

Omistajaohjaus eri puolilla Eurooppaa

Panu Kalmi

Tutkija

Helsingin kauppakorkeakoulu, kansantaloustieteen laitos

Corporate Governance and Economic Performance.

*Klaus Gugler (toim.):
Oxford University Press,
223 s.*

Omistajaohjauksesta (corporate governance) on tullut yksi keskustelluimpia aiheita mikrotaloustieteessä 70-luvulta lähtien, ja erityisen ajankohtainen se on tuntunut olevan viime aikoina. Keskustelun painopiste on ajan kuluessa siirtynyt. Alkuperäinen kirjallisuus omistajaohjauksesta oli huolissaan lähinnä omistuksen ja päätöksenteon eriytymisestä, tämän jälkeen keskusteltiin eri omistajaohjausjärjestelmien paremmuudesta (Saksa vs. Japani vs. Yhdysvallat), ja viime aikoina kiinnostus on liittynyt erityisesti osakemarkkinoiden toiminnan tehostamiseen, vähemmistöosakkaiden aseman parantamiseen, ja institutionaalisten sijoittajien toimintaan osakemarkkinoilla. *Klaus Guglerin* toimittama uusi kirja *Corporate Governance and Economic Performance* liittyy tähän uusimpaan traditioon.

Kirja on yhteistyöhanke yhdentoista European Corporate Governance Network (ECGN)-verkostoon kuuluvan taloustieteilijän välillä. Kirjan rakenne on seuraavanlainen: Kirjan toimittaja ja tutkimusryhmän vetäjä Klaus Gugler Wienin yliopistosta luo ensin katsauksen omistajaohjauksen tutkimuksen teemoihin.

Hän painottaa erityisesti empiiristä tutkimusta, kun taas teoreettiset näkökulmat hän jättää vähäiselle huomiolle. Tämän kirjallisuuskatsauksen perusteella hän määrittelee oleelliset tutkimuskysymykset. Loput kaksi kolmannesta kirjasta on sitten maakohtaisia katsauksia, joita on yhteensä kymmenen. Mukana olevat maat ovat Itävalta, Belgia, Saksa, Ranska, Italia, Japani, Alankomaat, Espanja, Britannia, ja eksoottisena valintana Turkki. Yhdysvalloista ei ole omaa maaosuutta, tosin Guglerin kirjoittamassa ensimmäisessä osassa Yhdysvaltoja käsittelevä kirjallisuus käsitellään perusteellisesti. Toisin sanoen yhdysvaltalaisella aineistolla saadut tutkimustulokset luovat standardin muiden maiden tutkimustulosten arviointiin, vaikkakin omistajaohjausjärjestelmä on Euroopan maissa hyvin paljon amerikkalaisesta poikkeava (Britanniaa lukuun ottamatta). Yhtäkään Pohjoismaata kirjassa ei käsitellä. Miinuksena kirjalle tulee mainita, että missään välissä ei kerrota, millä kriteereillä edellä mainitut kymmenen maata on valittu.

Perinteinen omistajaohjauksen tutkimuksen kohde Yhdysvalloissa on ollut omistajien

ja ylimmän johdon välinen eturistiriita sekä omistuksen hajautumisesta johtuva osakkeenomistajien alhainen motivaatio valvoa johdon toimintaa. Kuten kirjan maaosioista tulee ilmi, omistuksen ja äänivallan hajaantuminen ei ole tyypillistä eurooppalaisille yrityksille. Pikemminkin eurooppalaisille yrityksille on tyypillistä omistuksen ja erityisesti äänivallan keskittyminen. Useimmissa maissa yrityksen äänivalta on keskittyneempi kuin osakkeenomistus (oikeudet tulovirtaan), syinä äänivallattomat osakkeet (useissa maissa), ristiinomistukset ja pyramidijärjestelyt (erityisesti Italiassa ja Turkissa), sekä pankkien oikeus käyttää äänivaltaa osakkeenomistajien puolesta (Saksassa). Niinpä omistajaohjauksen ongelmat Euroopassa liittyvätkin suurimmaksi osaksi suurten ja pienten osakkaiden välisiin eturistiriitoihin. Empiirinen aineisto eurooppalaisista maista näyttää osoittavan, että suuret omistajat pystyvät siirtämään yrityksen tulovirtoja pieniltä osakkeenomistajilta itselleen. Tämä puolestaan vähentää pienosakkaiden kiinnostusta osakkeenomistukseen ja haittaa osakemarkkinoiden toimintaa. Toisaalta osakkeenomistuksen keskittyminen näyttää lisäävän johdon toiminnan valvontaa ja tätä kautta yrityksen toiminnan tehokkuutta. Keskeinen ongelma omistajaohjauksessa näyttää siis olevan, että yrityksen omistuksen tulee olla riittävän keskittynyttä, jotta pääomistajalla olisi kannustimet valvoa johdon toimintaa, mutta vähemmistöosakkaiden oikeudet tulisi pystyä turvaamaan entistä tehokkaammin. Käytännössä tämä tarkoittaisi muutoksia yritysten tiedottamiseen, valvontajärjestelmiin, sekä mahdollisia lainsäädännöllisiä toimenpiteitä vähemmistöosakkaiden aseman parantamiseksi.

