

Osuuskuntien tulevaisuus yrity maailman murroksen valossa¹

BENGT HOLMSTRÖM

Paul A. Samuelson -professori

Massachusetts Institute of Technology

1. Johdanto

Viimeisten kahdenkymmenen vuoden aikana yrityksen ja yleisemminkin organisaatioiden teoria on kasvanut merkittäväksi taloustieteen alaksi. Silti vain vähän huomiota on kiinnitetty osuuskuntien ja muiden voittoa tavoittelemattomien organisaatioiden toiminnan ymmärtämiseen. Useimmiten on yksinkertaisesti oletettu useimpien yritysten olevan sijoittajien omistamia yhtiöitä ja tämän taas johtuvan omistajakontrollin ylivoimaisuudesta muihin järjestelyihin verrattuna.

Professori *Hansmann* muodostaa tästä säännöstä loistavan poikkeuksen. Hän on muistuttanut meitä siitä, että yleiset ennako-oletukset ovat virheellisiä; että samanaikaisesti esiintyy monia kilpailevia organisaatiomuotoja ml. osuuskunnat; ja että yritysorganisaatioiden mo-

ninaisuuden ymmärtäminen on tärkeää, jotta eri muotojen luonteenomaiset edut tulisivat huomioiduiksi. Hansmannin kirja »*Ownership of Enterprise*» on saanut ekonomistit kiinnostumaan poikkeavasti organisaatiomuodoista ja näkemään ne ei suinkaan anomalioina vaan kilpailevina instituutioina, jotka muodostavat olennaisen osan tervettä markkinataloutta.

Hansmannin esitys tiivistää ja laajentaa eräitä hänen kirjansa keskeisiä ajatuksia ja korostaa sitä sukupolvien välistä jännitystä, joka liittyy jäsenyyden päättymiseen. Tuon omassa kommenttipuheenvuorossani esiin joitakin haasteita, joita osuuskunnat todennäköisesti tulevat kohtaamaan lähitulevaisuudessa. Lähtökohtani on se suuri rakennemuutos, joka yhdysvaltalaisessa yrity maailmassa on ollut käynnissä viimeisten kahden vuosikymmenen aikana. Yritysten hallintatapa (*corporate governance*) ja niiden markkina-arvo (*shareholder value*) ovat murtautuneet esiin ennennäkemättömällä tavalla ja aiheuttaneet paljon ristiriitoja. Miksi näin on tapahtunut? Ja miten osuuskunnat voivat vastata niihin voimiin, jotka ovat muutta-

¹ Pellervo-Seuran kansainvälisessä osuustoimintaseminaarissa 11.6.1999 pidetty kommenttipuheenvuoro. Puheenvuoro perustuu Helsingissä 5.5.1998 pidettyihin Louise ja Göran Ehrnrooth -luentoihin.

neet muiden yritysten toimintaympäristöä niin rajusti?

Käyn ensin läpi osuustoiminnan taloudellisia motiiveja korostaen poistumisen (*exit*) ja äänivallan (*voice*) käyttöä vaihtoehtoisina vaikuttamiskeinoina. Esitän sen jälkeen tulkinnan siitä, miksi markkinat ovat saaneet niin suuren vallan yritysmaailmassa ja lopuksi yhdistän nämä palaset esittämällä joitain johtopäätöksiä osuuskuntien tulevaisuudesta. Tämä epäsuora lähestymistapa on välttämätön, koska osuustoiminnan tuntemukseni on rajoittunutta.

2. Osuuskuntien taloudellinen rooli

Ekonomistit – myös Hansmann – tarkastelevat organisaatioita toiminnallisesta näkökulmasta. Tietyt organisaatiomuodot ovat säilyneet koska ne ovat osoittautuneet ylivoimaisiksi tietyissä taloudellisissa olosuhteissa. Organisaatioiden taloustieteen tehtävänä on löytää organisaatiomuodon suhteellinen etu siitä ympäristöstä, missä tietyntyyppinen organisaatio kuten osuuskunta toimii. Tähän pyrkii myös »*Ownership of Enterprise*».

Hansmannin lähtökohtana on omistajuuden roolin tulkitseminen mahdollisuutena vaikuttaa päätöksentekoon jonkin suoran hallintomekanismin kautta – eli äänivallan käyttönä (*voice*), *Hirschmanin* terminologian mukaan. Ratkaiseva ero osuuskuntien ja muiden yritysten välillä on omistajan identiteetti. Osuuskunnassa omistajia ovat joko tuottajat tai kuluttajat, liikeyrityksessä taas sijoittajat. Kummat ovat parempia omistajia, milloin ja miksi?

Perustava valinta eri muotojen välillä liittyy laajasti ymmärrettyihin kollektiivisen päätöksenteon kustannuksiin. Kun yritys tekee päätöksen, se vaikuttaa moniin eri ryhmiin – työntekijöihin, asiakkaisiin, tuottajiin, rahoittajiin ja jopa paikallisyhteisöihin. Taloudellinen tehok-

uus edellyttää, että päätöksenteko ottaa huomioon näiden kaikkien ryhmien hyödyt ja kustannukset. Ideaalimaailmassa, missä maksuja voidaan käyttää häviävien osapuolien hyvittämiseen ja ylijäämiä kerätä niiltä, jotka päätöksistä hyötyvät, tehokas päätös maksimoi yhteiskunnan ylijäämän eli kasvattaa jaettavaa kakkua mahdollisimman paljon.

Käytännössä ei ole kuitenkaan mahdollista, että kovin monet ihmiset osallistuisivat suoraan yritysten päätöksentekoon. Demokraattiset prosessit ovat hitaita ja kalliita. Vaikka osallistuminen päätöksentekoon onnistuisikin, todellisia preferenssejä ei välttämättä paljastettaisi koska ovelat ja epärehelliset neuvottelijat saavat usein rehellisiä paremman tuloksen. Tämän vuoksi optimaalisia päätöksiä ei kyettäisi tekemään. Mahdollisuus vaikuttaa päätöksiin saa myös yksilöt uhraamaan aikaa ja energiaa omien tuloosuuksiensa maksimointiin, mikä usein tapahtuu kokonaisuuden kustannuksella. Ryhmäetujen saalistaminen on usein kannattavaa. Käytännöllinen vastaus näihin ongelmiin on delegoida päätöksenteko jollekin ryhmälle omistusoikeuden kautta. Mille ryhmälle valta pitäisi uskoa?

