

SEPPO IKÄHEIMO

Yliarvostetut osakkeet uhka yrityksille ja yhteiskunnalle¹

Oletteko koskaan kuulleet yrityksen toimitusjohtajan toteavan, että hänen johtamansa yrityksen osake olisi yliarvostettu? Harvassa ne kerrat taitavat olla. Kuitenkin kaiken todennäköisyyden mukaan yliarvostettuja osakkeita markkinoilla on ainakin yhtä paljon kuin aliarvostettujakin, ehkäpä enemmän. Voiko yritykselle ja yhteiskunnalle aiheutua vakavia haittoja siitä, että joidenkin yritysten osakkeet ovat liian korkealla arvostetuista suhteesta osakkeen ”oikeaan arvoon”? Entä mistä johtuu, että näitä yliarvostettuja osakkeita voisi olla enemmän kuin aliarvostettuja? Miten saataisiin yliarvostettujen osakkeiden hintataso paremmin vastaamaan realistisia odotuksia ja osakkeen oikeata arvoa? Tässä puheenvuorossa käsittelem näitä teemoja, ja tavoitteenani on tuoda esille, että kyse on todella va-

kavasta ongelmasta, johon tulevaisuudessa olisi syytä kiinnittää erityistä huomiota sekä tutkimuksessa, normistossa että omistajan ohjauksen käytännöissä.

Osakkeen yliarvostuksesta aiheutuvat haitat

Arvopaperimarkkinakuplassa arvopapereiden hinnat ovat suhteettoman korkealla verrattuna realistisiin odotuksiin, ja kuplat puhkeavat tavallisesti hyvin jyrkkinä arvopudotuksina. Tämän päivän kannalta erityisen mielenkiintoinen ilmiö syntyi 1840-luvun Iso-Britanniassa rautateiden ympärille (ks. mm. Chancellor, 1999). Tällöin nähtiin rautateiden ratkaisevan ihmisten liikkumiseen ja tavaroiden kuljettamiseen liittyvät ongelmat – rautatie yhdistää ihmiset. Vuonna 1845 *Times*-lehti raportoi yli 1.200 eri

¹ Puheenvuoro perustuu Kauppätieteellisessä yhdistyksessä 22.4.2002 pitämäni kommenttipuheenvuoroon johtaja Markku Tapion esityksestä sekä tilaisuudessa käytyn keskusteluun. Lisäksi tähän puheenvuoroon ovat vaikuttaneet keskustelut Markku Kaustian ja Risto Waldenin kanssa.

SEPPO IKÄHEIMO, Professori

Helsingin kauppakorkeakoulu • e-mail: ikaheimo@hkkk.fi

rautatiehankkeesta Iso-Britanniassa. Näiden hankkeiden yhteenlaskettu arvo oli suurempi kuin maan bruttokansantuote. Jo aivan alkuvaiheessa maan hallitus näki ongelmaksi ne valtaiset rahamäärät, joita rautateiden rakentaminen edellytti. Niiden nähtiin heikentävän maan muiden toimintojen kehittämistä. Rautateiden rakentaminen oli yksityisten vastuulla ja toiminnan rahoitus hankittiin arvopapereilla. Uusia rautatieyhtiöitä ja rautateiden toimintaa tukevia yrityksiä syntyi lukuisia ja näiden yritysten osakkeita noteerattiin paikallisissa pörseissä. Keskiluokka innostui osakkeiden merkitsemisestä. Osakekurssien kehitys olikin erittäin voimakkaan kysynnän vuoksi positiivista, useiden yritysten osalta tuotot olivat monia satoja prosentteja. Kun lopulta havaittiin, että osakkeiden arvostus perustui katteettomiin odotuksiin rautatieliikenteen kehityksestä ja myös kansainvälistymisestä, rautateiden arvostus romahti täydellisesti ja useat yhtiöt ajautuivat vararikoon. Yhtymäkohdat silloisen uuden talouden, rautateiden, ja muutaman vuoden takaisen informaatioteknologiakuplan välillä ovat kiistattomat. Oikeutetusti voidaan kysyä, menikö osa rahoista vääriin investointeihin rautateihin tai informaatioteknologiaan, ja olisiko rahat voitu käyttää toisaalla paremmin?

