkoudet on mielestäni merkittävä. Amerikkalaisen järjestelmän kiistan etu on siinä, että se on mahdollistanut jatkuvat ja nopeat yritystoiminnan uudelleen järjestelyt yritysvaltausten ja fuusioiden kautta. Japanilaisen järjestelmän etuna on puolestaan ollut

se, että elinikäinen työpaikka on luonut turvaa ja kannustanut työntekijöitä investoimaan inhimilliseen pääomaan, jolla ei olisi välttämättä käyttöä yrityksen ulkopuolella. Valinta järjestelmien välillä on valinta joustavuuden (joka mahdollistaa jatkuvan uudelleen optimoinnin) ja stabiilisuuden (joka puolestaan tukee yrityskohtaisia inhimilliseen pääoman tehtäviä investointeja) välillä.

Kaiken kaikkiaan corporate governance -järjestelmiä on vaikea muuttaa, sillä kunkin järjestelmän eri osat ovat toisiaan täydentäviä. Tällöin ainoastaan yhden osan muuttaminen voi itse asiassa heikentää järjestelmän toimivuutta.⁷ Edelleen järjestelmien muuttamisella on voimakkaita vaikutuksia varallisuuden ja taloudellisen vallan jakautumisen suhteen, jolloin myös politiikka muodostaa voimakkaan esteen reformeille. On hyvin epätodennäköistä, että eri maiden järjestelmät konvergoituvat yhdeksi identtiseksi järjestelmäksi. Institutionaaliset erot tulevat todennäköisesti säilymään, mutta funktionaalinen konvergoituminen tulee jatkumaan. Tämä toiminnallinen konvergoituminen tulee käytännössä esille esim. johdon optiojärjestelyjen ja omien osakkeiden takaisin ostomahdollisuuden yleistymisenä eri maissa.

3. Amerikkalainen corporate governance -malli on paras?

Mikäli professori Steven Kaplanin osittain provokatiiviseen esitykseen on uskomisen, ei tämän luvun otsikko juuri kysymysmerkkiä tar-

⁷ Esimerkkinä tästä on tilanne, jossa pankkikeskeisessä maassa, jonka arvopaperimarkkinat ovat kehittymättömät kielletäisiin yhtäkkiä pankkeja omistamasta yritysten osakkeita. Tämä johtaisi ainakin lyhyellä aikavälillä tilanteeseen, jossa yrityksiin ei kohdistuisi juuri minkäänlaista ulkoista kontrollia.

vitse.⁸ Mistä johtuu se, että amerikkalainen järjestelmä on kehittynyt juuri sellaiseksi kuin se on? Mitkä ovat ne historialliset, poliittiset ja lainsäädännölliset syyt, jotka ovat vaikuttaneet järjestelmän kehitykseen? Miten se on heijastunut pääomamarkkinoille? Miksi Amerikkalainen malli on ollut niin menestykseäs?⁹

Perusta amerikkalaisen corporate governancen kehitykselle on pitkälle lainsäädännössä, joka rajoittaa rahoitusinstituutioiden, kuten pankkien ja vakuutusyhtiöiden, mahdollisuutta omistaa muiden yritysten osakkeita. Tämä itse asiassa loi pohjan sille, että pääomamarkkinat ovat hyvin arvopaperimarkkinakeskeiset. Koska pankkien rooli yritysten kontrolloijana on vähäinen, on ulkoinen kontrolli rakentunut pitkälle likvidien, homogeenisten ja dynaamisten pääomamarkkinoiden varaan.

Miten amerikkalainen malli on sitten kehittynyt? Itse asiassa amerikkalaisten yritysten menestys suhteessa Eurooppalaisiin ei aina ole ollut itsestäänselvyys. 1970-luvulla, jolloin amerikkalaisilla yrityksillä meni huonosti, pohdittiin Yhdysvalloissa itse asiassa vakavasti japanilaisen corporate governance -järjestelmän jäljittelyä. Markkinaorientoituneen corporate governancen muutos ja menestys alkoi 1980-luvun yritysvaltausten, fuusioiden ja yrityskauppojen myötä. Siinä itse asiassa korostui yksi järjestelmän vahva ja keskeinen piirre: kyky uudistaa talouden rakenteita nopeasti ja tehokkaasti.

