

JARI PUHAKKA

# Omistajapolitiikka – moniulotteinen kokonaisuus

**O**mistajapolitiikkaan on viime vuosien aikana alettu kiinnittää huomattavasti aiempaa enemmän huomiota. Taustalla on ennen kaikkea havainto, että omistajuuden ja yrityksen johtamisen etäännyessä toisistaan riski siitä, että yhtiöt eivät toimikaan yleisesti hyväksytyjen normistojen mukaisesti, on lisääntynyt. Tämä johtunee tyypillisesti siitä, että toimivalla johdolla on pelkästään lyhyen aikavälin taloudellisia mittareita menestyksen arvioimiseksi. Toinen syy on ollut usein myös yksittäisten omistajien ylisuuri valta yhtiöissä. Johto ei tyypillisesti sitoudu enää koko uransa ajaksi kehittämään yhtä yhtiötä vaan on mukana useissa yhtiöissä, joista kustakin pyritään saamaan riittävä taloudellinen korvaus. Näin toimiva johto keskittyy lyhyen aikavälin taloudellisiin tavoitteisiin eikä ota huomioon, mikä voisi olla optimaalista yhtiön pitkän aikavälin eli kestävä kehittäminen näkökulmasta.

Omistajapolitiikkaan liittyen on luotu useita käsitteitä kuten kestävä kehitys, eettisyys, yhteiskuntavastuullisuus ja corporate governance. Yhtiöt tekevätkin yhä useammin erilliset

henkilöstö-, ympäristö- ja jopa yhteiskuntavastuuraportit.

Kestävä kehitys on käsitteenä laaja kattava niin ympäristön huomioimisen kuin ihmisoikeus- ym. lakien noudattamisen. Tyypillisesti siihen liittyy myös positiivinen arvottaminen, eli ei suljeta mitään sektoreita pois, vaan pyritään löytämään kunkin toimialan parhaat yhtiöt tai sulkemaan pois sijoitusvaruudesta välinpitämättömimmät yhtiöt.

Sen sijaan eettisyys on käsitteenä huomattavasti haastavampi, koska se pohjautuu helposti arvomaailmaan, joka on sekä eri kulttuureissa että yksilöiden välillä hyvin erilainen. Onkin tyypillistä, että sijoittaja päättää omista lähtökohdistaan esimerkiksi siitä, mitkä sektorit tai jopa valtiot eivät toimi eettisesti.

Yhteiskuntavastuullisuuden arviointi on kuitenkin vielä haasteellisempaa kuin edellä käsitellyt termit vaikka juuri tätä käsitettä käytetään yleensä ainakin suomalaisessa keskustelussa. Onko yhteiskuntavastuutonta, jos yhtiö esimerkiksi heikentyneen kilpailukyvyn ja sitä kautta pitkällä aikavälillä odottavan konkurssin

sijaan siirtää muualle sen osan tuotannostaan, joka on esimerkiksi lähempänä kulutuskysyntää ja kilpailukykyisempää tarjoten vielä kasvupotentiaalia, jos pääkonttori säilyy paikoillaan ja sitä kautta tietyt verot maksetaan yhä pääosin samalle valtiolle kuin aiemmin?

Corporate governanceen eli yhtiön erilaisiin sisäisiin rakennekysymyksiin – esim. yhtiörakenteet, johtamisrakenteet ja palkitsemisjärjestelmät – on viime vuosien ikävien tapausten myötä kiinnitetty yhä enemmän huomiota niin sijoittajien kuin viranomaisten taholta. Kehitys on ollut myönteistä, mutta joiltain osin on jo mahdollisesti saavutettu piste, jossa muoto menee sisällön edelle. Tämä voikin johtaa vaikeuksiin esimerkiksi löytää ns. asiantuntijajäseniä hallituksiin.

## **Yleisiä perusteluja aktiiviselle omistajapolitiikalle**

Sijoittajan näkökulmasta niiden yhtiöiden, jotka huolehtivat edellä kuvatuista näkökohdista ja tiedottavat toimistaan avoimesti, kokonaisriskitaso on alhaisempi. Näiden yhtiöiden kohdalla ei ole yhtä todennäköistä, että tulee ikäviä yllätyksiä esim. ympäristöasioissa tai yritysjohton toimissa. Tämän pitäisi heijastua siten myös yhtiön riskipreemioon, ja asiansa hyvin hoitavien yhtiöiden arvostustaso voi siten olla keskimääräistä korkeampi.

