

Sijoittajaviestintä osakemarkkinoiden ja yrityksen välisenä vuorovaikutusmekanismina - Case-tutkimus kriisiyhtiössä

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Laura Sälli
2010

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU
HELSINKI SCHOOL OF ECONOMICS



SIOITTAJAVIESTINTÄ OSAKEMARKKINOIDEN JA YRITYKSEN VÄLISENÄ VUOROVAIKUTUSMEKANISMINA

Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen teoreettisen osan tarkoituksena oli esitellä sijoittajaviestintä kaksisuuntaisena vuorovaikutuksena osakemarkkinoiden ja yrityksen välillä ja tähän liittyvä malli. Empiirisessä osiossa luotiin katsaus Soneran toimiin vuosien 2000-2001 välillä ja tarkasteltiin markkinoiden vaikutusta yritykseen. Empiirisessä osassa myös tarkasteltiin kuinka sijoittajaviestinnän teoreettinen malli toteutui Soneran tapauksessa.

Lähdeaineisto

Tutkimuksessa käytettiin sijoittajasuhteisiin sekä -viestintään liittyvää lähdekirjallisuutta. Lisäksi aineistona käytettiin Soneraa käsitteleviä lehtiartikkeleita, analyytikkoraportteja, valtioni asiakirjoja sekä kirjallisuutta. Tutkimusta varten haastateltiin myös rahoitusanalytikkoja sekä kahta Soneran entistä ylimmän johdon jäsentä.

Aineiston käsittely

Lähdeaineiston perusteella katsottiin miten Soneran toimi vuosina 2000-2001 ja miten osakekurssi tähän reagoi ja millaista kritiikkiä ja palautetta yhtiö toiminnastaan sai. Tämän perusteella pyrittiin muodostamaan käsitys osakemarkkinoiden toiminnasta. Lehdistön ja analyytikoiden mielipiteiden vastapainoksi Soneran entisiä johtajia haastatteleamalla saatiin myös yhtiön näkemys umts-kauppoja ympäröivistä tapahtumista. Osakemarkkinoiden toiminnan ja yhtiön johtajien haastattelujen perusteella pyrittiin muodostamaan käsitys siitä, kuinka osakemarkkinat ja yhtiö vaikuttivat toisiinsa sijoittajaviestinnän kautta.

Tulokset

Tutkimuksessa todettiin, että osakemarkkinat vaikuttivat Soneran toimintaan. Erityisesti yhteistyöpankkien ja niiden analyytikoiden merkitys korostui. Soneran todettiin myös joutuneen noususuhdanteessa tilanteeseen, jossa sijoittajaviestintä ei tavoittanut osakemarkkinoiden ymmärrystä, koska markkinoilla vallitsi vahva joukkopsykologia. Osakekurssin noustessa markkinoilla esiintyi ylioptimismia, joka kurssin kääntyessä laskuun muuttui ylipessimismiksi. Sijoittajaviestinnän haasteeksi todettiin tasapaino osakemarkkinoiden kuuntelemisen ja niiden tottelemisen välillä.

Avainsanat

Sijoittajaviestintä, IR, kaksisuuntainen sijoittajaviestintä, valtionyhtiö, kriisi

SISÄLLYSLUETTELO

1. Johdanto	5
1.1 Tutkimuksen motivaatio ja taustaa.....	5
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset.....	6
1.3 Tutkimusmenetelmä ja rakenne	7
1.4 Määritelmät	7
2. Sijoittajaviestintä yrityksen ja markkinoiden vuorovaikutuksena	8
2.1 Sijoittajaviestinnän eri roolit	9
2.2 Sijoittajaviestintä kaksisuuntaisena kommunikaationa.....	10
2.3 Sijoittajaviestintä jatkuvana prosessina.....	12
3. Yrityksen vaikutus markkinoihin	13
3.1 Virallinen vs. epävirallinen tiedottaminen	14
3.2 Vapaaehtoinen vs. pakollinen tiedottaminen	14
3.3 Rahamääräinen vs. ei-rahamääräinen tiedottaminen.....	15
3.4 Yritykseltä vs. kolmannelta osapuolelta saatu tieto	16
4. Markkinoiden vaikutus yritykseen	17
4.1 Analyttikoiden vaikutus	17
4.1.1 Ongelmia	17
4.1.2 Syitä.....	18
4.1.3 Ratkaisuja.....	19
4.2 Institutionaalisten sijoittajien kasvanut vaikutus.....	21
4.3 Yksityisten sijoittajien vaikutus	24
4.4 Valtion vaikutus	27
4.5 Henkilökohtaiset tapaamiset tärkeitä vuorovaikutuksessa.....	29
4.6 Osakkeen hinta vuorovaikutuksen välineenä	31
5. Case Sonera.....	32
5.1 Metodologia	32
5.2 Sonera yrityksenä	33
5.2.1 Soneran taustaa.....	33
5.2.2 Omistusrakenne	34
5.2.3 Valtio omistajana.....	35
5.2.4 Zed ja SmartTrust.....	37
5.3 Uusi talous ja IT-kupla.....	39
5.4 Umts-huutokaupat Euroopassa.....	40
5.4.1 Umts-kauppojen taustoja.....	40
5.4.2 Umts-lupien hankinta ja seuraukset	42
5.5 Road show kommunikoinnin välineenä	45
5.6 Soneran uusi varovaisempi strategia	48
5.7 Soneran sijoittajaviestintä ja sen vaikutus yhtiön maineeseen.....	50
5.8 Helpotusta Saksan tilanteeseen	55
5.9 Strategia hakee muotoaan.....	55
5.10 Osakeanti	57
5.11 Päätös Soneralla ja Group 3G:lle	59

6. Tutkimustulokset.....	61
6.1 Käyvän arvon ja markkina-arvon vastaavuus	61
6.2 Osakemarkkinoiden ja yhtiön vuorovaikutus.....	63
6.3 Sentimentin vaikutus osakemarkkinoihin	66
7. Johtopäätökset	68
LÄHTEET	69
LIITTEET	
Liite 1: Soneran kurssikehitys 1999-2002.....	76
KUVALUETTELO	
Kuva 1: Sijoittajaviestinnän kommunikoiva rooli.....	11
Kuva 2: IT-kuplan synty	39
TAULUKKOLUETTELO	
Taulukko 1: Soneran suurimpien omistajien omistusosuudet prosentteina.....	34

1. Johdanto

1.1 Tutkimuksen motivaatio ja taustaa

Sijoittajaviestinnän tarkoituksena on perinteisesti nähty yksisuuntainen tiedon tuottaminen ja jakaminen yrityksestä sen sidosryhmille, ensisijaisesti osakkeenomistajille. Tämän toteuttamisessa vuosikertomus ja osavuositarkastukset ovat olleet keskeisimpinä. Tämä näkemys on kuitenkin viime vuosien aikana muuttunut ja esille on tuotu ajatus sijoittajaviestinnästä kaksisuuntaisena kommunikointina yrityksen ja rahoitusmarkkinoiden välillä (mm. Barker 1998, Holland 1998a, Miller & O'Leary 2000, Fuller & Jensen 2002, Ikäheimo & Mouritsen 2007). Tämän ajatusmallin mukaan yritykset eivät enää pelkästään vaikuta markkinoihin vaan markkinat vaikuttavat myös yrityksiin. Sijoittajaviestintää ei siis tule katsoa enää vain yrityksen näkökulmasta vaan myös sijoittajan (Healy et al. 1993).

Sijoittajan vallan lisääntyessä sijoittajaviestinnän merkitys on kasvanut yritysten tänä päivänä kilpaillen keskenään entistä enemmän sijoittajien huomioista. Osakkeet eivät kuitenkaan pelkästään kilpaile muiden osakkeiden kanssa vaan myös muiden rahoitusinstrumenttien. Yrityksen on tästä syystä ymmärrettävä mitä asioita sijoittajat pitävät tärkeinä eli mitkä asiat tätä kautta vaikuttavat osakkeen hintaan. Samalla kun yritysten sijoittajaviestinnässä ollaan menossa parempaan suuntaan, sijoittajien ja analyytikoiden tiedonvaatimukset kasvavat.

Kaksisuuntaisen vuorovaikutuksen näkemyksestä huolimatta, ei markkinoiden vaikutuksesta yritysten toimintaan ole riittävästi aikaisempaa tutkimusta. Tutkielmassa hyödynnettävää Ikäheimon & Mouritsenin (2007) mallia ei ole myöskään käytetty aikaisemmissa tutkimuksissa ja on kiinnostavaa kokeilla sen toimivuutta käytännössä. Aihe on erittäin mielenkiintoinen, sillä se muokkaa aikaisempaa käsitystä yrityksen ja markkinoiden välisestä vallanjaosta. Osakkeenomistuksen keskittyessä yhä enemmän institutionaalisille sijoittajille, keskittyy samalla myös valta (Roberts et al. 2006). Yritysjohdon on kiinnitettävä entistä enemmän huomiota sijoittajien mielipiteisiin. Samaan aikaan institutionaalisten sijoittajien välinen kilpailu kiristyy ja hyvistä suhteista yrityksiin muodostuu kilpailuetu. Näin ollen sekä yritykset että rahoitusmarkkinat hyötyvät toimivasta viestinnästä ja molemminpuolinen kommunikointi tiivistyy. Samalla markkinoiden kiinnostus siirtyy vuosikertomuksista kahdenkeskisiin tapaamisiin yrityksen johdon kanssa.

Tutkielmassa sijoittajaviestintää tarkastellaan käyttäen case-yrityksenä Soneraa. Huomio keskittyy vuosiin 2000-2001, jolloin Soneran UMTS-lupien hankinnasta aiheutui yritykselle vakava kriisi, jolla oli pitkäkestoiset seuraukset. Sijoittajaviestinnän tutkimisen kannalta kriisitilanteet ovat kuitenkin poikkeuksellisen hyviä. Nimenomaan näissä tilanteissa IR joutuu koetukselle, sillä kriisit iskevät lähes aina yllättäen ja mahdollisimman huonoon ajankohtaan (Mars et al. 2000). Tällöin yrityksen on tehtävä nopeita viestinnällisiä päätöksiä ja yrityksen todellinen arvomaailma paljastuu. Tällä hetkellä kriisitilanteen tarkasteleminen on erityisen kiinnostavaa ja ajankohtaista vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin valossa.

Sonerasta tekee mielenkiintoisen case-yrityksen myös se että vuosituhannen vaihteessa telealaa hehkutettiin, jolloin Soneraan kohdistui paljon odotuksia ja se sai paljon huomiota medialta. Alan kiinnostavuus oli siis huipussaan. Toinen mielenkiintoinen piirre oli valtion rooli yrityksen enemmistöomistajana, mikä tarkoitti sitä, ettei Soneran annettu kaatua.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia rahoitusmarkkinoiden vaikutusta Soneran toimiin vuosina 2000-2001 UMTS-lupien hankinnan yhteydessä. Tarkoituksena on ymmärtää:

- onko markkinoiden toiminta ja mielipiteet vaikuttaneet Soneran sisällä tehtyihin päätöksiin ja
- jos on, niin mikä on ollut sijoittajaviestinnän rooli siinä.

Markkinoiden vaikutusta tullaan analysoimaan pitkälti Ikäheimon ja Mouritsenin (2007) luoman mallin mukaan, jossa sijoittajaviestintä esitetään yritysjohton ja markkinoiden (erityisesti sijoittajien ja rahoitusanalyttikoiden) välisenä vuorovaikutuksena, joka vaikuttaa yrityksen käypään ja markkina-arvoon. Käyvällä arvolla tarkoitetaan yritysjohton näkemystä yrityksen oikeasta arvosta kun taas markkina-arvolla sijoittajien näkemystä. Mallista on kerrottu lisää luvussa 2.2. Tutkielmassa tullaan rajoittamaan markkinat yksityisiin ja institutionaalisiin sijoittajiin (tätä kautta myös rahastonhoitajiin) sekä rahoitusanalyttikkoihin. Ulkopuolelle jätetään muut sidosryhmät, kuten tavarantoimittajat ja työntekijät, jotka myös vaikuttavat yrityksen toimintaan, mutta eri tavoin. Samasta syystä tutkielmasta rajataan pois myös vieraan pääoman ehtoiset sijoittajat.

1.3 Tutkimusmenetelmä ja rakenne

Tutkimus tulee perustumaan eri medioissa aiheesta tehtyihin raportteihin ja julkaisuihin. Näihin kuuluvat esimerkiksi lehtiartikkelit sekä analyyttikkojen ennusteet ja suositukset. Lisäksi saatavilla on Soneran sen hetken suurimman osakkeenomistajan, Suomen valtion, asiaa koskevia asiakirjoja kuten valtiopäiväasiakirjoja. Käytännössä materiaali tulee siis olemaan suurimmalta osalta vuosilta 2000-2001. Kun kyseessä on suuri julkinen pörssiyhtiö ja huomiota herättänyt UMTS-lupien hankinta, on aiheesta olemassa runsaasti julkaisuja. Näiden perusteella ja Ikäheimon & Mouritsenin teoriaan nojaten pyritään arvioimaan markkinoiden vaikutusta Soneran toimintaan. Jotta virheet analyysissä voitaisiin minimoida ja tutkielmaan saataisiin myös Soneran näkökulma, on tarkoituksena haastatella lupien hankinnan aikana Soneran hallituksessa toimineita henkilöitä ja saada heidän näkemyksensä yrityksen ja markkinoiden vuorovaikutuksesta. Lisäksi tutkielmaa varten haastatellaan rahoitusanalyytikkoo, jotta myös osakemarkkinoiden näkökulma saadaan oikein esille.

Tutkielman käsitellessä yhtä Suomen taloushistorian suurimmista virheistä, tulee haasteena olemaan haastattelujen saanti. Lupien hankinnan saaman negatiivisen julkisuuden takia asiassa mukana olleet ihmiset voivat olla haluttomia kommentoimaan asiaa.

Tutkielma tulee rakentumaan teoria ja empiriaosasta. Aluksi käydään läpi sijoittajaviestinnän erilaiset roolit ja tarkoitukset yrityksen ja sen sidosryhmien välisessä kommunikoinnissa sekä esitellään Ikäheimon ja Mouritsenin (2007) malli IR:sta kaksisuuntaisena tiedonvirtana. Kolmannessa luvussa kuvaillaan viestintää yrityksestä markkinoille ja sen jälkeen luvussa neljä puolestaan tiedonvirtaa markkinoilta yritykseen analyyttikoiden, institutionaalisten sijoittajien, yksityisten sijoittajien sekä valtion näkökulmasta. Samassa luvussa esitellään myös mitä ongelmia ja mahdollisuuksia markkinoiden vaikutusvallalla on. Luvussa viisi käydään läpi Soneran tapaus ja siihen liittyvä empiria-aineisto ja lopuksi luvussa kuusi tehdään yhteenveto saaduista tuloksista.

1.4 Määritelmät

Analyytikko

Tutkielmassa rahoitusanalyytikot (englanninkielisessä kirjallisuudessa financial analyst) tai lyhyesti analyyttikot eivät myy tai osta osakkeita omaan lukuunsa vaan keräävät ja prosessoivat tietoa ja 'myyvät' sen sitten rahastonhoitajille (Barker 1998). Yleensä

analytytikot keskittyvät johonkin tiettyyn toimialaan ja ovat sen alan asiantuntijoita (Libby et al. 2004).

Rahastonhoitaja

Rahastonhoitajat (englanniksi fund manager) työskentelevät erilaisissa rahastoissa ja ovat vastuussa osakkeiden ostamisesta, pitämisestä ja myymisestä ja siten vastuussa osakkeen hinnan muodostumisesta (Barker 1998). He perustavat päätöksensä analytytkkojen raportteihin sekä suoraan yritykseltä että muista lähteistä saatuihin tietoihin.

Institutionaalinen sijoittaja

Institutionaaliset sijoittajat (tässä tutkielmassa myös lyhyesti instituutiot) tarkoittavat eläkerahastoja, sijoitusyhtiöitä ja vakuutusyhtiöitä, jotka sijoittavat ulkopuolisten niihin sijoittamia rahoja edelleen osakkeisiin, velkakirjoihin ja muihin arvopapereihin rahastonhoitajien toimesta.

2. Sijoittajaviestintä yrityksen ja markkinoiden vuorovaikutuksena

Sijoittajaviestintä eli investor relations (IR) virallisena osana yrityksen toimintaa ei ole ollut olemassa vielä kauaa. Ensimmäinen yritys, joka otti käyttöön IR-toiminnon, oli General Electric vuonna 1953. Samoihin aikoihin myös muut yritykset alkoivat huomioida osakkeenomistajia ja sijoitusanalytytkkoja. Aluksi sijoittajaviestintää kutsuttiin englanniksi nimellä financial public relations. Tämä nimitys kuitenkin haittasi IR-ihmisiä, jotka kokivat, ettei termillä public relations ollut mitään tekemistä talouden kanssa. PR-toiminta yhdistettiin vahvasti mainostoimintaan, jonka tehtävänä oli ennemmin markkinoida kuin informoida. Sijoittajaviestintä haluttiin tietoisesti erottaa PR-toiminnasta ja muodostaa siitä erillinen, tiedottamiseen perustuva toiminto. 1950-luvulla alkanut kehitys jatkuu tänäkin päivänä ja kasvaneen säännösten mukana IR on muuttunut markkinoinnista tärkeäksi työkaluksi, jonka avulla markkinoilla on mahdollisuus saada selkeä kuva yrityksen toiminnasta. (National Investor Relations Institute)

Scholesin ja Clutterbuckin (1998) mukaan yritykset kohtaavat haasteita viestinnässään kun eri sidosryhmät kasvattavat vaikutusvaltaansa. Syitä, miksi eri sidosryhmien merkitys on kasvanut, johtuu Scholesin ja Clutterbuckin mukaan mm. seuraavista tekijöistä:

- *Globalisaatio*. Yritykset joutuvat nykyään taistelemaan maailmanlaajuisesti – ei pelkästään asiakkaista vaan myös rahoituksesta ja työntekijöistä. Tässä kansainvälisessä ympäristössä hämärtyy rajanveto kilpailijoiden, asiakkaiden ja toimittajien välillä, jolloin ryhmien vaikutusvalta kasvaa.
- *Sijoittajien ammattilaistuminen*. Yksityisten sijoittajien suhteellinen osuus kaikista sijoittajista on pudonnut dramaattisesti. Samalla institutionaalisten sijoittajien osuus on kasvanut, eikä heille enää riitä pelkkä vuosikertomus eivätkä he jaksaa odottaa yhtiökokoukseen asti saadakseen mielipiteensä kuulluksi.
- *Tiedon vallankumous*. Sähköisen tiedottamisen ansiosta sidosryhmät reagoivat entistä nopeammin. Yhä suurempi määrä ihmisiä sekä organisaation sisä- että ulkopuolella reagoi uutisiin hetkessä

Eri ryhmien vaikutusvallan kasvaessa, yritysten ei enää tulisi keskittyä vain yhteen tiettyyn ryhmään kerrallaan, kuten sijoittajiin, työntekijöihin tai asiakkaisiin, vaan integroida tiedonjakaminen. Tässä ongelmana on yleensä kuitenkin se, että eri sidosryhmille on omat osastonsa, jotka hoitavat tiedotuksen: PR hoitaa suhteet mediaan, markkinointi asiakkaisiin, talousosasto osakkeenomistajiin, jne. Keskittyminen osakkeenomistajiin ei siis kannata ja artikkelissa siteerataankin johtajaa, jonka mukaan ”Mihin tahansa asiaan liittyen, yrityksellä on oltava hyvät suhteet kaikkiin, ei pelkästään osakkeenomistajiin.” Sama henkilö jatkaa, että ”Monimutkaisissa organisaatioissa ongelmia ei ratkaista keskittymällä omistajuuteen.” Scholes ja Clutterbuck (1998) toteavat myös, että yritykset, jotka luotsaavat itsensä hyvin kriiseistä kuuntelemalla ja ottamalla kantaa sidosryhmien huoliin, ovat nopeimpien palautujien ja kestävimpien suoriutujien joukossa.

2.1 Sijoittajaviestinnän eri roolit

Sijoittajaviestinnän muodostuessa vuosi vuodelta tärkeämmäksi, ovat akateemikot kehittäneet useita teorioita selittämään IR:n olemassaolon:

Positiivinen laskentatoimen teoria (positive accounting theory) pyrkii selittämään yrityksen ja sen sidosryhmien välistä suhdetta. Teoria perustuu siihen oletukseen, että markkinoilla ja yrityksessä kaikki toimijat käyttäytyvät opportunistisesti. Tästä syystä sijoittajaviestintä on olemassa pelkästään silloin, kun yrityksen johtajat ja sijoittajat uskovat hyötyvänsä siitä jotenkin (Deegan 2001).

Oikeutusteorian (legitimacy theory) mukaan yritykset pyrkivät aina saamaan markkinoiden hyväksynnän toimilleen. Saadakseen tämän hyväksynnän olemassaololleen johtajilla on taipumus kuunnella tarkkaan ja toteuttaa markkinoiden odotukset ja normit. Tästä seuraa että IR-toiminnot ovat olemassa, koska yritys pyrkii oikeuttamaan tekemisiään täyttämällä pakolliset ja vapaaehtoiset tiedonjako velvoitteet. Tällainen käytös on tyypillistä erityisesti yrityksissä, jotka ovat riippuvaisia valtion tai kunnan rahoituksesta sekä yhteiskuntavastuuraportoinnin yhteydessä. (Deegan 2001, 2002)

Sidosryhmäteoriassa (stakeholder theory) yritykset ovat olemassa pelkästään sidosryhmiensä vuoksi. Kyseinen teoria samalla tarkoittaa, että yritykset panostavat viestintään niiden sidosryhmien kanssa, jotka kontrolloivat yrityksen kannalta kriittisiä resursseja. Sijoittajat voidaan nähdä tärkeänä sidosryhmänä koska he kontrolloivat yrityksen kannalta tärkeintä resurssia. Koska sijoittajat rahoittavat yrityksen toiminnan, on yritys halukas tuottamaan melkein minkä tahansa tiedon ja siten tyydyttämään sijoittajien tarpeet saadakseen tarvitsemansa rahoituksen (Deegan 2001).

Tilivelvollisuusteoria (accountability theory) perustuu oletukseen, että yrityksellä on aina jonkinlaisia velvollisuuksia sidosryhmiään kohtaan. Toisin sanoen, yritys on ensisijaisesti velvollinen ryhtymään tiettyihin toimiin ja sen jälkeen selittämään kyseiset toimet. Tämä tilivelvollisuus voi olla niin rahamääräinen kuin ei-rahamääräinenkin (Gray et al. 1996). Yrityksellä on silti velvollisuus tuottaa tietoa potentiaalisille ja jo olemassa oleville sijoittajilleen.

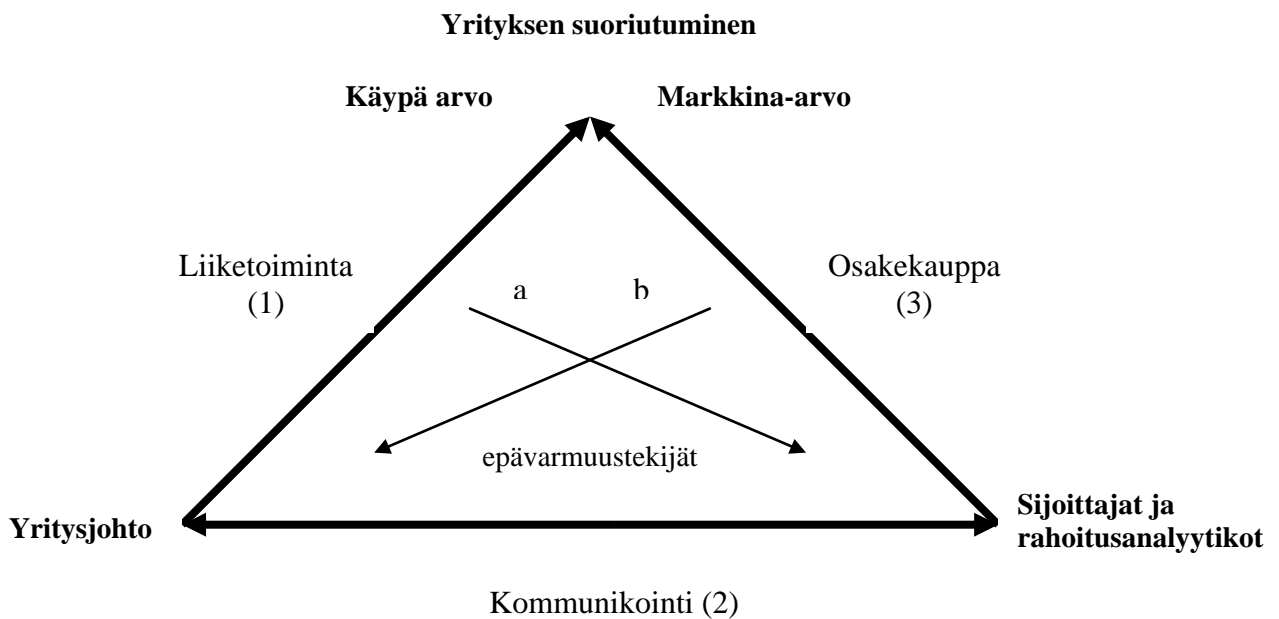
Kaikissa näissä eri tehtävissä sijoittajaviestinnällä voidaan nähdä olevan interaktiivinen rooli yrityksen johdon ja markkinoiden välillä, jonka avulla sekä sijoittajat että yritys saavat kilpailuetua. Tästä kerrotaan seuraavaksi tarkemmin.

2.2 Sijoittajaviestintä kaksisuuntaisena kommunikaationa

Viime vuosina sijoittajaviestintään liittyvässä kirjallisuudessa on huomattu, ettei IR ole pelkästään tiedon jakamista yrityksestä sijoittajille vaan tietoa virtaa myös markkinoilta yritykseen kun sijoittajat ja muut sidosryhmät reagoivat heille annettuun tietoon ja kommunikoivat mielipiteitään takaisin yritykselle (mm. Barker 1998, Holland 1998a, Miller & O'Leary 2000, Fuller & Jensen 2002). Vuorovaikutus ei kuitenkaan ole täysin ongelmatonta ja onkin esitetty että sillä voi olla tuhoisat vaikutukset yrityksen sisäisiin

toimintoihin kun yritys yrittää vastata sijoittajien ja analyytikoiden odotuksiin (Fuller & Jensen 2002).