Kaplanin mukaan 1980-luvun alussa amerikkalaista yrityksen johtoa kuvasi se, että se oli lojaali yritykselle ja työntekijöille, ei omistajille. Yritysjohdon kannustepalkkaus oli vaatimaton ja se oli ehdollistettu lähinnä laskentatoi-

men tuottamille mittareille, eikä niinkään osakkeen arvon kehitykseen. Kaiken kaikkiaan yritysjohton insentiivit olivat heikot. On itse asiassa vaikea osoittaa mitään yksittäistä syytä siihen, mikä laukaisi ennennäkemättömän määrän yritysvaltauksia ja yritysten uudelleen järjestelyjä 1980-luvulla. Mahdollisia selityksiä ovat markkinoilla ollut ylikapasitetti ja toisaalta monialaisten yritysten pilkkominen (deconglomeration). Todennäköisin syy kuitenkin lieinee pääomamarkkinoiden taholta kohdistunut paine uudelleen organisoida talouden rakenteita ja ylipäätään kasvattaa osakkeiden arvoa.

Samoihin aikoihin markkinoilla tapahtui yhä enemmän nk. leverage buyout -järjestelyjä (LBO). LBO:n keskeinen idea on nostaa yrityksen kokonaisarvon ja sijoitetun pääoman suhdetta. LBO-järjestelyssä sijoittajaryhmä ostaa jonkin kiinnostavan yrityksen hinnalla, joka selvästi ylittää yrityksen markkina-arvon ja kauppa rahoitetaan suurimmaksi osaksi velalla. Tämän seurauksena yrityksen kokonaisarvon suhde sijoitettuun pääomaan kasvaa. Samalla kasvaa luonnollisesti myös velan määrä. LBO:n käyttö perustui muutaman varsin yksinkertaiseen periaatteeseen. Korkea velkataakka muodostaa hyvän kontrollin yritysten johtajille verrattuna tilanteeseen, jossa velkaa ei juuri ole. Lisäksi johdon optiojärjestelyt takasivat sen, että johto teki kaikkensa yrityksen osakkeen arvon kohottamiseksi. Tavallisesti ostajaryhmä itse vielä seurasi ja valvoi yrityksen toimia läheltä. Nämä 1980-luvun alkupuolen LBO:t tuottivat sijoittajille itse asiassa varsin suuria voittoja.

Kaplanin mielenkiintoinen havainto on se, että myöhemmin 1990-luvulle tultaessa LBO:t katoavat lähes kokonaan, kun sitä vastoin yritysvaltaukset lisääntyvät uudelleen ja yritysten velkamarkkinoiden volyyymi kasvaa. Mistä johtuu se, että varsinaisia LBO-järjestelyjä ei enää juurikaan havaita? Vastaus ei ole se, että niiden

⁸ Steven Kaplan: »The American Model – Evolution or Revolution?»

⁹ Katso myös Jensenin (1993) kriittinen arvio yritysten sisäisten kontrollijärjestelmien toimivuudesta.

rooli tai merkitys ei olisi tärkeä. Kaplanin mukaan selitys on se, että yritykset ovat oppineet jäljittelemään LBO:n vaikutuksia ilman, että niitä toteutetaan. Ensinnäkin yritysjohtoon kannustepalkkaus on rakennettu siten, että se luo kustannuksia pääomalle eli toisin sanoen pitää huolen siitä, että tehdyt investoinnit maksimoivat yrityksen osakkeen arvoa.¹⁰ Toiseksi yritysjohtoon palkkaus, joka perustuu suoraan osakkeisiin ja optioihin on kasvanut merkittävästi. Kolmanneksi yritysten corporate governance yleensä on parantunut, yritysten hallituksissa on enemmän ulkopuolisia ja hallituksen jäsenet omistavat yrityksen osakkeita. Ylipäätään hallitukset ja osakkeenomistajat ovat aktiivisempia kuin aiemmin. Erityisesti tämä pitää paikkansa institutionaalisten osakkeenomistajien osalta, joiden osuus on kasvanut merkittävästi. Lisäksi myös arvopaperimarkkinoita koskevassa sääntelyssä on tapahtunut muutoksia, jotka ovat edesauttaneet suotuisaa kehitystä.

