

# DISCUSSION



VESA PUTTONEN

# Riskienhallinta rahoitusmarkkinoilla<sup>1</sup>

## 1. Shareholder value ei ole stakeholder valuen vastakohta

Onko euro tänään arvokkaampi kuin kymmenen euroa huomenna? Vastaus riippuu huomisen määritelmästä ja diskonttokorosta. Mikäli huomisen on todellakin huomenna, täytyisi diskonttokoron olla lähes ääretön, jotta euro tänään olisi näistä kahdesta vaihtoehdosta arvokkaampi. Mikäli huomisen on vasta neljän kvartaalin eli vuoden kuluttua, olisivat nämä kaksi vaihtoehtoa samanarvoiset tuhannen prosentin diskonttokorolla. Tuhannen prosentin diskonttokorkojen kanssa meidän ei länsimaissa tarvitse onneksi elää. Mutta miksi meillä puhutaan shareholder value -ajattelun korvaamisesta stakeholder valuella?

Monet liikkeenjohdon gurut, taloustoimitajat, yritysjohtajat ja ns. asiantuntijat puhuvat lämpimästi stakeholder valuen puolesta. On oikein, että osakkeenomistajien lisäksi huomioi-

daan kokonaisvaltaisesti myös muut sidosryhmät kuten henkilöstö, ympäristö, asiakkaat, alihankkijat ja ympäröivä yhteiskunta veronkantajana. Tämä onkin oikein. Samoin on oikein, että yritys panostaa hyviin arvoihin kuten rehellisyyteen, tasa-arvoon, moniarvoisuuteen, lyhyesti sanottuna hyvään yrityskansalaisuuteen.

Mutta on räikeästi väärin ajatella, että shareholder value eli omistajalähtöinen johtaminen ajattelumallina neuvoisi yrityksiä lyhytnäköisyyteen, yhden kvartaalin tuloksen maksimoimiseen. Sijoittajien mielestä kymmenen euroa huomenna on parempi kuin yksi euro tänään. Tämän vuoksi lyhyen aikavälin tuloksen maksimoiminen esimerkiksi tuotekehitys ja markkinointi lopettamalla laskisi yrityksen arvoa markkinoilla todella nopeasti. Toinen nopea tapa tuhota osakkeenomistajien arvoa on suhtautua välinpitämättömästi henkilöstöön, ympäristöön, asiakkaisiin, alihankkijoihin tai ympäröivään yhteiskuntaan. Näistä suhteista huoleh-

<sup>1</sup> Virkaanastujaisesityelmä Helsingin kauppakorkeakoulussa 15.11.2002.

## DISCUSSION

timinen on ehdottomasti osakkeenomistajien etujen mukaista. Mutta pitääkö osakkeenomistajien edun mennä muiden intressiryhmien edun edelle? Kyllä pitää.

Henkilökunnalle yritys lupaa maksaa tietyn palkan. Hyvästä työsuorituksesta yritys maksaa bonuksiakin, sillä hyvällä ja osaavalla henkilökunnalla on muitakin vaihtoehtoja viettää aikaansa kuin olla töissä. Ympäristöstä yritys lupaa pitää huolta minimissään voimassaolevien säädösten puitteissa. Asiakkaiden ollessa hyvin ympäristötietoisia yrityksen kannattaa panostaa ympäristöinvestointeihin enemmänkin kuin mitä viranomaismääräykset edellyttävät. Asiakkaiden tarpeiden kartoittaminen ja analysointi ovat edellytys sille, että yritys pystyy tuottamaan sellaisia tuotteita ja palveluita, että se pystyy tuottamaan asiakkaille lisäarvoa. Alihankkijoille kannattaa maksaa ajoissa ja tilaukset tulee tehdä heti, kun se on mahdollista. Ympäriöivälle yhteiskunnalle yritys lupaa noudattaa lakeja ja säädöksiä, minkä lisäksi yritys tulee implisiittisesti luvanneeksi maksaa verojakin, mikäli riskinotossa onnistutaan ja yritys pystyy tekemään voittoa. Mutta mitä tuottoa viimeiselle stakeholderille, osakkeenomistajalle luvataan? Kaikessa yksinkertaisuudessaan – ei mitään.