Ikäheimo ja Mouritsen (2007) käsittelevät artikkelissaan kyseistä vuorovaikutusta ja IR:n roolia seuraavanlaisella mallilla:



Kuva 1. Sijoittajaviestinnän kommunikoiva rooli (Lähde Ikäheimo&Mouritsen 2007)

Nuoli 1 kuvaa yrityksen liiketoimintaa ja yrityksen sisällä tehtyjä päätöksiä. Markkinat, erityisesti sijoittajat ja analyytikot, eivät suoraan pysty vaikuttamaan näihin toimintoihin vaan niitä ohjaa yrityksen johto. Johtajilla on aina enemmän tietoa yrityksen strategiasta ja toiminnoista verrattuna markkinoihin. Tämän tiedon asymmetrian takia liiketoimiin liittyy sijoittajien näkökulmasta epävarmuutta (nuoli a). Nuoli 3 puolestaan kuvaa markkinoilla tapahtuvaa osakekauppaa, johon yrityksen johdolla ei ole suoraa vaikutusmahdollisuutta, vaan se perustuu sijoittajien ja analyytikkojen mielipiteisiin ja ennusteisiin. Johdon näkökulmasta tähän toimintaan liittyy silloin epävarmuutta (nuoli b). Liiketoimien vaikuttaessa osakkeen käypään arvoon, osakekauppaan liittyvät toimet vaikuttavat sen markkina-arvoon. Yksi sijoittajaviestinnän tärkeimmistä tehtävistä on pyrkiä siihen, että nämä kaksi arvoa kohtaavat toisensa. Alihinnoitellusta osakkeesta kärsivät sekä sijoittajat että johtajat, joiden

palkitsemisjärjestelmät on yleensä sidottu osakkeen hintaan. Ylihinnoiteltu osake ei sen sijaan pysty pitämään väärinkäsityksiin perustuvaa arvoaan ikuisesti. Ikäheimon (2002) mukaan kurssi korjautuu todennäköisesti hyvin nopeasti kun käy ilmi, ettei odotuksilla ole reaalista pohjaa ja yritys on mahdollisesti käyttänyt tiedottamisen osalta kaikki keinot, joilla odotuksia on ylläpidetty. Sijoittajaviestinnän väärinkäyttö puolestaan johtaa laajempaan epäluuloon yritysten tiedottamista kohtaan kun pelätään, että vain jäävuoren huippu on näkyvässä. Sijoittajan painajainen, äkillinen osakekurssin romahtaminen, toteutuu. Romahdus johtuu siitä, että osakkeen hinta putoaa sekä itse uutisen mutta myös kasvaneen informaatoriskin takia (Baker 1998). Tällöin osakkeiden myynti on hyvin vaikeaa ja lopputuloksena on lukuisia pettäneitä sijoittajia, useimmiten hyvin lukuisia yksityissijoittajia, joiden usko osakesijoittamiseen voi kadota. Erityisen huolestuttavaa tämä on silloin, kun ylisuuria odotuksia on keinotekoisesti ylläpidetty. Tämän jälkeen luottamuksen hankkiminen osakesijoittamiseen on hyvin vaikeaa. (Ikäheimo 2002)

Nuoli 2 kuvaa yrityksen johdon vuorovaikutusta sijoittajien ja analyytikkojen kanssa. Yritys pystyy vaikuttamaan markkinoihin muokkaamalla ja valikoimalla markkinoille antamaansa tietoa. Markkinat puolestaan voivat vaikuttaa yrityksiin odotuksillaan. Tiedon virtaaminen yritykseen päin onkin lisääntynyt, sillä sijoittajien välisen kilpailun kasvaessa heille on syntynyt tarve ylläpitää suhteita yrityksiin ja tätä kautta saadun tiedon avulla hankkia kilpailuetua. Tärkeimmäksi kommunikointiväyläksi onkin todettu road show't, jossa yrityksen johto kiertää tapaamassa sijoittajia ja rahastojen edustajia kasvotusten (Barker 1998). Henkilökohtaisissa tapaamisissa johtajilla on erinomainen tilaisuus saada tietoa markkinoiden odotuksista ja oppia ymmärtämään sidosryhmien tiedon tarpeita. Tämä vähentää nuolen b epävarmuuksia. Johtajat pystyvät samalla vaikuttamaan analyytikkojen ja sijoittajien odotuksiin ja mahdollisiin väärinkäsityksiin. Yrityksen huomatessa että markkinoilla on esimerkiksi virheellinen käsitys yrityksen strategiasta tai sen johdon toimintaa kritisoidaan, pystytään tapaamisissa selvittämään mistä epäselvyydet ovat saaneet alkunsa ja vakuuttamaan kuuntelijat yrityksen oikeasta tilanteesta (nuoli a).

2.3 Sijoittajaviestintä jatkuvana prosessina

Samantyyppiseen tulokseen sijoittajaviestinnästä kaksisuuntaisena tiedonvirtana ovat päässeet myös Miller ja O'Leary (2000). Heidän mukaansa tiedonantoa on perinteisesti pidetty yksittäisenä tapauksena, jossa yritys tuottaa ja julkaisee raportin tiettyinä ajankohtana ja sääntöjen sanelemana. Tiedonlähteenä toimii tällöin yritys ja vastaanottajana ovat markkinat.

Millerin ja O'Learyn mukaan näin ei kuitenkaan tulisi olla, vaan tiedonantoa tulisi sen sijaan pitää jatkuvana prosessina, johon osallistuu useita tekijöitä. Kyseessä on heidän mukaansa tapahtumaketju, joka koostuu useista monimutkaisista kanssakäymisistä yrityksen sisällä ja sen sidosryhmien kanssa. Tieto ei siis virtaa yhteen suuntaan tiettyä ajankohtana vaan se kiertää jatkuvasti eri toimijoiden välillä, joita ovat esimerkiksi tavarantoimittajat, asiakkaat, rahoitusanalyytikot ja alan tekniset analyytikot. Tässä mallissa tiedon jakavat kaikki ja se ei ole pelkästään yhden omistuksessa ja tekijät ovat toisistaan riippuvaisia. Kirjoittajat kutsuvatkin mallia ekosysteemiksi, jossa yksittäisen tekijän terveys vaikuttaa koko systeemin terveyteen.

3. Yrityksen vaikutus markkinoihin

Tiedottaminen on yrityksen kannalta kannattavaa niin kauan kuin tiedon jakamisesta saadut hyödyt ylittävät siitä syntyvät kustannukset. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että niin kauan kuin kasvaneen tiedottamisen myötä vähentynyt tiedon epäsymmetria ja sijoittajien kasvanut luottamus vähentää pääoman kustannuksia enemmän kuin tiedottamisesta syntyvät kustannukset kasvavat, lisääntyvä sijoittajaviestintä on yritykselle kannattavaa (Holland 1998b). Kuten aiemmin mainittiin, yritys voi vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin määrittelemällä mitä ja miten se jakaa tietoa. Markkinat perustavat ennusteensa eri tietolähteistä saamiinsa tietoihin, joihin kuuluvat:

- virallinen ja epävirallinen
- pakollinen ja vapaaehtoinen
- rahamääräinen ja ei-rahamääräinen sekä
- yritykseltä ja kolmansilta osapuolilta saatu tieto.

Kolmeen ensimmäiseen ryhmään yritys pystyy vaikuttamaan suoraan sijoittajaviestinnällään, mutta neljännessä kohdassa mainittuun kolmansilta osapuolilta saatuun tietoon vain epäsuorasti markkinoille antamansa tiedon kautta. Yrityksen pyrkiessä vaikuttamaan osakkeenomistajiinsa on hyvä huomioida etteivät kaikki sijoittajat käytä samoja tietolähteitä ja reagoi samalla tavalla tietoon. Ikäheimon (1996) mukaan sijoitustyyli ja portfolion koko voivat selittää eroavaisuudet sijoittajien tiedon käytössä. Einhorn (2007) puolestaan esittää syyksi sijoittajien kokeman epävarmuuden johtajien tarkoitusperistä. Tässä kappaleessa käymmekin läpi miten eri sijoittajat käyttävät erilaista tietoa hyväkseen.

3.1 Virallinen vs. epävirallinen tiedottaminen

Tiedottamisen ei tule rajoittua pelkästään virallisiin ja säänneltyihin raportteihin. Vaikka viralliset tiedonannot antavatkin hyvän rungon sijoittajaviestinnälle, ovat epäviralliset keskustelut esimerkiksi yrityksen ja markkina-analyytikkojen välillä hyödyllisiä. Millerin ja O’Learyn (2000) artikkelissa eräänä epävirallisena tietolähteenä mainittiin Intelin käyttämät videokonferenssit. Osa analyytikoista kehuessa sitä hyvänä tapana jakaa sama tieto kaikille yhtä aikaa, osa analyytikoista ei kokenut videokonferenssin tuovan mitään lisäarvoa. Heidän mukaansa tilaisuus oli suunniteltu etukäteen niin tarkasti, ettei sen aikana annettu pienintäkään tiedonmurusta, jota ei olisi jo julkaistu yleisissä tiedotteissa. Suurten ja samalla jatkuvan analysoinnin kohteena olevien yritysten IR:n rajoitteena onkin, että niiden on oltava erittäin varovaisia milloin, missä ja mitä he julkaisevat, jottei niitä voida syyttää valikoivasta tiedonjaosta. Samansuuntaisen vastauksen saivat myös Roberts et al. (2006) haastatellessaan IR-päällikköä, jonka mukaan tiedotustilaisuudet on suunniteltava tarkkaan, sillä markkinat kuuntelevat jokaisen sanan mikä sanotaan. Tällöin on oltava erittäin varovaisia mitä sanotaan ja että se sanotaan oikealla tavalla, jottei väärinymmärryksen mahdollisuutta ole.

3.2 Vapaaehtoinen vs. pakollinen tiedottaminen

Eräänä pakollisena tilaisuutena yritys pitää yhtiökokouksen. Monien yritysten mielestä yhtiökokous on vain pakollinen velvollisuus, joka on kestettävä. Olisi hyvä kuitenkin ymmärtää että hyvin suunniteltuna sekin on hyvä tilaisuus informoida osakkeenomistajia, mediaa ja analyytikoita viimeisimmistä muutoksista ja tulevaisuuden näkymistä. (Tuominen 1995)

Vapaaehtoisesta tiedottamisesta ovat kahdenkeskiset tapaamiset sijoittajan kannalta hyödyllisimpiä. Vaikka yrityksen edustajilla ei ole oikeutta antaa tapaamisissa enempää tietoa kuin mitä markkinoilla on yleisessä tiedossa, antavat henkilökohtaiset tapaamiset sijoittajille mahdollisuuden testata yrityksen johtoa. Yrityksestä kiinnostuneet voivat kysyä asioita suoraan johtajilta ja tulkita vastauksen asiasisällön lisäksi myös kuinka vakuuttavasti vastaus esitettiin. Sijoittajat arvioivat kuinka johtajat käyttäytyvät tapaamisissa, (ovatko he esimerkiksi hermostuneita tai epävarmoja), heidän asenteitaan ja kuinka hyvin yrityksen eri edustajien vastaukset sopivat yhteen. Sijoittajat siis pyrkivät saamaan kilpailuetua suhteessa muihin sijoittajiin. Esimerkiksi institutionaaliset sijoittajat ja rahastonhoitajat saavat lisää uskottavuutta ja vastuullisemman aseman asiakkaidensa silmissä (Roberts et al. 2006).

Hollandin (1998b) mukaan institutionaalisten sijoittajien ja yritysten tarpeet kohtasivat kahdenkeskisissä tapaamisissa, sillä oli molempien intressien mukaista pitää tapaamisissa esitetyt kysymykset ja saadut vastaukset omana tietonaan. Yritysjohto ei halunnut vastaila analyytikkojen kysymyksiin koskien yrityksen tutkimus- ja kehitystyötä, koska analyytikkojen tehtävä oli kertoa siitä markkinoille. Sen sijaan yritysjohto keskusteli mieluummin rahoitusinstituutioiden kanssa, joita uudet keksinnöt kiinnostivat paljon yleisemmällä tasolla. Institutionaaliset sijoittajat eivät puolestaan halunneet kysellä analyysieihinsä ja kahdenkeskiseen tietoon perustuvia kysymyksiään kaikkien kuullen, sillä he olisivat menettäneet kilpailuetunsa muihin sijoittajiin nähden. Yritysjohto koki kuitenkin, että rahoituslaitoksille annettu tieto tulisi markkinoiden käyttöön institutionaalisten sijoittajien harjoittaman osakekaupan kautta.

Miller ja O'Leary (2000) esittävät yhden vapaaehtoisen tiedon määrään vaikuttavista tekijöistä olevan yrityksen kiinnostavuus. Voidaan nähdä, että mitä mielenkiintoisempi yritys, sitä vähemmän vaivaa sen tarvitsee nähdä herättääkseen ja ylläpitääkseen markkinoiden ja analyytikoiden mielenkiinnon. Jos taas yritys ei herätä uteliaisuutta sijoittajissa, tulee sen kompensoida sitä kertomalla lisää toiminnastaan ja sitä kautta vangita sijoittajien huomio.

Holland (1998b) huomasi tutkimuksessaan, että yrityksiä saavutettua ulkopuolisen silmin hyvän vapaaehtoisen julkisen tiedottamisen tason, oli niillä varsin vapaat kädet päättää kuinka paljon ja kenelle ylimääräistä tietoa ne antoivat lisää. Jos siis yritys oli antanut riittävästi julkista tietoa, joka oli kaikkien saatavilla, ei kahdenkeskisiä tapaamisia institutionaalisten sijoittajien kanssa eli yksityistä tiedottamista pidetty pahana.

3.3 Rahamääräinen vs. ei-rahamääräinen tiedottaminen

Puhuttaessa sijoittajaviestinnästä ja vuosikertomuksista tulee ensisijaisesti mieleen rahamääräinen informaatio. Vaikka ei-rahamääräisen tiedon määrää onkin pienempi, ei sen tärkeyttä tule aliarvioida. Millerin ja O'Learyn (2000) mukaan varsinkin tietopainotteisilla aloilla, joissa tuotteilla on lyhyt elinkaari, ei-rahamääräisellä tiedolla on suuri merkitys. Näillä aloilla innovaatiot ja kehitystyö ovat sekä jatkuvaa että monimutkaista. Näin ollen niiden vaikutus yrityksen tulokseen ja osakkeen hintaan riippuu pitkälti ei-rahamääräisen tiedon julkaisemisesta ja tulkitsemisesta. Millerin ja O'Learyn aikaisemmin mainitussa ekosysteemi-mallissa (ks. luku 2.3) ei-rahamääräinen tieto nähtiin jopa koko tietovirran ytimenä. Yrityksen ja sen sidosryhmien nähtiin käyttävän selvästi enemmän hyväkseen kyseistä tietoa

yrittäessään arvioida yrityksen suoriutumista. Vain markkina-analyytikot käyttivät enemmän rahamääräistä tietoa. Tämä johtui heidän läheisestä työskentelystään rahoitusmarkkinoiden kanssa, minkä vuoksi he kokivat tarpeelliseksi muodostaa perinteisiä rahamääräisiä malleja.

3.4 Yritykseltä vs. kolmannelta osapuolelta saatu tieto

Tiedon epäsymmetrian takia yleisöllä on tapana suhtautua epäilevästi yrityksen antamaan tietoon. Tällöin pyritään samaan kolmas osapuoli validoimaan tieto. Analyytikoilla, niin teknisillä kuin rahoituspuolenkin, on suuri merkitys tiedon oikeellisuuden todistamisessa. Suoraan yritykseltä tulevan tiedon saatetaan epäillä antavan liian positiivisen kuvan yrityksestä. Analyytikoiden sen sijaan uskotaan olevan objektiivisempia ja kriittisempiä analyysseissään. Tämän puolueettomuuden takia heidän mielipiteitään pidetään luotettavampina. Millerin ja O'Learyn (2000) tutkimuksessa eräs tekninen analytikko kertoi eräällä yrityksellä olevan tapana antaa tiedotteistaan hieman siistityt versiot analytikoille muutamaa päivää ennen kuin lehdistölle annettiin sama tiedote. Toimittajien yrittäessä ymmärtää tiedotteen sisältöä he soittivat analytikoille, jotka kommentoivat asiaa. Yrityksessä oli huomattu, että haluttu viesti välittyy yleisölle todennäköisemmin, jos analytikot osoittivat ymmärtävänsä yrityksen toimintaa ja pystyivät kommentoimaan sitä järkevästi. Millerin ja O'Learyn tutkimuksessa todettiin, että analytikoitten on oltava tarpeeksi riippumattomia arvioimistaan yrityksistä, jotta heidän uskottavuutensa säilyy. Sama pätee kuitenkin myös rahoituspuolen analytikoihin, mikä tullaan toteamaan myös luvussa 4.1.2.

Kuten tässä luvussa todettiin, yrityksillä on monta eri keinoa vaikuttaa markkinoihin. Se, mitä tietoa milloinkin jaetaan, riippuu pitkälti siitä kenelle informaatio on tarkoitettu ja mitä sillä halutaan tuoda esille. Yrityksellä on sijoittajien ja analytikoitten lisäksi monta muutakin yleisöä, kuten asiakkaat, kilpailijat, työntekijät ja ammattiyhdistykset. Einhorn (2007) toteaaakin, että riippuen yleisöstä, sama tieto saatetaan tulkita monella eri tapaa. Toisen kannalta positiivinen uutinen saattaa olla toisen kannalta negatiivinen, sillä tiedon tulkittamiseen vaikuttaa myös vastaanottajan henkilökohtaiset tiedot. Tällaisessa tilanteessa johto saattaa joutua tilanteeseen, jossa heidän on tehtävä päätös keskenään ristiriidassa olevien yleisön reaktioiden välillä. Einhornin (2007) mukaan yleisöllä saattaakin olla vaikeuksia tulkita samaansa tietoa, koska he ovat epävarmoja, mitä yritys on halunnut tiedonannollaan saavuttaa.

Seuraavassa luvussa siirrytään käsittelemään kaksisuuntaisen sijoittajaviestinnän tiedonvirtaa toiseen suuntaan, eli markkinoilta yritykseen ja käydään yksitellen läpi analyytikoiden, institutionaalisten ja yksityisten sijoittajien sekä valtion merkitys.

4. Markkinoiden vaikutus yritykseen

4.1 Analyytikoiden vaikutus

Markkinoiden vuorovaikutus yrityksen kanssa ei rajoitu puhtaasti yrityksen ja markkinoiden väliseksi vaan osa sidosryhmiin kuuluvista henkilöistä kommunikoi myös muiden sidosryhmien kanssa. Tällaisia henkilöitä kutsutaan vaikuttajiksi. Vaikuttajat ovat yleensä analyytikoita, joiden mielipiteitä rahastonhoitajat hyödyntävät suoraan. Analyytikoiden näkemyksiä siteeraavat usein myös toimittajat ja median kautta analyytikot vaikuttavat epäsuorasti myös yksityisiin ja institutionaalisiin sijoittajiin. (Tuominen 1995) Suuren vaikutusvaltansa ansiosta analyytikoilla on hyvä mahdollisuus vaikuttaa yritysten toimintaan positiivisesti asettamalla niille vaativia tavoitteita. Analyytikoiden vaikutusvalta on kuitenkin viime vuosina kasvanut ja sen mukana on tullut tiettyjä haittavaikutuksia. Niistä enemmän seuraavaksi.

4.1.1 Ongelmia

Kun yrityksen osakkeen markkina-arvo ei täsmää johtajien näkemyksen kanssa yrityksen käyvästä arvosta, johtuu se yrityksen ja markkinoiden eriävistä näkemyksistä yrityksen tulevaisuuden suhteen. Tällöin sijoittajaviestinnän avulla yrityksen tulee pyrkiä vaikuttamaan markkinoiden odotuksiin ja vakuuttaa sijoittajat liiketoiminnan kannattavuudesta. Fuller ja Jensen (2002) toteavat artikkelissaan, että viime vuosina tilanne on kuitenkin kääntynyt pääläelleen kun ihmisten huomio on siirtynyt yritysten toiminnasta analyytikoiden ennusteisiin. Barker (1998) kritisoi myös analyytikoiden ennusteille alan kirjallisuudessa annettua liian suurta painoarvoa.

Lin & McNichols vertailivat vuonna 1998 analyytikoiden ennusteita ja suosituksia keskenään. He huomasivat, että niissä pankeissa työskentelevät analyytikot, jotka olivat antaneet jollekin yritykselle osakeannissa merkintätakauksen, antoivat kyseiselle yritykselle paremmat kasvuennusteet ja suositukset kuin niiden pankkien analyytikot, joilla ei ollut yhteistyösuhdetta kyseiseen yhtiöön. Linin ja McNicholsin mukaan tämä saattaa johtua siitä,

että analyytikot antavat ylisuotuisia suosituksia ylläpitääkseen asiakassuhdetta yritykseen. Toisena vaihtoehtoisena syynä esitettiin, että yritykset valitsevat osakeannin takaajikseen niitä pankkeja, joilla on jo valmiiksi muita suosiollisempi näkemys yrityksestä.

Fullerin ja Jensenin (2002) mukaan ennen analyytikot pyrkivät tarkoin tutkimaan yritysten toimintaa ja ennustamaan niiden tulevaisuuden tuottoja. Johtajat toimivat yrityksen strategian mukaisesti ja liiketoimintaa ajettiin pitkän tähtäimen etuja silmällä pitäen. Kun tulokset julkaistiin, analyytikot vertailivat omien ennusteidensa paikkansa pitävyyttä. Vuosien varrella analyytikoiden sanavalta on kuitenkin kasvanut ja heidän tekemänsä analyysit lisänneet merkitystään. Lopulta on päädytty siihen tilanteeseen, että pahimmillaan analyytikoiden esittämät ennusteet ohjaavatkin yritysten toimintaa. Johtajat valmistelevat seuraavan vuoden budjettinsa ja suunnitelmansa huomatakseen, että ne ovat merkittävästi analyytikoiden odotusten alapuolella. Rahoitus- ja toimitusjohtajat joutuvat hankalan päätöksen eteen, jossa heidän pitää joko pitää kiinni omista ennusteistaan ja pettää markkinoiden odotukset tai lähteä tavoittelemaan markkinoiden ennusteita. Yleistyvänä trendinä on ollut, että johtajat ovat muuttaneet sisäisiä suunnitelmiaan, jotta ne täsmäisivät ulkoisten odotusten kanssa. Graham et al. (2006) tutkivat tuloksen manipulointia (earnings management) ja yllättyivät artikkelissaan siitä, että yritykset eivät pyrkineetkään kohtaamaan markkinoiden odotuksia kirjanpidollisin keinoin, vaan olivat valmiita luopumaan rahaa tuottavista projekteista, jos niihin investoiminen tarkoitti ennusteiden alapuolelle jäämistä. Pahimmillaan yritysjohto saa osakemarkkinoilta väärän viestin siitä, mihin toimialoihin tai tuotteisiin yrityksen pitäisi panostaa (Ikäheimo 2002). Yrityksen toiminnassa voidaan tällöin laiminlyödä nykyisten terveiden osien kehittäminen ja panostetaan vain niihin kasvualueisiin, joita osakemarkkinat arvostavat.

4.1.2 Syitä

On useita syitä, miksi johtajat lähtevät mukaan tuloksen manipulointiin. Yhtenä syynä sekä Fuller ja Jensen (2002) että Graham et al. (2006) pitävät johtajien tarvetta ylläpitää hyvää mainettaan. Johtajat kokevat että jälkeenjääminen ennusteista koetaan markkinoilla epäonnistumisena ja useamman epäonnistumisen jälkeen johtajan ei uskota pystyvän pitävän lupauksiaan. Optiopohjaisten johdon palkitsemisjärjestelmien yleistyminen, jolloin johtajat hyötyivät henkilökohtaisesti hyvästä tuloksesta, mainitaan Fullerin ja Jensenin artikkelissa yhtenä tuloksen manipuloinnin kannustimena, mutta Graham et al.:n mukaan suurempana syynä johtajilla oli parantaa tulevaisuuden uramahdollisuuksia.

Suurimpana syynä tuloksen manipulointiin Graham et al. (2006) mainitsevat tutkimuksessaan kuitenkin osakkeen hinnan. Lukemattomissa tapauksissa pieni jälkeenjääminen tavoitteista on aiheuttanut huiman pudotuksen osakkeen hinnassa. Tutkimuksessa johtajat kokivat, että ennusteiden saavuttaminen luo uskottavuutta markkinoilla ja sen avulla osakkeen hintaa voidaan kohottaa tai pitää ennallaan.

Yhtenä kannustimena julkaista liian korkeita ennusteita on analyytikoiden bonusjärjestelmät ja niistä aiheutuvat intressiriidat. Analyytikoiden jakaessa samat bonusjärjestelmät kuin saman konsernin sijoituspankit syntyvät heille syy julkaista raportteja, joissa suositellaan osakkeita, joista omat sijoituspankit hyötyvät. Kuten aikaisemmin todettiin, tiedon oikeellisuuden kannalta analyytikoiden on oltava itsenäisiä. Lisäksi analyytikoilla, kuten johtajillakin, on oma maine pelissä, jolloin heidän eivät ole valmiita myöntämään virhearvioitaan. (Fuller & Jensen 2002)

4.1.3 Ratkaisuja

Fuller ja Jensen (2002) toteavat, että päästäkseen eroon yllä mainitusta markkinavetoisesta toiminnasta ja tulosten manipuloinnista, tulee johtajien toimia seuraavien yksinkertaisten sääntöjen mukaan. Ensinnäkin johtajien täytyy ymmärtää, ettei korkeampi osakkeen hinta ja sen myötä kasvanut omistaja-arvo ole aina parempi. Kuten luvussa 2.2 selitettiin, osakkeen ylihinnoittelu voi olla pitkällä tähtäimellä vähintään yhtä vahingollista kuin sen alihinnoittelu. Johtajien luopuessa korkeimman mahdollisen osakehinnan tavoittelusta on tuloksena alemmalle tasolle hinnoiteltu, mutta vakaa ja tuottoisa yritys (Fuller & Jensen 2002).

Toiseksi, yritysjohdon tulee toimia läpinäkyvyyden edistämiseksi. Yrityksen toiminnan ja sen raportoinnin tulee olla selkeää sijoittajille ja markkinoille. Yritysten tulisi vähintäänkin kertoa selvästi päästrategiansa, niihin liittyvät arvoajurit sekä millä mittareilla näitä molempia arvioidaan. Yrityksen olisi tärkeää myös selittää ne markkinamahdollisuudet, joista muodostuu se lisä osakkeen hintaan, joka ei suoranaisesti synny kassavirroista. Tässä sijoittajaviestinnällä on suuri rooli tiedon välittämisessä yrityksestä yleisölle.

Kolmantena kohtana Fuller ja Jensen (2002) toteavat, että johtajien on oltava suoraselkäisiä ja luvattava pelkästään se, mikä on realistisesti toteutettavissa. Tästä johtuen heidän on oltava tietoisia toimiin sisältyvistä riskeistä ja kerrottava näistä sijoittajille yhtä avoimesti kuin

mahdollisista saavutuksistakin. Näin avoin kommunikointi sijoittajien kanssa voi aiheuttaa osakkeen hinnan laskua, mutta sitä tulee pitää yrityksen itsesuojeluna. Jälleen kerran on kyse lyhyen tähtäimen ohi menevistä pitkän tähtäimen eduista.

Neljäntenä neuvona pyrittäessä eroon analyytikoiden määräysvallasta on, ettei yrityksen johdon tule mennä analyytikkojen odotusten mukaan kun on selvää, että ne ovat ristiriidassa yrityksen strategian ja markkinoiden piilevien ominaisuuksien kanssa. Ennusteita tehtäessä analyytikon on ymmärrettävä ilmiöitä kuten kausiluonteisuus, syklisyys ja sattumanvaraisuus. Yrityksien tuottoisuus ei kasva lineaarisesti ja systemaattisesti vaan väliin osuu myös huonompia kausia, minkä takia ennusteita ylipäätään tarvitaan.

Viidentenä ja viimeisenä kohtana Fuller ja Jensen (2002) kehottavat johtajia vertailemaan omia odotuksiaan kilpailijoiden ja muun toimialan vastaaviin odotuksiin. Näin vältetään toiveajattelu, jossa johtaja saa päänsä sisällä vakuutetuksi itselleen, että epärealistiset tavoitteet ovat saavutettavissa. Jos yksittäinen yritys esittää voivansa suoriutua markkinoita paremmin, on sillä oltava hyvä selitys kuinka se on mahdollista. Monet yritysjohtajat ovat huolissaan tämän tiedon jakamisesta, sillä he eivät haluaisi paljastaa kilpailuvalttejaan. Fuller ja Jensen antavat tähän huoleen vastauksen: ”Jos strategiasi perustuu siihen, etteivät kilpailijasi tiedä mitä sinä teet sen sijaan että he eivät kykene tekemään mitä sinä teet, et pysty menestymään pitkällä tähtäimellä huolimatta siitä kuka tietää mitä.”