Mikä on sitten amerikkalaisen corporate governance -järjestelmän suorituskyky suhteessa muihin? Kaplan (1994a ja 1994b) on verrannut USA:n, Japanin ja Saksan corporate governance -järjestelmiä sen suhteen, miten ne rankaisevat tai palkitsevat yrityksen johtoa suhteessa yrityksen taloudelliseen menestykseen. Vertailun tulokset ovat aika yllättäviä, sillä kaikissa kolmessa maassa järjestelmät rankaisevat ja palkitsevat yritysjohtoa hyvin samankaltaisesti (ks. *kuviot 1 ja 2* liitteessä). Miten tämä on selitettävissä, kun otetaan huomioon näkemys siitä, että japanilainen ja saksalainen järjestelmä ovat »käräisvällisiä» ja amerikkalainen järjestel-

mä »lyhytnäköinen»? Näyttää siltä, että tässä suhteessa järjestelmien välillä on vähän eroja ja niitä on vaikea selittää.

Kaplanin mukaan amerikkalainen järjestelmä poikkeaa muista selvästi kahdessa suhteessa. Ensinnäkin se tarjoaa paljon voimakkaamman kannusteen osakkeen arvon maksimoimiseksi, ja tämän yhden selkeän tavoitteen suhteen systeemi on kieltämättä ollut tehokas. Toinen merkittävä ero on se, että amerikkalainen systeemi antaa mahdollisuuden yrityksen omien osakkeiden takaisinostamiseen, eli yritys pääsee helposti eroon ylimääräisestä käteisestä.

Kaplanin näkemys on se, että erilaiset corporate governance -järjestelmät ovat konvergoitumassa kohti amerikkalaista järjestelmää. Tästä esimerkkeinä hän pitää mm. sitä, että sekä Japanissa että Euroopassa optioiden käyttö on lisääntymässä. Lisäksi myös omien osakkeiden takaisinosto on tehty osittain mahdolliseksi. Amerikkalainen corporate governance -järjestelmä toimii tällä hetkellä hyvin ja kehittyä edelleen. Yritysten hallitusten ja institutionaalisten sijoittajien rooli tulee edelleen korostumaan. Järjestelmän suora kopioiminen Eurooppaan ei liene mahdollista eikä edes toivottavaa. Eri järjestelmien toimivuuden kannalta olen näistä komplementaarisuutta ei voi vähätellä ja olen itse taipuvainen uskomaan, että järjestelmien konvergoitumista tulee tapahtumaan, mutta se on ehkä sittenkin enemmän Gilsonin korostamaa toiminnallista konvergoitumista.

4. Eurooppalainen corporate governance muutoksessa

Varsin yhtenäinen on tällä hetkellä käsitys siitä, että eurooppalainen corporate governance on muutoksessa, mutta sen sijaan näkemys siitä, mikä muuttuu ja mihin suuntaan on jo huomattavasti epäselvempi. Mistä paine muutoksille on

¹⁰ Yrityksen sisäisen kontrollijärjestelmän yhtenä tehtävänä on pitää huolta siitä, että yrityksen johto ei tuhoa yrityksen pääomia tekemällä huonosti tuottavia investointeja. Katso lisää osakkeen arvon (shareholder value) ja yrityksen investointien tuoton yhteydestä Haltia ja Leppämäki (1998).

syntynyt? Syntykö yhtenäinen eurooppalainen corporate governance -järjestelmä? Ja onko tämä mahdollisesti samanlainen kuin Yhdysvalloissa?

Aivan aluksi on syytä selvittää sitä, mistä paine muutoksille oikein kumpuaa. Yhtäältä paine muutoksille tulee institutionaalisten sijoittajien – ja ei vähiten amerikkalaisten sijoitus- ja eläkerahastojen – taholta. He vaativat enemmän tai vähemmän muutoksia kansallisiin corporate governance -järjestelmiin. Toisaalta paine järjestelmien muutoksille ja konvergoitumiselle syntyy yhteisen valuutan ja sitä kautta eurooppalaisten pääomamarkkinoiden syntyneen muodossa. Periaatteessa tällöin Euroopan alueella toimivien institutionaalisten sijoittajien vaatimukset eri maiden välillä kasvavat, koska he voivat helpommin kuin ennen sijoittaa pääomat sellaisiin maihin ja yrityksiin, joiden corporate governance niitä eniten miellyttää. Kolmantena paineen syntytekijänä voidaan pitää ehkä sitä, että yleensä (pääoma)markkinoilla on selvä tendenssi osakkeen arvon korostamiseen. Tämä heijastuu edelleen vaatimuksiksi ottaa osakkeen arvon kehittäminen huomioon entistä selvemmin Euroopan corporate governance -järjestelmissä.