Maalaisjärki johtaa usein harhaan tätä ongelmaa pohdittaessa. Monen mielestä päätöksenteko pitäisi uskoa sillä ryhmälle, jota päätös eniten koskettaa, koska tämän ryhmän kohdalla päätöksen hyvinvointivaikutus on suurin. Jos tätä logiikkaa noudatettaisiin, työntekijät päätyisivät herkästi sijoittajia tärkeämpään asemaan. Pitkäksi aikaa yritykseen sitoutuneilla työntekijöillä on eniten menetettävää silloin kun yrityksen asioista päätetään. Sijoittajat sen sijaan vaikuttavat lyhytnäköisiltä, varsinkin nykyisessä maailmassa missä osakkeita voidaan ostaa vain muutamaksi tunniksi. Miksi näin lyhytjänteisille ihmisille pitäisi uskoa tärkeitä päätöksiä?

Tämän logiikan virheellisyys liittyy taloustieteen tunnetuimpaan paradoksiin. Jos tärkeys ja kokonaisarvo olisivat tärkeimpiä kriteerejä, veden pitäisi olla kallista ja timanttien halpoja – onhan vesi ihmiskunnalle paljon tärkeämpää kuin timantit. Kuitenkin timantit ovat paljon kalliimpia. Miksi? Koska hinnat eivät määräydy kokonaisarvon vaan rajahyödyn perusteella. Vesi olisi kallista, jos sitä olisi vain vähän. Mutta koska useimmissa paikoissa vettä on runsaasti, marginaalisen vesiansiannon tuottama lisäarvo on pieni.

Samalla tavoin omistajuuden kautta tulevan päätöksentekovallan arvo ei ole funktio vallankäytön tärkeydestä sinänsä vaan vallanlisäyksen marginaalisesta arvosta tietyllä ryhmällä. Tämä arvo riippuu taas olennaisesti vaihtoehdoista – kuten vesi-timantti -paradoksissakin. Ne jotka tarkastelevat päätöksenteon vaikutuksia eri ryhmiin unohtavat eri ryhmien erilaiset mahdollisuudet vaikuttaa päätöksiin. Suora äänivalta ei ole aina välttämätön; päätöksiin voi myös vaikuttaa uhkaamalla poistua (exit). Yritys pitää aina hyvän huolen niistä työntekijöistä, joilla on hyvät mahdollisuudet löytää vaihtoehtoisia työpaikkoja, vaikka näillä työntekijöillä ei olisiakaan muodollista päätösvaltaa. Niinpä täydellisen kilpailun ideaalimallissa juuri vaihtoehdot ja mahdollisuus poistua johtavat tulemaan, jonka mukaan voittoa maksimoivat yritykset tuottavat yhteiskunnalle optimaalisen allokation.

Olen esittänyt tämän sivupolun siksi, että se korostaa hieman eri tavalla erästä keskeistä piirrettä Hansmannin arviossa osuuskunnista. Tuottajat ja kuluttajat eivät tarvitse mitään kontrollimekanismeja, jos heidän etunsa tulevat turvatuiksi riittävien markkinavaihtoehtojen avulla. Jos kuluttajat ja tuottajat eivät ole sidoksissa vain yhteen yritykseen vaan ovat vapaita siirtymään muualle, ei ole mitään tarvetta antaa heille enempää sananvaltaa äänivaltajärjestelyjen

kautta. Silloin kun vaihtoehtoja ei ole, osuuskunnille on olemassa potentiaalia. Esimerkiksi keskinäiset vakuutusyhtiöt voivat menestyä aloilla, joilla vakuutuksenottajat pelkäävät sijoittajien aggressiivista voitontavoittelua. Henkivakuutustoiminta ei lähtenyt kunnolla liikkeelle ennen kuin keskinäiset yhtiöt alkoivat tarjota henkivakuutuksia. Sähköyhtiöt ovat usein maaseudulla keskinäisiä, koska maalla toisin kuin kaupungeissa sähkökäyttäjillä ei ole välttämättä vaihtoehtoja. Hansmannin kirja sisältää lukuisia lisäesimerkkejä, joissa poistumismahdollisuus on rajoitettu ja keskinäinen toiminta on menestynyt.

Mitkä ovat osuustoiminnan kustannukset? Hansmannin suurin ansio on sen osoittaminen, kuinka tärkeä tekijä heterogeisuus on kollektiivisessa päätöksenteossa. Kollektiivinen päätöksenteko on aina vaikeaa. Mutta se on vielä vaikeampaa, jos siihen osallistuvien ryhmien edut ovat merkittävästi erisuuntaisia. Ryhmä jota yhdistävät yhteiset edut pääsee helpommin ratkaisuun kuin ryhmä, jossa erisuuntaisten etujen kirjo on suuri. Jälkimmäinen ei välttämättä kykene päätöksentekoon lainkaan tai saavuttaa huonon kompromissin, joka ei maksimoi ryhmän hyvinvointia. Vaikka äänivallalla voi olla arvoa silloin kun poistumismahdollisuus on heikko, sitä ei kuitenkaan kannata antaa kovin heterogeeniselle ryhmälle, koska äänivallan käyttö on tällöin tehotonta. Äänivallan potentiaalinen arvo voidaan hukata riitelyyn ja päätämättömyyteen.

Tämän väittämän tueksi on olemassa runsaasti empiiristä aineistoa. Kirjassaan Hansmann käy läpi niitä aloja, joilla osuustoiminta on ollut kaikkein menestyksekkäintä ja havaitsee, että kaikissa tapauksissa jäsenkunta on ollut varsin homogeeninen. Homogeenisuus on osittain saavutettu rajoittamalla osuuskunnan liiketoiminta jollekin kapealle alueelle – esi-

merkiksi tiettyyn tuoteryhmään kuten viljaan tai maitotuotteisiin.