Tuoreemmassa kirjallisuudessa on esitetty jo merkkejä siitä, etteivät yritysjohtajat reagoisi enää yhtä vahvasti analyytikoiden ennusteisiin ja sitä myötä sortuisi tulosten manipulointiin. Artikkelissaan Koh et al. (2007) tutkivat johtajien ja osakemarkkinoiden toimintaa kansainvälisten kirjanpitoskandaalien jälkeisessä maailmassa. Heidän tuloksensa osoittavat markkinoiden suhtautuvan entistä skeptisemmin juuri ennusteet saavuttaneiden tai ne hieman ylittäneiden yritysten tuloksiin. Koh et al.:n mukaan sijoittajat epäilevät tapoja, millä näihin tuloksiin on päästy ja johtajat ovat reagoineet tähän vähentämällä tulosten manipulointia. Yritysjohdon kokema paine saavuttaa analyytikoiden ennusteet ei ole kuitenkaan kokonaan hävinnyt, mutta johtajat pyrkivät nyt lähestymään asiaa vaikuttamalla markkinoiden odotuksiin. Johtajien olisi hyvä huomata tiedottamisen tärkeys myös tässä asiassa, sillä johtajien itsensä kannalta olisi hyödyllistä, että markkinoilla olisi tarpeeksi tietoa. Tämä johtuu siitä, että analyytikoilla on taipumus antaa optimistisempia ennusteita yrityksille, joiden tuotoista on vähemmän tietoa tarjolla (Beyer 2008). Tällöin mitä enemmän tietoa yritys

tarjoaa, sitä realistisemmän ennusteen analyttikot antavat ja sitä helpompaa johtajien on saavuttaa odotetut tulokset.

Vaikka rahoitusanalyttikoiden vaikutuksesta yritykseen on yllä mainittu syntyvän useita ongelmia, ei heitä Millerin ja O'Learyn mukaan tulisi nähdä ongelmana, joka pitäisi ratkaista niin kuin yrityksissä usein on tapana. Analyttikot eivät kuitenkaan kaikesta huolimatta ole aina väärässä (Fuller & Jensen 2002) ja heillä on tärkeä valvojan rooli markkinoilla. Analyttikot ovat vuosien varrella osanneet tulkita yritysten resurssien allokointia yritysjohtajia paremmin ja niinpä Fuller ja Jensen kehottavatkin yritysjohtajia ja analyttikoita kiinnittämään tarkasti huomiota toistensa mielipiteisiin.

4.2 Institutionaalisten sijoittajien kasvanut vaikutus

Kuten Scholes ja Clutterbuck (1998) totesivat, sijoittajien toiminta on ammattilaistunut institutionaalisten sijoittajien osuuden kasvaessa suhteessa yksityisiin sijoittajiin. Institutionaaliset sijoittajat omistavat suurimman osan suomalaisten pörssiyritysten osakkeista (Pörssisäätiö). Reynisson (1994) tutkii institutionaalisten sijoittajien vaikutusta yrityksiin ja mainitsee kolme tapaa, jolla sijoittaja voi vaikuttaa yrityksen toimintaan. Ensimmäinen tapa oli hallituksen kautta. Hallitus vastaa osakkeenomistajille ja sillä on valta erottaa ja palkata johtajia. Vaikka hallituksen tehokkuutta valvoa johtoa onkin kyseenalaistettu (Demetz 1983, Hart 1983), pidetään valvontaa tarpeellisena. Toisena tapana on suora kontakti yritysjohtoon. Osakkeenomistaja voi ottaa suoraan yhteyttä yrityksen johtoon ja vaikuttaa tätä kautta johtajien päätöksiin. Tässäkin omistettujen osakkeiden määrällä on väliä, sillä mitä suurempi omistusosuus sijoittajalla on, sitä vahvempi sananvalta hänellä on myös hallituksessa ja tämän tiedostavat myös johtajat. Kolmantena oli äänestäminen. Osakkeenomistajat voivat yhtiökokouksissa tuoda mielipiteensä esille käyttämällä osakkeiden tuomia äänioikeuksia, jolloin johtajat tietävät omistajien etujen kanssa ristiriidassa olevien ehdotusten kaatuvan helposti. Äänioikeutta hyväksikäyttämällä pääsee myös vaikuttamaan hallituksen jäsenien valintaan.

Agenttiteorian mukaan institutionaalisilla sijoittajilla on taloudellista motivaatiota valvoa yrityksen johtoa niin kauan kun siitä saatavat hyödyt ylittävät valvonnasta syntyvät kulut. Osakkeenomistaja joutuu itse vastaamaan kaikista valvonnasta syntyvistä kustannuksista mutta saa vain omistusosuutensa verran valvonnan tuomista hyödyistä. Tällöin vain suuren osakekannan omaavan sijoittajan on taloudellisesti järkevää valvoa yrityksen toimintaa, sillä

kustannukset jakautuvat suurelle määrälle osakkeita (Shleifer & Vishny 1986). Portfolioteorian mukaan tehokkaasti toimivilla markkinoilla instituutiot eivät pysty suoriutumaan markkinoita paremmin valitsemalla ”voittajia” vaan hajauttamalla sijoituksiaan ne pystyvät hajauttamaan riskiä. Tämän teorian mukaan valvontaa harrastaisi vain instituutio, jolla on suuri omistusosuus yhdessä yrityksessä ja joka näin ollen valvonnalla pyrkisi pienentämään kyseiseen sijoitukseen keskittynyttä riskiä. Tällöinkin valvonnan oletetaan olevan passiivista eli institutionaalinen sijoittaja pyrkisi vaikuttamaan epäedullisiin päätöksiin myymällä tai uhkaamalla myyvänsä osakkeitaan. Kolmannen teorian mukaan jotkin instituutiot ovat herkkiä sijoituskohteidensa luomalle paineelle. Kyseessä on silloin instituutio, joka omistaa osakkeita yrityksestä, jonka kanssa sillä on liiketoimintaa. Tällöin instituutio saattaa yhteistyön menettämisen pelossa tukea yritysjohtoa päätöksissä, joita se ei puhtaasti osakkeenomistajana hyväksyisi. Instituution kannalta tämä on kannattavaa niin kauan kun yhteisestä liiketoiminnasta saatavat edut ylittävät yritysjohton tukemisesta syntyvät kulut. Vaikka eri teoriat antavat institutionaaliselle sijoittajalle vaikuttajan roolin yrityksessä, empiiriset tutkimukset eivät kuitenkaan ole yhtä mieltä siitä, kuinka tehokkaita institutionaaliset sijoittajat ovat yrityksen kannalta. (Reynisson 1994)

Case-tutkimuksessaan Holland (1998a) kuvailee kuinka rahoituslaitokset kuten eläkerahastot, sijoitusyhtiöt ja vakuutusyhtiöt käyttävät sijoittajina vaikutusvaltaansa yrityksissä. Holland totesi näiden kahden toimijan välillä pitkäjänteisen kanssakäymisen, jonka avulla rahoituslaitokset epäsuorasti vaikuttivat yrityksiin ja jossa tietoa vaihdettiin sijoittajan ja yhtiön välillä molempiin suuntiin. Rahoitusinstituutiot eivät Hollandin mukaan kuitenkaan koko ajan ahneesti puuttuneet hyvin toimivan yrityksen toimintaan vaan ne muodostivat saamistaan tiedoista diagnoosin mahdollisista ongelmista yrityksen strategiassa, johtamisen laadussa ja hallituksen tehokkuudessa. Ne pitivät kuitenkin tämän diagnoosin omana tietonaan kunnes olosuhteet muuttuivat sellaisiksi, että instituutioilla oli etulyöntiasema ja mahdollisimman suuri vaikutusvalta yritykseen. Tällaisia tilanteita oli, kun yritys:

- pyysi markkinoilta tai suurimmalta institutionaaliselta sijoittajaltaan lisää omaa pääomaa,
- halusi muuttaa tai heikentää institutionaalisen sijoittajan omistusoikeuksia ja tarvitsi siihen hyväksynnän,
- pyysi apua epävarmoissa tilanteissa kuten yrityskaappauksen uhatessa tai
- ehdotti uutta rahoitustapaa, äänestysoikeuksien muuttamista tai johdon palkitsemisjärjestelmän uudistamista.

Rahoituslaitokset eivät siis tahtoneet puuttua yrityksen toimintaan niin kauan kun yritys oli tuottoisa. Ongelmatilanteissakin institutionaaliset sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan vain omien osaamisalueidensa puitteissa eli tulokseen ja corporate governanceen liittyvissä kysymyksissä. Hollandin (1998a) tutkimuksen mukaan heillä oli nyrkkisääntönä keskittää vaikutusvaltansa sellaisiin sijoittajia koskeviin asioihin, joihin heillä oli jotain annettavaa ja joissa he todennäköisesti onnistuvat. Näin ollen instituutiot kokivat haluttomuutta ryhtyä arvailemaan strategian toimivuutta, sillä se kuului yrityksen johdon osaamisalueeseen. Hollandin mukaan instituutiot eivät muutenkaan halunneet lähteä antamaan vahvoja neuvoja johtajille vaan vaikuttaminen tapahtui hienovaraisesti kahdenkeskisissä tapaamisissa. Vaikutusvalta perustui instituutioiden vahvaan erikoisosaamiseen ja pitkäjänteiseen osakkeen omistukseen. Aktiivisesti ja jatkuvasti institutionaaliset sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan vain niihin seikkoihin, joissa oli pienet väliintulokustannukset kuten johtajien asenteiden muuttamiseen myönteisemmäksi osakkeenomistajia kohtaan ja taloudellisten raporttien laadun parantamiseen. Rahoitusinstituutioiden edustajien mukaan henkilökohtaisissa tapaamisissa yritysjohton kanssa ei myöskään käsitelty tulosenusteita tai muita tarkkoja taloudellisia lukuja, sillä niiden koettiin kuuluvan analyytikoille. Instituutioilla oli siis tarkoin rajattu alue, mihin ne edes halusivat vaikuttaa. Institutionaaliset sijoittajat kokivat, että he olivat valinneet yrityksen johdon ja hallituksen edustamaan itseään, jolloin liiallinen puuttuminen häiritäisi 'johtajien oikeutta johtaa'. (Holland 1998a)

Jos yrityksen tilanne kuitenkin vaati instituutioiden väliintuloa, pyrittiin se ensisijaisesti hoitamaan hienovaraisesti ilman julkisuutta hallituksen ja ylimmän johdon välityksellä. Jos tämä ei riittänyt, painostettiin vastahakoisia johtajia vuotamalla joitain asioita medialle ja myymällä pieni, lähinnä symbolinen, määrä osakkeita. Julkisuutta konflikteille haluttiin vain tilanteissa, joissa yritys asetti niin vahvan vastarinnan, että institutionaalisten sijoittajien oli kerättävä tuekseen muita osakkeenomistajia.

Sijoittajien haluttomuuden puuttua johdon asioihin aiheutti pitkälti pelko hyvien suhteiden rikkomisesta. Tämä sotii taloustieteilijöiden perinteistä käsitystä vastaan, jonka mukaan sosiaalisilla suhteilla on vain vähäinen merkitys liiketoiminnassa. Heidän mukaansa täydellisillä markkinoilla kellään yksittäisellä toimitsijalla ei ole vaikutusvaltaa ympäristöönsä vaan kaikesta määrästä kysynnän ja tarjonnan laki (Granovetter 1985). Taloustieteilijät ovat nähneet monimutkaiset käyttäytymiseen vaikuttavat sosiaaliset suhteet lähinnä kilpailua

haittaavana tekijänä. Hollandin (1998a) tulokset sopivat kuitenkin Granovetterin muista taloustieteilijöistä poikkeavaan näkemykseen, jonka mukaan ihmiset toimivat rationaalisesti omaa etua tavoitellen, mutta sosiaaliset suhteet vaikuttavat myös tähän käytökseen.

Hollandin (1998b) vertaillessa vapaaehtoista julkista ja yksityistä tiedottamista, nousi suhteet institutionaalisiin sijoittajiin tärkeimmiksi. Yritykset pitivät julkisen tiedottamisen sijasta mielekkäämpänä kahdenkeskisiä tapaamisia ja pitivät suuressa arvossa näiden tapaamisten avulla läheiseksi muodostuneita suhteita institutionaalisiin sijoittajiin. Vastikkeeksi ajantasaisesta ja yksityiskohtaisesta tiedosta yritykset saivat matalammat käsittelykulut rahoitusta järjestettäessä, helposti apua muissa rahoituspalveluissa sekä turvaa yrityskaappauksia vastaan.

4.3 Yksityisten sijoittajien vaikutus

Kuten jo kappaleessa 3 (ks. sivu 13) todettiin, Ikäheimon (1996) mukaan sijoittajan portfolion koko ja sijoitustyyli voivat selittää eroavaisuudet sijoittajien tiedon käytössä. Ikäheimo toteaa sijoitustyylin vaikuttavan sitä kautta onko osakkeenomistaja sijoittanut pitkällä vai lyhyellä tähtäimellä. Jos sijoittaja hakee tuottoja lyhyellä tähtäimellä etsimällä väärin arvostettuja osakkeita, pitää yritystä koskevan tiedon olla mahdollisimman tuoretta ja sellaista, mikä ei ole suurimman osan yleisöstä tiedossa. Ikäheimon mukaan tavalliset kotitaloudet sijoittavat kuitenkin pitkällä tähtäimellä, jolloin julkinen markkinatieto riittää tyydyttämään niiden tiedon tarpeet.

Portfolion koko puolestaan vaikuttaa sitä kautta, että suurempi portfolio sijoittajalla on, sitä enemmän hänellä on käytössä erilaisia tiedon lähteitä (Ikäheimo 1996) ja sitä suurempi motivaatio hänellä on puuttua asioihin (Becker et al. 2008). Yksityiset sijoittajat ovat kuitenkin suurelta osin kotitalouksia, joiden osakemäärät yhdessä yrityksessä ovat hyvin rajalliset. Tämän takia pienten yksityisen sijoittajan kohdalla esimerkiksi kahdenkeskiset tapaamiset yritysjohton kanssa eivät ole mahdollisia. Becker et al. (2008) toteavat että julkisissa osakeyhtiöissä, joiden omistus on jakaantunut monien pienten sijoittajien kesken, on yksittäisen omistajan kallista valvoa ja kontrolloida yritysjohton toimintaa. Johtolle jää tällöin paljon päätösvaltaa, josta voi seurata vakavia agenttiongelmia johtajien ja omistajien välillä (Jensen&Mecklin 1976).

Suurten yksityisten sijoittajien kohdalla tilanne on kuitenkin toinen. Shleifer ja Vishny (1997) sekä Becker et al. (2008) tutkivat suurten yksityisten sijoittajien vaikutusta yritysten toimintaan ja huomasivat että heillä voi olla suurikin vaikutus johdon ja omistajien välisten agenttiongelmien ratkaisussa. Becker et al. mukaan yksityisiä sijoittajia ei rajoita institutionaalisten sijoittajien tapaan yritysjohtoon jatkuva valvominen tai eläke- ja sijoitusrahastojen tapaan tiukka lainsäädäntö ja säännöt. Lisäksi heillä on vähemmän agenttiongelmia omasta takaa. Becker et al. (2008) totesivat artikkelissaan suuren osakkeenomistajan läsnäolon etuina vähentyneet investoinnit ja käteisvarat, yrityksen osakkeenomistajille jakamien tuottojen kasvaminen, yrityksen tuloksen parantuminen ja ylimmälle johdolle maksettujen palkkioiden pienentyminen. Suuren yksityisen sijoittajan yrityksissä on myös enemmän yrityksen ulkopuolisia hallituksen jäseniä. Holderness (2003) on samaa mieltä pienentyneistä ylimmän johdon palkkioista, mutta toteaa suurilla osakkeenomistajilla olevan pieni vaikutus yrityksen arvoon.

Saavutettujen hyötyjen lisäksi Becker et al. (2008) toteavat suuren omistajan tuovan mukanaan myös kustannuksia. Eräs näistä on se, että suuret osakkeenomistajat vähentävät osakkeen likviditeettiä. Tämä johtuu osaksi siitä, että suurten osakkeenomistajien osakkeet ovat pois kaupankäynnistä, jolloin markkinoilla olevien myytävien osakkeiden määrä on pienempi. Toisena vaikuttavana tekijänä on tiedon epäsymmetrinen jakautuminen osakkeenomistajien kesken. Jos markkinoilla on suuria yksityisiä osakkeenomistajia, heidän oletetaan omaavan sisäpiiritietoa. Glosten & Milgromin (1985) mukaan ihmiset eivät tällöin ole halukkaita myymään eivätkä ostamaan sillä jos joku ostaa osakkeita, ostajan oletetaan omaavan tietoa jota myyjällä ei ole ja jonka perusteella ostaja kokee osakkeen alihinnoitelluksi. Toisaalta taas ostajat pelkäävät maksavansa ylihintaa, jos myyjä omaakin sisäpiiritietoa. Tällaisessa tilanteessa osakkeiden myyntihinnat asetetaan korkeammalle samalla kun niistä tarjotut ostohinnat laskevat, mistä seuraakin likviditeetin huononeminen.

Toinen haitta on valvonnan mahdollisesti vähentämä johdon oma-aloitteisuus. Vaikka omistajalla olisi samanlaiset tavoitteet johtajien kanssa ja näin ollen tämä hyväksyisi kaikki heidän sijoituspäätöksensä, johtajien oma-aloitteisuutta saattaa rajoittaa tietoisuus mahdollisesta tulevaisuudessa tapahtuvasta omistajan sekaantumisesta päätöksiin. Johtajat eivät välttämättä ole yhtä innokkaita näkemään vaivaa ja etsimään tuottavia investointimahdollisuuksia. Becker et al. (2008) mukaan keskittyneen omistuksen todellinen vaikutus on valvonnan tuomien etujen ja johdon vähentyneiden kannustimien haittojen erotus.

Holderness & Sheehan (1988) totesivat tutkimuksessaan, että yritykset, joista yksityinen sijoittaja omistaa 50 % tai enemmän suoriutuvat huonommin kuin muut samankaltaiset yritykset. Syyksi Reynisson (1994) esittää, että kun yksityinen henkilö omistaa yrityksestä yli puolet, hänen omaisuutensa on siinä niin pitkälti kiinni, että hän haluaa vältellä riskejä ja tästä syystä tekee huonompia valintoja.

Becker et al. (2008) mukaan yksityiset sijoittajat eivät valitse sijoituskohteitaan sattumanvaraisesti vaan valikoivat yritykset, joissa valvonnan tarve on normaalia suurempi, esimerkiksi pienissä ja keskitasoa huonommin tuottavissa yrityksissä. Lisäksi suuret yksityissijoittajat näyttävät suosivan yrityksiä, joiden pääkonttorit sijaitsevat lähellä. Syyksi Becker et al. epäilevät etäisyyden mukana kasvavia valvontakustannuksia.

Holderness (2009) pohtii suurten osakkeenomistajien motivaatiota sijoittaa suuria summia yhteen yritykseen. Nykyaikana kun sijoitustoiminnan nyrkkisääntönä on riskin hajauttaminen, Holderness tutkii mikä saa kyseiset sijoittajat luopumaan hajauttamisen tuomista hyödyistä ja keskittämään suuren osan varoistaan yhteen yritykseen. Holderness löysi kaksi mahdollista syytä: määräysvallan tuomat jaetut hyödyt sekä henkilökohtaiset hyödyt. Jaetut hyödyt syntyvät suurten osakkeenomistajien toimiessa yrityksen arvon kasvattamiseksi. Näistä toimenpiteistä ja kasvaneista rahavirroista hyötyvät tällöin myös piensijoittajat, jolloin hyöty niin sanotusti jaetaan. Henkilökohtaiset hyödyt puolestaan kohdistuvat pelkästään suurille osakkeenomistajille. Suuret sijoittajat voivat käyttää määräysvaltaansa ja käyttää yrityksen resursseja omien etujen ajamiseen eikä näistä saavutettuja hyötyjä jaeta piensijoittajien kanssa. Shleifer & Vishny (1997) totesivat myös, että osakeomistuksen ylittäessä tietyn rajan, valta on niin keskittynyttä, että suuromistaja saattaa ruveta ajamaan omia etujaan, jolloin keskittyneestä omistuksesta syntyy vaan kuluja. Holderness & Sheehan (1988) kuitenkin toteavat, että koska jokaisen yrityksen resurssit ovat rajalliset, syntyisi tällaisesta suuromistajien käytöksestä ennen pitkää taloudellisia vaikeuksia. Muut osakkeenomistajat eivät enää haluaisi investoida lisää rahaa yritykseen ja suurten omistajien opportunistinen käytös karsiutuisi selviytymiskilpailussa.

Holderness (2009) myös huomauttaa, etteivät henkilökohtaiset hyödyt välttämättä vähennä muiden osakkeenomistajien varakkuutta. Suursijoittaja saattaa esimerkiksi saada synergiaetuja yhteistyöstä toisen omistamansa yhtiön kanssa. Henkilökohtaiset hyödyt eivät

myöskään välttämättä ole rahamääräisiä vaan saattavat olla esimerkiksi mielihyvä, jota sijoittaja saa vaikuttaessaan sydäntään lähellä olevalla toimialalla. Jaetut ja henkilökohtaiset hyödyt eivät sulje toisiaan pois vaan tyypillisesti molemmat vaikuttavat samaan aikaan.

Kotitalouksien osuus arvo-osuusjärjestelmässä on tällä hetkellä 18,6 % (Euroclear). Osuus on varsin suuri, mutta tästä huolimatta yritykset ovat kuitenkin viime vuosina keskittyneet institutionaalisiin sijoittajiin, koska kotitalouksien vaikutusvalta on suhteessa paljon pienempi osakkeiden omistuksen ollessa hajaantunut laajalle. Kaplowitzin (2009) mukaan viimeiset kymmenen vuotta meklarit ovat yksimielisesti keskittyneet institutionaalisiin sijoittajiin, eivätkä ole kiinnittäneet huomiota yksityisiin sijoittajiin. Kirjoituksessaan Kaplowitz toteaa, että tilanne saattaisi kuitenkin olla muuttumassa. Taluskriisin aikana myös rahoituksen kerääminen rahastoilta ja yrityksiltä on vaikeutunut ja Kaplowitz ehdottaakin, että meklareiden olisi aika kääntää katseensa pitkästä aikaa yksityisten sijoittajien puoleen.

4.4 Valtion vaikutus

Suomen valtio on Helsingin arvopaperipörssin suurin yksittäinen osakkeenomistaja, jonka omistusten arvo oli vuonna 2009 9,5 % pörssiosakkeiden kokonaisarvosta (Euroclear) ja Sonerassa valtion omistus oli umts-kauppojen aikaan 54,5 %. On siis aiheellista tutkia millainen osakkeenomistaja valtio on.

Valtioneuvos on tehnyt valtion omistajapolitiikkaa ja omistajaohjausta koskien periaatepäätöksen. Periaatepäätöksessä on yksilöity neljä omistajapoliittista yleisperiaatetta. Ensimmäinen ja keskeisin yleisperiaate on sääntelyn ja omistajaohjauksen tehokas eriyttäminen. Periaate liittyy kiinteästi keskusteluun omistajaohjauksen keskittämisestä ja edellyttää, että valtio-omistaja tekee selväksi, minkälainen omistajan intressi sillä eri yhtiöissä on. Tältä kannalta keskeinen rajanveto tehtiin omistajaohjaustyöryhmän joulukuussa 2003 annetussa mietinnössä, jossa yhtiöt jaettiin markkinaehtoisesti toimiviin ja erityistehtäviä hoitaviin yhtiöihin. Toinen yleisperiaate liittyy tilanteisiin, joissa yhtiöllä on muitakin omistajia kuin valtio. Periaate on, että valtio toimii omistajana osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain mukaisesti, käyttää omistajavaltaansa yhtiökokouksissa eikä edellytä tai vaadi erivapauksia tai muista omistajista poikkeavia oikeuksia. Kolmas omistajapoliittinen yleisperiaate on eduskunnan ja valtioneuvoston välinen työnjako, jossa eduskunta päättää valtionomistuksesta osakeyhtiölain kannalta relevanttien rajojen puitteissa ja valtioneuvosto sekä toteuttaa mahdolliset omistusjärjestelyt kussakin tilanteessa taloudellisesti parhaalla ja

tarkoituksenmukaisella tavalla että hoitaa käytännön omistajaohjausta. Neljännessä yleisperiaatteessa on korostettu käytännön työnjakoa ja se määrää, että omistajapoliittinen päätöksenteko kuuluu valtiolle ja liiketoiminnallinen päätöksenteko yhtiöiden toimielimille. Toisin sanoen omistajan tulee pystyä sekä tunnistamaan niin sanottu omistajan alue että pysymään sillä. (Timonen 2006)

Käytännössä toinen periaate, toimia samalla tavalla kuin muutkin osakkeenomistajat on vaikeimmin noudatettavissa. Valtio-omistajaan kohdistuu voimakkaita poliittisia paineita puuttua sekä valtionyhtiöiden (joissa valtio on enemmistöomistaja) että valtion osakkuusyhtiöihin (valtiolla on merkittävä omistus mutta ei ehdotonta enemmistöä) toimintaan ja päätöksiin. Näitä vaatimuksia esittävät tahot, esimerkiksi kansanedustajat, kunnat, ay-liike, ympäristöjärjestöt ja muut kansalaisjärjestöt, eivät välttämättä hyväksy vastausta, jonka mukaan pörssi-yhtiön omistaja käyttää määräämisvaltaansa yhtiökokouksessa ja yhtiön hallituksen jäsenet edustavat tuossa tehtävässään yhtiötä ja sen kaikkia omistajia eivätkä suinkaan valtiota omistajana. Kun tyypillinen keskustelu koskee osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien välistä suhdetta ja erityisesti osakkeenomistajien ehdottoman ensisijaisuuden eli shareholder valuen oikeutusta voi valtiota kuvailla ns. multi-stakeholder-toimijaksi, jolla on valvottavanaan ja edistettävänään kaikki yhteiskunnassa oikeutetuiksi tunnetut intressit (Timonen 2006).