Se, mitä tulee tapahtumaan, jää tietysti nähtäväksi. On kuitenkin oleellista huomata, että Eurooppa ei ole homogeeninen ja yhdenmukaista corporate governance -järjestelmää ei ole olemassa. Itse asiassa Euroopan maat ja olemassaolevat corporate governance -järjestelmät eroavat toisistaan huomattavasti. Yhtäältä on erotettavissa Ison-Britannian osakemarkkina-keskeinen järjestelmä ja toisaalta pankkikeskeinen järjestelmä.¹¹ Pankkikeskeisissä järjestelmissä on edelleen huomattavia eroja eri maiden

välillä, joten on harhaanjohtavaa puhua yhdestä eurooppalaisesta järjestelmästä. Koska järjestelmät eroavat niin oleellisesti toisistaan, on todennäköistä, että myös potentiaaliset muutoksetkin eroavat toisistaan

Ekonomistin näkökulmasta mielenkiintoisen ja mielestäni oleellisen kysymyksen esityksensä aluksi asetti professori Mathias Dewatripont pohtiessaan sitä, mikä on tehokas corporate governance -järjestelmä yhteiskunnan näkökulmasta. Miten osakkeen arvon kasvattaminen tulisi ymmärtää? Onko se päätavoite vai onko se välitavoite? Nämä ovat kysymyksiä, joita kannattanee miettiä esimerkiksi siksi, että empiirinen taloustieteellinen tutkimus ei ainakaan tähän asti ole löytänyt yhteyttä maassa vallitsevan corporate governance -järjestelmän ja talouden menestyksen väliltä.

Varsinaisessa alustuksessaan professorit Mathias Dewatripont ja Marco Becht lähestyivät Euroopan corporate governance -dilemmaa korostamalla osakemarkkinoiden likvidisyyden ja kontrollin suhdetta ja peilaamalla tätä suhdetta toimivaan ja tehokkaaseen corporate governance -järjestelmään. Ideaali corporate governance -järjestelmä on sellainen, joka kontrolloi yrityksen johdon toimia, houkuttelee likvideille markkinoille sijoittajia sekä tarjoaa suojaa pienisijoittajille. Monessa mielessä Yhdysvaltojen pääomamarkkinat ovat juuri tällaiset ja erityisesti yritysten kannalta ne ovat otolliset, koska markkinat mahdollistavat pääomarahoituksen hankinnan. Koko talouden kannalta hyvä järjestelmä on sellainen, joka varmistaa uusien yritysten pääsyn pääomamarkkinoille ja samalla kontrolloi yrityksen johtoa.

¹¹ Erik Berglöf (1997) käyttää nimityksiä arms's length ja control-oriented kuvaamaan näiden maiden rahoitusjärjestelmien muotoja. Arm's length viittaa rahoitukseen, jossa yritys on etäällä investoijista. Con-

trol-oriented viittaa rahoitukseen, jossa rahoittaja (pankki) on läheisessä suhteessa yritykseen. On selvää, että Suomalaiset markkinat kuuluvat tai ovat ainakin tähän asti kuluneet jälkimmäiseen kategoriaan.

Eurooppalaisille pääomamarkkinoille on tyyppillistä se, että osakkeiden omistus on keskittyneempää kuin Yhdysvalloissa. Markkinoilla on olemassa isoja osakkeenomistajia (blockholders), jotka pitävät hallussaan äänivaltaa ja siten myös kontrollia. Keskittynyt osakkeenomistus on toisaalta hyvä, koska se mahdollistaa ja kannustaa omistajia yrityksen johdon tehokkaaseen valvontaan. Keskittyminen on ongelma siinä mielessä, että isojen omistajien aikaansaamat päätökset eivät välttämättä ole niitä, jotka hyödyttävät piensijoittajia.