On silmiinpistävää, että omistajuus vain harvoin jaetaan kahdelle tai useammalle erilaiselle sidosryhmälle kuten työntekijöille ja sijoittajille tai kuluttajille ja tuottajille. Enemmänkin huomiota ansaitsevan poikkeuksen tästä säännöstä muodostaa perheyritys. Perintöoikeuden kautta jotkut perheen jäsenet päätyvät puhtaiksi sijoittajiksi kun taas toiset jatkavat työskentelyä yrityksessä ja ovat näin sekä sijoittajan että työntekijän asemassa. Hansmannin väittämän mukaisesti tällaisessa tilanteessa tapaa muodostua jännitteitä. Kun uusi sukupolvi ottaa yrityksen haltuunsa, joutuu perheyritys usein vaikeuksiin ellei perhe päättää myydä yritystä tai muuten järjestää uudelleen omistustaan.

Miksi myyminen auttaa? Vastaus on taas löydettävissä homogeenisuudesta. Ensinnäkin sijoittajilla on hyvin samansuuntaiset edut, koska heitä pääsääntöisesti kiinnostaa raha. Toiseksi, vaikka riskiaversio, aikapreferenssi ja erilaiset näkemykset tulevaisuuden osingoista johtavat erimielisyyteen toimintatavoista, kaupankäynti auttaa lievittämään näitä konflikteja. Tämän jälkimmäisen mekanismin teho korostuu eräässä rahoitusteorian keskeisimmässä tuloksessa, eli *Fisherin* separaatiolauseessa, jonka mukaan sijoittajat erilaisista preferensseistään huolimatta yhtyvät yrityksen investointipolitiikkaan niin kauan kuin pääomamarkkinat ovat täydelliset.

Homogeenisuuden arvo selittää varsin hyvin sekä osuuskuntiin liittyviä toiminnallisia rajoituksia että osakeyhtiöiden suhteellista vahvuutta, erityisesti silloin kun osakkeet noteerataan julkisesti.

Tässä kohden on paikallaan kommentoida lyhyesti Hansmannin keskustelua eroamisen ongelmasta. Olen samaa mieltä siitä, että ikäerot ovat merkittävä heterogeenisuuden aiheuttaja

osuuskunnissa ja että jännitteitä pahentaa eroavien jäsenten epätäydellinen hyvittäminen (eläkkeelle siirtyminen on vain yksi syy eroamiseen; asuinpaikan muuttaminen on vähintään yhtä tärkeä syy). En kuitenkaan usko eroavien jäsenten saavan liian alhaista hyvitystä vain siksi että muut jäsenet haluavat käyttää heitä hyväkseen. Epäilemättä on olemassa sellaisia sopimusjärjestelyjä, joilla poistuvia jäseniä voitaisiin hyvittää paremmin. Ongelma on se, että poistumiskorvausten ylihinnoittelu on osuuskunnalle paljon tuhoisampaa kuin alihinnoittelu. Strategisen poistumisen ja vararikon mahdollisuus perustelee konservatiivista hinnoittelua. Logiikka on sama kuin keskinäisen vakuutuksen ylihinnoittelussa silloin kun epävarmuus on suuri. Jäsenet saavat tasaavan korvauksen jälkikäteen osinkona. Tämä ei tietenkään tarkoita, etteikö osuuskuntien vallitsevia poistumismekanismeja voitaisi kehittää esimerkiksi käyttämällä markkinahintoja viitearvoina. Ehkä lisääntynyt muuttoalttius antaa hyvän syyn harvita sellaisia muutoksia.

Tämän jakson pohdinnan voi tiivistää seuraavasti. Eri ryhmien etuja voidaan suojella antamalla niille joko äänivaltaa tai mahdollisuus vaihtoehtoihin valintoihin.² Äänivalta tulisi antaa sellaiselle ryhmälle, joka voi mahdollisimman tehokkaasti ja vastuullisesti käyttää äänivaltaa ja joka ei helposti löydä vaihtoehtoja.³

² Poistumista (exit) on tässä käytetty samassa laajassa merkityksessä kuin Hirschman (1970). Hansmann viittaa kapeampaan joskin samantyyppiseen merkitykseen.

³ On tärkeää erottaa yksilölliset poistumismahdollisuudet ryhmien poistumismahdollisuuksista. Osakkeenomistajilla on usein yksilöinä hyvä poistumisoptio ja tämä tekee osakkeenomistajien intressit samansuuntaisiksi. Kuitenkaan ryhmänä osakkeenomistajat eivät voi poistua ja siksi äänivalta on heidän ainoa todellinen vallankäytön välineensä.

Homogeenisuus on osoittautunut tärkeimmäksi tehokkaan äänivallan käytön ehdoksi.

3. Yritysten uudelleenjärjestelyt

Viimeisten 20 vuoden aikana Yhdysvaltain yrityssektori on käynyt läpi valtavan määrän uudelleenjärjestelyjä. Joidenkin arvioiden mukaan enemmän kuin puolet *Fortune 500* -listan yrityksistä on joko ollut valtausyriyten kohteena tai ollut mukana jonkinlaisissa kamppailuissa, jotka ovat johtaneet toimintojen merkittävään uudelleenjärjestämiseen. Usein tämä on merkinnyt voimakkaampaa keskittymistä ns. ydinosaamiseen. Pääomamarkkinat ovat olleet suvaitsemattomia monialayrityksiä kohtaan ja pakottaneet ne myymään pois kokonaisuuteen sopimattomia osiaan. Ne jotka eivät ole tähän suostuneet, ovat joutuneet maksamaan eräänlaisen 'konglomeraattialenuksen': esimerkiksi Ruotsissa *Wallenbergin* suvun holding-yhtiö Investor on tällä hetkellä pörssi-arvoltaan 30 prosenttia pienempi kuin sen hallitseman osakesalkun arvo. Yhdysvalloissa konglomeraattialenuksen suuruudeksi arvioidaan tällä hetkellä noin 15 prosenttia keskimäärin. Vain muutamat menestyvät monialayritykset kuten General Electric ja Berkshire Hathaway ovat vältäneet markkinoiden epäsuosion.