Usein myös vallitsee se käsitys, että osakeyhtiössä omistaja voisi yhtiökokouksessa vapaasti tehdä päätökset mistä tahansa asiasta ja että jos omistaja ei niin tee, se samalla ilmaisee hyväksyvänsä hallituksen tai toimivan johdon ratkaisut. Kun tavoitteena on, että valtio ei omistajana käyttäydy muista omistajista poikkeavasti, vertailukohtana ei voida pitää enempää piensijoittajia kuin tyypillisiä instituutiosijoittajia, sillä heillä ei ole määräysvaltaa eikä siihen liittyvää pysyvän omistajan riskiä (yrittäjäriskiä). Valtio-omistajan tosiasiallinen tiedonsaanti ja vaikutusvalta yhtiökokousten välillä ovat varsin toisenlaisia kuin vertailussa piensijoittajiin. (Timonen 2006)

Edellä sanotun voi tiivistää siihen, että valtio pyrkii julkisena omistajana toimimaan, kuten yksityinen omistaja toimisi. Koska kyseessä on julkinen toimija, jonka omistajavallan käyttö lisäksi on hajautettu useille ministeriöille, valtio joutuu määrittelemään toimintaperiaatteensa paljon tarkemmin – ja samalla toimimaan kaavamaisemmin – kuin yksityiset omistajat. (Timonen 2006)

4.5 Henkilökohtaiset tapaamiset tärkeitä vuorovaikutuksessa

Eri sijoittajaviestinnän tavoista henkilökohtaiset tapaamiset todettiin Barkerin (1998) tutkimuksessa sijoittajien mielestä tärkeimmiksi. Roberts et al. (2006) tutkivat artikkelissaan institutionaalisten sijoittajien ja johdon välisten tapaamisten kurinpidollista vaikutusta. Kirjoittajien mukaan tällaisten kahdenkeskisten tapaamisten merkitys ja määrä ovat kasvaneet osakkeenomistuksen keskittyessä suurille institutionaalisille sijoittajille. Omistamisen keskittyessä myös valta keskittyy ja supistuneen omistajajoukon takia osakkeen likviditeetti pienenee. Näiden kahden syyn lisäksi sijoittajien välisen kasvaneen kilpailun takia heillä on nykyään mahdollisuus ja toisaalta myös tarve aktiivisesti vaalia suhteitaan yrityksiin. Tähän on vaikuttanut myös ulkomailla tapahtuneet konkurssit ja skandaalit (Enron, Worldcom), joiden mukana sijoittajaviestintää koskevien kansallisten ja kansainvälisten sääntöjen ja lakien määrä on kasvanut. Vaatimukset tiedottamisen määrää ja laatua kohtaan ovat kasvaneet ja johtajien tulee kiinnittää entistä enemmän huomioita sijoittajasuhteiden ylläpitoon. Tapaamiset, joissa johtajien tulee olla tilanteen tasalla ja osata perustella tekemänsä päätökset, ovat myös jatkuvana muistutuksena, että heidän toimiaan tarkkaillaan ja moni on niistä kiinnostunut. Lisääntyneiden tiedottamis- ja corporate governance-säännösten takia yritysten läpinäkyvyys on kasvanut ja niitä on entistä helpompi vertailla keskenään. Kilpailijoiden lisäksi yritystä vertaillaan myös eri toimialojen kanssa.

Henkilökohtaiset tapaamiset yritysten kanssa on todettu olevan tärkeimpiä myös analyytikoille ja rahastonhoitajille (Barker 1998). Analytikoille oli neljä syytä miksi kyseisiä tapaamisia yrityksen korkeimman johdon kanssa pidettiin hyödyllisinä. Ensinnäkin, niissä saa kaikkein ajankohtaisimman tiedon. Toiseksi, ne antavat mahdollisuuden kysyä juuri ne kysymykset, joihin sijoittaja haluaa vastaukset. Kolmanneksi, ne tarjoavat mahdollisuuden saada kilpailuetu muihin analyytikoihin nähden hankkimalla yrityksen tulkinta kaikkien saatavilla olevaan tietoon ja neljänneksi, ne mahdollistavat keskittymisen strategisiin ja muihin tulevaisuuteen suuntautuviin asioihin. Rahastonhoitajat puolestaan antoivat kaksi syytä tapaamisten tärkeyteen: ne auttavat ymmärtämään yrityksen strategiaa ja selvittämään onko johto kykeneväinen toteuttamaan kyseisen strategian.

Hollandin (1998a) tutkimuksessa erään rahoitusinstituution edustajan mukaan tapaamisten perusteella luotiin myös uutta tietoa. Jos annettu tieto ja johtajien käytös eivät tuntuneet täsmäävän, käytiin tieto uudestaan läpi ja tehtiin uusia johtopäätöksiä. Edustaja sanoikin

johtajien käytöksen olevan huomattavasti tärkeämpää kuin kalvollisen tunnuslukuja, sillä tunnusluvut ovat kaikkien tiedossa.

Yrityksen näkökulmasta tapaamisiin ajaa mm. osakkeiden promootio, tarve parantaa sijoittajien ymmärrystä yrityksen strategiaa kohtaan, oikean hinnoittelun takaaminen, odotusten nostaminen tai laskeminen ja palautteen saaminen. Yritysjohto haluaa myös selvittää mikä on sijoittajien saama kuva yrityksestä, onko se oikea ja pidetäänkö siitä. Yrittäessään parantaa tätä mielikuvaa ja vedota sijoittajiin yritykset pyrkivät ennakoimaan markkinoiden tarpeet. Näihin mietitään vastaukset etukäteen ja siten annetaan kuva reagoivasta ja vastaanottavaisesta yrityksestä. (Roberts et al. 2006)

Tutkiessaan rahastonhoitajien, rahoituspäälliköiden ja analyytikkojen välisiä suhteita Barker (1998) huomasi, että rahastonhoitajien ja talousjohtajien tavoitteet olivat yhteneväiset kun taas rahastonhoitajien ja analyytikkojen tavoitteet olivat ristiriidassa. Rahastonhoitajat ja taluspäälliköt olivat kiinnostuneita osakkeen hinnan pitkän aikavälin kehityksestä kun taas analyytikot olivat kiinnostuneen hintojen lyhyen aikavälin heittelyistä. Lyhytjänteisyyteen oli syynä analyytikoiden palkkiojärjestelmät, joissa heidän komissionsa on sitä suurempi, mitä enemmän osakkeen hinta vaihtelee.

Näiden erojen takia myös käsitykset vuosi- ja osavuosikatsauksista erosivat. Rahastonhoitajien mielestä nämä olivat melko hyödyllisiä, mutta analyytikoiden mielestä varsin hyödyttömiä. Syynä tähän oli, ettei kyseisistä raporteista saa tarpeeksi ajankohtaista tietoa. Varsinkin analyytikot tarvitsevat kaikkein nopeimman tiedon pyrkiessään hyötymään väärinhinnoitelluista osakkeista. Tilinpäätösraportit ja osavuosikasaukset eivät suinkaan ole turhia, mutta niistä saatu hyöty perustuu enemmän niiden mahdollistamaan pitkän aikavälin vertailuihin. Rahastohoitajien ja taluspäälliköiden tapaamiset ovat Barkerin mukaan dynaamisia prosesseja, joissa jokainen tapaaminen perustuu sitä edeltäviin tapaamisiin ja yrityksen johdon on vastattava antamistaan lupauksista. Tällöin varsinkin pitkällä tähtäimellä toimivat rahastonhoitajat käyttävät kyseisiä raporteja vertaillessaan, kuinka yritys ja sen johto ovat suoriutuneet.

Kuten luvussa 4.3 kerrottiin, henkilökohtaisissa tapaamisissa institutionaaliset sijoittajat pyrkivät parantamaan yrityksen toimintaa sen kohdatessa ongelmia. Kyseisiä tapaamisia rahoitusinstituutioiden ja yrityksen välillä voidaankin pitää myös piilossa olevana corporate

governance -mekanismina, jossa instituutiot käyttävät vaikutusvaltaansa osakkeenomistajien etujen ajamiseen. Tähän tulokseen päätyi myös vuonna 1992 julkaistu ns. Cadburyn raportti, jossa annettujen suositusten avulla pyritään vähentämään corporate governanceen liittyviä riskejä ja vahinkoja. Komitean mukaan hallituksella on tässä suuri rooli, mutta sen lisäksi raportissa painotettiin institutionaalisten sijoittajien tärkeyttä olla aktiivisesti mukana mm. osoittamalla kiinnostusta hallituksen kokoonpanoa kohtaan ja käyttämällä hyväksi äänioikeuksiaan.

4.6 Osakkeen hinta vuorovaikutuksen välineenä

Barkerin (1998) tekemässä tutkimuksessa yritysten talousjohtajat kokivat osakkeen hinnan olevan markkinoiden väline antaa yritykselle palautetta yrityksen suorituskyvystä. Hinnan koettiin vaikuttavan yleisön näkemykseen yrityksestä ja sitä kautta vaikuttavan sen suhteisiin asiakkaiden, tavarantoimittajien ja työntekijöiden kanssa. Yritysjohto kokikin osakkeen hinnan tärkeäksi. Haasteena on kuitenkin tyytyä osakkeen käypään arvoon eikä sortua ylihinnotteluun. Barkerin kuten myös Fullerin ja Jensenin (2002) artikkelissa, kävi ilmi että yrityksissä on tapana pitää enemmän huolta siitä, ettei yritys ole aliarvostettu kuin ettei se ole yliarvostettu. Yritykset perustelevat tätä sillä, että aliarvostamisesta seuraa kasvanut yrityskaappauksen riski sekä osakepääoman kallistuminen.

Ikäheimo (2002) käsittelee artikkelissaan osakkeiden ylihinnottelua ja sitä, miksi se on niin houkuttelevaa. Hänen mukaansa 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, sillä kysyntä 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 hyvilläkään investoinneille riittävää rahoitusta. Eli raha sijoitetaan väärin kohteisiin. (Ikäheimo 2002)

Lisäksi Ikäheimo (2002) mainitsee ylihinnottelun inhimillisen syyn. 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. Näin ollen yritysjohdolla ei ole suurta houkutusta ilmaista yrityksen kurssikehityksen olleen virheellinen.

Barkerin (1998) mukaan talousjohtajat eivät kuitenkaan olleet unohtaneet ylihinnittelun vaaroja. Kuten luvussa 4.5 mainittiin, talousjohtajien ja rahastonhoitajien tavoitteet yhtenivät molempien tähdätessä pitkän aikavälin hyötyihin. Tämän strategisen kanssakäynnin takia talouspäälliköt painottivat, ettei yrityksen ja rahastojen välillä saisi olla yllätyksiä. Yhteistyön ollessa pitkäjänteistä, tulevat huonot uutiset esille ennen pitkää ja tällöin osakkeen hinta putoaa sekä itse uutisen mutta myös kasvaneen informaatoriskin takia sijoittajan menettäessä luottamuksensa talouspäällikköön tiedonlähteenä (Barker 1998).

On kuitenkin huomioitava, että vaikka yritys antaisi kaiken tarvittavan ja oikean tiedon, ei sen vaikutus osakkeen hintaan ole oikea jos markkinat eivät osaa tulkita sitä oikein. Barkerin (1998) mukaan suuri osa talousjohtajista pitääkin itse tietoa tärkeämpänä sitä, että markkinat ymmärtävät sen selkeästi. Lisätieto saattaisi jopa vaikeuttaa asiaa, koska liian suuressa tietotulvassa ei enää nähtäisi metsää puilta.

5. Case Sonera

5.1 Metodologia

Tutkielman tarkoituksena oli ymmärtää miten markkinat vaikuttivat yritykseen, ja sen syitä ja seurauksia, joten tutkielmaan on valittu kvalitatiivinen tutkimusmenetelmä. Tutkielman menetelmäksi on valittu case-tutkimus ja case-yritykseksi Sonera, koska Soneran 2000-luvun umts-kaupat ajoivat yrityksen kriisiin, jonka aikana juuri sijoittajaviestintää on hyvä tarkastella. Kyseisen menetelmän antamat tulokset eivät ole yleistettävissä, mutta ne voivat antaa tukea myöhempien tutkimusten tuloksille.

Aineisto koostuu lehtiartikkeleista, pankkien analytikkoraporteista, valtion asiakirjoista ja haastatteluista. Kaikki haastattelut tehtiin marraskuun 2009 ja tammikuun 2010 välisenä aikana. Tarkoituksena oli saada umts-kaupoissa mukana olleiden johtajien omat muistikuvat

ja mielipiteet Soneran ja markkinoiden välisestä kommunikaatiosta.. Tämän lisäksi haastateltiin rahoitusanalyttikkoa, jotta saatiin myös vastapainona osakemarkkinoiden näkemys asiaan. Haastattelut tehtiin suomeksi ja ne olivat teemahaastatteluita, joissa haastateltavat pääsivät varsin vapaamuotoisesti kertomaan aihealueesta. Haastateltavat valittiin heidän korkean asemansa ja umts-kaupoissa mukana olemisen perusteella.

5.2 Sonera yrityksenä

5.2.1 Soneran taustaa

Soneralla on pitkä historia alun perin venäläisenä virastona, josta Suomen itsenäistymisen yhteydessä muodostui valtion yhtiö, Lennätinlaitos. Vuonna 1992 yhtiö oli ensimmäisten joukossa koko maailmassa avatessaan GSM-verkkonsa ja samoihin aikoihin yhtiö aloitti kansainvälistymisensä lähtiessään teleoperaattoreiden osakkaaksi mm. Unkarissa, Turkissa ja Baltiassa. Vuonna 1997 eduskunta hyväksyi silloisen Telecom Finland Oyn osittaisen yksityistämisen ja tämän yhteydessä vuonna 1998 yhtiön nimeksi muutettiin Sonera. Valtio myi Sonerasta tuolloin 22 % 7 miljardilla markalla. (Minne hävisivät Soneran rahat?) Marraskuun 1998 listautumista Helsingin pörssissä seurasi 1999 lokakuussa Sonera listautuminen Nasdaqiin. Yhdysvaltalaisista sijoittajista tuli tämän myötä niin merkittäviä, että Sonera suunnitteli perustavansa uuden sijoittajaviestintäyksikön New Yorkiin (KL 9.12.1999).

Syksyllä 2000 Sonera pyrki laajentamaan liiketoimintaansa hankkimalla Saksasta toimiluvan kolmannen sukupolven matkapuhelinverkkoon (UMTS) yhdessä espanjalaisen Telefónican kanssa. Toimiluvasta maksettiin 8,4 miljardia euroa, josta Soneran osuus oli noin 3,5 miljardia euroa. Rajusti lisääntyneet investointikulut velkaannuttivat yhtiön nopeasti ja lokakuussa 2001 yhtiö ilmoitti osakeannista, jonka tarkoitus oli kerätä yhtiölle noin miljardi euroa ja keventää yhtiön valtavaa velkataakkaa noin 3,5 miljardin euron tasolle. Yhtiön suurin omistaja, Suomen valtio, käytti koko merkintäoikeutensa ja sen osuudeksi muodostui 530 miljoonaa euroa. Sonera vetäytyi Saksan liiketoiminnastaan kesällä 2002 ja kirjasi 4,3 miljardin euron tappiot Saksan UMTS-toimilupaan liittyneistä investoinneista. Entiset pohjoismaiset valtion monopolit Telia ja Sonera ilmoittivat maaliskuussa 2002 yhdistymisaikeistaan ja vuoden 2003 alussa syntyi TeliaSonera. Yhdistymisen tuloksena oli Pohjoismaiden ja Baltian suurin teleliikennealan yritys.

5.2.2 Omistusrakenne

Soneran merkittävin omistaja on aina ollut Suomen valtio. Vuonna 1999 valtio järjesti kaikille avoimen osakemyynnin, jonka seurauksena sen omistusosuus Sonerassa putosi 77,8 prosentista 57,6 prosenttiin (ks. Taulukko 1). Lisäksi marraskuussa 1999 eduskunta antoi valtioneuvostolle valtuudet alentaa valtion omistusta siten, että sen omistus olisi kuitenkin vähintään 34 %. (Vuosikertomus 1999) Vuonna 2000 valtion omistusosuus pieneni entisestään, kun valtio järjesti maaliskuussa 2000 institutionaalisille sijoittajille suunnatun tarjousmyynnin, jonka seurauksena valtion omistus laski 54,5 prosenttiin. Myöhemmin vuonna 2000 järjestettyjen osakeantien jälkeen valtion omistus oli laskenut 52,8 prosenttiin ja valtioneuvostolle annettiin valtuudet luopua omistuksesta tarvittaessa kokonaan. (Vuosikertomus 2000) Vuonna 2001 järjestetyssä osakeannissa valtio merkitsi omistusosuutensa mukaisen määrän kokonaisuudessaan, jolloin valtion omistus pysyi ennallaan 52,8 prosentissa. (Vuosikertomus 2001)

	1999	2000	2001
Suomen valtio	57,6	54,5	52,8
Kotimaiset Instituutiot	4,4	3,5	4,0
Ulkomaiset sijoittajat	29,5	33,9	30,2
Kotitaloudet	5,7	5,9	7,5

Taulukko 1: Soneran suurimpien omistajien omistusosuudet prosentteina (Lähde: Soneran vuosikertomus 1999, 2000, 2001)

Kotimaisia institutionaalisia sijoittajia Soneralla oli vuonna 1999 4,4 %, joka jakaantui useammalle yhtiölle, jolloin suurin yksittäisen konsernin omistusosuus oli 1,6 %. (=Pohjola-ryhmä) Vuonna 2000 kotimaisten instituutioiden omistusosuus oli enää 3,5 %. Suurimpana yksittäisenä omistajana oli Sampo-Varma-ryhmä 1 %:n omistuksella Pohjola-ryhmän omistuksen pudottua 0,9 prosenttiin. Vuonna 2001 kotimaisten instituutioiden osuus oli noussut 4 prosenttiin ja Pohjola-ryhmän omistusosuus oli kasvanut 1,3 % tehden siitä ryhmän suurimman yksittäisen omistajan. (Vuosikertomus 1999, 2000, 2001) Huomioitavaa on, että institutionaaliset sijoittajat omistavat suurimman osan suomalaisten pörssiyritysten osakkeista ja instituutioista suuri osa on ulkomaisia. (Pörssisäätiö) Institutionaalisten omistajien kokonaisuus Sonerassa on siis oletettavasti huomattavasti suurempi kuin pelkkä kotimaisten instituutioiden osuus, mutta valitettavasti erillistä tietoa ulkomaisten institutionaalisten sijoittajien omistusosuuksista ei löydy.

Ulkomaisten omistajien osuus oli vuonna 1999 huomattava: 29,5 prosenttia. Heidän omistusosuutensa jatkoi kasvuaan ja vuonna 2000 se oli jo 33,9 %, mutta vuonna 2001 luku putosi 30,2 prosenttiin. (Vuosikertomus 1999, 2000, 2001)

Vuoden 1999 lopussa kotitalouksien osuus osakkeenomistajista oli 5,7 % ja vuoteen 2000 mennessä se oli kasvanut 5,9 prosenttiin ja vuonna 2001 se oli jo 7,5 %. (Vuosikertomus 1999, 2000, 2001)

5.2.3 Valtio omistajana

UMTS kauppojen aikaan Soneran suurin osakkeenomistaja oli Suomen valtio. Valtion merkitys Sonerassa on mielenkiintoinen, sillä sen omistusosuus oli yli puolet Sonerasta, jolloin sen käytöstä ei rajoita samat valvontamekanismit kuin muita, alle puolet yrityksestä omistavia osakkeenomistajia (Reynisson 1994). Valtio oli siis mahdollisuus palkata ja erottaa johtajia ja tehdä myös muita hallinnollisia päätöksiä ilman kenenkään vastalauseita. Valtion omistajapolitiikkaa kuitenkin rajoittaa valtioneuvoston periaatepäätös (ks. luku 4.4), jossa mm. määrätään että valtion tulee ottaa myös muut omistajatahot huomioon.

Valtio eroaa muista osakemarkkinoiden sijoittajista, sillä sen sijoitustoiminta ei mukaile täysin minkään yksittäisen ryhmän toimintaa. Valtion tarkoitus ei ole pelkästään maksimoida tuottoja vaan myös varmistaa veronmaksajien hyöty. Osa yhtiöistä toteuttaa jotakin valtionhallinnon erityistehtävää, jolloin yhtiö välttämättä ei pyri taloudellisen tuloksen maksimointiin vaan kyseisen tehtävän mahdollisimman hyvään ja tehokkaaseen hoitamiseen (VNT 1/2002). Valtio omistajana ei esimerkiksi ole samalla tavalla muiden sijoittajien kanssa valmis suuriin irtisanomisiin tuottojen kasvattamiseksi, jos sillä on negatiivinen vaikutus kansalaisten hyvinvointiin. Sijoittajat hyötyivät siis valtion mukana olosta sikäli, että saattoi olettaa Soneran olevan yhteiskunnallisesti liian tärkeä, jotta valtio olisi antanut sen kaatua.

Valtion omistus toi mukanaan kuitenkin myös ongelmia. Muille Soneran osakkeenomistajille syntyi poliittinen riski, sillä sijoittajien etu ja kansalaisten hyvinvointi eivät välttämättä kulje käsi kädessä. Vuosina 1998-1999 Soneran toimitusjohtajana toiminut entinen kansanedustaja ja ministeri Pekka Vennamo kommentoi 13.9.2001 Tekniikka ja Talous lehdessä valtion omistuksen tuomaa ongelmaa: ”Sonera on nyt umpikujassa: sijoittajat eivät osta yhtiön osakkeita, koska pelkäävät valtiota ja valtio ei osakkeitaan myy sijoittajien puutteen

aiheuttaman matalan kurssitason vuoksi. Vain pelurit ja pikavoiton metsästäjät käyvät nykyisin kauppaa Soneralla.” Myös Talouselämässä 1.9.2000 ilmaistiin huoli valtion omistuksesta. Toimittajan mukaan ”Soneran pahin riski on Paavo Lipponen. Siis se, että pääministeri Lipposen johtama hallitus ottaa näkyvän aseman kaupankäynnissä ja pukkaa enemmistön Sonerasta laiskalle, hitaalle, velkaantuvalla ja fokuksensa kadottaneelle vanhan mallin teleoperaattorille.” Relander myönsi valtion suuren merkityksen Talouselämän 20.4.2001 haastattelussa: ”Valtion omistajapolitiikka on Soneran strategian toteuttamisen kannalta edelleen aivan keskeistä.”

Soneran kohdalla valtion omistusta kritisoitiin mediassa myös syntyneen eturistiriidan takia (HS 15.9.2000). Tämä johtui siitä, että liikenneministeriön tuli toisaalta toimia regulaattorina, joka määrää teleoperaattoreiden pelisäännöt, mutta toisaalta ministeriö oli omistajana Sonerassa. Eturistiriitaepäilyjä kasvatti se, että Suomessa valtio oli jakanut umts-luvat kauneuskilpailussa ilmaiseksi neljälle yritykselle, joista yksi oli Sonera. Luvan jakamista saatettiin siis pitää valtion antamana tukena.

Valtion tilannetta osakkeenomistajana Soneran tapauksessa vaikeutti myös kansalaisten huomioiminen. Soneran listautumisanti oli monille sijoittajille ensimmäinen osakeostos, ja sen kaatuminen olisi saattanut tuhota poliitikkojen uria (Nordea Securities 4.10.2001). Poliitikot pelkäsivät poliittista kohua, joka olisi syntynyt, jos kansalaiset olisivat hävinneet rahansa. Tämä vaikutti pääomistajan päätöksiin ja riskinottoon.

Kenties juuri näistä syistä valtiolla oli vaikeuksia Soneran omistajan roolissa. Umts-kauppojen jälkipuinti keskittyi pitkälti valtioon omistajana ja sen vastuuseen Sonerassa. Eri poliitikot ja ministeriöt pesivät asiasta kilpaa käsiään ja toivat esille, kuinka heiltä ei ollut kysytty asiasta tai kuinka asiaa ei ollut virallisesti käsitelty. Valtioneuvoston tiedonannossa (VNT 1/2002) käsitellään Soneran umts-päätöksentekoa ja jaetaan se kahteen tasoon: yhtiön ja omistajien päätöksentekoon. Valtioneuvoston mukaan Soneran näkökulmasta sillä oli valtio-omistajan hyväksyntä kansainvälistymisstrategian toteuttamiselle, sillä strategia oli hyväksytty valtioneuvostossa ja eduskunnassa. Tässä strategiassa pääsillä kolmannen sukupolven matkaviestinmarkkinoille oli olennainen osa. Yhtiön hallitus teki asiaan liittyvät liiketoiminnalliset päätökset itsenäisesti ja valtio-omistajan lupaa kysymättä, sillä yhtiössä ymmärrettiin valtioneuvoston ja eduskunnan hyväksymän strategian sisältävän hyväksynnän tähän. (VNT 1/2002)

Talousvaliokunta (21/2002) puolestaan näki mietinnössään, että Soneran toiminnan ja kansantalouden kannalta erittäin merkittävät sijoitukset ulkomaille edellyttävät pääomistajan hyväksynnän, ennen kuin sijoituksista lopullisesti päätetään ja että valiokunnan saaman selvityksen mukaan Soneran hallituksessa oli erilaisia käsityksiä siitä, oliko yhtiön hallituksen Saksan umts-päätökseen pääomistajan eli valtion hyväksyntä. Näin ollen valtioneuvostolla ja talousvaliokunnalla oli eriävät mielipiteet siitä, olisiko umts-investoinnit kuulunut hyväksyttäväksi valtiolla ja oliko yhtiön hallitus yksimielinen tästä hyväksynnästä.

Silloinen Keskustan puheenjohtaja Anneli Jäätteenmäki myös kritisoi kuinka valtion omistajaohjaus puuttui tehtäessä umts-päätöksiä (KL 6.8.2002). Samalla tavalla Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja Jarmo Leppiniemi kritisoi liikenne- ja viestintäministeriön haluttomuutta ottaa kantaa suurissakaan asioissa, jottei tulisi sisäpiiriläisiä (KL 6.8.2002). Leppiniemen mukaan valtion ei pitäisi omistaa enemmistöosuuksia, jos on päättänyt hoitaa asioita vain yhtiökokouksen kautta. Lisäksi Leppiniemi toteaa, että ”Kun heikkoon omistajapolitiikkaan liitetään optiojärjestely, jonka tarkoituksena on houkutella yhtiön johto ottamaan suuria riskejä, niin näiden tekijöiden yhteisvaikutus on todella vaarallinen” (KL 6.8.2002).

5.2.4 Zed ja SmartTrust

Vuonna 1998 Sonera ryhtyi siirtymään puhelinoperaattorista palveluoperaattoriksi. Johtaja C:n mukaan alalla puhuttiin jo mantrasta, että puheluiden volyymit kasvavat ja minuuttihinnat menevät nolnaan, jolloin raha tehdään jostain ihan muualta. Uuden palvelustrategian keihäänkärjiksi muodostuivat Soneran tytäryhtiöt Zed ja SmartTrust. Zed keskittyi enemmän kuluttajille suunnattuihin palveluihin, kun taas SmartTrust tarjosi tietoturvapalveluita.

Soneran osakekurssi saavutti huippunsa 95,49 euroa maaliskuussa 2000. Taloussanomien (15.11.2000) artikkelissa Soneran huikkeen korkeata osakehintaa selitettiin sillä, että analyytikot tiesivät Soneralla olevan kaksi lupaavaa tytäryritystä, mutta kukaan ei tarkalleen tiennyt mitä ne olivat. Näille analyytikoiden piti sitten laskea arvo, joista optimistisin arvio määritteli Soneran osakkeen hinnan. Soneran ylimpään johtoon umts-kauppojen aikana kuulunut johtaja C (7.1.2010) totesikin, että Soneran tavoitteet olivat korkealla, mutta eivät ehkä niin korkealla kuin markkinat kuvittelivat. Sonera itse oli päättänyt olla antamatta tytäryhtiöilleen numeerisia arvoja tai ennusteita. Johtaja C perusteli päätöstä seuraavasti:

”Tässähän oli sellainen tilanne, että kun kukaan ei tiennyt minkä kokoinen se markkina edes on, milloin se toteutuu ja siten ainoa mahdollinen linja, jonka yhtiö pystyi ottamaan tuossa tilanteessa [...] oli se, että me emme kvantifioi, tätä ei kvantifioida. [...] koska ne ovat lupaavia alkuja, mutta emme tiedä kuinka suuri tämä mahdollisuus on ja millaiseen asemaan voimme päästä.”

Mutta markkinoiden tarve saada arvioita oli kova ja esimerkiksi Merrill Lynch julkisti alkuvuodesta 2000 erittäin optimistisen arvion Sonerasta (HS 8.3.2000). Investointipankki arvioi muun muassa, että Soneran aloittelevien tytäryhtiöiden Zedin ja SmartTrustin arvo voisi olla yhteensä jopa 160 miljardia markkaa, mikäli analyysissa esille nostetut markkinakoot, markkinaosuudet ja kannattavuus toteutuisivat. Johtaja C kommentoi tapahtunutta:

”Muistan, että yhtiön kommunikaatio oli todella voimakasta investointipankkiin päin tässä vaiheessa, että miksi ihmeessä te julkaisette tällaista. Tämä ei perustu millään tavalla mihinkään. Me emme kvantifioi. Vastaus oli tietenkin investointipankilta, että siellähän lukee Merrill Lynch estimate alla. Ja niinhän siellä lukikin. [...] Mutta kun ihmisillä oli tarve perustella sitä yhä korkeammaksi nousutta hintaa. [...] sinänsä aika mielenkiintoinen detalji oli, että tämä analyysi tuli markkinoille viikkoa tai kahta ennen accelerated global tenderia, jossa valtio myi parilla miljardilla eurolla osakkeita. Pääjärjestäjänä oli Merrill Lynch.”