Osakkeenomistajan riskisijoitukselleen saama tuotto perustuu mahdollisiin osinkoihin ja arvonnousuun. Kumpaakaan yritys ei pysty etukäteen lupaamaan. Parasta mitä osakkeenomistaja voi saada, on yritysjohdon lupaus siitä, että se tekee parhaansa sen eteen, että palkkojen, ympäristömaksujen, muuttuvien ja kiinteiden kustannusten sekä verojen jälkeen yritykselle jäisi vielä jotain. Mikäli yritysjohto ei edes lupaa tehdä parastaan, osakkeenomistajille ei jää jäljelle mitään odotettavaa. Tämä on tärkeä asia muistaa, kun omistaja sentään on mahdol-

listanut yritystoiminnan sijoittamalla siihen tarvittavan pääoman.

### 2. Yrityksen arvo ei perustu yhden kvartaalin tulokseen

Mutta onko yksi pyy parempi pivossa kuin kymmenen oksalla? Haluaako sijoittaja euronsa takaisin heti huomenna? Vähänkään rationaalisesti toimiva sijoittaja ei tietenkään halua sijoittamaansa euroa takaisin heti. Paras tapa varmistaa euron nopea takaisinmaksuaika on laittaa raha suoraan oikeasta taskusta vasempaan. Miksi sijoittaa yritykseen alun perinkään! Ei, sijoittaja ei edellytä rahan nopeaa takaisinmaksua, vaan hän edellyttää sen edelleen sijoittamista ja riskinottoa. Riskittömästi ja tuottamattomasti sijoittaja voisi helposti itsekkin rahansa sijoittaa. Mutta koska hän haluaa osalle varoistaan tuottoakin, hän antaa rahan yrityksen edelleen käytettäväksi.

Miksi sijoittajat sitten edellyttävät yritysten raportoivan tuloksistaan kolmen kuukauden välein? Eikö harvempi tahti riittäisi? Ja toisaalta, miksi sijoittajaa kiinnostaisi yrityksen tulos vuoden päästä, jos sijoitus aiotaan realisoida seuraavalla viikolla? Vastaus löytyy yksinkertaisesti *yrityksen arvonmäärityksen* perusteista. Osakekurssi ei heijastele pelkästään yrityksen nykyhetken tulosta vaan kaikkien tulevien tulosten nykyarvoa. Näin ollen odotusten muuttuessa negatiiviseksi osakkeen kurssi laskee voimakkaasti heti eikä vasta tulevaisuudessa. Osakkeenomistaja ottaa siis riskin useiksi vuosiksi tulevaisuuteen, vaikka hän suunnittelisikin pitävänsä osakkeen vain lyhyen aikaa. Toisaalta lyhyen aikavälin notkahdus tulostahdissa voi olla ratkaiseva signaali, joka osoittaa yrityksen pitkän aikavälin tuotto-odotusten muuttuneen aikaisempaa alhaisemmiksi.

Tämä logiikka mahdollistaa sen, että tänään esimerkiksi teknologiayrityksestä makse-

taan miljardeja, vaikka yritys ei koskaan historiansa aikana olisi tehnyt voittoa. Jos pääomamarkkinat toimisivat vain lyhytnäköisesti, tällaisesta yrityksestä ei varmasti maksettaisi muutama euroa enempää. Toisaalta, niin kauan kun yritys ei pysty lupaamaan varmasti tiettyä kehityskulua, lienee kohtuullista edellyttää, että yritys suostuu raportoimaan sijoittajille taloudellisesta kehityskulustaan. Vaikka sijoittajat ovat valmiit odottamaan pitkäänkin tuloksen kääntymistä voitolliseksi, yrityksen arvonmäärityksen ja sijoittajien riskienhallinnan kannalta on tärkeää tietää, missä tahdissa yritys tulostaan parantaa tai heikentää. Markkinat pettyvät joutessaan huomaamaan, että yritys ei etenekään suunnitelmien mukaisesti. Toisaalta markkinat mielellään palkitsevat odotusten ylittamisestä. Näistä vain ensin mainitussa tilanteessa yritysjohdon kuulee valittelevan markkinoiden epäloogisuutta.

Rahoitusmarkkinoiden tärkein tehtävä on allokoida kansantalouden ylijäämäsektorin varoja alijäämäsektorille. Pääoma ohjautuu markkinoilla kuin vesi uomassa. Tehokkaasti toimivilla rahoitusmarkkinoilla pääomat ohjautuvat tehokkaasti niin, että koko kansantalouden kehitys on taattu parhain mahdollisin edellytyksin. Hyvät yritykset saavat pääomaa edullisemmin kuin huonot. Yrityksen hyvyys arvioidaan vertaamalla tuotto-odotusta odotettavissa olevaan riskiin. Tämä on sijoittajien tahto.

