

31.5.2018

Valtiovarainministeriölle

Lausunto koskien Osakkeenomistajien oikeudet -työryhmämuistiota

Työryhmämuistio koskee Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (EY) 36/2007 muutosdirektiiviä (EU) 2017/828, direktiivin soveltamista, sekä lainsäädännön muutostarpeita soveltamisesta johtuen. Direktiivin tavoitteena on lisätä rahoitusmarkkinoiden vakautta lisäämällä osakkeenomistajien sitoutumista ja pitkäjänteistä sijoittamista edistämällä vaikuttamisen mahdollisuuksia sekä lisäämällä avoimuutta pörssiyhtiöiden ja sijoittajien välillä.

Perustan lausuntoni kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintalogiikkaan, yrityksen arvon muodostumiseen kansainvälisessä ympäristössä, kansainvälisten markkinamekanismien toimintaan, sekä lainsäädännön ja Corporate Governance säännösten yritysten kontrollimekanismeihin. Kohdistan lausuntoni koko kehikkoon ja sen mahdolliseen muutosvaikutukseen, sekä erityisesti kiinnitän huomiota kohtiin palkitseminen ja osakkeenomistajienomistajien tunnustetietojen toimittaminen ja osakkeenomistajien oikeuksien myötävaikuttaminen.

Kokonaisuus

Direktiivin tavoitteena on avoimuuden ja markkinoiden vakauden turvaaminen lisäämällä informaatiota markkinaosapuolista mm. osakkeenomistajien tunnistamisen kautta. Tiedon avoimuudella tarkoitetaan esim osakkeenomistajiin liittyvien tunnustetietojen avointa saatavuutta yrityksen näkökulmasta. Tunnistaminen tähtää osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksien lisäämiseen. Pitkäaikainen ja vaikuttamiseen pyrkivä sijoittaminen ilmiönä tutkimuskirjallisuudessa ilmenee esim. kokonaisuuksien ”value investing” tai ”value stocks” kehikossa. Nämä tutkimusalueet lähes yhteinäisesti ilmentävät ”value” yritysten toimivan pitkällä aikavälillä tasaisemmin arvoa kasvattaen, sekä ”value investing” toimintatavan tuottavan pitkällä aikavälillä keskimäärin markkinoita enemmän. Täten vaikuttava omistaminen on arvosijoittamisen ja yrityksen arvon vakaan kasvattamisen kannalta oikeansuuntainen.

On kuitenkin todettava, että kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on vakaus ja arvosijoittamisen näkökulma on vain yksi näkökulma muiden joukossa. Markkinatoimijoista suuri osa toimii lyhytjänteisesti ja nimenomaisesti jopa lyhytaikaista voittoa maksimoiden. Täten on mahdollista, jos toimenpiteet lisäävät sijoittajien kustannuksia, lyhytaikainen voittoa maksimoiva kaupankäynti siirtyy mahdollisesti muihin kaupankäytäpaikkoihin kuin tämän direktiivin säätämä markkina-alue.

Tämän vuoksi, tärkeänä kommenttina esitän, että kilpailevien rahoitusmarkkinoiden toimintatapa, ja erityisesti sijoittajille tulevat kustannukset on analysoitava. Aktiivinen kaupankäynti osakkeen hinnan muodostuksessa on avaintekijä, joka mahdollistaa yrityksen tehokkaan hinnoittumisen markkinoilla, ja tätä kautta jatkuvan yrityksen rahoituksen turvaamisen. Hinnanmuodostukseen tarvitaan aktiivista kaupankäyntiä, sekä myös niitä sijoittajia, jotka eivät ole pitkäaikaisia vaikuttamishaluisia osakkeenomistajia. Hintavertailussa tärkeä olisi verrata esim Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen eri markkinoiden omistajarekisteröintien kustannuksia eri hallinnointitahoilla.

Osakkeenomistajienomistajien tunnustetietojen toimittaminen ja osakkeenomistajien oikeuksien myötävaikuttaminen.

Direktiivi määrittää osakkeenomistajien tunnistetietojen aiempaa aukottomamman keräämisen mahdollisuuden yrityksille. Isossa kokonaisuudessa tämä nähdään rahoitusmarkkinoiden avoimuuden kannalta tärkeäksi. Yritykselle tämä on erityisen tärkeää sijoituksia hallinnoivien yritysten kautta omistuksiaan

hallinnoivien ulkomaalaisomistajien tavoittamiseksi ja tunnistamiseksi. Erityisesti tunnistamisella on merkitystä tilanteessa, jossa laaja yhtiökokous äänestään tekee päätöksiä. Tähän kokonaisuuteen liittyen erittäin merkittäväksi päätökseksi muodostuisi palkkioista päättäminen. Täten äänioikeutta käyttävän osakkeenomistajatahon tunnistaminen on oleellista.