Osakemarkkinakuplan aikana tiettyjen osakkeiden kysyntä on poikkeuksellisen voimakasta, mikä nostaa niiden arvostusta. Yritykset ovat toimialalla, joka voi olla aivan erityisen mielenkiintoinen. Analyytikot antavat mielellään ostosuosituksia juuri niille yrityksille, joita sijoittajat haluavat ostaa, ja tavoitehinta asetetaan vallitsevaan kurssitasoon nähden korkeammalle tasolle, kysyntähän nostaa osakekurssia edelleen. Tämän kysynnän seurauksena yliarvostetun yrityksen on helpompi saada oman pääoman ehtoista rahoitusta kuin aliarvostetun

yrityksen. Käytännössä raha menee yrityksiin, joilla ei ole riittävän hyviä investointikohteita osakkeen kurssin katteeksi. Siitä huolimatta yritykset useimmiten toteuttavat aikomansa investoinnit. Sen sijaan yritykset, joiden osakkeet ovat aliarvostettuja, eivät saa hyvillenkään investoinneille riittävää rahoitusta. Eli raha sijoitetaan vääriin kohteisiin. Tämä kysymys on vakava myös siinäkin mielessä, että vain harvoin yritys edes pyrkii hankkimaan oman pääoman ehtoista rahoitusta silloin, kun osake on johdon mielestä aliarvostettu. Siten viimeisten vuosien aikana tehdyt massiiviset sijoitukset uuteen talouteen eivät ole pelkästään osakesijoittajien päänsärky, vaan tällöin myös yhteiskunnan niukat pääomat on investoitu vääriin kohteisiin.

Yliarvostetun yrityksen on helpompi saada vieraan pääoman ehtoista rahaa kuin aliarvostetun yrityksen. Osakekurssit toimivat myös lainoittajille informaation tuottajana. Siten yliarvostettu osake luo heille uskoa yrityksen tulevaisuudesta ja parantaa yrityksen mahdollisuuksia saada lainarahaa markkinoilta. Tämän seurauksena yrityksen luottoluokitus on parempi kuin sen kuuluisi olla ja siten lainarahan hinta on alhaisempi ja lainansaantimahdollisuudet paremmat kuin aliarvostetuilla yrityksillä. Kyse on taas pääomien allokoitumisesta vääriin kohteisiin. Lisäksi vakuuksien arviointi perustuu yrityksen omaisuuden arvonmäärittämiseen, joka kaiketikin tehdään epärealististen tulevaisuuden odotusten perusteella.

Yritysjohdo pyrkii toteuttamaan yliarvostukseen liittyvät analyttikoiden ja osakemarkkinoiden odotukset. Osakkeiden yliarvostus perustuu ennen kaikkea odotuksiin voimakkaasta kasvusta ja tähän kasvuun liittyvästä tulevasta kannattavuudesta. Yrityksen johtamisen kannalta lopputulos saattaa olla yllättävä. Sen sijaan, että yritysjohto pyrkisi toteuttamaan omaa nä-

kemystään ja strategiaa, johto voi ottaa suunnittelun ja päätöksenteon lähtökohdaksi osakemarkkinat ja analyytikot – mitä johdolta ja yritykseltä odotetaan. Johto pyrkii täyttämään nämä odotukset, jopa riippumatta siitä, että liikutaan epärealistisella tasolla. Tästä erinomaisen esityksen ovat esittäneet Fuller ja Jensen (2002). Pahimmillaan yritysjohto saa väärän viestin osakemarkkinoilta siitä, mihin toimialoihin tai tuotteisiin yrityksen pitäisi panostaa. Yrityksen toiminnassa voidaan tällöin laiminlyödä nykyisten terveiden osien kehittäminen ja panostetaan vain niihin kasvualueisiin, joita osakemarkkinat arvostavat. Kaiken tämän seurauksena yritysjohto pyrkii voimakkaaseen kasvuun joko investoimalla suoraan toimintaan tai tekemällä yrityskauppoja, käyttämällä yliarvostettuja osakkeita maksuvälineenä. Mitä korkeammalle osake on arvostettu, sitä helpommin yrityskauppoja on voitu omilla osakkeilla tehdä. Näiden yrityskauppojen seurauksena myös ostettava yritys tulee viimeistään tässä vaiheessa yliarvostetuksi ja yliarvostus leviää laajemmalle. Siten yliarvostettujen osakkeiden avulla on voitu toteuttaa analyytikoiden ja osakemarkkinoiden edellyttämä voimakas kasvu. Mutta miten saavuttaa odotettu kannattavuus?