Soneran osakekurssi siis nousi osittain epäselvien odotusten, mutta osittain myös investointipankkien ja analyytikoiden ennusteiden takia. Merrill Lynchin arvion julkaisu oli vieläpä pankin kannalta niin otolliseen aikaan, että voikin miettiä oliko kyseessä pelkkä sattuma. Rahoitusanalyytikko A:n (25.11.2009) mukaan vaikka analyytikko olisi nähnytkin yrityksen olevan selvästi yliarvostettu, kannatti osakemarkkinoiden kanssa olla samaa mieltä:

”[...] kun kaikilla on vähän samantyyppinen mielipide ja taustalla on se joukkopsykologia, niin vaikka olisit ollut sitä mieltä että se arvo ei ole oikein tällä hetkellä, niin saattoi kannattaa olla samaa mieltä kuin markkinat, koska se juttuhan on antaa hyviä sijoitusneuvoja.”

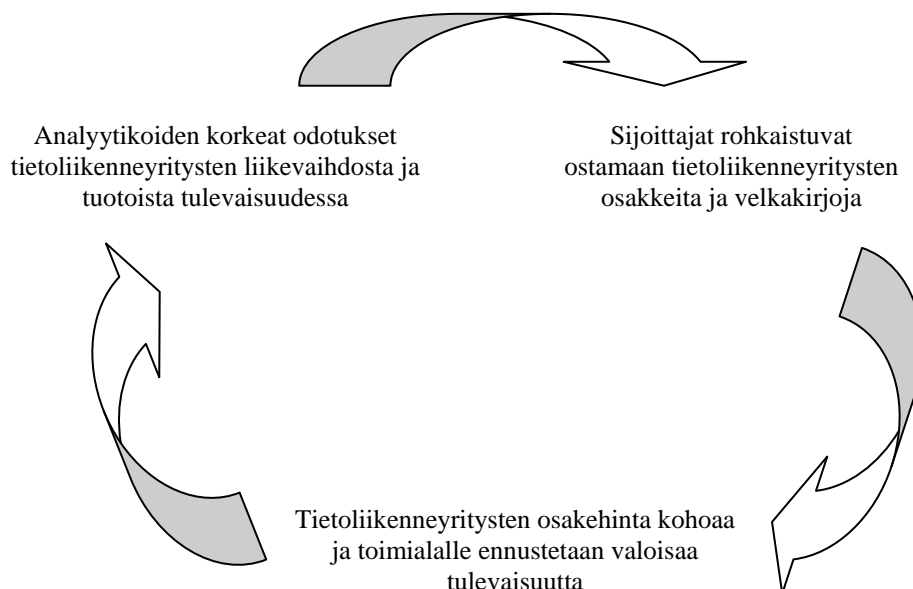
Soneran ongelmaksi muodostui myös, että sitä verrattiin uuden talouden yhtiöihin, kun Internetin nähtiin tuovan sille paljon uusia mahdollisuuksia. Samaan aikaan uuden talouden

Internet yritykset, dot-com-yritykset, alkoivat olla todella yliarvostettuja. Johtaja C:n mukaan Soneralla oli kuitenkin muista Internet yrityksistä poiketen liikevaihtoa, joka lisäsi Soneran arvoa sijoittajien silmissä entisestään:

”[...] samaan aikaan nämä muut, ns. new media tai uudet palveluliiketoimintayritykset, ne olivat näitä dot comeja ja aikalailla sellaisia, joilla ei ollut mitään liikevaihtoa. Ja investoijat kokivat Soneran paljon turvallisempaa vaihtoehtona, sillä sentään oli jotain. Ja sen takia [...]sen diskontatut kassavirrat hinnoiteltiin todella kalliisti, kertoimet olivat huikeat.”

5.3 Uusi talous ja IT-kupla

Vuosien 1998-2000 aikana informaatio- ja viestintäteknologian ala koki vahvan noususuhdanteen ja toimialan yritykset yliarvostettiin, jota seurasi romahdus 2000-luvun alussa. Tätä 1990-luvun loppupuolella ollutta buumia kutsutaan IT-kuplaksi. Kupla sai alkunsa vuonna 1995 kun Internet selainyritys Netscape piti erittäin onnistuneen listautumisannin, joka laukaisi Internet-kuumeen tietoliikenne- ja pääomamarkkinoilla (Vesterinen 2009). Korkeat tulevaisuuden odotukset saivat investointipankkien analyytikot suosittelemaan tietoliikenneyritysten osakkeita sijoittajille ja osakkeiden hinnat lähtivät nousuun luoden kuvan 2 mukaisen nousukierteen.



Kuva 2: IT-kuplan synty (Lähde: Vesterinen 2009)

Puhuttaessa 1990-luvun lopun IT-kuplasta, kutsutaan aikaa usein niin sanottuna uuden talouden buumina (Vesterinen 2009). Käsitettä ”uusi talous” käytettiin ensimmäisen kerran 1980-luvulla, mutta vasta 1990-luvulla käsitteen taakse luotiin taloudellinen malli (Thrift 2001). Tällöin uusi talous herätti median ja tutkijoiden kiinnostuksen ja tutkijat ovat käsitelleet aihetta pyrkiessään selvittämään IT-kuplan ja sen puhkeamisen syitä (Vesterinen 2009). Nykyään käsite ”uusi talous” on vakiintunut ja koostuu vahvasta ei-inflatorisesta kasvusta, joka syntyy informaatio- ja viestintäteknologian kasvavasta vaikutuksesta ja siihen liittyvästä taloudellisen toiminnan uudelleen järjestäytymisestä. Käsitteeseen usein liittyy myös muita piirteitä, kuten pienien huipputeknologiayritysten kasvu ja venture capitalin käyttö. On myös enemmän sääntö kuin poikkeus, että käsitteeseen yhdistetään suurellisesti suhdannevaihteluiden puuttuminen ja lähes rajaton kasvu. (Thrift 2001)

Uusi talous on siis malli, jonka uskottiin selittävän informaatioteknologian mukanaan tuomat muutokset liiketoimintaan. Thriftin (2001) mukaan se oli yritys massamotivointiin, joka voisi onnistuessaan luoda uuden markkinakulttuurin. Uuden teknologian ja Internetin kuviteltiin luovan loputtomat mahdollisuudet yrityksille ja niinpä vanhat mallit yrityksen arvostamisesta kassavirtojen avulla unohdettiin ja yritykset arvostettiin aivan eri tavalla kuin ennen. IT-kuplan kannalta olennaista oli juuri tämä, perinteisen kassavirran ja yrityksen menestyksen välisen yhteyden sumentuminen (Vesterinen 2009). Vesterisen (2009) väitöskirjassa Soneran ylimpään johtoon kuuluva henkilö sanoikin, että uuden talouden konseptia käytettiin selityksenä yritykselle tehtyihin noloihin kysymyksiin siitä, miksi kassavirtalaskelmia ei ollut.

Deimante (2009) tutki vuoden 2000 IT-kuplaa ja totesi silloisten Internet-yritysten strategian olevan ”get big quickly” eli kasva isoksi nopeasti. Deimanten mukaan silloiset Internet-yritykset olettivat luovansa tarpeeksi brändiään, jotta voisivat hinnoitella palvelunsa tulevaisuudessa kannattaviksi. Soneran näkemykset tulevaisuudesta muistuttivat tällaisia Internet-yrityksiä.

5.4 Umts-huutokaupat Euroopassa

5.4.1 Umts-kauppojen taustoja

Umts (universal mobile telecommunications system) eli 3G oli teknologiana gsm:n (2G) seuraaja ja tarjosi mahdollisuuden nopeampaan datasiirtoon. Soneran keskittyessä 1998 palveluihin, nähtiin 3G:n antavan paremmat puitteet juuri tälle liiketoiminnalle. 1997

Suomessa oli maailman korkein matkapuhelintiheys, 42 prosenttia (Vuosikertomus 1997), ja Suomi nähtiin matkaviestinnän ihmemaana. Gsm:n oltua yhtiölle näin menestyksellinen, liitettiin 3G:hen samanlaiset odotukset. Johtaja B:n (3.12.2009) mukaan

”[...] lähtökohta oli se, että mitä 2G:ssä tapahtui 1990-luvulla, tapahtuu 3G:ssä 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä.”

Umts-lupien jako alkoi keväällä 1999 kun Suomi antoi lupansa ilmaiseksi niin sanotussa kauneuskilpailussa, jossa viranomainen valitsee hakijoista parhaaksi katsomansa. Keväällä 2000 myös Espanja piti kauneuskilpailun, mutta peri luvista 14 miljardin markan (2,4 mrd. €) maksun. Soneran 15-prosenttisesti omistama Xfera sai luvista yhden. Samana keväänä Iso-Britannia puolestaan jakoi lupansa paljon huomiota saaneessa huutokaupassa, jonka tuotot kasvoivat huikeaan 225 miljardiin markkaan (37,8 mrd. €). Sonera putosi tällöin kisasta hintojen noustessa liian koviksi. Britannian jälkeen elokuussa 2000 oli Saksan umts-lupien huutokauppa, johon Sonera osallistui yhteistyössä espanjalaisen Telefonican kanssa liittoumalla nimeltä Group 3G. Britannian lupakauppojen jälkeen Saksan odotettiin nettoavan luvista noin 200 miljardia markkaa (33,6 mrd. €), koska median mukaan telemarkkinoista oli tullut realistisempia, eikä luvista haluttu enää maksaa järjettömiä summia. (HS 31.7.2000) Niinpä Saksan valtion netotessa huutokaupassa ennätyselliset 300 miljardia markkaa, tuli hinta markkinoille järkytyksenä. Group 3G maksoi luvastaan yhteensä 50 miljardia, josta Soneran osuus oli 22 miljardia markkaa (3,7 mrd. €). Houkuttelevan Saksasta teki sen kehittymättömät matkapuhelinmarkkinat ja 80 miljoonan asukkaan maassa se tarkoitti suurta kasvupotentiaalia. (HS 29.4.2000, HS 12.6.2000)

Lokakuussa 2000 oli Saksan jälkeen luvassa Italian umts-lisenssit, joiden huutokauppa loppui lyhyeen yhden osallistujan peruessa osallistumisensa. Näin ollen lupia riitti kaikille, myös Soneralle, ja hinta jäi alhaiseksi. Lokakuussa 2000 jaettiin myös Ruotsin toimiluvat kauneuskilpailussa, jossa hieman yllättäen Sonera jäi ilman lupaa. Marraskuussa Sonera sai vielä luvan Norjasta 148 miljoonaa markkaa (24,4 milj. €) vastaan.

Sekä kauneuskilpailut että huutokaupat saivat osakseen kritiikkiä. Kauneuskilpailujen vastustajat moittivat tapaa jakaa luvat huonoksi, sillä sitä voi verrata valtion antamaan tukeen tietyille operaattoreille. Kauneuskilpailujen kannattajat ja huutokauppojen vastustajat puolestaan vetosivat, että lupien korkea hinnoittelu hidastaisi umts-verkkojen kehittämistä,

vähentäisi eurooppalaisten operaattoreiden kilpailukykyä, nostaisi puheluiden hintoja ja suosisi suuria operaattoreita. Huutokauppojen puolustajat olivat vakuuttuneita, että tarjouskilpailulla varmistettiin, että luvat menivät niille, jotka niitä eniten halusivat ja jotka olivat laskeneet rahoituksensa riittävän. Talouselämän mukaan huutokaupoista oli myös muuta hyötyä: ”Suurten maiden huutokauppojen kautta Sonera keräsi rutkasti kokemusta ja näkemystä kilpailijoidensa aikeista. Huutokaupat ovat myös loistava tapa rakentaa mainetta ja merkkiä, vaikka Sonera ei niitä voittaisikaan.” (Talouselämä 11.8.2000)

5.4.2 Umts-lupien hankinta ja seuraukset

Britannian huutokaupan jälkeen markkinoilla nähtiin realismin kasvavan telealalla, eikä operaattoreiden enää uskottu maksavan yhtä suuria summia umts-luvista. Sonerankin oli nähty Britanniassa luovuttavan hinnan noustessa ennätyslukemiin. Johtaja C arvioi Soneran jättäytymistä Britannian huutokaupoista seuraavasti:

”Oli realismia hypätä pois, koska se rahoitustaakka nimenomaan vielä leaderina ja enemmistönä oli täysin kohtuuttoman suuri. Ja ehkä siitä syntyi sellainen mielikuva, että yhtiö ‘is capable of walking away’ siinä vaiheessa kun ne hinnat kasvavat.”

Saksan huutokaupan alkaessa Soneran sijoittajat olivat siis vielä varsin optimistisia luvan hankinnan suhteen ja osakkeen hinta nousi Helsingin pörssissä huhtikuussa 2000 lähes 10 % Soneran ilmoittaessa lähtevänsä huutokauppaan mukaan tavoittelemaan Saksan toimilupaa (HS 29.4.2000). Mitä pidemmälle Saksan huutokaupassa päästiin, sitä enemmän markkinat alkoivat kuitenkin kysellä oliko kalliissa luvissa enää mitään järkeä vai ylitettiinkö jo raja jolloin panostusten takaisin saaminen kestäisi yrityksiltä ikuisuuden (HS 17.8.2000). On mahdollista, etteivät Soneran sijoittajat osanneet ennen huutokaupan loppumetrejä tarpeeksi pelätä luvista syntyviä kustannuksia, sillä analyytikoiden yhtenevä mielipide oli, että Soneran ja Telefonican 3G-konsortio putoaisi ensimmäisten joukossa kisasta. 3G:llä kun ei ollut asiakaskuntaa Saksassa ja umts-lupien hankinnan lisäksi kustannuksia syntyisi lähivuosina kymmenien miljardien markkojen edestä verkkojen rakentamisesta (HS 18.8.2000a).

Sijoittajilla ja Soneralla vaikutti olevan hyvin erilainen käsitys siitä, kuinka paljon Saksan umts-lupiin kannattaisi sijoittaa ja lopullinen hinta oli sijoittajille odotettua suurempi.

”3G oli teknologia, johon uskottiin, mutta Sonera nähtiin erityisesti palvelutalona, jonka lopullinen päämäärä oli olla mahdollisimman riippumaton niistä verkoista. Ja sen takia monet sijoittajat saattoivat pettyä siihen, että niiden 3G-investointien määrä oli niinkin suuri.” (Johtaja C)

Markkinat osoittivatkin mielipiteensä ja osakkeen hinta lähti laskuun tiedon tullessa julkisuuteen että Sonera oli maksanut luvastaan 3,7 miljardia euroa (KL 18.8.2000a, HS 21.8.2000). Lisäiskun Soneran kurssi sai elokuussa yhtiön ilmoittaessa osallistuvansa Italian umts-huutokauppaan. Sijoittajien ollessa jo valmiiksi skeptisiä siitä, kuinka yhtiö selviää aikaisemmista hankinnoistaan, osakkeen hinta kärsi kolmen prosentin kolauksen (KL 24.8.2000).

Sen sijaan yhtiön oma näkemys Saksan umts-hankintoihin vaikutti olevan positiivinen ja varatoimitusjohtaja Kaj-Erik Relander kommentoi hintatason jääneen alemmaksi kuin yrityksessä oli oletettu (HS 18.8.2000b) ja että Soneran mukana oleminen loppuun saakka tarkoitti myös, että hinta oli koko ajan oikealla tasolla (KL 18.8.2000b). Telealalla yleisestikin oli selkeä unelma maailmanvalloituksesta. Soneran silloinen toimitusjohtaja Aulis Salin sanoi vuonna 1999, että ”Vanha puhelinviestintä oli kansallista toimintaa. Tänään tele- ja Internet-maailma on globaalibisnes.” (KL 20.5.1999) Vuonna 2000 France Telecomin viestintäjohtajan mielestä ”On aivan varmaa, että umts on tietoyhteiskunnan uusi kasvun moottori, jonka yhteydessä puhutaan miljardien eurojen liiketoiminnasta.” (HS 12.6.2000). Tukea korkealentoisille visiolle toivat osakkeiden hinnat ja esimerkiksi Soneran tapauksessa kurssi nousi marras-joulukuussa 1999 100 prosenttia (KL 9.12.1999).

Sonera Mobile Applications-yksikön johtaja Pekka Keskiivari myöntää, että telealan insinöörivetoisuus on ongelma: ”Ensimmäin kehitetään teknologia ja sitten katsotaan mitä sillä voidaan tehdä.” (HS 4.9.2000) Tähän suuntaan viittaisi teleoperaattoreiden innostuneet kommentit umts-teknologiasta, mutta epäselvyys siitä, milloin massiiviset sijoitukset alkaisivat tuottaa voittoa. Tulevaisuuden epävarmuutta kuvaa hyvin Oulun yliopiston professori Matti Latva-ahon lause ”Umts voi onnistua erittäin hyvin, tai sitten siitä tulee katastrofi.” (KL 27.2.2001)

Johtajan B kommenteista huomasi kuitenkin, ettei yhtiö ollut niin yksimielisesti umts-investointien taustalla kuin julkinen kuva antoi ymmärtää, mutta paineet Saksan lisenssin saamiseen kasvoivat Soneran jäätyä ilman Britannian huutokaupoissa:

”Joo, kyllä siinä sellaisia paineita oli. Jossainhan meidän täytyy olla täällä Länsi-Euroopassa, näin se kyllä oli. Ja sitten meillä oli organisatorinen ongelma kanssa [...] Meillä oli siis sellainen tilanne, että siellä alkoi firman sisällä syntyä kahtiajako että kuka sitä ohjaa. [...] Hyvään toimitapaan ei kuulu se, että ihmiset eri puolilla organisaatiota rupeavat lähettämään erilaisia signaaleja hallituksen jäsenille, koska emme pidä siitä, mitä toimiva johto tekee. No sehän johtaa siihen, että koko governance hajoaa. Ja näinhän sanoin, että jos olisi hyvä hallitus, niin eivät he salli tällaista, mutta tässä hallituksessa oli kokemattomia jäseniä ja se johti sitten siihen, että [...] (Saksasta) vetäytyminen olisi ollut mahdollista, ellei meillä olisi ollut tätä ilmiötä.”

Johtaja C kommentoi tilannetta, jossa Sonera osti Saksan umts-lisenssin:

”Valtiot asettivat operaattorit vähän kuin selkä seinää vasten. Ne, jotka halusivat olla palveluissa ja näissä uudisliiketoiminnoissa mukana, niin niillä oli vähän sellainen kysymys, että osallistummeko huutokauppoihin ja mahdollisesti yli-investoimme vai jäämmekö vanhaan teknologiaan ja ikään kuin tähän näivettyvään minuuttibusineeseen, jonka pikku hiljaa eroosio vie kokonaan pois.”

Soneran päätös umts-lisensseistä ei siis ollut yksinkertainen. Sen lisäksi, että yhtiön sisällä oli ristiriitoja, liittyi lisensseihin sekä hyötyjä, haittoja että epäselvyyksiä. Sonera oli ensimmäistä kertaa valtaamassa markkinoita länsimaissa ja vieläpä uudella teknologialla, joten ajoituksen oli onnistuttava. Liian aikaisin menemisessä kustannukset ovat kovat ja liian myöhään mentäessä kilpailijat ovat jo vallanneet markkinat. Soneran tapauksessa kotimaan puheminuuttimarkkinat näivettyivät ja pienien operaattoreiden asema Euroopassa hankaloitui jatkuvasti. Toisaalta taas umts-lisensseissä oli vaara yli-investointeihin, eikä Soneralla ollut Saksassa valmista asiakaskuntaa. Johtaja B:n mukaan jälkikäteen kävi myös ilmi, että teknologia tuli monta vuotta jäljessä:

”Perusbusiness oli kannattavaa mutta se, mitä kukaan ei tajunnut siinä vaiheessa tarpeeksi, oli (että) teknologia ei itse asiassa ollut valmis. Eli kun huutokaupat alkoivat ja huusit

lissenssin, niin voit ryhtyä rakentamaan verkkoa, mutta oikeastaan tukiasemat eivät toimi ja erityisesti päätelaitteita ei ole. Eli tosiasiallisesti huutokaupat tulivat 4-5 vuotta liian aikaisin.”

Vaikka sijoittajien suhtautuminen Saksan umts-hankintoihin oli kielteinen ja epäileväinen, nosti lupien saaminen Soneran kiinnostavuutta muiden operaattoreiden silmissä. Viikon sisään sekä 3G-liittouman toinen osapuoli Telefonica että ranskalainen puhelinoperaattori France Telecom ilmoittivat olevansa kiinnostuneita Soneran osakkeista. Yhteistyökumppanin löytäminen vaikutti analyytikoiden mielestä olevan Soneran kannalta erittäin tärkeää ja sen puuttumista harmiteltiin useissa analyytikkoraporteissa. Esimerkiksi Opstock kommentoi raportissaan ”Kun uskottava kumppani löytyy palautuneen myös luottamus osakekurssiin” (24.10.2000). Mielenkiintoista onkin huomata kuinka Soneran osakkeen hinta reagoi jokaiseen uutiseen mahdollisesta ostajasta. Elokuussa 2000 liikkuneet myyntihuhut koskien Telefonicaa saivat yhtiön osakekurssin New Yorkin pörssissä nousemaan 7,92 % (HS 11.8.2000). Viikkoa myöhemmin France Telecom puolestaan ilmoitti olevansa kiinnostunut ostamaan valtion Sonera-osakkeet mikäli ne tulevat myyntiin (HS 19.8.2000). Osakemarkkinoiden vastaanotto oli jälleen positiivinen ja kurssi kääntyi nousuun.

Markkinoiden usko kumppanin löytymiseen alkoi kuitenkin horjua ja vuoden 2001 syyskuussa, kun Group 3G ilmoitti neuvottelujen E-Plusin kanssa tehtävästä yhteistyöstä Saksassa olevan jo pitkällä (HS 6.9.2001), osakekurssi ei enää jaksanut reagoida positiivisesti vaan jatkoi laskuaan. Näyttäisi siltä, että markkinat olivat kuulleet jo niin monista potentiaalisista yhteistyökumppaneista, etteivät ne enää reagoineet pelkkiin todennäköisyyksiin vaan odottivat kunnes nimet olisivat paperissa. Kun E-Plus ja Sonera lopulta ilmoittivat että sopimus oli allekirjoitettu, nousi osake parhaimmillaan kahdeksan prosenttia edellispäivän yläpuolelle. Hyvä uutinen kumppanin löytymisestä ei kuitenkaan riittänyt kääntämään kurssin kehitystä ja päivän lopuksi osake putosi edellispäivää alemmalle tasolle. Sijoittajat epäilivät edelleen saisiko Sonera rahoitettua Saksan umts-verkot edes kumppanin avulla.

5.5 Road show kommunikoinnin välineenä

Sonera järjesti Saksan umts-kauppoja seuraavana päivänä puhelinkonferenssin analyytikoille. Analyytikoiden kysymyksistä päätellen umts-luvasta maksettua hintaan liittyi paljon skeptisyyttä, sillä kysymykset keskittyivät siihen kuinka Sonera aikoo rahoittaa ostoksensa ja pystyykö yhtiö irrottautumaan 3G:stä mikäli tilanne niin vaatii. Rauhoitellakseen Relander

kuitenkin totesi, ettei Sonera enää jatkossa aio osallistua huutokauppoihin yhtä suurilla panostuksilla (HS 19.8.2000). Kommentti oli astetta varovaisempi kuin edellispäivänä, jolloin yrityksestä oli kerrottu Soneran olleen valmis sijoittamaan enemmänkin Saksan umts-lupaan.

Muutama viikko Saksan umts-kauppojen jälkeen Sonera järjesti neljä päivää kestävä road show-kiertueen, joka alkoi Lontoosta, kiersi Edinburghiin, Bostoniin ja päättyi New Yorkiin. Kiertue oli ensimmäinen umts-kauppojen jälkeen ja sen tarkoituksena oli Talouselämän (15.9.2000) toimittajan mukaan vakuuttaa sijoittajat Soneran strategiasta, jonka tarkoituksena on 'riskejä kaihtamaton muutos vanhan polven teleoperaattorista ketteräksi kolmannen sukupolven palvelutuottajaksi'. Sijoittajasuhteista vastaava Jari Jaakkola tiivistikin kiertueen suurimman haasteen seuraavasti: "Tärkeintä on, että strategia tulee selväksi. Jos se onnistuu, niin se on siinä!" (Talouselämä 15.9.2000)

Soneran tapauksessa kiertue oli myös osakkeiden promoamisen takia tarpeellinen. Yhtiöllä oli tarkoituksena viedä palveluita tuottavat tytäryhtiöt Zed ja SmartTrust pörssiin ja road show-kiertue oli näin ollen hyödyllinen tasoittamaan yhtiöiden tietä listautumiseen poistamalla mahdollisia epäluuloja tai väärinymmärryksiä emoyhtiötä kohtaan. Kiertueen aikana Soneran johto myös rakensi tytäryhtiöiden brändejä ja toi esille konkreettisia lukuja yritysten tulevaisuuden näkymistä. Tähän asti yritys oli kieltäytynyt antamasta numeerisia arvioita palveluliiketoimintaansa. Johtaja C:n mukaan paine tytäryhtiöiden kvantifioimiseen tuli ulkopuolelta:

"Oli ollut nämä suuret 3G-investoinnit, yhtiöllä alkoi olla velkaa, sijoittajat halusivat tietää, advisorit, investointipankit painostivat aika voimakkaasti, että pitää kvantifioida. [...] Now is the time to lift up the kimono. Mutta se mitä sieltä sitten löytyi, ei ilahduttanutkaan ketään."

Tytäryhtiöiden luvut eivät olleetkaan sitä, mitä markkinat olivat odottaneet ja eräs paikalla ollut pankin edustaja kommentoi niitä liian alhaisiksi. Edustajan mukaan pankin ennusteet kun olivat olleet paljon korkeampia. Toimittajan kysyessä mikä Soneran ongelma sitten on, tuli vastauksena yllättävä "Ei, ei ongelma ole Soneran, vaan meidän." Yrityksen antamat luvut voivat siis olla positiivisia, mutta yleisön reaktio negatiivinen jos ennakkoon on odotettu parempaa. Soneralla oli sikäli hankala tilanne, että vaikka kaikki olisi ollut hyvin ja mitään ongelmaa ei olisi, osakkeen hinta saattoi silti lähteä laskuun liioiteltujen odotusten takia. Taustalla saattaa olla yrityksen puutteellinen sijoitusviestintä, mutta tässä tapauksessa

ongelma oli pankin, jonka analyytikot ovat luvanneet asiakkaille parempaa, mitä pystyivät lopulta tarjoamaan. Soneran talousviestinnän johtaja Samppa Seppälä totesikin Talouselämän haastattelussa 12.10.2001 odotusten lähteneen elämään omaa elämäänsä. Liian ruusuiset tulevaisuuden kuvat eivät artikkelin mukaan olleet yhtiön itsensä keksimiä vaan ne syntyivät, kun Soneran osakekurssi vain jatkoi nousuaan ja analyytikoiden piti keksiä nousulle selitys. Ongelmallista Talouselämän mukaan oli, että markkinoiden paine ajoi analyytikot nopeisiin analyyseihin, eikä aikaa tahtonut jäädä syvälliseen tarkasteluun.