Tuore tutkimus yhdysvaltalaisilta markkinoilta mm osoittaa, että Hedge fund sijoittajat vertaavat sijoituskohteitaan, sekä vaikuttavat yritysten toimintaan mm erilaisten toimien kautta.¹ Tutkimus osoittaa mm hedge fund aktiivisuuden johtavan joko arvon kasvamiseen tai jopa yrityskauppa (M&A) aktiivisuuteen. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että insituutionaaliset sijoittajat yhdysvaltalaisilla markkinoilla toimivat tavoitteellisesti ja pyrkivät vaikuttamaan yritysten toimintaan. Luonnollisesti yo tyyppinen sijoittaja mitä todennäköisemmin jo nykyisellä osakkeenomistajien rekisteröintitavalla näkyy isona ulkomaisena sijoittajana yrityksen omistajien joukossa. Tämä tutkimus osoittaa, että ulkomaalaisilla sijoittajilla esimerkiksi Yhdysvalloissa on vaikuttamiseen pyrkivä omistamisperinne. Ulkomaalaisomistaminen suomalaisissa pörssiyrityksissä on noin 50% tasolla markkinatianteen mukaan hiukan vaihdellen. Täten suomaisten pörssiyritysten näkökulmasta ulkomaalaisomistajat ja heidän vaikutusmahdollisuus, sekä vaikuttamaan pyrkivien sijoittajien tunnistaminen erityisesti äänestystilanteissa on tärkeää. Avoimuuden kustannusten jakautuminen eri markkinaosapuolille on kuitenkin pohdittava tarkasti.

Tähän kokonaisuuteen liittyy myös valtakirjaneuvonantajilta edellytettävä avoimuus. Valtakirjaneuvonantajilta edellytettävä avoimuus on tärkeä osa avoimuuden kehittämistä, näin erityisesti suuren ulkomaalaisomistuksen yrityksissä.

Kommenttina esitän, että osakkeenomistajien tunnistaminen on tärkeä väline markkinoiden avoimuuden lisäämisessä. Erityisesti suhteellisen suuren ulkomaalaisomistuksen markkinakokonaisuudessa myös omistuksia hallinnoivien tahojen kautta on tärkeää tavoittaa ja tunnistaa hallinnointiketjun kautta oikea äänivaltainen omistaja. Avoimuuden edistämisen kustannusten jakautuminen eri markkinaosapuolille on kuitenkin pohdittava tarkasti. On myös tärkeää, erityisesti kustannusten muodostuksen kannalta että prosessi on mahdollisimman suoraviivainen. Täten on kannatettavaa, että esitys päättyy kattamaan kaikkia osakkeenomistajia.

Palkitseminen

Direktiivin tavoitteena on lisätä osakkeenomistajien ja muiden sijoittajien tiedonsaantia yhtiön johtoon kuuluvien henkilöiden palkitsemisesta sekä vahvistaa osakkeenomistajien mahdollisuuksia vaikuttaa pörssiyrityksen palkitsemispolitiikkaan. Esityksellä pyritään myös edistämään yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välistä keskustelua yhtiön johtoon kuuluvien henkilöiden palkitsemisesta. Käytännössä muutoksen jälkeen osakkeenomistajat äänestäisivät yhtiökokouksessa johdon palkitsemisesta joko neuvoantavasti tai sitovasti.

Muutoksen suurin vaikutus on koko palkitsemismekanismin muuttaminen laajan yhtiökokouksen päätettäväksi. Muutoksen saattamana siirretään aiemmin suoraan yrityksen hallituksen ja johdon välinen sopimusmekanismi osakkeenomistajien joko päätösvaltaan (hyväksyminen/hylkäys) tai suositeltavaksi. Mekanismi voi olla vaikutukseltaan yritysten näkökulmasta kahden suuntainen. Tärkein asia, jota tämä säädös koskee on yrityksen mahdollisuus palkata asiantuntevaa yritysjohtoa. Näin ollen aiemmin merkittävän laaja, mutta näkymätön ulkomaalaisijoittajien joukolla on mahdollisuus laajamittaisemmin lisätä vaikutusvaltaa suomalaisten yritysten tärkeään johtomekanismiin – yritysjohtoon palkkioihin. Vaikutus voi olla sekä positiivinen että negatiivinen. Suuremman mielenkiinnon kohteena mitä todennäköisimmin ovat yhtiöt, joissa ulkomaalaisomistus on laajamittaista. Tämän tyyppisten yritysten palkkiokäytännöt tulevat mitä todennäköisimmin altistumaan kansainväliselle palkkiotasolle helpommin. Tämä toisaalta toteutuisi nimenomaan ulkomaalaisomistajien käyttäessä aktiivisemmin äänestysoikeuttaan. Nykyisellään vain suuremmat (ulkomaalaiset)sijoittajat hallitusposition valintamekanismin kautta ovat olleet mahdollisuudessa vaikuttaa yritysten palkkiokäytäntöihin. Toisaalta merkittävät päätökset myös aktivoisivat myös muista sijoittajaryhmiä.