Eräs selitys kasvavalle konglomeraattialenukselle on se, että markkinat ovat tulleet tehokkaammiksi pääoman allokoijina. Wall Street ja muut rahamaailman keskuksat ovat parantaneet osaamistaan kaupankäynnissä. On kehitetty uusia sofistikoituja finanssi-instrumentteja, jotka tukevat uusia ja kompleksisia organisaattiorakenteita. Pääomamarkkinoilla käytävän kaupan volyymit ovat kasvaneet nopeasti ja sen seurauksena poistumismahdollisuudet ja uusien järjestelyjen rahoitusmahdollisuudet ovat parantuneet. Nämä muutokset ovat tärkei-

tä, mutta ne antavat väärän vaikutelman siitä, että markkinoista olisi tullut ensisijainen keino allokoida pääomaa. Näin ei ole. Jakamattomat voitot ovat edelleen tärkein rahoituslähde vaihtuneissa yrityksissä. Pääosan investointipäätöksistä tekee yritysjohto käyttämällä yritysten sisäisiä pääomamarkkinoita varojen allokointiin. Raja markkinoiden ja yritysjohtoon välillä on kuitenkin siirtynyt. Miksi näin on tapahtunut? Mikä lähimenneisyydessä on saanut markkinat ottamaan suuremman ja aktiivisemmän roolin?

Asiasta on monia näkemyksiä. Vallitsevan taloudellisen näkemyksen (jota edustaa esim. *Jensen*, 1989) mukaan yritysjohtosta tuli 1960- ja 1970-luvuilla vastuuntunnot imperiumien rakentaja ja osakkeenomistajien rahojen tuhlaja. Lopulta markkinat, jotka olivat voimistuneet eläkerahastojen ja institutionaalisten sijoittajien ansiosta, saivat tarpeekseen. 1980-luvun valtausaalto oli reaktio yritysjohtoon ylilyöntejä vastaan. Monia yrityksiä kaapattiin, uudelleenjärjestettiin ja myytiin huomattavalla voitolla takaisin sijoittajille. Jos taloudellisia hyötyjä mitataan yritysten markkina-arvolla, 1980-luvun haltuunotot (joista useimmat eivät olleet vihamielisiä) hyödyttivät Yhdysvaltain taloutta yli 500 miljardilla dollarilla. Yhteiskunnallisten hyötyjen todellista laajuutta on vaikeampi arvioida, koska osa osakkeenomistajien voitoista on saattanut syntyä muiden sidosryhmien kustannuksella. Se rajallinen tieto mitä on käytettävissä lainantajien ja työntekijöiden menetyksistä viittaa kuitenkin siihen, että prosessi on kokonaisuudessaan ollut erittäin hyödyllinen. Yhdysvaltain talous ei ole näyttänyt yhtä voimakkaalta ja dynaamiselta vuosikymmeniin.

1980-luvun loppuun mennessä yksityistämisestä ja valtauksista saatavissa olevat voitot alkoivat pienentyä kun sijoittajien määrä kasvoi, viranomaissäätely teki valtaukset entistä kal-

liimmiksi ja monet johtajat torjuivat valtausuhkaa vapaaehtoisilla yritysjärjestelyillä. 1990-luvulla huomio onkin siirtynyt tehottomien yritysten purkamisesta uusien ja tehokkaampien yritysten rakentamiseen. Kypsät toimialat kuten öljy, kumi ja kemia ovat konsolidoituneet laajojen horisontaalisten fuusioiden kautta. Pääomamarkkinat ovat sijoittaneet kustannussäästöinä saadut rahat uusille kasvualoille, varsinkin informaatioteknologiaan. Suurin osa yritysten markkina-arvon valtavasta kasvusta onkin tullut yrityksistä, jotka ovat alle 40-vuotiaita.

On ilmeistä että osakkeenomistajien vallan kasvu on pakottanut taantuvien alojen yritysjohton vastoin tahtoaan luovuttamaan resursseja kasvavien alojen yritysjohtolle. Mutta en ole varma siitä, onko tämän taustalla yritysjohton vastuuntunnottomuus tai sisäisen kontrollin pettäminen. Jos nämä ovat selityksiä, niin miksi markkinat reagoivat vasta nyt? Sen sijaan että osoitetaan sormella ikuisia organisaatioiden ongelmia – kuten yritysjohton taipumusta omavaltaisuuteen – pitäisi etsiä sellaisia taloudellisessa ympäristössä tapahtuneita muutoksia, jotka voivat selittää miksi osakkeenomistajien ääni on niin painava juuri nyt.

Markkinoiden valta näyttää kasvaneen vastuksena kahteen merkittävään ulkoiseen muutokseen taloudellisessa ympäristössä: deregulaatioon ja informaatioteknologiaan. Deregulaatio on ollut hyvin merkittävä ilmiö sekä Yhdysvalloissa että muuallakin. Yhdysvalloissa sääntelyn purkaminen alkoi *Carterin* presidenttikaudella ja kiihtyi *Reaganin* kaudella. Kansainvälisessä kaupassa kaupanesteitä on vähennetty Naftan tapaisilla järjestelyillä. Kansainvälistyminen on tullut sekä taloudellisesti houkuttelevaksi että säätelijöiden hyväksymäksi. Lisääntyneestä suvaitsevaisuudesta käy esimerkkinä liikennelentokoneiden maailmanmarkkinat, joita hallitsee enää kaksi yhtiötä.

Informaatioteknologian merkitystä on vaikeampi osoittaa. Pitkään aikaan informaatioteknologialla ei näyttänyt olevan mitään havaittavaa vaikutusta tuottavuuteen. Kuten *Robert Solow* tapasi sanoa, tietokoneiden vaikutuksen voi nähdä kaikkialla muualla paitsi tuottavuusluvuissa. Tämä paradoksi näyttäisi kuitenkin olevan kaotamassa. Tuottavuus on alkanut nousta ja suurimmat parannukset ovat johtuneet informaatioteknologiasta. Internet-vallankumous todennäköisesti kiihdyttää tätä kehitystä. Vaikka internetosakkeisiin liittyvä markkinaeuforia voi olla kupla, on ilmeistä että kauan odotettu informaatioteknologian vallankumous on vihdoin alkanut.