Sen lisäksi, että road show'n yleisö kuunteli mitä johtajilla oli sanottavana, tilaisuudessa huomioitiin vähintään yhtä tarkasti miten asiat esitettiin. Erityisen kiinnostuksen kohteena oli Kaj-Erik Relander, sen hetkinen varatoimitusjohtaja ja tuleva toimitusjohtaja, joka vaikutti rohkealta ja itsevarmalta, mutta jonka nuori ikä herätti epäilyksiä tarvittavasta kokemuksesta. Virallisten esitysten loputtua analyytikot piirittivät Relanderin ja esittivät tiukkoja kysymyksiä, joiden tarkoituksena oli punnita faktojen lisäksi myös itse henkilöä. (Talouselämä 15.9.2000)

Päivätalaisuuden tarkkaan harjoiteltujen esitysten jälkeen seurasi kahdenkeskiset tapaamiset, joiden jälkeen sijoittajat pääsivät vielä iltapäivällä haastattelemaan ylintä johtoa puhelinkonferenssissa ja lopuksi oli vielä vuorossa illallinen salkunhoitajien ja säätiöiden kanssa.

Kiertueen tarkoituksena oli kääntää osakkeen pudonneessa hinnassa näkyvä sijoittajien epäluulo takaisin uskoksi. Talouselämän (15.9.2000) mukaan road show jätti kuitenkin paljon epäselvyyksiä eikä kaikkiin sijoittajia kiinnostaviin kysymyksiin tullut vastauksia. Tämä saattoi johtua osittain siitä, että epävarmuus ja markkinoiden nopea muutos toistuivat johtajien puheissa moneen kertaan ja vaikutti siltä, ettei johtajilla yksinkertaisesti ollut vastauksia mitä antaa. Tähän viittaa myös Relanderin kommentti loppupuheenvuorossa: "Olemme siirtymässä yhdestä aikakaudesta toiseen. Elämme murrosta, jossa kukaan ei voi varmasti tietää, mitä on edessä." (Talouselämä 15.9.2000) Sama epätietoisuus koski Soneran johdon esittelemiä laskelmia Saksan markkinoista ja kuinka toiminta saadaan siellä kannattamaan. Julkisuudessa oli esillä niin monta keskenään erilaista näkemystä markkinoiden kehityksestä, ettei yleisö enää tiennyt mitä uskoa. Kyseinen asetelma oli erittäin haastava, sillä kuten aikaisemmin on todettu, sijoittajat karttelevat epävarmuutta ja Soneran tapauksessa epävarmuus oli suurta.

Road show'n lähtöasetelma syyskuussa 2000 ei ollut Soneran johdon kannalta kovinkaan otollinen. Soneran osake oli ollut miltei vapaapudotuksessa maaliskuusta lähtien ja pudotuksen oli ennakoitu loppuvan viimeistään road show'n jälkeen (KL 24.8.2000). Tilaisuuteen oli siis ladattu paljon odotuksia. Suurten odotusten johdosta edeltävällä viikolla Soneran osake nousi ennakkoon 16 prosenttia. Sijoittajat odottivat kuulevansa uutisia yhteistyökumppanista, jota yhtiö oli ilmoittanut etsivänsä ja uusia myönteisiä näkemyksiä (HS 7.9.2000). Näin ei kuitenkaan käynyt. Sonera ennakoi myös Zedin alkavan tuottaa voittoa vuonna 2003 ja SmartTrustin vuonna 2002, mutta analyytikot olivat odottaneet parempaa. Niinpä yleisön pettymys heijastui suoraan osakkeen hintaan, joka lähti road show'n jälkeen laskuun ja putosi 10,9 prosenttia (Taloussanomat 6.9.2000). Helsingin Sanomien (7.9.2000) haastattelema pääanalyytikko Jussi Hyöty katsoi markkinoiden negatiivisen reaktion olleen vähän liian voimakas ottaen huomioon tilaisuuden annin. Hänen mukaansa sieltä ei tullut esiin mitään kovin kielteistä sanomaa, jos ei mitään uutta myönteistäkään.

Road show ei näytä vähentäneen myöskään ulkomaisten sijoittajien epävarmuutta jos katsoo ulkomaalaisten omistajien osakemyyntejä. Ulkomaalaisten omistus supistui syksyllä 2000, kun monet ulkomaiset investointipankit kehottivat asiakkaitaan keventämään teleomistuksia korkeiden arvostustasojen ja umts-verkkoihin liittyvien riskien vuoksi. Kotimaiset sijoitusrahastot puolestaan uskoivat Soneraan ja ostivat ulkomaisilta myyntiin tulleet osakkeet hinnan laskettua kolmannekseen vuoden huipputasolta. Kotimaisten rahastojen omistamien osakkeiden määrä kasvoikin elokuun lopun ja lokakuun puolen välin aikana yli 50 prosenttia. (Talouselämä 13.10.2000)

5.6 Soneran uusi varovaisempi strategia

Pian syyskuussa pidetyn road show'n jälkeen Helsingin Sanomat kirjoittivat 24.10.2000 Soneran osavuosisikatsauksen yhteydessä ilmoittamasta strategian muutoksesta. Yhtiö ilmoitti muuttavansa umts-matkapuhelinverkkoihin liittyvää strategiaansa varovaisemmaksi ja keskittyvänsä jo saamiinsa toimilupiin Saksassa, Espanjassa ja Itämeren alueella. Syyksi Soneran toimitusjohtaja Aulis Salin ilmoitti liikeympäristön muutoksen, joka perustui poliittisiin ja rahoituksellisiin syihin. Poliittisilla syillä Salin tarkoitti valtioiden puuttumista toimilupaehtoihin jälkikäteen eli maissa, joissa luvat oli annettu ilmaiseksi, oli jälkikäteen keskusteltu teleoperaattoreille lankeavista lisämaksuista. Rahoitukseen liittyvät syyt johtuivat

puolestaan umts-luvista maksetuista korkeista hinnoista, joiden takia operaattoreiden luottokelpoisuusluokitukset putosivat ja lainaraha kallistui.

Poliittisten ja rahoituksellisten syiden rinnalla markkinoiden mielipiteillä on varmasti ollut vaikutusta päätökseen. Soneran osakkeen hinta oli strategiapäätöstä edeltävinä viikkoina laskenut rajusti ja kokonaisuudessaan osakkeen hinta oli laskenut jopa 70 prosenttia maaliskuun huipputasolta. Kurssilaskun rajuus tuli ilmeisen yllätyksenä Soneran johdolle, sillä Relander kommentoi markkinasentimentin olleen negatiivisempi kuin mihin oli osattu varautua (KL 24.10.2000). Helsingin Sanomat (24.10.2000) kirjoitti osakemarkkinoiden reagoineen strategia-uutiseen iloisesti, sillä alaspäin valuneen osakkeen hinta lähti reippaaseen nousuun ja päätyi 12 prosenttia plussalle. Vaikutus ei kuitenkaan ollut pitkäaikainen ja kurssi jatkoi heti ilmoitusta seuraavana päivänä laskuaan. Helsingin Sanomien (24.10.2000) mukaan Soneran toimitusjohtaja Salin kertoi päätöksen uudesta strategiasta syntyneen ”viime päivinä”. Vaikuttaisikin siltä, että Sonerassa on tutkittu markkinoiden toimintaa ja pyritty selvittämään mikä sijoittajia painaa osakekurssin laskiessa ja millä päätöksellä heidän mielipiteensä saataisiin muokattua positiivisemmaksi. Osakkeen hinnan reaktiosta päätellen yhtiö oli tulkinnut osakkeenomistajiaan oikein ja tehnyt toimivan korjaavan liikkeen. Johtaja C:n kommentoi strategiamuutosta seuraavasti:

”Luulen, että se oli pakon sanelema. [...] Se oli oikeansuuntainen, mutta riittämätön toimenpide.”

Mielenkiintoista on, että osavuositarkastuksen yhteydessä strategiapäätöksen kanssa samaan aikaan Sonera myös laski tulosenustettaan edellisvuotta alemmalle tasolle. Tästä negatiivisesta ilmoituksesta huolimatta markkinat kokivat osakkeen arvon kohoavan kun yritysjohto huomioi sijoittajien pelon tulevaisuuden kalliista lupahankinnoista.

Kansainvälistyminen ja lupien hankinta sinällään ei näyttänyt markkinoidenkaan mielestä olevan haitallista. Markkinoilla näytti olevan selvää, että voidakseen kasvaa ja pysyä vahvana kilpailuilla markkinoilla Soneran piti lähteä pois Suomesta (HS 18.8.2000c, Taloussanomat 3.8.2000, Tekniikka ja Talous 19.10.2000) eikä tätä osaa vanhasta strategiasta näytetty kyseenalaistettavan. Asiantuntijoidenkin mielestä matkapuhelinmarkkinat olivat yhdentymässä ja tehokas tapa säästää kustannuksia oli toimia laajasti (HS 18.8.2000c). Isot säilyisivät ja pienillä tulisi hanakalaa. Pelkoa sijoittajissa herätti sen sijaan Saksan umts-

luvista maksettu summa, joka oli kaksi kertaa yhtiön liikevaihdon verran ja sijoittajat eivät olleet varmoja tulisiko tulevaisuudessa lisää liian suuria, Soneran mielestä rohkeita, investointeja.

Päätös strategian muutoksesta tuli pian syyskuussa pidetyn road show'n jälkeen, jonka aikana tuli selväksi, että markkinat suhtautuivat erittäin epäilevästi siihen, kuinka järkevää oli maksaa umts-luvista niin suuri summa ja kuinka Sonera selviäisi sen maksamisesta. Strategian muutoksen suuruus korostuu, kun vertaa uutta varovaista strategiaa Relanderin puheisiin syyskuussa, jolloin hänen mukaansa "Sonera on edistyksellinen, aggressiivinen ja menestyvä. Ja pitää tästä strategiasta kiinni myös jatkossa." ja "Umts-luvat ovat välttämätön osa strategiaa." (Talouselämä 15.9.2000) Vaikuttaisi siis siltä että strategian muutos ei ollut lähtöisin yrityksen sisältä vaan aiheellisena sitä pitivät markkinat. Tätä tukisi myös hallituksen puheenjohtajan Tapio Hintikan 20.4.2001 Talouselämässä antama haastattelu, jossa Hintikka sanoo Soneralla olevan selkeä strategia, mutta sen toteuttamisessa on kuitenkin otettava markkinat huomioon. Ilmeisesti vuonna 2000 Sonera oli tyytyväinen omaan strategiaansa, mutta sitä toteuttaessaan he huomasivat markkinoiden reagoivan siihen vahvan negatiivisesti ja kokivat tarpeelliseksi muokata toimintaansa yleisön odotusten mukaiseksi.

5.7 Soneran sijoittajaviestintä ja sen vaikutus yhtiön maineeseen

Vaikka road show'ssa Soneran antamat luvut koskien sen tytäryhtiöitä ja umts-markkinoiden kehitystä olivatkin odotettua alhaisempia, erään pankin paikalla ollut edustaja totesi ilahtuneena yrityksen läpinäkyvyyden lisääntyneen (Talouselämä 15.9.2000). Sijoittajat arvostavat yritysten viestinnän avoimuutta ja nopeutta. Soneran UMTS-kauppoja käsittelevissä artikkeleissa kuin myös analyytikoiden kommentoissa kävi kuitenkin useaan otteeseen ilmi, kuinka yritykseltä ei saatu tarpeeksi tietoa vaan investointien ympärillä oli salaileva ilmapiiri. Esimerkiksi Talouselämässä 1.9.2000 mainitaan kuinka "Sonera on vaivihkaa kääntänyt painopisteensä vahvasti palveluihin. Se ei ole tehnyt muutosta salassa, mutta hyvin vähäeleisesti." Vaikuttaakin siltä että yritys ei kommunikoinut tarpeeksi toiminnastaan ja päätöksistään ja 20.4.2001 Talouselämän haastattelussa Relander katsoo taaksepäin ja toteaa oppineensa ainakin sen, että "on kommunikoitava paljon enemmän".

Sijoittajaviestinnän tarkkuuden osalta Soneralla oli myös hieman parantamisen varaa. Hallituksen puheenjohtaja Markku Talonen aiheutti hämmennystä Kauppalehden artikkelilla 8.1.2001, jossa hän kertoi Soneran pyrkimyksestä vähentää osuuttaan Group 3G:ssä ja yhtiön

saavan omansa pois Saksan umts-luvasta. Talosen mukaan ”Kyllä ostajat ovat olleet halukkaita maksamaan pääsystä Saksan umts-markkinoille enemmän kuin huutokaupassa maksoimme” (KL 8.1.2001). Soneran omistusosuus Group 3G:stä oli 42,8 % ja tavoitteeksi Talosen mukaan oli asetettu 20 %. Lisäksi hänen mukaansa Sonera oli yhä kiinnostunut uusista umts-luvista. Analyytikot esittivät epäilyksensä halukkaista ostajista eivätkä uskoneet Soneran saavan omiaan pois. Heti samana päivänä Sonera julkaisi pörssitiedotteen, jossa se täsmensi Talosen lausuntoja. Soneran mukaan yhtiö oli vasta käynnistänyt selvityksen, jossa tutkitaan eri vaihtoehtoja hankkia Group 3G:lle ostaja. Lisäksi yhtiö ilmoitti, ettei se tällä hetkellä suunnittele uusien umts-lupien hakua (HS 9.1.2001).

Sijoittajien näkökulmasta ristiriitaiset lausunnot aiheuttavat turhaa pään vaivaa. Markkinoiden reagoidessa entistä nopeammin Talosen kommentteista olisi voinut syntyä suuret kustannukset. Jos markkinat olisivat tarttuneet lauseeseen Group 3G:n myymisestä, olisi osakekurssi lähtenyt nousuun, mutta tullut ryminällä alas tiedotteen tullessa julki ja yhtiön perueissa myyntipuheet. Kurssi olisi mitä luultavimmin päätyntä vielä lähtötasoa alemmaksi, koska markkinat olisivat myös hinnoitelleet yllätyksen ja väärän tiedon aiheuttaman epäluottamuksen osakkeen hintaan. Oli myös vaarallista ilmaista Soneran olevan kiinnostunut uusista umts-luvista osakemarkkinoiden tehtyä edellisinä kuukausina erittäin selväksi, ettei edellistenkään lupien hankintaa ole hyväksytty. Soneran asemassa, jossa toimialan kehittyvät markkinat luovat jo itsessään epävarmuutta, tulisi sijoittajaviestinnässä panostaa luotettavuuteen ja täsmällisyyteen. Kuten aikaisemmin mainittiin, markkinoilla vallitsi ylipessimismi ja huonoihin uutisiin reagoitiin liian vahvasti. Yrityksestä tulevilla ristiriitaisilla signaaleilla voi tällaisessa tilanteessa olla moninkertaiset seuraukset tavalliseen verrattuna.

Näyttäisi tosin siltä kuin lokakuun 2000 strategiamuutoksen jälkeen soneralaisilta saadut kommentit olisivat muuttuneet varovaisemmiksi. Vuoden 2001 alussa todettiin, etteivät SmartTrust ja Zed olleet vielä kehittyneet tarpeeksi, jotta ne voitaisiin viedä pörssiin. Samalla ilmoitettiin että Sonera haluaa edelleen kasvaa ja kansainvälistyä, mutta entistä pienemmin panoksin (HS 23.5.2001). Relander varoi myös antamasta tulevaisuuteen liittyviä lupauksia ja tyytyi vain toteamaan ”Kyllä tässä sellainen jääräpäinen usko on, että maailma muuttuu myönteisen kehityksen uralle” (HS 23.5.2001). Varovaisuuden ymmärtää, sillä vuoden 2000 korkealentoiset lupaukset eivät olleet toteutuneet.

Helmikuussa 2001 Soneran kurssi otti yhdeksän prosentin kolauksen, kun yhtiö ilmoitti Telefonican kanssa tehdyn umts-yhteistyösopimuksen ehdoista (Taloussanomat 16.2.2001). Kävi ilmi, että sopimuksessa oli osto- ja myyntioptioita, joista Sonera ei ollut aikaisemmin kirjallisesti tiedottanut. Sopimuksessa oli muun muassa kohta, jonka mukaan Soneralla oli oikeus myydä oma osuutensa 3G:stä Telefonicalle, jos yhtiö löytäisi fuusiokumppanin, jolla on lisenssi Saksassa. Soneran viestintäjohtaja Jari Jaakkolan mukaan yhtiö ei pitänyt tietoja Saksan umts-kauppojen yhteydessä olennaisina ja niinpä niitä ei julkaistu (Taloussanomat 15.2.2001). Jaakkolan mukaan asiasta kerrottiin niille, jotka siitä osasivat kysyä. Mielenkiintoista asiassa on se, että osakemarkkinat reagoivat negatiivisesti asiaan, joka on sinällään positiivinen. Ongelmana oli, ettei Sonera ollut tiedottanut asiasta. Sen sijaan, että markkinat olisivat reagoineet kurssinousulla Soneran kannalta hyvään uutiseen, ne kokivatkin epävarmuutta siitä, mitä muuta ei tiedetä sopimuksen yksityiskohdista. Näin ollen kurssi päättyi laskuun.

Epäselvyydet ja vuoden 2000 seikkailut aiheuttivat kuprun Soneran maineeseen. Talouselämä teetti vuonna 2001 jokavuotisen tutkimuksensa arvostetuimmista pörssiyrityksistä ja sen mukaan Sonera oli pudonnut edellisvuoden sijalta kaksi sijalle 44 (Talouselämä 12.10.2001). Kaikkiaan yhtiöitä oli mukana 51. Artikkelissa Soneran talousviestinnän johtaja Samppa Seppälä arvioi yhtiön markkina-arvon voimakkaan putoamisen olleen tärkein syy analyytikoiden mielipiteen kielteisyydelle. Tutkimuksen tekijän mukaan analyytikot kyllä seurasivat uutisia ja Soneran surkea pörssikurssikehitys oli vaikuttanut asiaan, mutta ei pidä myöskään unohtaa umts-kauppoja, jotka olivat analyytikoiden mielestä suuri virhe. Tässäkin sijoittajaviestinnän rooli tuotiin esille kun Nokian viestintäjohtaja Lauri Kivinen epäili yhtenä syynä Soneran huonoon sijaan myös tiedotuksen puutteellisuutta ja suurpiirteisyyttä.

IT-kuplan aikaan useammatkin yritykset sortuivat suurpiirteisten ja epäselvien tiedotteiden julkaisemiseen. Rahoitusanalyytikko A:n mielestä teknokuplan aikaan oli havaittavissa pörssitiedotetehtailua, jolloin sumeita viestejä annettiin tarkoituksena päästä lyhyellä aikavälillä tavoitteisiin. Tehtailun takana olivat myös johdon optio-ohjelmat. Vesterisen (2009) väitöskirjassa eräs Soneran johtaja kertoo, kuinka markkinoiden ja analyytikoiden ollessa epävarmoja mihin valtava odotettu kasvu perustuu, kääntyvät he yrityksen puoleen. Johtajan mukaan jos yritys sai markkinat vakuuttumaan, että se pystyy saavuttamaan tavoitteensa, alkoivat sijoittajat toivoa yritykseltä pörssitiedotteita. Jokainen tiedote kasvatti

osakkeen hintaa. Monia kasvuhakuisia yrityksiä houkutteli kovasti tehdä puhdasta pörssitiedote liiketoimintaa ja näin kasvattaa IT-kuplaa.

Henkilö A toteaa kuitenkin, etteivät analyytikot aina uskoneet yritysten tiedotteisiin:

”Siinä aika lailla uskottiin jo kuplan muodostumiseen ja kun kommentteja tuli yrityksen puolelta niin ei niihin kaikkiin aina suhtauduttu hirveällä luottamuksella, koska koettiin, että siinä on yleinen hype käytössä. [...] Tänä päivänä [pörssitiedotetehtailua] ei juuri ole koska kaikki tietävät, että todellinen kehitys on kuitenkin se, joka ratkaisee.”

Yhtiön ollessa hypetyksen kohteena ja markkinoiden ja median hehkuttaessa toimialan mahdollisuuksia, saattaa yritys kohdata vaikeuksia yrittäessään saada omaa näkemystään kuulluksi. Soneran kohdalla teknologiabuumin ollessa kovimmillaan, markkinoilla oli vahva näkemys toimialan tulevaisuudesta ja yrityksen tästä näkemyksestä eroava mielipide jäi ilman huomiota:

”Se mitä yhtiö viestittää sellaisessa tilanteessa, niin onko sillä hirveästi merkitystä. Siinä elettiin sellaisen melkein joukkopsykoosin vallassa kaiken kaikkiaan. Siis sijoittajat, välittäjät, yritykset ja media. Kaikki nämä neljä ruokkivat sen kuplan muodostumista. [...] Mutta mielestäni kun siinä on niin vahva joukkopsykoosi taustalla, niin ihmiset eivät oikein usko.”

(Rahoitusanalyytikko A)

Analyytikko A mainitsi myös, kuinka tiedottamisen kautta saatujen faktojen painoarvo markkinoiden arvostuksissa vaihtelee markkinatilanteen mukaan:

”(Kurssikehitys) on aina datapohjainen ja aina tunnepohjainen. Joskus painotetaan enemmän dataa, joskus enemmän markkinapsykologiaa, mutta jos jommankumman unohtaa niin todennäköisesti menee vähän pieleen. Jompikumpi aina hallitsee.”

IT-kuplan aikana uuden talouden yrityksiä arvostettiin aivan uusin tavoin liikevaihtoon katsomatta. Tulevaisuuden mahdollisuudet ja liiketoimintamallit olivat vielä epäselviä, mutta odotukset olivat kovat. Vaikuttaisi siltä, että markkinoiden ennusteet ja arviot olivat pitkälti sentimenttivetoisia, sillä luotettavaa, tai ylipäänsä mitään, dataa ei ollut tarjolla. Johtaja C

totesi, että vaikka yritys huomaisikin markkina-arvon olevan korkeampi kuin käypä arvo, ovat yrityksen vaikutusmahdollisuudet rajalliset:

”Minä en usko, että yksittäinen yritys pystyy vaikuttamaan siihen markkinasentimenttiin. Jos markkinat vakuuttuvat, että se on voittajayritys, sillä on hyvä strategia ja hyvät kompetenssit implementoida ja toteuttaa se strategia, niin sillä voi olla merkitystä siihen valuaatioon. Mutta ei sillä, että mitä ennustat tulevaisuudesta, varsinkin jos se on täysin päinvastaista kuin muualla.”

Vasta yleisen sentimentin muuttuessa yhtiö pystyy paremmin tuomaan todellisuutta esille, mutta A:n mukaan tällöin tiedolla voi olla dramaattiset seuraukset:

”Tietenkin voi olla, että kun [markkinoiden odotukset] alkavat järjestyä vähän eri suuntaan ja silloin isket sellaisella tiedolla, joka on vastakkain sen yleisen näkemyksen kanssa, niin se saattaa muodostaa todella rajun reaktion. Eli se reagointi on niin tilannekohtainen, kummin päin reagoidaan tai miten reagoidaan. Pitää vaan aistia miten [markkinoiden odotukset] ovat siellä yleisesti.”

Soneran johtaja B:n mukaan Soneran tapauksessa Nasdaq-listautumisessa mukana olleilla pankeilla oli suuri vaikutus yhtiön markkinoille antamaan tietoon:

”Voi sanoa, että kaikki ne pankit, jotka veivät Soneran pörssiin, niin nehan tietysti hehkuttavat tätä paljon ja siinä on firma aika voimaton. [...] Silloin lähetettiin tällaisia tiedotteita, että kannattaa ottaa rauhallisesti, koska uusien palveluiden investoinnit ovat ihan alkuvaiheessa, eivätkä ne ole vielä mitään tuottaneet. Koko sen joukon, joka vei firman Nasdaqiin, tavoitteena on myydä osakkeita, eivätkä ne kyllä pidätelleet yhtään. Oli aikamoisia kinojakin sisäisesti siitä, että mitä tässä oikein sanotaan, koska me koimme että on edesvastuutonta ja henkilökohtaisesti todella riskaabelia ryhtyä hehkuttamaan liikaa sen puolesta, että saadaan osakkeita kaupaksi, kun tiedettiin, että business on vielä alkuvaiheessa. Mutta tämä markkinadynamiikka oli siis sellainen, että jos kysyttiin, että who's in the driver's seat niin kyllä tässä pankit, jotka kirjoittavat sitä prospectusta, ovat erittäin keskeisessä asemassa. Ja idea agenttiteorian näkökulmasta on, että ne saavat feetä sitä enemmän, mitä korkeammalla hinnalla osakkeita menee kaupaksi.”

5.8 Helpotusta Saksan tilanteeseen

Sonera sai nostetta osakekurssiinsa kesäkuussa 2001, kun Saksan televalvontaviranomainen ilmoitti, että umts-luvan hankkineet operaattorit saisivat jakaa tukiasemat lähettimiseen ja mastoiin (KL 6.6.2001). Viranomaisen päätös oli pitkään ja hartaasti odotettu ja tarkoitti suuria kustannussäästöjä. Alkuperäisissä säännöissä kaikenlainen yhteistyö kahden umts-luvan hankkineen operaattorin välillä oli kielletty ja fuusioituminen olisi johtanut toisen umts-luvan palauttamiseen Saksan valtiolle. Jokaisen operaattorin olisi siis täytynyt rakentaa oma umts-verkkonsa. Group 3G:ssä säästön arvioitiin olevan 40 prosenttia koko infrastruktuurin kustannuksista, joiden arviot heittelivät 3,5 miljardista eurosta 6 miljardiin euroon (KL 6.6.2001, KL 20.6.2001).

Epäselväksi jää, hakiko Sonera helpotusta Saksan tilanteeseensa myös harkitsemalla osuutensa myymistä Group 3G:stä. Huhuja omistuksen myynnistä kiersi lokakuussa 2001, jolloin Jari Jaakkola Sonerasta totesi kyseessä olevan väärinkäsitys: ”Osuutemme ei ole kaupan. Se toki pätee edelleen, että konsortio on auki kolmansille osapuolille eli nykyisten omistajien osuudet voisivat pienentyä.” (KL 8.10.2001) Pari kuukautta myöhemmin yhtiön uusi toimitusjohtaja Harri Koponen otti kantaa Saksan omistukseen: ”Olemme sijoittaja yhtiössä. Kun oikeat ostajat sattuvat kohdalle ja hinta on oikea, jossain välissä sijoittaja yleensä myy. Nyt kuitenkin keskitymme yhtiön arvon kasvattamiseen Saksassa ja katsomme, että yhtiö kehittyy oikeaan suuntaan.” (KL 3.12.2001) Sijoittaja, joka halusi tietää aikooko Sonera pysyä Saksassa, saattoi kokea Jaakkolan ja Koposen kommentit hyvinkin ristiriitaisina. Jaakkolan mukaan osuus ei olisi myynnissä, mutta Koponen näki mahdollisena osuuksien myymisen. Hämmäntävää onkin, että kaksi ylimmän johdon edustajaa antoi keskenään ristiriitaisia lausuntoja niinkin paljon käsitellystä aiheesta kuin Soneran 3G-omistukset. Saksan umts-kaupat olivat kohdanneet paljon kritiikkiä ja osakekurssi reagoi erittäin helposti niihin liittyviin uutisiin. Tällaisessa tilanteessa yhtiön edustajien tulisi olla poikkeuksellisen tarkkoja siitä, mitä sanovat ja että yhtiöllä on yhtenäinen linjaus.