Dilemma on itse asiassa siinä, että likvidisyys vaatii osakkeiden omistuksen hajauttamista ja kontrolli vaatii äänestysvoiman keskittymistä.¹² Poikkeaminen one share-one vote -periaatteesta, johtaa tilanteeseen, jossa kontrolli eli äänestysvoima on keskittyneempää kuin omistus. *Kuvio 3* (liitteessä), kuvaa hollantilaisen yritysten osakkeiden äänestysvoiman ja omistuksen suhdetta. Kuvioista nähdään, että jo hyvin pienillä omistusosuuksilla voidaan kontrolloida hyvin suurta osaa äänistä. Taulukko 1 (liitteessä) kuvaa puolestaan äänestysvoiman keskittyneisyyttä eri maissa. Taulukosta käy hyvin ilmi se suuri ero, joka on Euroopan ja USA:n välillä, jossa äänestysvoima ja siten myös kontrolli on hajautuneempaa.

Edellä mainitut erot itse asiassa heijastuvat paljolti siihen, että huolenaihe Euroopassa on pienomistajien etujen turvaaminen, kun taas USA:ssa huolenaihe on yritysjohdon kontrollointi. Ideaaliratkaisu likvidi-kontrolli -dilemmaan olisi järjestely, joka yhdistää kolme elementtiä. Ensinnäkin sen tulisi keskittää äänestysvoima, sen ei tulisi pienentää tai tuhota

markkinoiden likvidisyyttä ja sen tulisi vielä tarjota oikeat kannusteet yrityksen johdon valvonnalle. Tällaista ratkaisua ei ole olemassa – ainakaan tällä hetkellä. Eri maat ovat koettaneet saavuttaa osittain em. tavoitteita esimerkiksi hallintayhtiöiden (trust companies) kautta, eriluokkaisilla osakesarjoilla ja yrityspyramidien avulla.¹³ Saavutukset ovat kuitenkin melko vaatimattomia, ja esimerkiksi pienosakkaiden asemaa nämä järjestelyt eivät millään tapaa paranna. Ideaalin järjestelmän etsintä on vielä käynnissä. Kuitenkin lyhyellä aikavälillä yksi tärkeimpiä tavoitteita olisi uudistaa ja parantaa pienosakkaiden asemaa lainsäädännön avulla.

5. Johtopäätöksiä

Tässä kirjoituksessa olen käynyt läpi alan kirjallisuutta ja tiivistänyt Corporate Governance -seminaarin pääkohdat. Kaikkien yksityiskohtien huomioon ottaminen on ollut tietysti mahdotonta, ja kirjoitus korostaa paljolti niitä teemoja ja kysymyksiä, jotka itse näen tärkeimmiksi.

On mielenkiintoista jäädä seuraamaan sitä, miten Euroopan eri valtiot vastaavat niiden corporate governance -järjestelmiin kohdistuviin muospaineisiin. On varsin todennäköistä, että jonkinlainen toiminnallinen konvergoituminen eri järjestelmien välillä jatkuu. Kuitenkin Euroopan eri maiden institutionaaliset erot ovat niin suuret, että mitään yhtenäistä eurooppalaista corporate governance -järjestelmää tuskin syntyy.

Loppupuheenvuorossaan Bengt Holmström korosti sitä, että ei ole olemassa mitään yhtä ja oikeaa yleistä corporate governance -mallia. Amerikkalainen malli näyttää tällä hetkellä toimivan hyvin, mutta aina niin ei ole ollut. Toi-

¹² Katso keskittyneen omistuksen ja likvidisyyden suhteesta Bolton ja Ludwig Von Thadden (1998) sekä suurten omistajien harjoittamasta valvonnasta Maug (1998).

¹³ Katso eri maiden yksityiskohtaisista markkinaratkaisuista lisää Bechtin (1998) artikkelista.

nen seikka, jota Holmström korosti oli pääomien uudelleen allokoinnin ja talouden rakenteiden uudelleen järjestelyjen merkitys. Amerikkalainen corporate governance -järjestelmä on ollut hyvin tehokas talouden rakenteiden uudistamisessa. Tämä on seikka, jossa Euroopan kannattaa ottaa oppia Atlantin toiselta puolelta.