Kaikilla rahoitusmarkkinoilla, tehokkaimmillakin, on olemassa erilaisia kitkatekijöitä kuten veroja, informaatiokustannuksia ja kaupankäyntipalkkioita. Tehokkaan ja tehottoman markkinan ero on patojen korkeudessa. Kuten vesi joen uomassa, pääoma ohjautuu ensiksi sinne, minne se pääsee helpoimmin. Rahoitusmarkkinoilla voidaan toki tehdä päätöksiä, joilla patoa nostetaan. Tämä onnistuu esimerkiksi ve-

rotusta kiristämällä tai sijoittajille tarjotun informaation määrää tai tasoa vähentämällä. Yksittäinen yritys voi omaa patoaan nostaa olemalla ymmärtämättä pääomamarkkinoiden toimintaperiaatteita ja päivittelemällä kansainvälisen pääoman epäloogisuutta.

Yritysjohdon tehtävä on houkutellessa pääoma luokseen. Poliitikkojen tehtävä on huolehtia siitä, että pääoma pystyy ohjautumaan tehokkaasti ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille. On tärkeää huomata, että maailman pääomavirrat eivät suuremmin vaipuisi ahdinkoon, jos Suomessa päätettäisiin nostaa yritysverokanta vaikkapa 35 prosenttiin tai lopettamalla avoimena fiscal. Ensinnäkin ulkomaisia veromuutos ei juuri edes koskisi. Toisekseen, maailmaan jäisi enää reilut 100 mielenkiintoista maata, joissa sijoituskohteita riittää. Hyvä on myös muistaa, että näihin kohteisiin pääsevät suomalaisetkin. Pystyäksemme houkuttelemaan pääomia Suomeen ja Suomessa, meidän ainoa vaihtoehtomme on tehdä sellaisia verotuksellisia ratkaisuja, että patomme koetaan riittävän matalaksi.

### 3. Osakkeenomistajat haluavat yritykseltä riskinottoa

Agenttiongelmilla tarkoitetaan mahdollisia intressiristiriitoja, joita voi syntyä yrityksen tärkeimpien sidosryhmien välillä. Tyypillinen ristiriita on aina olemassa omistajien eli osakkeenomistajien ja vieraan pääoman ehtoisen rahoittajan tavoitteiden välillä. Lainanantajan intressissä on, että yritys ei esimerkiksi muuta liiketoimintaansa riskipitoisemmaksi sen jälkeen, kun lainapäätös on tehty. Velkojahan ei suoraan hyödy siitä, jos yrityksen aiottua riskipitoisemat investoinnit tuottavatkin ennakoitua paremmin. Velkojan euro tänään ei muutu kymmeneksi huomenna. Osakkeenomistajalla näin voi joskus käydäkin. Velkojan kuten pankin saamat

## DISCUSSION

korkomaksut pysyvät kiinteinä. Hyöty mahdollisesta suuremmasta tuotosta jää osakkeenomistajille. Pankin kannalta tärkeää on vain se, että yritys pysyy pystyssä ja pystyy maksamaan korkomaksunsa.

Instressiristiriitoja voi syntyä myös osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välille. Yritysjohto voi kokea oman työpaikkansa säilyttämisen niin tärkeäksi, että se ei uskalla ryhtyä kaikkein tuottavimpiin mutta riskiä sisältäviin hankkeisiin. Osakkeenomistajien kannalta tilanne on paljon helpompi, koska heidän on helppo hajauttaa riskiänsä sijoittamalla useisiin sijoituskohteisiin. Yritysjohto on sijoittanut ainakin henkisen pääomansa vain yhteen kohteeseen, yritykseen. Tyypillisesti yrityksen johdolla on kaikki munat yhdessä korissa kun omistajat ovat hajauttaneet omistuksensa useisiin erilaisiin yrityksiin ja muihin sijoituskohteisiin. Saadakseen yritysjohtoon ottamaan riskiä osakkeenomistajat rakentavat sellaisen kompensatiojärjestelmän, että yritysjohtokin hyöttyy onnistuneesta riskinotosta. Syntyy optiojärjestelmä yritysjohtoon kannustimeksi. Kymmenestä eurosta voi muutaman sentin antaa yrityksen johdollekin.