Mielenkiintoinen sivuteema kirjassa on omistajaohjauksen toimintaympäristön muutos. Pääomamarkkinoiden vapauttaminen on

luonut yrityksille aivan uudet puitteet oman pääoman rahoittamiseen, mutta on myös pakottanut yritykset vapaaehtoisesti parantamaan vähemmistöosakkaiden asemaa. Useassa Manner-Euroopan maassa tämä muutos tuntuu tapahtuvan hitaasti, mutta erityisen suuria ongelmia on Japanissa. Kuten *Kyoko Sakuman* kirjoittamasta maaosioista käy ilmi, Japanissa on vallinnut ns. ehdollinen ohjaus (contingent governance), jossa tosiasiallista päätöksentekovaltaa on käyttänyt yrityksen johto ja henkilöstö hyvinä aikoina, kun taas huonoina aikoina kontrolli on siirtynyt pankille, joka usein myös kuuluu yrityksen suurimpiin osakkeenomistajiin. Osakkeenomistajat eivät ole yleensä käyttäneet tosiasiallista päätöksentekovaltaa, ja he ovat saaneet ainoastaan ennalta määrättyä osinkoa, kun taas merkittävä osa yrityksen voitosta on jaettu henkilöstölle. Osakkeenomistajien asema Japanissa on siis muistuttanut velkojien asemaa. Japanin viimeaikaisten talousvaikeuksien seurauksena osakkeenomistajien asemaa on alettu parantaa mm. muuttamalla valvontajärjestelmiä. Osakkeenomistajien oikeuksien ensisijaisuuden juurruttaminen japanilaiseen yritykseen luo silti huomattavia siirtymäkustannuksia, koska se merkitsee huomattavaa muutosta perinteiselle japanilaiselle työorganisaatiolle. Muutoksen maksumiehinä lienee ainakin suuryritysten henkilöstö, joka joutuu luopumaan myös työpaikan pysyvyydestä.

Kirjan parasta antia ovat Klaus Guglerin kirjoittamat osiot. Erityisesti kirjan alun kirjallisuuskatso on erinomainen hakuteos omistajaohjauksen empiirisiin kysymyksiin. Maa-kohtaiset osiot ovat tasoltaan vaihtelevia. Tämä ei välttämättä johdu kirjoittajien erilaisesta kyvykkyydestä vaan pikemminkin tietojen saataavuudesta. Esimerkiksi johdon kannustinjärjestelmistä ei useimmista maista ole tietoja saata-

villa. Teos kuitenkin tuo lukijoiden ulottuville katsauksia omistajaohjaukseen maista, joista ei aiemmin ole ollut juuri tietoa englannin kielellä saatavilla. Tämä ansaitsee hatunnoston.

Vastaavanlaisten monikansallisten tutkimusprojektien kannattaisi jatkossa pohtia omistajaohjausjärjestelmien vaikutusta myös kansantalouden tasolla. Tämänhetkisen omistajaohjaustutkimuksen (ja Guglerin kirjan) yksi

rajoite on se, että tarkastellaan melkein pelkästään pörssiyrityksiä. Eurooppalaiset omistajaohjausjärjestelmät eivät välttämättä näyttäisi niin tehottomilta ja irrationaalisilta amerikkalaiseen verrattuna, jos tarkastelua ei rajoitettaisi vain pieneen osaan koko yrityskentästä. Tässä lienee eurooppalaiselle omistajaohjauksen verkostolle työsarkaa vielä pitkäksi aikaa eteenpäin. □