Nämä suuret muutokset taloudellisessa ympäristössä tarjoavat syvempiä syitä osakkeenomistajien etujen korostumiselle ja pääomamarkkinoiden kasvaneelle äänivallalle suhteessa yritysjohtoon. Markkinoiden merkitys ei ole kasvanut niinkään sen vuoksi, että niistä olisi tullut parempia pääoman allokoijia tai yritysjohto olisi täysin epäonnistunut vaan siksi, että taloudellisen ympäristön muutokset ovat suosineet markkinoiden suhteellista etua. Markkinat ovat yritysjohtoa tehokkaampia silloin, kun pääomaa pitää siirtää pitkiä matkoja taantuvilta aloilta nouseville aloille. Tähän on useita syitä.

Markkinoiden tietopohja ei ole yhtä syvä kuin yritysten mutta se on laajempi. Yritykset ovat tiettyjen teknologioiden, rutiinien, tuotteiden ja markkinoiden asiantuntijoita. Yritysorganisaatiot on luotu suorittamaan tiettyjä erikoistehtäviä mahdollisimman hyvin. Markkinat eivät pysty kilpailemaan tämän erikoisosaamisen kanssa. Olisi typerää asettaa ulkopuoliset sijoittajat sekaantumaan esimerkiksi DaimlerChryslerin päätöksiin alihankkijoista tai uusista automalleista. Mutta jos DaimlerChrysler harkitsisi tietokonealalle siirtymistä, jolla en otaksu sillä olevan erikoisosaamista, ja jos tämän päätöksen motiivina olisi vain se, että yrityksen kassassa

on liikaa rahaa, olisi pääomamarkkinoilla perusteltu syy puuttua asiaan. Pääomamarkkinoiden voi odottaa siirtävän pääomaa tehokkaammin autoista tietokoneisiin, vaikka tällaisiin pääomasiiroihin liittyvät kustannukset otettaisiin huomioon.

Tässä suhteessa Euroopan tilanne voi olla ongelmallisempi kuin Yhdysvaltojen. Euroopassa pääomamarkkinat ovat vähemmän kehittyneet eivätkä ne ole niin aktiivisia painostamaan yritysjohtoa palauttamaan ylimääräiset rahat omistajille. Sen sijaan että markkinat allokoisivat pääomia voimme nähdä yritysjohton siirtävän yritystensä resursseja taantuvilta aloilta vihreämmille niityille. Mannesmann ja Preussag ovat esimerkkejä tällaisesta yritys-vaelluksesta. Molemmat olivat metallialan yrityksiä vielä kymmenen vuotta sitten. Seuraavan viiden vuoden aikana Mannesmann muuttuu puhtaaksi telekommunikaatioyhtiöksi ja Preussag matkailuyritykseksi. Vaikka molemmat ovat olleet suhteellisen menestyksekkäitä, on vaikea sanoa olisiko lopputulos ollut parempi jos pääomamarkkinat olisivat hoitaneet muutoksen. Selvästikään yritysjohton valintoja ei ole motivoinut pelkästään yhteiskunnan etu vaan myös johdon oma etu.

Toinen yritysten toimialavaihdoksiin liittyvä ongelma on se, että niiden päätöksiin vaikuttavat sisäiset valtataistelut. Sekä työntekijöillä että johdolla on paljon yrityksen toimintoihin liittyviä etuja. Heillä on tuote-, teknologia- ja muuta yritysspesifää osaamista, mikä voi muuttua arvottomaksi jos yritys muuttaa toimintalinjaansa ja yrittää siirtyä uusille toimialoille. Jos muutos edellyttää täysin uutta osaamista, muutostarinta voi olla erittäin kovaa. Kokemukset osoittavat, että vanhojen sitoumusten ja rakenteiden puuttuminen on merkittävä kilpailuetu sellaisilla nopeasti kasvavilla aloilla kuin telekommunikaatio ja informaatioteknologia. Ka-

pealle alueelle suuntautuneet uudet yritykset menestyvät paremmin kuin vanhat.

Jos markkinoiden annetaan ohjata vanhojen yritysten muutosta pakottamalla yritysjohto maksimoimaan osakkeiden markkina-arvoa, vältytään muutoksen usein kalliiksi käyvästä lykkääntymisestä, opportunistisilta manipulointirytyksiltä ja turhilta yrityksiltä säilyttää työpaikkoja. Markkinoita syytetään usein sydämetömiksi ja tunteettomiksi, mutta rakennemuutoksessa tämä haitta voi muuttua ratkaisevaksi eduksi. Uusia työpaikkoja ei voida luoda ellei vanhoja tuhota. Kun markkinat allokoivat uudelleen pääomia, ne päättävät minne uudet työpaikat syntyvät ja missä leikkauksia tehdään. Ne eivät aseta ketään työntekijää erityisasemaan. Markkinoiden tunteeton asenne on puolueeton ja objektiivinen ja tässä mielessä tehokas. On helppo kuvitella miten vaikeita muutosprosessit olisivat, jos kysymys työpaikkojen lakkauttamisesta ja perustamisesta annettaisiin työntekijöiden demokraattisesti valitseman elimen tehtäväksi.

Kolmas merkittävä markkinoiden etu liittyy tulevan suorituskyvyn arviointiin ja palkitsemiseen. Yhdysvaltain pääomamarkkinoita on usein syytetty lyhytnäköisyydestä. Sijoitusrahastojen johtajien on väitetty olevan kärsimättömiä ja tekevän osto- ja myyntipäätöksiä vähäisten huhujen perusteella. He toimivat lauman jäsenenä pikemminkin kuin oman informaationsa ja vaitonsa varassa. Niinkin äskettäin kuin vuonna 1992 *Michael Porter* kirjoitti paljon julkisuutta saaneen artikkelin amerikkalaisen kapitalismin puutteista, missä hän suuntasi voimakasta kritiikkiä osakemarkkinoiden lyhytnäköisyyteen ja kärsimättömyyteen. Kun lyhyttä kauppaa tekevien spekulatiivisten sijoittajien määrä on voimakkaasti lisääntynyt viime vuosina, pitäisi tämän ongelman olla nykyään vielä pahempi. Kuitenkaan näin ei ole. Vaikka rahastajohtajien

kannustimet ovat epätäydellisiä ja johtavat liialliseen reagointiin ja vaikka yhden päivän sijoittaminen ei paljon poikkea laillistetusta uhkapelistä, Yhdysvaltain osakemarkkinat ovat osoittautuneet vaikuttavaksi muutosvoimaksi.