Toinen motivointi aktiiviselle otteelle on siinä, että voidaan aidosti vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon silloin kun siihen nähdään yhtiön edun nimissä tarvetta. Tämä vaikuttaminen on toimivinta ja tärkeintä silloin, jos omistetaan huomattava osa yhtiöstä. Keskeisiä asioita on mm. riittävän puolueettoman ja ammattitaitoisin hallituksen turvaaminen.

Toisaalta myös silloin, jos omistusosuus on vähäinen, voidaan vaikuttaa yhtiöön aina-

kin viestinnällisin keinoin sekä äänestämällä jaloilla. Mikäli yhtiön todetaan rikkoneen jotain sijoittajan noudattamaa kriteeristöä, esimerkiksi syyllistyvän ihmisoikeusrikkomuksiin, yhtiöltä voidaan vaatia selvitys asiasta sekä mahdolliset toimenpiteet asian korjaamiseksi. Mikäli selvitys ei muuta näkemystä tai yhtiön korjaustoimenpiteitä ei pidetä riittävinä, yhtiön arvopaperit myydään eikä yhtiöön sijoiteta kuin vasta tietyn rangaistusperiodin jälkeen. Vaikka omistusosuus olisi vähäinen, tällaisella toiminnalla voi olla vaikutusta yhtiön tuleviin toimiin.

## **Käytännön haasteita**

Kaikkien edellä kuvattujen seikkojen analysointi ja kannanotto vaatisi jopa suurempia resursseja kuin perinteisen, pääosin numeerisen analyysin tekeminen. Lisäksi olemassaolevien resursien kouluttaminen suurelta osin uudentyypiseen lähestymiskulmaan edellyttäisi huomattavia panostuksia, ja tämän jälkeenkin voidaan kysyä, riittäisivätkö resurssit molempien osaluokkien kunnolliseen toteuttamiseen. Käytännössä kaikki sijoittajat ulkoistavat tämän kvalitatiivisen analyysin teon pyrkien löytämään palvelun tarjoajista ne, joiden kriteeristö vastaa parhaiten omia periaatteita.

Vaikka sopiva yhteistyökumppani löytyisi, ongelmaksi voi muodostua se, että sama palveluntarjoaja tarjoaa useita eri kriteeristöjä asiakkaille. Tämä estää usein sen, että sijoittaja voisi julkistaa analyysitaloaan, koska riskinä on, että media ei ymmärrä eri lähestymistapojen eroja. Tällöin hyvä tarkoitusperä voi muuttua todelliseksi julkisuustaakaksi.

Toinen syy jossain määrin salamyhkäiselle prosessille voi olla riski siitä, että omistajapolitiikka voi potentiaalisesti vaarantaa huomattavia asiakassuhteita. Ongelmien syntyessä on saatettava asia yhtiön tiedoksi ja analysoitava

milloin rike on tapahtunut, mitä yhtiö on tehnyt asian korjaamiseksi ja onko yhtiö muuttanut toimintatapojaan välttääkseen vastaavan virheen toistumisen.

## Sijoittajan omistajapolitiikan ydinkohtia

Omistajapolitiikan ydinkohdaksi voidaan kohottaa yhtiön pitkän aikavälin tavoitteenasetanta sekä tämän saavuttamiseksi tehtyjen toimien analysointi. Pitkäaikaisen sijoittajan kannalta optimaalista toimintaa ei välttämättä ole – etenkin jos vaihtoehtoisia sijoituksia on vähän – osakekurssin lyhyen aikavälin maksimointi. Aiemmin oli vahvasti vallalla ajattelu, että portfolio-sijoittaja hakee pelkästään lyhyellä aikavälillä parhaiten menestyviä yhtiöitä ollen aina valmis siirtämään viestikapulan seuraavalle. Tältä osin on havaittavissa ajattelutavan muutosta. On huomattu, että lyhyt aikajänne johtaa myös yhtiöissä lyhyen aikavälin voiton tavoitteluun – jos tämä leviää kaikkiin yhtiöihin, päädytään tilanteeseen, jossa sijoittaja joutuu kierros kierrokselta valitsemaan yhä tehokkaampia ja tehokkaampia yhtiöitä. Tällainen kehityskulku voi johtaa osaltaan deflatoriseen kehitykseen eikä siten vastaa kestävästä kehityksestä. Niinpä tänä päivänä korostetaan entistä enemmän myös yhtiöiden yhteiskuntavastuuta.