Osakemarkkinat eivät malta kauaa odottaa odotusten toteutumista. Siten liikevaihdon kasvun lisäksi johdon tulee raportoida sijoittajille myös kannattavuuden myönteisestä kehityksestä. Ellei myönteistä kehitystä muutoin synny, tilinpäätösnormistoa pyritään soveltamaan tai venyttämään omiin tarpeisiin sopivaksi. Lisäksi julkistetaan *pro forma* laskelmia, joiden tulokset ovat lähes poikkeuksetta myönteisemmät kuin virallisen tilinpäätöksen. Esimerkiksi vuoden 2001 tammi–syyskuun osalta Nasdaq-yritysten *pro forma* tulokset olivat USD 100 miljardia paremmat kuin viralliset tilinpäätökset.

Onko U.S. GAAP todella näin pahasti väärsä, vai pyrkiikö yritysjohto aktiivisesti näyttämään poikkeuksellisen hyvää tulosta? Rärkeimmillään osakkeen yliarvostus voi johtaa epärehellisyteen yrityksen taloudellisesta tilanteesta raportoitaessa, ja hyvää tulosta pyritään esittämään täysin keinotekoisesti. Järkyttävien esimerkki lienee Enronin tilinpäätöksiin liittyvät väärinkäytökset.

Yliarvostetun yrityksen osakekurssi korpautuu ennemmin tai myöhemmin. Tämä tapahtuu todennäköisesti hyvin nopeasti – käy ilmi, ettei odotuksilla ole reaalista pohjaa ja mahdollisesti yritys on käyttänyt tiedottamisen osalta kaikki keinot, joilla odotuksia on ylläpidetty. Havaitut epäkohdat ja väärinkäytökset sijoittajaviestinnässä johtavat laajempaan epäluuloon yritysten tiedottamista kohtaan, pelätään, että vain jäävuoren huippu on näkyvässä. Sijoittajan painajainen, äkillinen osakekurssin romahtaminen, toteutuu. Lisäksi nopeasti laskeviin kurssiin osakkeiden myynti on hyvin vaikeaa. Lopputuloksena on lukuisia pettyneitä sijoittajia, useimmiten hyvin lukuisia yksityissijoittajia, joiden usko osakesijoittamiseen voi kadota. Eriytyisen huolestuttavaa tämä on silloin, kun ylisuuria odotuksia on keinotekoisesti ylläpidetty. Tämän jälkeen luottamuksen hankkiminen osakesijoittamiseen on hyvin vaikeaa.

Kuten edellä havaittiin, yliarvostettu osake voi johtaa sekä yhteiskunnan, yrityksen että omistajan kannalta epätoivottuun lopputulokseen, ja yliarvostus on mahdollisesti jopa haitallisempi ilmiö kuin aliarvostus. Käytännössä kuitenkin pohditaan ennen kaikkea sitä, miten saataisiin osakekurssi kehittymään myönteisesti. Mistä tämä johtuu?

Yliarvostukseen kannustaminen

Osakekurssin myönteinen kehitys pyritään liittämään yrityksessä tapahtuneisiin myönteisiin muutoksiin. Siten on luonnollista, että yritysjohton taitavuutta arvioidaan juuri osakekurssin perusteella. Mitä paremmin osakekurssi kehittyy, sitä parempia ratkaisuja yritysjohto on tehnyt. Yliarvostukseen liittyvää ongelmaa ei ole olemassa. Mielenkiintoiseksi tämän asetelman tekee useiden yritysjohtajien toteamus, että heidän yrityksensä osake todella on aliarvostettu, ja he ovat kiinnostuneita poistamaan tämän aliarvostuksen. Samalla tämä tosin voi johtaa yliarvostukseen. Kannustimia tähän suuntaan on useita.