#### 4. Markkinat eivät aina toimi teorian mukaisesti

Osakekurssien ennustaminen on aina vaikeaa ja parhaatkin ennustajat menevät silloin tällöin metsään. Jälkikäteen ennustaminen on tietysti helppoa, yleensä onnistuneista ennusteista pidetään julkisuudessaakin meteliä. Hyvä lähtökohta nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla kuitenkin on, että ennustettavuuden illuusio syntyy muistin valikoivuuden ja mittaamisen vähyden vuoksi.

Yleensä oikeaan onnistuneet omat ennusteet muistetaan ja epäonnistuneet unohdetaan.

Toinen vaihtoehto on, että epäonnistuneista ennusteista syytetään markkinoita. Analyttikoiden ennusteista muistetaan epäonnistuneet ja onnistuneet unohdetaan. Illuusio omasta ennustekyvystä voi pysyä yllä erityisesti, kun sijoitusalkun kehitystä ei jälkikäteenkään mitata eikä ainakaan suhteuteta markkinoiden keskimääräiseen tuottoon. On inhimillisesti ottaen pelkätään terveellistä, että kaikkia tappiollisia kaupunkeja ei muista, mutta se ei tarkoita sitä, etteikö hyvän itsetunnonkin omaavan sijoittajan kannattaisi aina silloin tällöin suojautua kurssilaskulta. Mutta mitä rahoitusteoria sanoo ihmillisyydestä, terveellisyydestä ja itsetunnosta? Ei mitään.

Rahoitusteorian yksi aivan keskeisimpiä kehittäjiä on ollut Harry Markowitz. Vuoden 1998 *Money*-lehdessä hän selitti omaa sijoituskäyttäytymistään. Ei, hän ei sijoita omia varojaan optimaalisen tuotto-riski -akseliston mukaisesti. Hän kertoi haastattelussa yksinkertaisesti jakavansa sijoituksensa puoliksi korko- ja osakesijoitusten kesken. Tällä tavalla hän minimoi katumistilanteiden todennäköisyyden tulevaisuudessa. Jos kaikki varat olisivat osakkeissa, Markowitzia harmittaisi kurssien laskeutuminen jossain vaiheessa. Vastaavasti osakkeiden voimakkaan kurssinousun seuraaminen sivusta harmittaisi takuuvarmasti, jos kaikki varat olisivat korkomarkkinoilla. Jakamalla potin 50/50 Markowitz varmistaa sen, että hän on aina mukana oikealla puolella ainakin toisella jalalla.

Teorian osaaminen on sijoitusmarkkinoilla kaiken perusta. Se ei kuitenkaan yksin riitä, vaan yritysten ja sijoittajien täytyy nykyään ymmärtää myös sijoitusmarkkinoiden joskus teorian vastainenkin käyttäytyminen. Kaiken tämän lisäksi sijoittajan tulisi osata tulkita omakin teorian vastainen käyttäytymisensä. Jos taloustie-

teen nobelisti Harry Markowitz kertoo käyttäytyvänsä teoriasta piittaamatta, moni meistä tavallisista sijoittajista voi antaa itselleen anteeksi hetkittäiset epärationaaliset hetket markkinoilla.

Teoria olettaa markkinoiden olevan täydelliset ja toimivan tehokkaasti. Mutta jos yksittäiset sijoittajat toimivat myös epärationaalisesti, oletus markkinoiden ikuisesta tehokkuudesta joutuu mielenkiintoiseen valoon. Käytännössä tiedämme muun muassa, että sijoittajat alihajauttavat salkkunsaa, ylipainottavat kotimaisia kohteita ja käyvät kauppaa, vaikka se johdattaa pienempiin nettotuottoihin. Miten yrityksen

johdon tulisi suhtautua riskinottoon, jos omistajakunnalla ei olekaan hajautettu portfolio tai osa omistajista suhtautuu osakesijoitukseen kuin kasinoarpajaisiin? Ns. behavioral finance -tutkimussuunta on aivan viime vuosina saanut jalansijaa perinteisen rahoituksen tutkimuksen joukossa. Sijoitusmarkkinoillakaan pelkän perinteisen teorian osaaminen ei aina riitä. Pitää kehittää uusia teorioita ja malleja sen mukaisesti, mikä vastaa sijoittajien todellista käyttäytymistä. Tästä huolimatta kaikissa olosuhteissa on kuitenkin tärkeää muistaa, että yritykset toimivat omistajien rahoilla olivatpa omistajat sitten rationaalisia tai ei. ■