Talouden rakenteiden uudistaminen ja pääomien uudelleen allokointi koskevat myös Suomea, missä talouden rakenteiden tähänastinen uudistaminen on ollut seurausta lähinnä 1990-luvun alun lamasta. Suomalainen corporate governance -järjestelmä tulee muuttumaan ja pankkien kontrolloiva rooli tulee edelleen vähentymään. Sitä vastoin yritysten harjoittama sisäinen kontrolli tehokkaan hallitustyöskentelyn kautta tulee todennäköisesti vahvistumaan. Oman osansa siihen tuovat ulkomaiset (institutionaaliset) sijoittajat, jotka vaativat ja odottavat suomalaisten yritysten johtamiselta yhä enemmän.

Lähteet:

- Allen, F. ja D. Gale (1998): Comparative Financial Systems: Competition versus Insurance. *Wharton School and New York University*. Manuscript.
- Becht, M. (1998): Trading off Liquidity Against Control. *Seminar presentation at the Sitra Conference on Corporate Governance*.
- Becht, M. (1998): European Corporate Governance: Trading off Liquidity Against Control, *ECARE and Solvay School of Business, mimeo*
- Berglöf, E. (1997): Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda, *Economic Policy*. March. 93–123.
- Berle, A. ja G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan. New York.
- Bolton, P. ja E. Von Thadden (1998): Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *The Journal of Finance LIII*. 1–25.
- Dewatripont, M. (1998): The European Corporate Governance Dilemma. Seminar presentation at the Sitra Conference on Corporate Governance.
- Gilsonin, R. (1998): Corporate Governance – The Issues and Opportunities. Seminar presentation at the Sitra Conference on Corporate Governance.
- Haltia, O. ja Leppämäki, M (1998): Do Shareholders care about a Corporate's Investment Returns? A Note on Jensen's Capital Productivity Measures? University of Helsinki, Discussion papers No. 446.
- Jensen, M. ja W. Meckling (1976): Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics 3*. 305–360.
- Jensen, M. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance 48*. 831–880.
- Kaplan, S. (1994a): Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany. *Journal of Law, Economics, and Organization 10*. 142–159
- Kaplan, S. (1994b): Top Executive Rewards and firm performance: A Comparison of Japan and the US. *Journal of Political Economy 102*. 510–546.
- Kaplan, S. (1998): The American Model – Evolution or Revolution? *Seminar presentation at the Sitra Conference on Corporate Governance*.
- Leppämäki, M. (1998): *Johdatus Corporate Governance -teemaan. Raportti Sitran Corporate Governance-seminaareista syyskuussa 1998*. Sitra 209. Helsinki.
- Maug, E. (1988): Large Shareholders as Moni-

tors: Is there a Trade-Off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance* LIII. 65–98.

Prowse, S. (1990): Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large

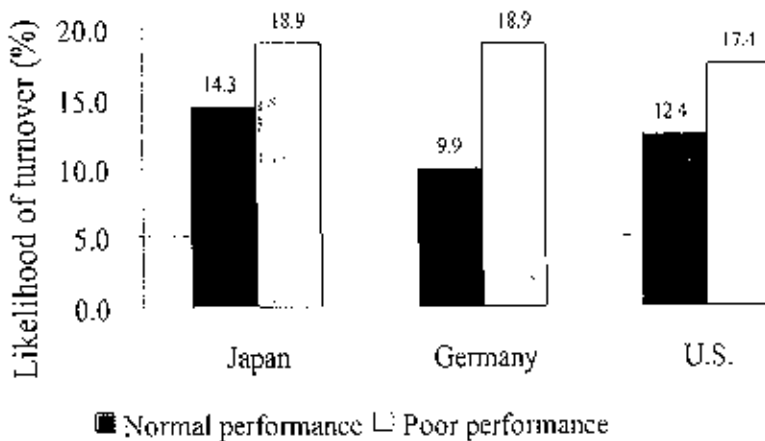
firms in the U.S., U.K., Japan and Germany. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 4. 1–63.

Shleifer, A. ja Vishny, R. (1995): Review of Literature on Corporate Governance. *The Journal of Finance* LII. 737–783.