Työsuhdeoptiojärjestelyissä yritysjohtoa kannustetaan osakekurssin myönteiseen kehitykseen. Työsuhdeoptioita voidaan pitää muihin kannustinjärjestelmiin nähden poikkeuksellisen aggressiivisina, sillä johdolla on mahdollisuus ansaita useiden satojen jopa tuhansien prosenttien palkankorotus, mikäli osakekurssi kehittyy myönteisesti. Kiinnostus osakekurssiin korostuu erityisesti silloin, kun työsuhdeoptioiden käyttömahdollisuus lähestyy, kun kyse on ensimmäisestä ja mahdollisesti viimeisestä suuremmasta optioiden tulouttamisesta ja kun optioiden erääntymistä ei ole kunnolla porrastettu.

Yritysjohto työskentelee mieluummin suuren yrityksen johdossa kuin pienen yrityksen johdossa. Suuremman yrityksen johdolla on korkeampi palkka, he saavat enemmän valtaa ja vastuuta sekä suurempaa arvostusta. Näiden pyrkimysten toteuttamiseen yliarvostettu osake soveltuu hyvin, sillä se mahdollistaa omien osakkeiden käytön yrityskaupoissa. Siten johdolla on henkilökohtainen kiinnostus siihen, että yrityskauppojen maksuväline on kunnolla arvostettu.

Analyttikoiden pyrkimyksenä on välittää informaatiota osakesijoittajille. Käytännössä tämä usein tarkoittaa sitä, että pyritään tunnistamaan aliarvostettuja osakkeita. Aliarvostusta he viestivät tavoitehinnoilla ja osto-suosituksilla. Käytännön havaintona voisi todeta, että tavoitehintojen ja osto-suositusten perusteella suurin osa osakkeista on aliarvostettuja. Analyttikot pyrkivät myös aktivoimaan yksityisiä ihmisiä ja yrityksiä sijoittajiksi sekä saamaan samaan yritykseen kuuluville välittäjille osakekauppaa. Lisäksi analyttikoiden ja investointipankkien välinen yhteys kannustaa analyttikoita antamaan positiivisia käsityksiä osakkeiden arvostuksesta. Siten analyttikoiden motiivit ovat saman suuntaisia kuin yritysjohtonkin. Pyritään pääsemään eroon osakkeiden aliarvostuksesta.

Analyttikoiden rooli on myös toisaalla. Suomessa analyttikoiden yhteydet yritysjohtoon ovat vuoden 1993 ulkomaalaisen omistuksen vapautumisen myötä tiivistyneet. Analyttikot vaativat johdolta yrityskohtaista tietoa aina enemmän, mutta samalla he vaativat myös toimenpiteitä yrityksissä, esimerkiksi johdolle suunnattuja työsuhdeoptiojärjestelyjä, omistajan arvon korostamista yrityksen ohjausjärjestelmissä ja panostusta erityisiin kasvualueisiin. Analyttikoiden miellyttäminen on saanut johdon toimimaan analyttikoiden odotusten mukaisesti.

Yrityksen kasvun, tuloksen tai osakekurssin myönteinen kehitys siivittää ajatukset tulevasta myönteisestä kehityksestä. Kuvitellaan, että toteutunut kehitys on ennuste tulevaisuudesta. Siten toimialaansa nopeammin kasvavien yritysten oletetaan myös tulevaisuudessa kehittyvän vastaavalla tavalla. Tämän tapainen ylioptimismi ja usko tulevaisuuteen ylläpitää epärealistisia osakekurssitasoja.

On siis lukuisia syitä, miksi osake voisi olla myös yliarvostettu.

Miten päästä eroon yliarvostuksesta?