Toinen ydinkysymys liittyy voitonjakoon. Viime vuosikymmenen lopulla voimistui ajatus, että palkkatyö ei kannata, ja ainoa keino vaurastua on siirtyä osakkeenomistajaksi. Tältä osin viime vuodet ovat varmasti konkretisoineet omistajuuteen liittyvät riskit. Toisaalta tämä ei muuta ideologista keskustelua siitä, mikä on yrityksen generoiman jalostusarvon perusteltu jako omistajille, yhtiön kehittämiseen ja työntekijöille. Koska sijoittajat vertailevat nykyisin lähes kaikkia maailman yrityksiä, ja omistaja-arvon

kasvattaminen on nostettu yhtiöiden keskeiseksi tavoitteeksi, yhtiöiden toimintajänne on muuttunut pahimmillaan kvartaalitasolle. Yhtiöt uskaltauvat näin ollen harvoin julkistaa mittavia investointeja, vaikka ne voitaisiin osoittaa kannattaviksi, ja ne hakevat kasvua mieluummin yritysostoin sekä tehokkuutta kuluja karsimalla. Useissa maissa onkin havahduttu ongelmaan, että investointien riskirahoittajat ovat nykyisin liian vähissä. Kehittyneiden talouksien työntekijät ovat joutuneet viime vuosina sopeutumaan uuteen tilanteeseen – länsimaat ovat muuttuneet monilla aloilla kannattamattomaksi tuotantoalueeksi, eivätkä työntekijät useimmiten voi joustaa eduissaan riittävästi, jotta tuotanto ei siirtyisi. Näin länsimaiden siirtyminen palveluyhteiskuntaan on tapahtunut yhteiskunnan kannalta osittain hallitsemattomasti. Voidaankin kysyä, että siirryttäessä aiemmista käytännössä eläkeikään varmoista työpaikoista nykyiseen epävarmuuteen työpaikkojen pysyvyyden suhteen, ja sitä kautta suhteessa yhtä suuriin joustoihin kuin omistajat altistuvat kurssikehityksen kautta, onko nykyinen voitonjako ja veropolitiikka perusteltu. Onkin yhä vaikeampaa perustella pääomatulojen ja työntöön verotuksen epäsuhtaa, mutta samalla tavoin voidaan kysyä, pitäisikö myös voitonjaon jakaantua nykyistä tasapuolisemmin? Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että muuttuneissa oloissa yritysten on jopa aiempaa perustellumpaa palkita työntekijöitä ja johtoa hyvästä menestyksestä. Tämä johtaa pitkällä aikavälillä myös omistajan tuoton maksimointiin.

## Sijoittaminen kotimarkkinalle

Jo aiemmin syksyllä Ranskassa viikkaana käyty keskustelu kotimaisen sijoittamisen roolista vakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa on viime aikoina levinnyt koskemaan myös suomalaisten elä-

keyhtiöiden sijoittamista Suomeen. Ranskassa ei EU:n pelossa uskallettu määrätä mitään selvästi kotimaista sijoittamista suosivaa muutosta lainsäädäntöön, vaan sovittiin herrasmiehsopimuksella, että lisätään lähivuosien aikana sijoituksia yhteensä 0,6 prosentilla listaamattomiin yrityksiin. Perustelu on molemmissa maissa ollut sama, eli pääomien tarve työpaikkojen synnyttämiseksi. Toisaalta molemmilla talouksilla on myös sama pidemmän aikavälin ongelma, eli väestön ikääntyminen ja pidemmän aikavälin heikot kasvunäkymät. Nämä seikat eivät luonnollisesti ole omiaan lisäämään investointeja, vaan ne suuntautuvat voimakkaasti kasvupotentiaalia tarjoaville markkinoille.