Syytös lyhytnäköisyydestä on epälooginen. Osakkeiden hintojen suuret muutokset johtuvat nimenomaan siitä, että markkinat huomioivat kaukaisen tulevaisuuden. Yrityksiä arvioidaan entistä enemmän niiden tulevaisuuden ansaintamahdollisuuksien perusteella eikä pelkästään tämän hetkisen kannattavuuden perusteella. Yritysten kasvupotentiaali on tänä päivänä tärkein osakkeiden hintoihin vaikuttava tekijä. Pörssikurssit ovat tietysti epätäydellisiä, mutta ne ovat paljon parempia kuin vaihtoehtoiset tavat arvioida yritysten tulevaisuutta. Ne ovat harhattomia koska niissä on sellaista integriteettiä, joka on saavutettavissa vain silloin kun sijoittajilla on omat rahat pelissä.

Koska tulevaisuus on määritelmällisesti paljon tärkeämpi suuressa murroksessa ja koska pörssikurssit ovat ylivoimaisia tulevaisuutta arvioidessa, osakemarkkinoiden merkitys kannustinjärjestelmänä on kasvanut suuresti. On vaikea kuvitella mitään muuta aikaa, jolloin osakemarkkinoilla olisi ollut yhtä suuri vaikutus reaali-investointeihin kuin nyt. 1960- ja 1970-luvuilla yritysjohto ei juurikaan ottanut huomioon osakesijoitusten tuotolla mitattua pääomakustannusta eikä muutenkaan piitannut markkinoiden osoittamista vaihtoehtoisista sijoituskohteista. Tänä tilanne on ratkaisevasti erilainen. Koska johdon ansiot ja työsuhte ovat voimakkaasti sidoksissa yrityksen markkina-arvoon, johto joutuu kuuntelemaan markkinoiden mielipiteitä. Myönsivätpä yritysjohtajat sen tai ei, investointipäätökset tehdään tänä päivänä pitkälle sen mukaan miten ne vaikuttavat osakekurssiin. Harva haluaa tietoisesti toimia vastoin markkinoiden näkemystä.

Ilman osakemarkkinoita yritysjohtoon pitkän tähtäyksen toimia olisi vaikea arvioida. Olisiko kukaan arvannut kuinka arvokas Netscapen liikeidea oli ellei se olisi jo varhain listautunut pörssiin? Puhumattakaan E-Bayn tai Amazon.comin kaltaisista tuoreista menestystarinoista. Jos näiden yritysten liikeideat olisi esitetty jonkin suuren yrityksen sisällä, markkinat eivät olisi voineet hinnoitella niitä erikseen ja näin ollen olisi ollut mahdotonta luoda yritysjohtolle voimakasta kannustinta maksimoida näiden uusien ideoiden arvo. Pelkkiin kirjanpidollisiin lukuihin perustuvilla kannustimilla on yksi merkittävä puute: ne eivät koskaan onnistu mittaamaan ja palkitsemaan tulevaisuuteen vaikuttavia päätöksiä. Koska tulevaisuuden merkitys on poikkeuksellisen suuri juuri nyt, markkinainformaation ja markkinoihin perustuvien kannustimien arvo on korostunut.

Yrityksen sisäisille pääomamarkkinoille tyyppillinen hierarkkinen investointien hyväksymisprosessi on eräs innovaatioiden este yrityksissä. Jokaisen hankkeen tiellä on monta eri päätöksentekoporrasta, joista jokainen voi kaataa sen. Taloushistoria on täynnä turhautuneita yrittäjiä, jotka eivät ole pystyneet toteuttamaan ideoitaan suurten yritysten työntekijöinä vaan ovat perustaneet menestyksiksi osoittautuneita uusia yrityksiä. Tätä ei tietenkään pidä nähdä vain suurten yritysten puutteena. On paljon hyviä syitä miksi suurten yritysten on oltava erityisen huolellisia arvioidessaan uusia ajatuksia. Suuressa yrityksessä työskentelevät ihmiset eivät kannan samanlaista vastuuta kuin yrittäjät. Tällöin innovaatioiden kannustimet vääristyvät. Helppo raha saattaa edistää liiallista tai vastuutonta kokeilua. Siksi suuret yritykset eivät luonteeltaan sovellu vallankumouksellisten innovaatioiden luojaiksi. Nykyään yrityksiä yritetään muuttaa innovaatioita suosiviksi, mutta haasteet ovat tässä suhteessa edelleen suuret.

Tietysti myös markkinoilla on samankaltaisia ongelmia. Uusien yrittäjien ei ole helppo löytää rahoitusta pääomamarkkinoilta. Riskipääomaa on vähän eikä se ole edullista. Tärkein syy tähän on se, että markkinoiden on ratkaistava ns. epäedullisen valinnan (*adverse selection*) ongelma. Rahoitusta pohdittaessa sijoittajan on otettava huomioon että yrittäjä on saattanut hakea rahaa monelta muultakin – miksi? Pelko siitä, että joutuu rahoittamaan muiden hylkäämää hanketta johtaa kalliiseen seulontaan ja suuriin hyväksymisen esteisiin. Ongelma on sitä vakavampi mitä homogeenisempi on eri rahoittajien informaatio. Tämän päivän epävarmassa ympäristössä erikoistietämys on kuitenkin entistä runsaampaa ja arvokkaampaa, mikä antaa markkinaehtoiselle rahoitukselle lisäedun.

Olen esittänyt joitakin syitä sille, miksi ulkoiset pääomamarkkinat ovat lisänneet vaikutustaan pääoman allokaatioon viime vuosina ja miksi yritysjohto on joutunut antamaan periksi tälle paineelle. Kun resursseja ja päätäntävaltaa joudutaan siirtämään kauaksi, ulkoisilla pääomamarkkinoilla on suhteellinen etu verrattuna yritysten sisäisiin pääomamarkkinoihin. Tämä selittää miksi osakkeenomistajien vaikutusvalta on viime aikoina korostunut ja myös osittain miksi Yhdysvaltain talous on ollut niin dynaaminen ja menestynyt 90-luvulla. Yhdysvaltalainen markkinaehtoinen rahoitusmalli on parempi kokeilemaan ja tutkimaan uusia ideoita ja kasvattamaan uusia toimialoja kuin Euroopan ja Japanin rahoitusmallit.