Edellä on lueteltu lukuisia kannustimia aliarvostuksen poistamiseksi ja yliarvostuksen ylläpitämiseksi, mutta miten päästä yliarvostuksesta eroon? Tämä on mielestäni yksi osakemarkkinoiden suurimmista tulevaisuuden haasteista. Yritysjohdolla, analyytikoilla tai osakesijoittajilla ei ole nykyisellään motiiveja yliarvostuksen poistamiseen. Miten nykyiset sijoittajat suhtautuisivatkaan siihen, jos yritysjohto pyrki aktiivisesti kertomaan osakkeen epärealistisen korkeasta tasosta? Ja miksi johto niin tekisikään, pahimmillaan he tuhoaisivat työsuhdeoptioidensa arvoa miljoonien eurojen edestä? Miksi analyytikot kertoisivat alhaisemmista tavoitehinoista tai suosittelisivat ennen kaikkea myymään osakkeita? Voisi kuvitella, että uuden talouden kuplan puhkeaminen ja esimerkiksi Enronin kaltaiset kriisit markkinoilla pysäyttäisivät johdon, sijoittajat ja analyytikot, mutta mistä löytyisi yksilötason kannustimet yliarvostuksen poistamiseksi.

Vaikka keinojen valikoimaa ei voida runsaudesta syyttää, voidaan esittää joitakin näkemysiksi ainakin yliarvostuksen loiventamiseksi:

- Yritysten taloudellinen tiedottaminen tulisi tehdä entistä läpinäkyvämmäksi. Tämä koskee erityisesti niitä tulevaisuuden oletuksia, joiden perusteella tilinpäätökset on laadittu, sekä niitä riskejä, joita näihin oletuksiin liittyy.
- Yritysten sisäpiirin tekemät kaupat, ja mahdollisesti myös toimeksiannot, tulisi välittömästi tuoda julkiseen tietoon pörssi-ilmoituksen tapaan. Näin markkinat saisivat nopeasti tietää sisäpiiriläisten kä-

sitykset osakkeen arvostustasosta sisäpiirin omien taloudellisten intressien välityksellä. Tämä voisi osin korvata sisäpiirikauppoihin liittyvät rajoitukset.

- Johdon tulisi kyetä perustelemaan, miksi juuri heidän johtamansa yritys pystyy ylläpitämään markkinoita nopeampaa kasvua tai korkeampaa kannattavuutta, mikäli niin väitetään.
- Johdolle myönnettyjen työsuhdeoptioiden tulisi jakaantua ajallisesti tasaisemmin. Näin johdolle ei muodostuisi lyhyen aikavälin osalta erityistä intressiä ylläpitää osakkeiden yliarvostusta.
- Suurimpien osakkeenomistajien rooli voisi olla merkittävä yliarvostuksen hallinnassa. Suurimmat yrityksen osakkeenomistajat ovat yleensä pitkän aikavälin sijoittajia ja siten heillä on erityisen hyvät mahdollisuudet luoda juuri tähän omistajuuteen liittyvää luottamusta osakemarkkinoilla viestimällä: "Omistamassamme yrityksessä tavoitteena on pitkällä aikavälillä oikean osakekurssin ylläpitäminen." Tämä pienentäisi osakkeeseen liittyvää riskiä ja itse asiassa loisi omistajuuteen liittyvää arvoa.

Olen esittänyt edellä hyvin kriittisen näkemyksen yritysjohdon ja osakemarkkinoiden toiminnasta. Kriittisyyden taustalla on ennen kaikkea huoli siitä, ettei tähän mennessä ole riittävästi pohdittu yliarvostuksesta aiheutuneita seurauksia eikä tähän yliarvostukseen johtaneita syitä. Haittavaikutusten välttäminen on paljolti kiinni siitä, miten hyvin onnistutaan luomaan mekanismeja, joiden avulla voidaan toisaalta välttää osakkeiden yliarvostusta ja toisaalta purkaa yliarvostukset kohtuullisin kustannuksin. ■

DISCUSSION

Lähteet

CHANCELLOR, E. (1999) *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*. London, Macmillan.

FULLER, J. & JENSEN M.C. (2002) Just Say No to Wall Street. *Journal of Applied Corporate Finance*, Forthcoming.