5.9 Strategia hakee muotoaan

Vuoden 2000 lokakuussa ilmoitetun uuden varovaisemman strategian jälkeen Soneran strategia muuttui uudestaan lokakuussa 2001, kun toimitusjohtajan tehtäviin astui Harri Koponen. Aikaisemmin elokuussa oli ilmoitettu, ettei strategia muutu uuden toimitusjohtajan mukana (KL 28.8.2001), mutta toisin kävi. Koponen ilmoitti Soneran keskittyvän tulevaisuudessa entistä enemmän kotimaan liiketoimintaan ja kansainväliset hankkeet jäisivät

vähemmälle. Samalla ydinliiketoimintoihin kuulumattomat omistukset olivat myyntilistalla. (HS 23.10.2001) Koposen mukaan yrityksestä tulisi yhtenäisempi. Käytännössä tämä tarkoitti että Sonera ei sijoittaisi enää yhtään euroa Group 3G:hen ja oletettavasti myös Zed ja SmartTrust olisivat kaupan. Muihin umts-yhtiöihin menisi vain se, mikä oli jo juridisesti sovittu eli Espanjaan 300 miljoonaa euroa ja Italiaan 200 miljoonaa (KL 23.10.2001). Suurelle osalle markkinoista uutinen oli positiivinen, sillä ulkomaisiin projekteihin oli syydetty jo paljon rahaa ilman että tulosta oli alkanut syntyä. Analyytikot olivat raporteissaan myös kaivanneet selkeyttä Saksan 3G-strategiaan (Nordea Securities 24.7.2001, Opstock 24.7.2001) ja sen saatuaan kehuivat uutta strategiaa (Nordea Securities 22.10.2001, Opstock 23.10.2001). Joillekin sijoittajille tieto saattoi kuitenkin olla negatiivinen, sillä viimeistään nyt Soneraa sen kasvun ja kansainvälistymisen toivossa ostaneet joutuivat toteamaan että kansainvälistyminen saisi odottaa. Osakekurssi lähti kuitenkin huimaan nousuun ja osittain strategiailmoituksen seurauksena ja osittain samaan aikaan ilmoitetun osakeannin takia Soneran osake hyppäsi 25,7 prosenttia.

Soneran päätös uudesta strategiasta ja sen esille tuominen sai markkinoilta positiivisen vastaanoton ja osoitti yhtiön vihdoin luopuvan kuplan aikaisista maailmanvalloitusunelmista. Osakesäästäjien keskusliiton puheenjohtaja Jarmo Leppiniemi kommentoi Soneran tähänastista strategiaa ja totesi että vaikka tiedossa oli, ettei Soneran kokoinen ja velkaantunut yhtiö pysty maailmaa valloittamaan ei muutakaan ollut markkinoille yrityksestä kerrottu (HS 24.10.2001b). Soneran sijoittajia ja analytikoita oli pitkään vaivannut yhtiön tulevaisuuteen liittyvät monet tuntemattomat tekijät, joiden ansioista yhtiön todellista arvoa oli ollut vaikea arvioida. Korkealentoisten kansainvälistymis- ja kasvulupausten sijasta markkinat arvostivat enemmän vuoden 2001 syksyllä kannattavuutta ja kustannusten hallintaa. 11.9.2001 tapahtuneet USA:n terrori-iskut hankaloittivat vielä Soneran tilannetta lisää osakemarkkinoilla. Uuden keskittyneemmän strategian ja osakeannin tuoman taloudellisen liikkumavaran ansioista yhtiötä rasittavat riskit ja epävarmuudet helpottivat. Sijoittajat pystyivätkin arvioimaan yritystä tavallisena yrityksenä kriisiyhtiön sijaan. Osoituksena omasta luottamuksestaan Soneraa kohtaan Koponen osti toimitusjohtajuutensa alkuun reilulla 100 000 markalla Soneran osakkeita ja kehotti suomalaisia tekemään samoin (KL 28.8.2001).

Lokakuussa 2001 ilmoitetun uudistuksen jälkeen strategia tuli seuraavan kerran puheeksi jo helmikuussa 2002, kun strategiasta vastaava johtaja Niklas Sonkin kertoi uuden olevan valmisteilla ja valmistuvan ensimmäisen vuosipuoliskon aikana (KL 7.2.2002). Sonkinin

mukaan Soneran katse oli kääntymässä takaisin ulkomaille. Syyksi uudistukselle hän sanoi Suomen matkapuhelinmarkkinoiden saturoitumisen, jolloin kasvu kotimaassa ei enää riittä tyydyttämään omistajia ja kasvu on haettava muualta. Samalla Sonkin totesi markkinoiden näkemyksen kehityksestä muuttuneen positiivisemmaksi. Edellisen strategiauudistuksen yhteydessä annettu 500 miljoonan euron katto umts-investoinneille oli Sonkinin mukaan saanut omistajilta hyvän vastaanoton ja siitä Sonera aikoi pitää kiinni myös uudessa strategiassa. Uuden strategian heikkous olikin lähinnä se, että se oli tehty pakkoraossa, jotta säilyttäisiin hengissä (Taloussanomat 26.10.2001).

Vaikka strategiamuutokset kohottivat Soneran osakekurssissa, Kaj-Erik Relander antaa puheissaan sellaisen kuvan, ettei Soneran johtajana seuraa osakekurssin muutoksia tehdessään liiketoimintaa koskevia päätöksiä (Taloussanomat 31.1.2001). Relander kommentoi, että ”Pörssikursseja kuten lehtiartikkeleitakaan en lähde kommentoimaan. Kumpiakaan ei voi ohjailta. Meidän tehtävämme on hoitaa liiketoimintaa mahdollisimman hyvin.” Osa analyytikoista oli Relanderin kanssa samaa mieltä siitä, ettei pörssikurssi heijastanut todellisuutta vaan kurssiin peilautui televiestintäalan vallannut ylipessimismi (Talouselämä 12.10.2001). Samansuuntaisen kommentin antoi Conventumin silloinen analyytikko Aarni Pursiainen, jonka mukaan ”Markkinasentimentin pehmeystä huolimatta Soneran kurssilaskussa alkaa kyllä olla ylireagoinnin makua, kun isoja päivittäisiä pudotuksia tulee ilman mitään yhtiötä koskevia uutisia” (Taloussanomat 3.4.2001). Asia huomattiin myös analyytikkoraporteissa. Nordea Securitiesin raportin mukaan osakemarkkinat liioittelivat Soneran tulevat 3G-investoinnit ja aliarvioivat kyvyn lyhentää velkaa (Nordea Securities 4.10.2001). Raportin mukaan Sonera oli ”a fat man with a healthy heart” eli yhtiöllä oli paljon velkaa, mutta sillä oli tarpeeksi kannattavaa liiketoimintaa, jotta pystyi lyhentämään lainaa varsin nopeasti. Soneran talousviestinnän johtajan Samppa Seppälän mukaan markkinat ylireagoivat molempiin suuntiin (Talouselämä 12.10.2001). Tämä olikin tyypillistä tilanteelle, sillä Soneraa arvioitiin kriisiyrityksenä (HS 24.10.2001).

5.10 Osakeanti

Lokakuussa 2000 strategiamuutoksen yhteydessä Sonera ilmoitti myös osakeannista ja valtion lähtemisestä mukaan (HS 24.10.2001a). Aluksi kurssi lähti laskuun, mutta korjaantui sitten ja sijoittajien hyvä vastaanotto näkyi, sillä yhtiö sai 982 miljoonaa euroa lisää omaa pääomaa. Osakeanti helpotti Soneran rahoitustilannetta ja antoi vähän tilaa uusille investoinneille.

Osakeannin onnistumisen kannalta ehdottoman tärkeää oli valtion osallistuminen. Suomen valtio lupasi sijoittaa 530 miljoonaa euroa Soneraan ja konkurssipelot helpottivat. Helsingin Sanomien mukaan valtio sai lupaamansa rahat samana päivänä laskennallisesti takaisin kurssinousun kautta (24.10.2001a). Vaikka valtioon kasvuyrityksen omistajana suhtaudutaan usein kriittisesti, oli sen rooli kyseisessä annissa korvaamaton:

”[...] valtion omistukseen voi suhtautua monella tavalla. On huonoja kokemuksia, joissa joitain asioita on haluttu viedä läpi, mutta ei ole saatu, koska siellä on myös poliittinen päätöksenteko taustalla. Mutta tässä tapauksessa se oli hyvä asia. Oli laskettavissa ihan sen varaan, että anti on tulossa ja kun se tulee niin valtio merkkää. Ja kun on kriisihinnoittelu kyseessä, niin se näkyi sekä velka- että osakemarkkinoilla, joilla tiedettiin että kun anti tulee niin siitä seuraa hirveä pomppu. Tulee uusia osakkeita, mikä tarkoittaa sitä, että arvo laimenee useammalle osakkeelle, minkä takia hinnan pitäisi pudota. Mutta koska se riski oli hinnoiteltu niin vahvasti, niin silloin saattoi ajatella että kun se riskihinnoittelu purkautuu sieltä taustalta pois, se arvo pomppaa ylös. Ja se meni juuri niin. [...] Eli valtion rooli oli ennakoitavissa että se on positiivinen, ja se oli positiivinen.” (Rahoitusanalyytikko A)

Myös Nordea Securitiesin raportissa (4.10.2001) ennen osakeantia uskottiin vahvasti, että Soneran joutuessa konkurssin partaalle, valtio tulisi apuun. Sonera oli valtion ja poliitikkojen kannalta liian tärkeä, jotta sen annettaisiin mennä nurin. Saman asian otti huomioon myös Moody's Investors Service (2001), joka Soneran yritysanalyysissa totesi yhdeksi yhtiön vahvuudeksi Suomen valtion omistuksen. Valtio ei siis välttämättä kaavamaisen johtamisen ja poliittisten intressien takia ole paras omistaja kasvuyritykselle, mutta tiukan paikan tullen sen vahvuudet tulevat esille.

Soneran osakeannin yhteydessä huomiota herätti liikenne- ja viestintäministeri Olli-Pekka Heinosen kommentti Soneran tulevaisuuden näkymistä ministeriön tiedotteessa: ”Henkilökohtaisesti uskon siihen mahdollisuuteen, että jo pitkällä aikavälillä markan paneminen Soneraan nyt merkitsee euron saamista siitä muutaman vuoden jaksolla” (HS 24.10.2001c). Samalla Heinonen tuli antaneeksi kovan lupauksen osakehinnan kuusinkertaistumisesta. Lisäksi Heinonen oli asemassa, jossa hän edusti suurinta osakkeenomistajaa ja oli niin lähellä sisäpiiritietoa, ettei olisi saanut keskustella osakkeenhinnasta. Heinosen kommentit eivät sopineet Soneran uuteen ja varovaisempaan strategiaan. Sijoittajille oli juuri kerrottu kuinka Sonera keskittyy kotimaahan ja

ydintoimintaansa ja maailmanvalloitusunelmat oli jätetty taustalle. Oli harkitsematonta esittää näkemys, jonka mukaan Sonera kehittyisi hurjasti lyhyessä ajassa, varsinkin kun tueksi ei ollut esittää muuta kuin ministerin henkilökohtainen mielipide.

Pääomistajan edustajien lausuntoja kommentoitiin valtioneuvoston tiedonannossa (2002), jossa käsiteltiin valtion omistajapolitiikkaa Sonerassa. Tiedonannon mukaan erityinen ongelma ovat pörssiyhtiöt, joiden osalta saman omistajan eri edustajien erisuuntaiset kannanotot aiheuttavat epätietoisuutta markkinaosapuolten ja analyytikkojen parissa. Valtioneuvoston mukaan hallitus oli todennut ongelman olemassaolon ja siihen oli etsitty ratkaisuja sekä valtionhallinnon kehittämistyön yhteydessä että kauppa- ja teollisuusministeriössä osana omistajapolitiikan koordinointi- ja kehittämistyötä. Ristiriitaiset kommentit Sonerassa oli siis huomattu ja tavoitteeksi oli asetettu kehittää valtion omistajaohjauksen hallinnon toimivuutta vuoden 2003 aikana.

5.11 Päätös Soneralla ja Group 3G:lle

Huhuja Telian ja Soneran fuusioitumisesta oli liikkunut jo kauan ja maaliskuussa 2002 yhtiöt ilmoittivat yhdistyvänsä. Osakemarkkinoilla oli odotettu Soneran kannalta parempaa preemioita, mutta ennustetun 20 prosentin sijaan osakkeenomistajat saivat vain 15,8 prosenttia lisähintaa (High Tech Forum 27.3.2003). Näin ollen Soneran omistajat saivat jokaista omistamaansa osaketta kohden reilut puolitoista Telian osaketta. Soneran asema neuvottelupöydässä oli kuviteltu vahvemmaksi, mutta Soneraan verrattuna Telia oli velkaantumaton. Helsingin pörssissä Soneran kurssi kääntyi iltapäivällä päivän nousun jälkeen laskuun.

Soneran Saksan umts-seikkailut päättyivät heinäkuussa 2002 Soneran ja Telefonican ilmoittaessa luopuvansa Group 3G:stä (HS 25.7.2002). Tästä seurasi 4,3 miljardin euron alaskirjaukset Soneran taseessa. Mm. High Tech Forum kirjoitti 25.7.2002 Soneran tekemien alaskirjausten positiivisesta vaikutuksesta osakkeen hintaan: ”sijoittajat ottivat ilmoitukset alaskirjauksista myönteisesti vastaan, sillä sekä Sonera että Telefonica palkittiin reippaalla kurssinousulla. Telefonican kurssi nousi New Yorkissa keskiviikkona melkein 20 prosenttia ja Sonera kallistui Helsingin pörssissä 17 prosenttia 4,09 euroon.” (High Tech Forum 25.7.2002) Jälleen kerran sinällään negatiivinen asia kuten mittavat alaskirjaukset sai pörssissä aikaan positiivisen reaktion. Soneran tapauksessa sijoittajat kuitenkin tiesivät, että enemmän tai myöhemmin umts-investointi tultaisiin kirjaamaan alas. Sijoittajat eivät

kuitenkaan olleet varmoja milloin ja tarkalleen minkä suuruinen alaskirjaus tultaisiin tekemään. Lisäksi edellisenä vuonna tapahtunut kirjanpitopestosten sarja Enronissa oli tuonut mukanaan epäilykset tilintarkastajia kohtaan ja Soneran umts-kirjauksia kohtaan (Opstock 7.2.2002). Kaikki nämä epävarmuustekijät olivat näin ollen laskeneet osakkeen hintaa ja epävarmuuden kadotessa virallisen alaskirjauksen tulla tietoon, osakkeen hinta nousi. Huomioitavaa onkin kuinka kalliiksi sijoittajien epävarmuus yritykselle tulee. Soneran tapauksessa sijoittajat olivat laskeneet alaskirjauksen aiheuttaman hinnan laskun varmuuden vuoksi todellisuutta suuremmaksi juuri informaatoriskin ja epävarmuuden takia.

Markkinoilla alaskirjausta oli siis odotettu jo kauan ja se otettiin positiivisesti vastaan, mutta ajoitusta ihmeteltiin. Alaskirjauksen todettiin tulevan yhtäkkiä ja vihdoinkin viimein (Taloussanomien 17.8.2002). Syy, jonka markkinat kokivat vaikuttaneen alaskirjauksen ajoitukseen, oli Telefonican edellisenä päivänä tekemä ilmoitus Group 3G:stä luopumisesta (HS 25.7.2002). Telefonican ilmoitettua jättävänsä 3G:n, ei Sonerasta kommentoitu asiaa mitenkään. Seuraavana päivänä yhtiö kuitenkin ilmoitti myös tekevänsä 3G:tä koskevat alaskirjaukset. Erään analyytikon mukaan Soneralla ei ollut muuta vaihtoehtoa kuin seurata Telefonicaa (KL 26.7.2002b), mutta yrityksestä asia kiellettiin. Varatoimitusjohtaja Aimo Eloholman mukaan päätös tehtiin itsenäisesti: ”Jos asiantuntemusta on käytetty riittävästi, johtopäätökset tulevat tietenkin samanlaisiksi” (KL 26.7.2002b). Samaan aikaan liikenne- ja viestintäministeri Kimmo Sasi kertoi tiedotteessa, että Telefonican päätöksen jälkeen ”(Soneran alaskirjaus) on johdonmukainen seuraamus ja asianmukaisesti toteutettu toimenpide.” (KL 26.7.2002b)

Toiseksi syyksi alaskirjausten ajoitukselle epäiltiin fuusiouutiset Telian kanssa, mutta Sonerasta kiistettiin myös tämä väite. Toimitusjohtaja Harri Kopsen mukaan Telialta ei ollut tullut käskyä alaskirjauksiin (KL 26.7.2002b). Sen sijaan yritysjohdon mielestä alaskirjaus johtui realismista Saksan markkinoita kohtaan: ”Matkaviestintämarkkinan kehitys on heikentynyt, erityisesti Saksan markkina kehittyi Euroopassa hitaimmin. Mukanaolo kävi myös kalliiksi, sillä pääoman hinta on noussut ja verkkovierailusopimukset ovat kalliita. Liittymien keskimääräinen tuotto-odotus oli alhainen ja 3G:n kilpailukyky riittämätön.” (KL 26.7.2002a) Soneran mukaan alaskirjaukset eivät siis riippuneet ulkoisista tekijöistä eikä valtiokaan edustajansa mukaan puuttunut asiaan (KL 26.7.2002c). Ristiriitaisten lausuntojen ja tapahtumien samanaikaisuuden takia sopii kuitenkin miettiä oliko päätös vapaaehtoinen.

Seuraavassa luvussa käydään läpi tutkimustulokset eli se, kuinka osakemarkkinat ja Sonera olivat vuorovaikutuksessa keskenään ja kuinka se on sovellettavissa Ikäheimon & Mouritsenin (2007) malliin.

6. Tutkimustulokset

6.1 Käyvän arvon ja markkina-arvon vastaavuus

Ikäheimon ja Mouritsenin (2007) mallissa (ks. sivu 11) sijoittajaviestinnän yhtenä tärkeimmistä tehtävistä mainitaan yrityksen käyvän arvon ja markkina-arvon saaminen samaksi. Käyvän arvon edustaessa yritysjohton käsitystä yrityksen arvosta ja markkina-arvon edustaessa osakemarkkinoiden käsitystä, tarkoittaa tämä toisin sanoen sitä, että sijoittajaviestinnän päätehtävä on saada osakemarkkinoiden ja yritysjohton odotukset yhteneviksi.

Kaikkeen, mitä Sonera teki, kohdistui osakemarkkinoilla suuret odotukset. Tästä johtuen yhtiön käypä ja markkina-arvo poikkesivat vahvasti toisistaan. IT-kuplan ja uuden talouden arvostusmallin takia Sonera sai Internet-yhtiön valuaation, jossa huomio siirtyi perinteisestä liikevaihdosta tulevaisuuden mahdollisuuksiin ja osakkeen hinnasta valtaosa perustui odotuksiin voitoista, joiden uskottiin tulevan vasta vuosien kuluttua (HS 10.2.2001). Analyttikoiden arviot siitä, mitä tulevaisuudessa tapahtuisi, erosivat toisistaan mutta yhteistä ennusteissa oli se, että jotain suurta olisi tulossa. Myös niiden, jotka ymmärsivät osakkeenarvon olevan liian korkea kuplan muodostuksen aikana, hyödytti mennä massan mukana, sillä näin sai parhaan tuoton sijoituksilleen. Tällaisessa tilanteessa, jossa osa ihmisistä ei näe osakkeen oikeaa arvoa ja loput hyötyvät ylihinnittelusta, korostui sijoittajaviestinnän rooli odotusten muokkaamisessa entisestään.

Yritysjohton nähdään usein hyötyvän korkeista osakehinnoista, varsinkin jos taustalla on optiojärjestelmät. Tällöin myös syntyy epäilyjä siitä, korjaavatko johtajat osakkeen hintaa jos kyseessä on ylihinnittelu. IT-kuplan aikaan Soneran tapauksessa ylihinnittelu oli selvää, mutta juuri IT-kuplan takia markkinoilla oli myös niin vahva joukkopsykologia taustalla, etteivät ne reagoineet mihinkään vastakkaista väittävään informaatioon. Ikäheimon (2002) mukaan osakemarkkinoilla on taipumusta kuvitella, että toteutunut kehitys on ennuste tulevaisuudesta. Siten toimialaansa nopeammin kasvavien yritysten oletetaan myös tulevaisuudessa kehittyvän vastaavalla tavalla. Ikäheimon mukaan tämän tapainen

ylioptimismi ja usko tulevaisuuteen ylläpitää epärealistisia osakekurssitasoja. Ylihinnoittelu ja ylioptimismi kulkevat siis käsi kädessä. Soneran tapauksessa tuoreena sijoittajien mielessä oli 1990-luvun menestyksekkäs gsm-liiketoiminta. 3G-tekniikan oletettiin olevan 2000-luvulla yhtä suuri menestys. Johtaja B kommentoi Soneran ylihinnoiteltua osakekurssia:

”Joskus ajatellaan, että kiva kun yrityksen osake on korkealla, mutta jos se on ihan liian korkealla, niin se on kaikille iso ongelma. Koska jonkun pitää purkaa ne odotukset ja pettymykset. Jonkun mekanismin kautta ne purkautuvat ja yleensä ne ovat inhottavia mekanismeja. Ja mitä enemmän valtiota on mukana, sitä inhottavammaksi se yleensä menee, koska silloin politiikka tulee mukaan ja silloin se on ihan eri peli kuin business.”

IT-kuplan aikaan huimiin korkeuksiin noussut Soneran osake tuli kuplan puhjettua nopeasti myös alas. Osakemarkkinoiden ylioptimismia seurasi ylipessimismi. Nousun aikaiset odotukset hävisivät osakkeen hinnasta ja ennusteet loistavasta tulevaisuudesta uudessa taloudessa vaihtuivat pettymykseen. Korkeiden odotusten jälkeen Sonera vajosi pohjalle, jossa etsittiin syyllisiä kun ennusteet eivät toteutuneetkaan. Jokaiseen negatiiviseen uutiseen reagoitiin liioitellusti eikä osakemarkkinoilla enää uskottu yhtiöön.

Puhuttaessa sijoittajaviestinnästä ja sen tehtävästä saada käypä arvo ja markkina-arvo yhteneviksi, puhutaan samassa yhteydessä luottamuksesta. Sijoittajaviestinnällä pystyy vaikuttamaan vain silloin kun yhtiöön ja sen tiedottamiseen luotetaan. Jos markkinoilla huomataan osakkeen olevan ylihinnoiteltu, putoaa osakkeen hinta reilusti oikean hinnan alapuolelle juuri luottamuspulan takia. Ja kirjallisuuden mukaan luottamusta ei ole helppo saada takaisin vaan se vie aikaa. Analyttikko A:n mukaan käytäntö kuitenkin eroaa teoriasta:

”Olen aina sanonut, että markkinoilla on pitkä muisti ja näin pitäisi mielestäni olla. Systeemin pitäisi olla itseohjautuva. Mutta minulle on tullut sellainen tunne viime aikoina, ettei markkinoilla niin pitkä muisti kuitenkaan ole. [...] nyt tuntuu siltä että se on kohtuullisen lyhyt kaiken kaikkiaan.”

Johtaja B totesi myös muistin olevan lyhyt ja perusteli sitä osakemarkkinoiden opportunistisuudella:

”Jos katsotaan sykliä, niin kyllä se yleensä niin on, että heti kun sentimentti muuttuu niin kaikki vanhat synnit tai vanhat hyvät teot unohtuvat. Siinä mielessä ei heillä niin kauhean pitkä muisti ole. Kyllä sen huomaa, että sentimenttimuutos on se tärkein, koska se tapahtuu ja millä tavalla. [...] Markkinat ovat opportunistisia ja opportunisteilla ei ole niin kauhean pitkä muisti.”

Osakemarkkinat osaavat siis olla hyvinkin anteeksiantavaisia, jos tuotot ovat kohdallaan. Ja toisaalta saattavat kääntää selkensä nopeastikin vielä vähän aikaa sitten menestyneelle yritykselle. Tähän saattaa tosin myös vaikuttaa se, millaisia sijoittajia yhtiö houkuttelee. Yhtiöt, joilla on pitkän tähtäimen sijoittajia kuten kotitalouksia, voivat selvitä vähemmällä kuin toiset. Soneran tapauksessa IT-kupla oli houkutellut paikalla spekulioijia ja pikavoiton etsijöitä, mikä ei ainakaan helpottanut yhtiön tilannetta. Tämän tyyppiset sijoittajat eivät vaadi yhtiöltä paljon, mutta ne eivät myöskään ole yhtiön kannalta toivottavia. Sen sijaan pitkän tähtäimen sijoittajat vaativat yhtiöltä enemmän ja tällaisten sijoittajien houkuttelemisessa ja säilyttämisessä sijoittajaviestinnällä on suuri rooli. Viestinnän on herätettävä luottamusta ja sen on oltava pitkällä tähtäimellä yhtenäistä.

6.2 Osakemarkkinoiden ja yhtiön vuorovaikutus

Ikäheimon ja Mouritsenin mallissa analyytikot ja sijoittajat nähdään osakemarkkinoiden edustajina ja kaksisuuntaisen kommunikoinnin kautta heillä on myös mahdollisuus tuoda mielipiteensä kuulluksi ja vaikuttaa yrityksen johtoon. Tuomisen (1995) mukaan analyytikoiden painoarvo kasvaa median kautta lehdistön julkaistessa analyytikoiden ennusteita. Johtajat B ja C myönsivät analyytikoiden merkityksen yritysjohdolle, mutta C ei todennut analyytikoiden välillä eroja:

”Minun henkilökohtainen käsitykseni on se, ettei ollut erityisesti yksittäisiä analyytikoita tai yksittäisiä erittäin vaikutusvaltaisia yksilöitä. [...] me pyrimme tasapuoliseen toimintaan ja me otimme kaikki vastaan aikataulujen salliessa.”

Johtaja B puolestaan nosti esille yhteistyöpankkien analyytikot:

”Yleensä ne pankit, jotka ovat vieneet firman pörssiin tai on tehty isoja transaktioita niiden kanssa, niin niiden analyytikoita me kuuntelemme enemmän. Ihan siitä syystä, että he ovat yleensä perehtyneet siihen firmaan paremmin.”

Yhteistyöpankkien analyytikoiden korkeamman painoarvon voisi selittää useampikin tekijä. Ensiksi, kuten johtaja B mainitsi, yhtiön kanssa liiketoimintaa tehneet pankit tuntevat yrityksen taustat, nykyisen tilanteen ja tulevaisuuden näkymät paremmin. Esimerkiksi listautumisannin yhteydessä julkaistavassa listalleottoesitteessä on tarkasti oltava mainittuna kaikki osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavat asiat ja tätä varten pankin analyytikot ovat käyneet koko yrityksen huolellisesti läpi. Toiseksi, yhteistyöpankkien analyytikoiden kuunteleminen voi olla liikekumppanuuden takia kannattavaa. Reynisson (1994) totesi, että institutionaaliset sijoittajat saattavat tukea yritysjohtoa, jotta yhteistyö ei vaarantuisi. Lin ja McNichols (1998) puolestaan ehdottivat, että analyytikot saattavat antaa ylisuotuisia suosituksia ylläpitääkseen asiakassuhdetta yritykseen. Tilanne saattaa toimia samalla tavoin toisin päin eli yritysjohtoon voi olla hyödyllistä kuunnella tuttujen analyytikoiden mielipiteitä, sillä aiempi yhteistyö pankin kanssa saattaa helpottaa esimerkiksi lainan saamista tulevaisuudessa tai alentaa tulevien transaktioiden hintoja. Hyvät suhteet yhteistyöpankkien analyytikoihin voivat siis olla taloudellisesti kannattavia.