4. Osuuskuntien tulevaisuus

Tulen lopuksi osuustoimintaan ja sen tulevaisuuteen. Asettamalla osuuskuntien taloudellinen tarkoitus vastakkain pääomamarkkinoiden vaikutusvallan kasvun kanssa voidaan tehdä joitakin alustavia johtopäätöksiä niistä haasteista,

joita perinteiset osuuskunnat tulevat kohtaamaan tulevaisuudessa.

Jos nykyinen osakkeenomistajien aktivismi on seuraus ulkoisten pääomamarkkinoiden suhteellisesta edusta rakennemuutoksen toteuttajana kuten olen edellä esittänyt, on osuuskuntien tärkein haaste löytää vaihtoehtoinen tapa toteuttaa samanlainen muutos. Osuuskunnat ovat paljon etäämmällä rahoitusmarkkinoiden valvovasta silmästä kuin sijoittajien omistamat yritykset. Pörssikurssit eivät kerro milloin muutos on välttämätön eivätkä aktiiviset sijoittajat pakota tuskalliseen uudelleenjärjestelyyn.

Muutoksen on tultava jostain muualta. Euroopassa yhdentymisen ja siihen liittyvä hyödykemarkkinoiden säätelyn purkamisen ovat olleet tärkeitä muutostekijöitä. Koko maataloussektori, joka on pitkään muodostanut osuustoiminnan perustan, on ollut deregulaation kohteena. Maataloutta tuetaan edelleen, mutta viljelijän elämä on muuttunut selvästi kovemmaksi. Elintarviketeollisuus on myös muuttumassa kilpailullisemmaksi alaksi. Kiristynvä kilpailu lisää yritysjohtoon painetta alentaa kustannuksia ja lisätä toiminnan tehokkuutta. Koko elintarviketjetjussa leikataan ylikapasiteettia. Minulle ei kuitenkaan ole selvää, mitä tapahtuu niille resursseille, jotka tässä sopeutumisprosessissa vapautuvat. Jos koko etu menee suoraan kuluttajalle, ongelmaa ei synny. Mutta jos osa tehostamisen eduista jää osuuskunnille, kuten vaikuttaa ilmeiseltä, on kysyttävä mitkä periaatteet ohjaavat näiden varojen käyttöä. Onko yritysjohtoon valvonta kyllin tiukkaa, jotta resursseja ei tuhlatu tarpeettomiin seikkailuihin? Muu yritysmaailma voisi tarjota ideoita siitä, mihin suuntaan edetä, mutta noudatetaanko näitä neuvoja?

Suurin ongelma osuuskunnille – tai mille tahansa muiden kuin sijoittajien omistamalle yritykselle – on se, että muutos itsessään aiheuttaa

jäsenten välisten jännitteiden kasvun. Tähän on kaksi syytä. Yksi on se, että muutos järkyttää vakiintuneita yhteistyön ja päätöksenteon mekanismeja. Toinen on se, että muutos yleensä lisää intressien hajontaa, mikä on ongelmallista omistuksen kannalta, kuten Hansmann on korostanut.

Kaikki kollektiivinen päätöksenteko edellyttää hyviä käyttäytymissäantöjä, jotka edistävät päätösten syntymistä ja tehokkuutta. Esimerkiksi politiikassa ns. lehmänkauppojen tekeminen on tärkeää päätösten aikaansaamiseksi. Niiden avulla puolueet voivat välttää kalliita kompromisseja ja saavuttaa yhteisetuja pitkällä tähtäimellä. Tällaiset mekanismit toimivat parhaiten kuitenkin vakaisissa oloissa. Lehmänkaupoille tyypillinen antaminen ja saaminen on suhteellisen helppoa niin kauan kuin peli toistuu riittävän säännöllisesti ja samanlaisena. Kun joudutaan täysin uusiin olosuhteisiin, peli muuttuu ja vanhat säännöt kyseenalaistetaan. Uuden tasapainon saavuttaminen vaatii aikaa ja ponnisteluja. Väärinkäsityksiä esiintyy ja ne johtavat lyhytkatseisiin kompromisseihin luottamukseen perustuvien pitkäaikaisten ratkaisujen sijasta.

Suuret taloudellisen ympäristön muutokset ovat myös omiaan murentamaan perinteisten osuuskuntien perustaa koska jäsenten intressit etäännyvät toisistaan. Esimerkiksi osuustoimintaliike edusti aikoinaan jäsentensä etuja politiikassa. Nykyisin tällaisen lobbauksen hyödyt ovat vähäisiä. Ilman lobbaustoimintaa jäsenistön etujen pohjimmaiset erot – erityisesti maataloudessa – ovat tulleet entistä näkyvimmiiksi ja johtaneet osuuskuntien hajoamiseen.

Lontoon pörssi tarjoaa toisen esimerkin murroksen aiheuttamista vaikeuksista. Se julkisti hiljattain suunnitelman muuttua osuuskunnasta julkisesti noteeratuksi osakeyhtiöksi. Perusteluksi kerrottiin, että pörssin sisäiset voimakkaat ristiriidat ovat estäneet tehokkaan päätöksenteon.

Pörssi ei ole päässyt reagoimaan uuden ympäristön haasteisiin, koska vaikeat kysymykset, kuten elektroninen kaupankäynti ja pörssi-fuusiot, ovat jakaneet mielipiteitä. Kun pörssistä tulee osakeyhtiö, tyytymättömien mahdollisuus myydä osakkeensa vähentää jännitteitä syistä, joita edellä käsiteltiin. Myös se, että tämän päivän päätösten pitkän ajan vaikutukset heijastuvat osakkeiden hintoihin on omiaan vähentämään muutosten esteitä.