¹ Jo, K & Cheng A.C.S. & Ng, J. and Wu H. (2018). Financial Statement Comparability and Hedge Fund Activism. Working paper, presented in European Accounting Annual Conference in Milan 31.5.2018.

Palkitsemiskäytäntöjen laajamittaisella avoimuudella on kustannusvaikutuksia yrityksille. Toisaalta tämä vaikutus periaatteessa CG käytänteiden kautta on yrityksillä jo nykyisellään. Täten kustannusten ei suuremmassa määrin tulisi lisääntyä. Kansainvälinen tutkimus toteaa yksiselitteisesti oikean ja pitkäjänteisen palkitsemisen toimii yrityksen toimintaa kehittävästi. Täten asiaan liittyvien käytänteiden kehittäminen, asiaan liittyvä avoimuus sekä asiaan liittyvä seuranta edistää asiaa. Paino tässä kohtaa on nimenomaan sanalla ”oikea”. Yritysten on valittava toimintaansa sopivat ja arvoa pitkällä aikavälillä kehittävät tavat kannustaa johtoa. Täten asian päätöksen ulottaminen laajamittaisemmin omistajakunnalle ei voida ennustaa ainakaan haittaavan yrityksen arvon kehittymistä pitkällä aikavälillä. Tässä kokonaisuudessa on kuitenkin äärimmäisen tärkeää tunnistaa äänestysvaltaa käyttävät omistajat. Täten tämä kokonaisuus jälleen kiteytyy tunnistamisen, ja erityisesti aukottoman sähköisen tunnistamisen ympärille.

Kansainvälisessä vertailussa pienen kansatalouden, kuten Suomi, on hyvä olla sijoittajien houkuttelevuudessa korkealla kansainvälisellä tasolla. Jos Suomi markkina-alueena ainoana maana päätyy rajaamaan osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuden palkitsemiskokonaisuudessa tasolle ”suositus” ”sitovan” päätöksen sijaan, on mahdollista että vaikuttamistarkoituksessa omistavat ulkomaalaiset sijoittajat pitävät suomalaista sijoitusympäristöä ”sitovan” päätösmahdollisuuden markkina-alueetta heikompana sijoittajasuojan näkökulmasta. Täten kommenttina esitän, että ”sitova” päätösmahdollisuus suurella todennäköisyydellä tulkitaan markkinamekanismeissa positiivisena ja omistajuuteen kannustavana. Suomen tulee tässä kuitenkin seurata direktiivin laajempaa soveltamista Euroopan maissa.

On huomioitavaa, että direktiivi tähtää nimenomaan rahoitusmarkkinoiden vakauteen avoimuutta lisäämällä, sekä osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia lisäämällä. Koko globaalissa kehikossa tämä toimii tavoitellulla tavalla, mikäli markkinaosapuolet ja osakkeenomistajat arvostavat direktiivin aikaansaamia toimintatapamuutoksia. Mikäli säännöstö ei ole helppo toteuttaa, tai aiheuttaa eri toimijoille eri vaiheissa liiallisia kustannuksia, saattaa säännöstö toimia päinvastaiseen suuntaan. Toisaalta EU direktiivin kokonaiskehikko selvästi luo rakenteet automaattiselle ja aukottomalle digitaalisen tiedon kohdentamiselle (BlockChain teknologia) Euroopassa. Tämä on väistämättä luotettavien markkinoiden toimintatapa tulevaisuudessa. Kansainvälinen tutkimus rahoitusmarkkinoiden ja yritysrahoituksen eri osa-alueilla osoittaa aukottomasti, että matalampi riski palkitaan keskimääräistä alhaisemmilla kustannuksilla. Täten tiedonvälityksen aukoton ketju, avoimuus ja osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuus oletettavasti toimii rahoitusmarkkinoita vakauttavana ja kustannuksia alentavana kokonaisuutena.



Minna Martikainen
Professori, laskentatoimi
Svenska handelshögskolan
Helsinki