Liite

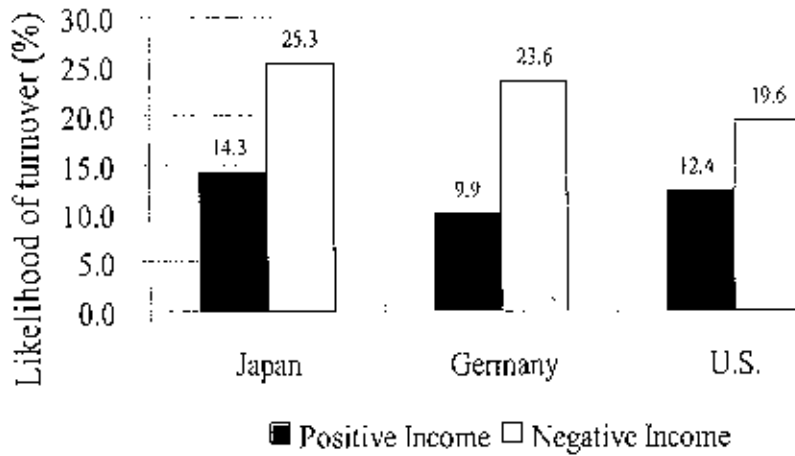
Kuvio 1.

Top Executive Turnover and Stock Returns



Kuvio 2.

Top Executive Turnover and Negative Income



Steven A. Kaplan

30

GSD, University of Chicago

Kuvio 3.

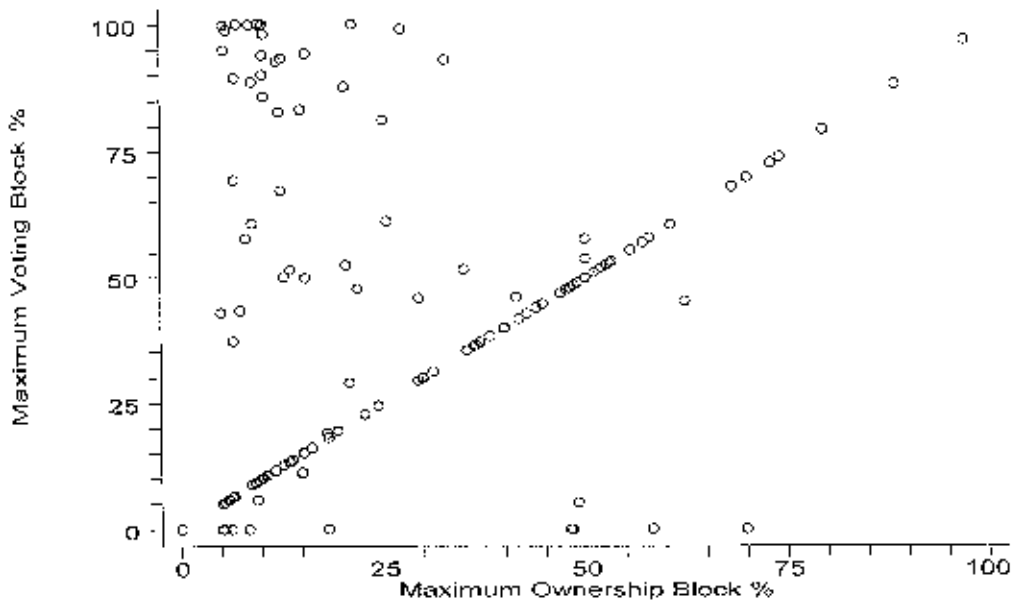


Table 1. Voting power concentration. Percentage of companies for which largest voting power stake lies in (in and below) various ranges.

Range [x,y]	Austria		Germany		USA (NYSE)		USA (NASDAQ)	
	%	Cum %	%	Cum %	%	Cum %	%	Cum %
0–5 %	0	0	1.1	1.1	52.8	52.8	54.4	54.4
5–10 %	0	0	1.9	3.0	21.1	73.9	17.4	71.9
10–25 %	14	14	14.5	17.5	20.9	94.8	20.6	92.4
25–50 %	18	32	18.3	35.8	3.5	98.3	5.5	98.0
50–75 %	54	86	25.5	61.3	1.5	99.8	1.5	99.4
75–90 %	8	94	17.5	78.8	0.2	100	0.5	99.9
90–95 %	6	100	5.7	84.4	0	100	0.0	99.9
95–100 %	0	100	15.6	100	0	100	0.1	100

Source: ECGN country team reports.