Linin ja McNicholsin (1998) mukaan yhteistyöpankkien analyytikot antavat siis positiivisempia ennusteita yhtiöstä kuin sellaisten pankkien analyytikot, joilla ei ole yhteistyösuhdetta kyseiseen yhtiöön. Johtaja B:n mukaan Soneran yritysjohto myös kuunteli näitä analyytikoita enemmän. Tämä saattaa olla vaarallinen yhtälö, sillä investointipankit pyrkivät omalla toiminnallaan kannattavaan liiketoimintaan ja tämä toiminta ei aina ole samassa linjassa yhtiön kanssa. Esimerkkinä tästä toimii investointipankki Merrill Lynch, joka oli pääjärjestäjänä Soneran maaliskuun 2000 nopeutetulla tarjousmenettelyllä pidetyssä osakemyynissä. Merrill Lynch julkisti hieman ennen osakemyyntiä erittäin positiivisen ennusteen Soneran tulevaisuudesta ja sen tytäryhtiöiden arvosta vastoin Soneran itsensä kehotusta. Epäillä voi, oliko kyseessä sattuma, mutta selvää on, että osakemyynnin, siitä saatavan järjestelypalkkion ja siten myös investointipankin kannalta ajoitus oli otollinen. Sonera, joka oli kieltäytynyt kvantifioimasta tytäryhtiöidensä liiketoimintaa, joutui toteamaan, että osakemarkkinat olivat asettaneet yhtiöille tavoitteet, joiden saavuttamisesta ei välttämättä palkittaisi, mutta joiden alle jäämisestä rangaistaisiin.

Yhteistyöpankeilla oli siis erittäin suuri vaikutusvalta siihen, mitä tietoa markkinoille annettiin. Esimerkiksi Soneran Nasdaqin listautumisannin hoitanut pankki pystyi lähettämään markkinoille erittäin positiivista tietoa ja yritys oli voimaton estämään sen, vaikka olisi ollut eri mieltä tiedon julkaisemisesta. Pankin tavoitehan on saada mahdollisimman hyvä

listautumishinta yritykselle, jolloin markkinoille halutaan antaa positiivista tietoa. Mielenkiintoista onkin kuinka osakemarkkinat vaikuttavat myös itse itseensä. Tieto ei siis pelkästään kulje Ikäheimon ja Mouritsenin mallin mukaan yhtiöltä osakemarkkinoille ja osakemarkkinoilta yhtiöön, vaan tietoa levitetään myös osakemarkkinoiden sisällä. Yhtiöltä markkinoille tulevalla tiedolla yritysjohto pyrkii vaikuttamaan markkina-arvoon niin, että se nousisi tai laskisi samalle tasolle käyvän arvon kanssa. Osakemarkkinoilta yhtiöön tulevalla tiedolla markkinat puolestaan pyrkivät saamaan johtajien käsityksen käyvästä arvosta kohtaamaan markkina-arvon. Yhden analyytikon toiselle analyytikolle tai sijoittajalle puolestaan antamalla tiedolla vaikutetaan myös markkina-arvoon, mutta Sonerankin tapauksessa yritys oli voimaton vaikuttamaan siihen sijoittajaviestinnällään.

Johtaja B sanoi yritysjohtoon ja analyytikoiden yhteistyön olevan välillä vaikeaa:

”On hankalaa yritysjohdolle missä määrin kuuntelet mitä analyytikot sanovat, ja missä määrin tottelet heitä. Siinä on aika iso ero. [...] Tämä on hankala balanssi, koska toimivan johdon toisaalta pitää sanoa, että ei tässä analyytikoiden pillin mukaan ole tanssittu. Jos oltaisiin, niin olisimme menneet nurin jo monta kertaa. Mutta pääomamarkkinoiden sentimentin ymmärtäminen on kyllä tärkeää.”

Yritysjohtoon pyrkiessä ymmärtämään sijoittajien mielipiteet ja odotukset, se voi tehdä tämän osakekurssin ja analyytikkokeskusteluiden avulla. Niissä heijastuu sijoittajien näkemys. Analyytikoita kuuntelemalla yritysjohto pystyy aistimaan, minkälainen tunnelma osakemarkkinoilla on ja onko se kenties muuttumassa johonkin tiettyyn suuntaan. Analyytikot ovat sijoittajien kanssa jatkuvasti tekemisissä ja toimivat näin ollen hyvänä rajapintana osakemarkkinoihin. Analyytikoiden mielipiteet eivät kuitenkaan saa ohjailla johdon tekemisiä, sillä analyytikoiden tehtävänä on antaa hyviä sijoitusneuvoja, kun taas yritysjohtoon on tähdättävä nykyisten osakkeenomistajien etujen ajamiseen pitkällä aikavälillä, eivätkä nämä kaksi tavoitetta aina kohtaa.

Toinen tapa saada selville sijoittajien mielipiteitä on seuraamalla osakekurssia. Kaj-Erik Relander antoi puheissaan sellaisen kuvan, ettei Soneran johtajana seuraa kurssimuutoksia tehdessään liiketoimintaa koskevia päätöksiä, koska pörssikursseja ei hänen mukaansa voi ohjailla. Tässä kommentissa näkyikin hyvin myös Ikäheimon ja Mouritsenin (2007) mallissa esille tuotu epävarmuus, jota yritysjohto kokee osakemarkkinoita kohtaan. Johtajat kokevat,

etteivät he pysty vaikuttamaan osakkeella käytyyn kauppaan. Relanderin näkemys on siis tältä osin yhtenevä mallin kanssa ja varsinkin buumista syöksylaskuun joutuneen yhtiön näkökulmasta ymmärrettävä. Buumin aikana osakemarkkinat olivat ylioptimistisia ja siitä siirryttiin suoraan laskusuhdanteeseen, jossa samat markkinat muuttuivat ylipessimistisiksi. Tällaisessa ympäristössä yritysjohto saa olla varpaillaan lausuntojensa kanssa ja markkinat voivat vaikuttaa hyvinkin arvaamattomilta.

Vaikka osakemarkkinoiden ja johtajien päätöksentekokoneistot ja käytös ovat hyvin erilaiset, myönsi johtaja C markkinoiden odotuksilla olleen vaikutusta yrityksessä tehtyihin investointipäätöksiin. Yrityksen osakekurssin noustessa ja osakemarkkinoiden Zediin ja SmartTrustiin kohdistuvien odotusten ollessa korkealla oli, markkinoiden odotuksilla palveluinvestointeja lisäävä vaikutus. Johtaja B totesi samansuuntaisesti, että investoinnit olisivat varmasti olleet paljon pienemmät, jos markkinat olisivat olleet vahvasti niitä vastaan. Soneran osakkeen hinnan lähdettyä laskuun, johtaja B kommentoi markkinoiden odotuksia:

”Nämä heijastuvat tietysti siten, että katsottiin, että sen sijaan että aikaisemmin oli ollut tällainen vahva kasvun tilanne, niin nyt lähdeittiinkin siitä, että pitää mennä pelkästään kannattavuuteen.”

Osakemarkkinoiden sentimentti oli siis tehnyt täyskäännöksen ja uusien investointien sijaan markkinoilla kaivattiin tehokkuutta ja kulujen karsimista. Kansainvälistymiseen ja uusiin innovaatioihin painottunut strategia ei enää toiminutkaan ja uusi varovaisempi strategia otettiin käyttöön.

6.3 Sentimentin vaikutus osakemarkkinoihin

Rahoitusanalyytikko A sanoi lähtevänsä siitä, että haluaa aina nähdä johdon siitä yrityksestä, jota arvioi. Analyytikon mukaan suoraan johtajilta saatu tieto on arvokkaampaa kuin välikäsiä kautta saatu, koska tällöin ei tarvitse miettiä onko jotain jätetty pois tai lisätty. Myös Soneran johtajan B näkökulmasta keskustelut analyytikoiden kanssa olivat tärkeitä siksi, että heiltä saa tiedon siitä, mitä markkinat milloinkin arvostavat ja onko tulossa vahvoja sentimenttimuutoksia. Kuten luvussa 5.7 todettiin, markkinatilanteesta riippuen osakemarkkinat painottavat enemmän joko sentimenttiä tai faktatietoa arvioidessaan yrityksiä. Tämä on erittäin tärkeätä huomata yrityksen suunnitellessa sijoittajaviestintäänsä. Soneran tapauksessa IT-kuplan aikana oli huomattavissa, että osakkeen hinta arvostettiin korkealle,

vaikka kenelläkään ei ollut tarkkaa tietoa mitä tulevaisuudessa tapahtuu eikä yritys antanut ennusteita tulevaisuuden kehityksestä. Sijoittajilla vaikutti silti olevan tunne siitä, että jotain suurta on tulossa ja osakemarkkinoilta tuleva nousupaine Soneraa kohtaan näytti tukevan tätä. Näyttäisi siltä, että sijoittajat painottivat sentimenttiä sen takia, että heiltä puuttuu faktatieto. Vuoden 2000 syksyyn asti Sonera kieltäytyi kvantifioimasta palveluidensa ennusteita, koska ne olivat niin alussa, että luvut olisivat olleet arvailua. Voisi kuitenkin olla, että alustavien ennusteiden julkaiseminen olisi tyydyttänyt analyytikoiden ja sijoittajien tarpeen saada numeeriset arvot tulevaisuudelle ja samalla hillinnyt heidän omia analyysejään, joissa optimistisin arvo määrittäi osakkeen hinnan. Ennusteiden näkeminen olisi vähentänyt Ikäheimon & Mouritsenin mallissa mainittua epävarmuutta, jota osakemarkkinat kokevat liiketoimintaa kohtaan ja jonka takia osakkeesta saattaa tulla väärin hinnoiteltu. Tätä tukisi myös Beyerin (2008) havainto siitä, että analyytikoilla on taipumus antaa optimistisempia ennusteita yrityksille, joiden tuotoista on vähemmän tietoa tarjolla. Tiedon lisääminen olisi voinut katkaista kierteen, jossa Soneran hinta nousi, minkä takia analyytikot antoivat optimisia arvioita Sonerasta selittämään tätä nousua, mikä puolestaan edelleen nosti Soneran kurssia. Soneran lopulta julkaistessa ennusteet palveluilleen syyskuussa 2000, osakkeen kurssi oli jo pudonnut 60 % maaliskuun huipusta.

IT-kuplan aikana joukkohypetyksen vallitessa ja konkreettisten faktojen puuttuessa osakemarkkinoilla painottui siis sentimentti. Maaliskuussa 2000 osakekurssi puolestaan kääntyi laskuun ja ylipessimismi valtasi markkinat. Osakkeen hinta tuli yhtä nopeasti alas kuin oli noussutkin ja osakemarkkinat toimivat jälleen sentimenttivetoisesti. Osakemarkkinoiden tunnelma oli tosin kääntynyt ylipositiivisesta ylinegatiiviseksi ja yritys ajautui kriisiin. Sijoittajaviestinnän kannalta kriisit ovat haasteellisia, sillä ne edellyttävät nopeita päätöksiä, synnyttävät huhuja ja kiinnostavat mediaa (Mars et al. 2000), mutta juuri silloin toimiva sijoittajaviestintä on tarpeellinen. Soneran tapauksessa median yhtiötä kohtaan osoittama kiinnostus oli erittäin suurta, minkä takia yhtiön tuli olla tarkka lausunnoissaan. Median tarkkaillessa Soneran toimintaa ja etsiessä kritiikin aiheita pienemmätkin virheet käytiin läpi ja niistä rangaistiin. Lehdissä jokainen soneralaisen lausunto nostettiin esiin ja sitä vertailtiin aikaisempien kommenttien kanssa. Yhtiötä koskevia huhuja syntyi markkinoilla ja median kiinnostus lisäsi niiden leviämistä. Huhut olivat Soneran kannalta hankalia, sillä niillä oli pahimmillaan yhtä suuri vaikutus osakkeen arvoon ja maineeseen kuin oikealla informaatiolla. Osakemarkkinoiden ylireagoidessa kaikkiin uutisiin, eivät sijoittajat lähteneet selvittämään huhujen aitoutta vaan niihin reagoitiin välittömästi.

7. Johtopäätökset

”Voitimme huutokaupan ja joskus käy niin, että kun voittaa huutokaupan niin menettää pelin.” (Johtaja B)

Sijoittajaviestinnän tutkimisen kannalta kriisitilanteet yrityksissä ovat otollisia, koska ne tulevat yllättäen ja vaativat nopeaa päätöksentekoa. Tällöin yrityksestä pystyy näkemään sen todellisen arvomaailman ja millaista sijoittajaviestintää silloin käytetään. Lisäksi kriisit yleensä herättävät median kiinnostuksen, jolloin asiat käsitellään kaikkien näkyvillä ja onnistuneen sijoittajaviestinnän merkitys korostuu entisestään.

Soneran umts-kauppojen piti olla teknologinen menestys, mutta päätyikin yhdeksi Suomen taloushistorian suurimmista epäonnistumisista. Suurin syy tähän oli liian suuret odotukset yhdistettynä markkinoiden epätietoisuuteen koskien alaa, jolla näytti olevan valtavat uuden talouden kehitysmahdollisuudet. IT-kuplan muodostuessa ja Soneraa koskevan faktatiedon puuttuessa osakemarkkinat toimivat sentimenttivetoisesti. Yhtiön velkaantuessa ja IT-kuplan puhjettua sijoittajien suhtautuminen muuttui nopeasti kasvuhakuisesta ja ylioptimistisesta kannattavuushakuiseen ja ylipessimistiseen.

Tutkimuksessa oli huomattavissa, että osakemarkkinat vaikuttivat Soneran toimintaan. Erityisesti yhteistyöpankkien analyytikoiden mielipiteiden merkitys korostui. Yhtiö pyrki kuuntelemaan analyytikoita havaitakseen markkinoiden sentimenttimuutokset, mutta samalla haasteeksi muodostui kuinka kohdata sijoittajien tarpeet ja kuunnella analyytikoita menemättä kuitenkaan heidän pillinsä mukaan. Noususuhdanteessa sijoittajaviestinnällä oli ongelmia saavuttaa yleisön huomio, sillä osakemarkkinoilla vallitsi vahva joukkopsykologia. Kuplan puhjettua myös osakemarkkinoiden suhtautuminen Suomen valtioon enemmistöomistajana muuttui. Kasvuvaiheessa valtion kaltainen jäykkä omistaja nähtiin rasitteena, mutta yhtiön ollessa vaikeuksissa, kääntyi vahva omistaja eduksi.

Osakemarkkinoiden vaikutusta yrityksen toimintaan olisi mielenkiintoista tutkia lisää. Yhtenä jatkotutkimusaiheena näkisin myös selvittää osakemarkkinoiden painotukset sentimenttiin ja faktaan eli milloin ja miksi toista painotetaan enemmän kuin toista.

LÄHTEET

Barker, Richard B. 1998: *The Market for Information – Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers*. Accounting and Business Research, Vol. 29, No 1, s. 3-20.

Becker, Bo; Cronqvist, Henrik & Fahlenbrach, Rüdiger 2008: *Estimating the Effects of Large Shareholders Using a Geographic Instrument*. Fisher College of Business Working Paper Series.

Beyer, Anne 2008: *Financial Analysts' Forecast Revisions and Managers' Reporting Behavior*. Journal of Accounting and Economics, Vol. 46, No. 2-3, s. 334-348.

'Cadburyn raportti' 1992, *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

Deegan, Craig 2001: *Financial Accounting Theory*. The McGraw-Hill Companies, Roseville.

Deegan, Craig 2002: *Social and Environmental Reporting and Its Role in Maintaining or Creating Organizational Legitimacy*. Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 15, No. 3, s. 278-436.

Deimante, Teresiene & Paskevicius, Paulius 2009: *Portfolio Construction and Management During the Period of Financial Crisis*. Economics and Management, Vol. 14, s. 195-201.

Demetz, Harold 1983: *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, s. 375-390.

Einhorn, Eti 2007: *Voluntary Disclosure Under Uncertainty About the Reporting Objective*. Journal of Accounting and Economics, Vol. 43, s. 245-274.

Fuller, Joseph & Jensen, Michael C. 2002: *Just Say No to Wall Street*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 4, s. 41-46.

Glosten, Lawrence R. & Milgrom, Paul R. 1985: *Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders*. Journal of Financial Economics Vol. 14, No. 1, s. 71-100.

Graham, John R.; Harvey, Campbell R. & Rajgopal, Shiva 2006: *Value Destruction and Financial Reporting Decisions*. Financial Analysts Journal, Vol. 62, No. 6, S. 27-39.

Granovetter, Mark 1985: *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*. The American Journal of Sociology, Vol. 91, No. 3, s. 481-510.

Gray, Rob; Owen, Dave & Adams, Carol 1996: *Accounting & Accountability – Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*. Hertfordshire, Prentice Hall Europe.

Hart, Oliver 1983: *The Market Mechanism as an Incentive Scheme*, Rand Journal of Economics, Vol. 14, s. 366-382.

Healy, Paul M. & Palepu, Krishna G. 1993: *The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategies on Stock Prices*. Accounting Horizons, Vol. 7, No. 1, s. 1-11.

Holderness, Clifford G. 2003: *A Survey of Blockholders and Corporate Control*. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 9, s. 51-64.

Holderness, Clifford G. & Sheehan, Dennis P. 1988: *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, s. 317-346.

Holland, John 1998a: *Influence and Intervention by Financial Institutions in Their Investee Companies*. Corporate Governance, Vol. 6, No. 4, s. 249-264.

Holland, John 1998b: *Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency*. Journal of Business, Finance & Accounting, Vol. 25, No. 1-2, s. 29-68.

Ikäheimo, Seppo 1996: *Communication in the Share Markets*. Publications of the Turku School of Economics and Business Administration, Sarja A-9:1996.

Ikäheimo, Seppo 2002: *Yliarvostetut Osakkeet Uhka Yrityksille ja Yhteiskunnalle*.

Liiketaloudellinen Aikakauskirja, No. 1, s. 93-98.

Ikäheimo, Seppo & Mouritsen, Jan 2007: *Investor Relations and the Production of Fair Values and Market Values*. Total Quality in Academic Accounting – Essays in honour of Kari Lukka, toimittanut Granlund Markus, Turun kauppakorkeakoulu, Sarja C3:2007.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. 1976: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, s. 305-360.

Kaplowitz, Jay 2009: *The Return of the Individual Investor*. Investment Dealers' Digest, Vol. 75, No. 33, s. 6.

Koh, Kevin; Matsumoto Dawn & Rajgopal, Shiva 2007: *Meeting or Beating Analyst Expectations in the Post-Scandals World: Changes in Stock Market Rewards and Managerial Actions*. Working paper, University of Washington.

Libby, Robert; Libby, Patricia A. & Short, Daniel G. 2004: *Financial Accounting*. 4. painos, McGraw-Hill Companies, New York.

Lin, Hsiou-wei & McNichols, Maureen F. 1998: *Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations*. Journal of Accounting and Economics, Vol. 25, s. 101-127.

Mars, Minna; Virtanen, Marjatta & Virtanen, Olli V. 2000: *Sijoittajaviestintä Strategisena Työkaluna*. Oy Edita Ab, Helsinki.

Miller, Peter & O'Leary, Ted 2000: *Value Reporting™ and the Information Ecosystem*. PriceWaterhouseCoopers.

Reynisson, Gisli 1994: *Corporate Ownership Concentration – An Empirical Study of the Institutional Investor*. Tampereen yliopisto.

Roberts, John; Sanderson, Paul; Barker, Richard & Hendry, John 2006: *In the Mirror of the Market: The Disciplinary Effects of Company/Fund Manager Meetings*. Accounting, Organizations and Society, Vol. 31, s. 277-294.

Scholes, Eileen & Clutterbuck, David 1998: *Communication with Stakeholders: An Integrated Approach*. Long Range Planning, Vol. 31, No. 2, s. 227-238.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1986: *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, s. 461-488.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1997: *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, s. 737-783.

Soneran vuosikertomus 1997, 1999, 2000, 2001.

Talousvaliokunnan mietintö 21/2002: *Valtioneuvoston tiedonanto valtion omistajapolitiikasta ja Sonerasta*.

Thrift, Nigel 2001: *'It's the Romance, Not the Finance, That Makes the Business Worth Pursuing': Disclosing a New Market Culture*. Economy and Society, Vol. 30 No. 4, s. 412-432.

Timonen, Pekka 2006: *Valtio Omistajana ja Yrittäjäriskin Kantajana*. Lakimies 7-8, s. 1312-1324.

Tuominen, Pekka 1995: *Management of Corporate Investor Relations: A Study Based on Relationship Management*. Turun Kauppakorkeakoulun julkaisuja, Sarja A-6:1995.

Valtioneuvoston tiedonanto 1/2002: *Valtioneuvoston tiedonanto valtion omistajapolitiikasta ja Sonerasta*.

Vesterinen, Johanna 2009: *Equity Markets and Firm Innovation in Interaction – A Study of a Telecommunications Firm in Radical Industry Transformation*. Helsingin Kauppakorkeakoulu, A-346.

Lehtiartikkelit:

Helsingin Sanomat 08.03.2000, Valtio myi yllättäen osan Soneraa

Helsingin Sanomat 29.04.2000, Sonera hakee umts-lupaa Saksasta.

Helsingin Sanomat 12.06.2000, Länsi-Euroopan maista vain Suomi antoi matkapuhelinluvat ilmaiseksi

Helsingin Sanomat 31.07.2000, Saksan isojen poikien telehuutokauppa alkaa

Helsingin Sanomat 11.08.2000, Sonera vielä mukana Saksan kännykkälupien huutokaupassa

Helsingin Sanomat 17.08.2000, Telefonica myönsi Soneran kiinnostavan

Helsingin Sanomat 18.08.2000a, Saksa sai puhelinluvistaan yli 300 miljardia markkaa

Helsingin Sanomat 18.08.2000b, Sonera sai Saksan-valloitukseen rahaa Turkista ja Yhdysvalloista

Helsingin Sanomat 18.08.2000c, Toimilupa lisää Soneran arvoa

Helsingin Sanomat 19.08.2000, Sonera sai taas uuden kosijan

Helsingin Sanomat 21.08.2000, Sonera satsaa Saksaan

Helsingin Sanomat 04.09.2000, Sonera uskoo rinnakkaisiin teknologioihin

Helsingin Sanomat 07.09.2000, Soneralta odotettiin liikaa

Helsingin Sanomat 15.09.2000, Ministeriö istuu kahdella pallilla

Helsingin Sanomat 24.10.2000, Markkinat pakottivat Soneran painamaan jarrua umts-kisassa

Helsingin Sanomat 09.01.2001, Sonera selitteli Markku Talosen lausuntoja

Helsingin Sanomat 10.02.2001, Pari historiallista virhettä

Helsingin Sanomat 23.05.2001, Relander: Sonerassa reivataan kurssia

Helsingin Sanomat 06.09.2001, Soneran 3G löytämässä Saksassa kumppanin

Helsingin Sanomat 23.10.2001, Sonera keskittyy nyt kotimaahan

Helsingin Sanomat 24.10.2001a, Sonera hurjassa nousussa

Helsingin Sanomat 24.10.2001b, Leppiniemi: Soneraan sijoittavan pitää muistaa riski

Helsingin Sanomat 24.10.2001c, Lupauksia, lupauksia

Helsingin Sanomat 25.07.2002, Telefonica: Sonera luopuu Saksan umts-yhtiöstä

Kauppalehti 20.05.1999, Homma hanskassa

Kauppalehti 09.12.1999, Soneran osakkeella yhä kaasu pohjassa

Kauppalehti 18.08.2000a, Sonera panee 21 miljardia Saksan umts-toimilupaan

Kauppalehti 18.08.2000b, Sonera 21 miljardin investoinnilla Saksan matkapuhelinmarkkinoille

Kauppalehti 24.08.2000, Soneralla jo viides laskupäivä

Kauppalehti 24.10.2000, Sonera nieli umts-intonsa

Kauppalehti 08.01.2001, Sonera pienentää Saksan umts-omistusta voitolla

Kauppalehti 27.02.2001, Umts-sijoituksia parjataan liikaa

Kauppalehti 06.06.2001, 3G saa Saksan umts-yhteistyöstä säästöä ainakin 600 miljoonaa euroa

Kauppalehti 20.06.2001, Saksan umts-yhteistyö rokottaa verkkotoimittajia

Kauppalehti 28.08.2001, ”En tullut saneeraamaan”

Kauppalehti 08.10.2001, Sonera kiisti 3G-myyntihuhut

Kauppalehti 23.10.2001, Koponen iski puumerkkinsä strategiaan

Kauppalehti 03.12.2001, Yle: Sonera voi myydä koko Saksan 3G-osuutensa

Kauppalehti 07.02.2002, Sonera uudistaa keväällä jälleen strategiansa

Kauppalehti 26.07.2002a, Sonera lähti lentoon

Kauppalehti 26.07.2002b, Umts-seikkailu maksoi Soneralle yli neljä miljardia

Kauppalehti 26.07.2002c, ”Valtiolla ei ole roolia Soneran Saksa-päätöksessä”

Kauppalehti 06.08.2002, Keskusta haluaa edelleen erillisen Sonera-selvityksen eduskuntaan

Talouselämä 11.08.2000, Umts-huutokauppa rakentaa merkkiä

Talouselämä 01.09.2000, Kilpailukyky

Talouselämä 15.09.2000, ”Aivan liian alhaisia lukuja!”

Talouselämä 13.10.2000, Rahastot ahmivat Soneraa

Talouselämä 20.04.2001, ”Nyt pitää olla nöyrä”

Talouselämä 12.10.2001, Soneran maine meni

Taloussanomat 03.08.2000, Soneran kurssi laski alimmilleen sitten viime marraskuun

Taloussanomat 06.09.2000, Soneran roadshow ei vakuuttanut

Taloussanomat 15.11.2000, Tapaus Sonera

Taloussanomat 31.01.2001, ”Soneralle olisi riittänyt Saksassa pienemmätkin paukut”

Taloussanomat 15.02.2001, Soneran umts-optiot yllättivät sijoittajat

Taloussanomat 16.02.2001, Soneran saksalaisen umts-luvan käypä arvo puolittunut

Taloussanomat 03.04.2001, Sonera rojahti alle listautumishinnan

Taloussanomat 26.10.2001, Soneran kuviot häkellyttivät suuromistajiakin

Taloussanomat 17.08.2002, Soneran talousjohtaja puolustaa Saksan umts-luvan alaskirjauksen ajankohtaa

Tekniikka ja Talous 19.10.2000, Sonera haluaa ison kalan
Tekniikka ja Talous 13.09.2001, Jaetaan Sonera kansalle

Analytiskoraportit:

Nordea Securities, 24.07.2001
Nordea Securities, 04.10.2001
Nordea Securities, 22.10.2001

Moody's Investors Service, lokakuu 2001

Opstock, 24.10.2000
Opstock, 24.07.2001
Opstock, 23.10.2001
Opstock, 07.02.2002

Sähköiset lähteet:

Euroclear, luettu 17.9.2009. http://www.ncsd.eu/2091_FIN_ST.htm

High Tech Forum, luettu 20.9.2009, <http://www.hightechforum.fi/index.cfm?j=245040>

High Tech Forum, luettu 15.1.2010, <http://htf.kaleva.fi/index.cfm?j=9352>

Minne hävisivät Soneran rahat? <http://www.kolumbus.fi/sidewinder/Sonera-kirja.txt>

National Investor Relations Institute, luettu 4.11.2008,
http://www.niri.org/about/origins_ch2.cfm,

Pörssisäätiö, luettu 16.10.2009,
<http://www.porssisaatio.fi/artikkelit/suomen-arvopaperimarkkinoiden-puitteet>

Haastattelut:

Rahoitusanalytikko A, 25.11.2009, Helsinki.
Sonera johtaja B, 03.12.2009, Helsinki-Lontoo.
Sonera johtaja C, 07.01.2010, Helsinki.

LIITE 1.