Kun kollektiivisen päätöksenteon kustannukset kasvavat, exit-option arvo kasvaa. Irtautumisen onkin käynyt helpommaksi monilla aloilla. Säätelyn purkaminen on lisännyt kilpailua markkinoilla. Esimerkiksi kehittyvät sähkömarkkinat tuovat kilpailua maaseudulle, jolloin kuluttajien tarve liittoutua keskenään kustannuksia vastaavan hintatason saavuttamiseksi katoaa. Samoin elintarviketeollisuudessa koko lisäärvoketjun joutuminen kilpailun piiriin vähentää tuottajien yhteistoiminnan merkitystä ja tarvetta järjestäytyä. Kun vaihtoehtoja tulee lisää, äänivallan tarve vastaavasti vähenee. Ei pidä kuitenkaan tehdä liian pitkälle meneviä yleistyksiä. On myös tilanteita, joissa nykyiset muutokset ovat johtaneet yhteisten etujen löytymiseen tai lisänneet suojautumisen tarvetta ja siten luoneet uutta pohjaa osuustoiminnalle. Uskon, että uuden sukupolven osuuskunnat tarjoavat monta esimerkkiä tästä.

Muutokset markkinoiden rakenteessa ja teknologiassa tarjoavat mahdollisuuksia innovaatiolle ja uuden etsimiselle. Monille yrityksille nämä mahdollisuudet ovat välttämättömyyksiä. Ne jotka eivät pysty luomaan uutta eivät selviä. Vaikuttaa siltä, että osuuskunnat eivät ole kovin edullisessa asemassa innovaatiokilpailussa. Innovaatiot todennäköisesti jakavat mielipiteitä osuuskunnissa, koska nuoret jäsenet ovat vanhoja innokkaampia investoimaan tulevaisuuteen. Tämän vuoksi yritysjohdolla on vähem-

män mahdollisuuksia kokeilla ja tutkia. Ulkopuoliset sijoittajat taas eivät ole halukkaita antamaan riskipääomaa elleivät saa äänivaltaa, mikä tekee rahoituksesta vakavamman ongelman kuin Hansmann antaa ymmärtää. Lisäksi osuuskunnissa ei ole mittareita millä arvioida ja palkita innovatiivista toimintaa. Pellervon toimitusjohtaja *Samuli Skurnik* on esittänyt huolensa siitä, että Valio ei ole onnistunut täysin hyödyntämään uuden funktionaalisen tuotteen Gefiluksen tarjoamaa suurta potentiaalia terveystuokamarkkinoilla. Kun pörssikurssia ei ole, kukaan ei voi sanoa kuinka arvokas tuote on kyseessä ja kuinka paljon sen kehittämiseen kannattaisi investoida. Tilannetta helpotaisi jos Valion markkina-arvon kehitys olisi tiedossamme.

5. Lopuksi

Omat havaintoni ovat peräisin sijoittajien hallitsemasta yritysmaailmasta ja siksi varmaankin liioittelevat markkinoiden roolia. Osuuskunnat ovat perinteisesti kehittyneet siellä, missä elämä on ollut vakaampaa, joten muutokset näillä aloilla voivat olla hitaampia. Osuuskunta on myös usein muotoiltu vaimentamaan muutosten vaikutuksia. Osakkuussopimusten avulla voidaan vähentää potentiaalisia eturistiriitoja, esimerkiksi sopimalla tuottojen ja kulujen jakamisesta.

Osuuskuntien tulevaisuuden ennustaminen on vaikeaa myös siksi, että osuuskuntamuoto sallii sopeutumisen moneen suuntaan. Poistumisen ja mukaantulon helpoutta voidaan säädellä vastauksena liikkuvuuden ja sitoutumisen muuttuviin tarpeisiin; sijoittajien osallistumista koskevia sääntöjä voidaan muuttaa ja sillä tavoin saada pääomaa uusista lähteistä; äänivalan käytön laajuutta ja muotoa voidaan muuttaa niin, että uudet osallistumisen tavat ja päätök-

sentekomuodot tulevat mahdollisiksi. Poliittisten instituutioiden tavoin osuuskunnat voivat saada lukuisia eri muotoja. Kekseliäisyydelle ja kokeilulle ei ole periaatteessa rajoja.

Osuuskunnat epäilemättä löytävät tapoja sopeutua muuttuviin toimintaolosuhteisiin. Esittämani kommentit onkin suunnattu lähinnä perinteisille osuuskunnille, joista monet hajoavat tai joutuvat käymään läpi perusteellisen muutoksen kuten muutkin yritykset. Uuden sukupolven osuuskuntien nopea kasvu osoittaa, että osuuskunnilla on edelleen selviä kilpailuetuja ja että ne voivat vallata uusia alueita jos ne ovat valmiita reagoimaan ympäristön muutoksiin. On monia liiketoiminnan alueita, joilla yhteiset edut ja yhteiset uhat tekevät osuustoiminnasta menestyksekkään. Hansmannin esimerkki franchising-toiminnasta on erityisen mielenkiintoinen. Franchising on ollut suuri menestystarina 1900-luvun jälkipuoliskolla – täysin uusi organisaatiomuoto, joka on levinnyt nopeasti. Se on kuitenkin johtanut myös ongelmiin. Kasvun hidastuessa epätasainen vallanjako on osoittautunut huonoksi. Tästä syystä lainsäädäntö on alkanut tukea liikeketjujen edustajia samalla tavoin kuin työntekijöitäkin, mutta vaihtoehtoinen ja ehkä parempi tapa ratkaista ongelmat olisi muodostaa näistä ketjusta useamminkin osuuskuntia.

(Suomennos: *Jaakko Kiander*)

Kirjallisuus

Hansmann, Henry (1996): *Ownership of Enterprise*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.

Hirschman, Albert (1970): *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*. Cambridge: Harvard University Press.

- Holmström, Bengt (1998): *The Economics of Corporate Governance*. The Third Louise and Göran Ehrnrooth Lectures on Management (julkaisematon käsikirjoitus).
- Jensen, Michael (1989): The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5).
- Kaplan, Steven (1997): The evolution of US corporate governance: we are all Henry Kravis now, Working Paper, University of Chicago.
- Milgrom, Paul & Roberts, John (1992): *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Porter, Michael (1992): Capital disadvantage: America's failing capital investment system. *Harvard Business Review*, 70(5).