Lähtökohdat investointien motivoinnille ovat siis tietyiltä osin heikot. Muina perusteina on esitetty muun muassa, että kerätyt eläkevarat on perusteltua sijoittaa takaisin samaan kansantalouteen – näinhän järjestelmä toimikin vielä kymmenen vuotta sitten, kun eläkevarat olivat kiinni asiakaslainoissa ja Suomen valtion obligaatioissa. Tällöin oli kuitenkin kulunut vielä lyhyt aika rahamarkkinoiden vapautumisesta eikä oltu vielä mukana yhteisvaluutta eurossa. Näiden muutosten myötä yritysten rahoituksen saataavuus on parantunut oleellisesti niin kiristyneen pankkikilpailun, toimivien joukkolainamarkkinoiden kuin osakemarkkinoilla toimivien sijoittajien määrän kasvun myötä. Ulkomaiset sijoittajat ovatkin sijoittaneet huomattavasti Suomeen – viime aikoina jopa kiinteistömarkkinoille. Tämä on mahdollistanut eläkevarojen hajauttamisen siten, että tänä päivänä ei ole enää uhkaa markkinoiden likviditeetistä siinä vaiheessa, kun eläkevarat alkavat supistua eläkkeensaajien suhteellisen osuuden kasvaessa.

On varmasti perusteltua miettiä, onko esimerkiksi eläkeyhtiöillä mahdollisuus kantaa riskejä, jotka eivät kiinnosta lyhyemmän aikavä-

lin sijoittajia, ja saada tästä riskinkannosta myös markkinaehtoinen korvaus. Tältä osin voidaan pohtia esimerkiksi osittain kilpailukykyensä menettäneen TEL-takaisinlainauksen kehittämistä sekä lisäpanostuksia niin pieniin listattuihin kuin listaamattomiin yhtiöihin ja esimerkiksi kasvua tukeviin infrastruktuurihankkeisiin. Oman pääomanehtoiset sijoitukset voivat kuitenkin riskienhallinnallisista syistä – eläkeyhtiöthän ovat kuitenkin vakuutusyhtiöitä, joilla on vain n. 20 % toimintapääomaa, mikä on rinnastettavissa muiden yhtiöiden omaan pääomaan – kasvaa rajallisesti. Tältä osin yhtälö ei muutu, vaikka tarkasteltaisiin eläkesäätiöitä tai jopa väläyteltyjä yksityishenkilöiden tekemiä sijoituspäätöksiä eläkevarojensa sijoittamisesta. Sen sijaan on tehty analyysia siitä voitaisiinko yhtiöille kehittää nykyisessä järjestelmässä keinoja eriyttää hieman salkkurakenteitaan esimerkiksi mahdollistamalla osakeriskin kohottaminen ja tästä syntyvän riskin kantaminen, jos yhtiö kokee tähän tarvetta esimerkiksi työntekijöiden alhaisen keski-ikänsä vuoksi.

On vaikea nähdä, että nykyisen eläkesijoituspotin jakaminen pienempiin osiin parantaisi suomalaisten yhtiöiden rahoituksen saantia tai arvostustasoa. Arvostustason alhaisuus on lisäksi monilta osin myytti, joka päti varmasti aimmin mainituista syistä johtuen vielä 90-luvun alkupuolella. Lähes kaikki suomalaiset yhtiöt ovat jo eurooppalaisessa vertailussa kooltaan ns. micro capeja, eli ne eivät täytä edes eurooppalaisten small cap -rahastojen kokokriteereitä. Tällaisten yhtiöiden arvostustaso on globaalisti suuryhtiöitä alhaisempi. Lisäksi isompienkin yhtiöiden arvostustasovertailua tehdään usein amerikkalaisiin, kymmeniä kertoja suurempiin yhtiöihin unohtaen, että yleiseurooppalainen arvostustasovertailu puhumattakaan kotokelijästä antaa usein erilaisen lopputuleman.

## DISCUSSION

Suursijoittajillakin on selkeä informaatio-etu kotimarkkinoillaan. He tuntevat yritysjohdon, tietävät syvällisesti yhtiön strategian jne. Onkin luonnollista, että sijoittajat kaikkialla maailmassa painottavat sijoituksissaan kotimarkkinoitaan. Tässä suhteessa Suomessa edustetaan keskimääräistä tasoa. Voidaan myös ana-

lyyttisesti osoittaa, että esimerkiksi suomalaisen sijoittajan rajahyöty Suomi-sijoitusten osuuden laskemisesta pienenee oleellisesti mentäessä alle 30 %:n painotukseen etenkin, jos tarkasteluun otetaan mukaan hajauttamisen tuomat lisäkustannukset, vaikka kansainvälinen osakesalkku on rakennettu optimaalisesti. ■