

Artikkeleita

EY:n direktiivit ja osakesarjojen hintaerot¹

TIMO LÖYTTYNIEMI

EY:n direktiivit vähentävät eri osakesarjojen äänierojen merkitystä. Direktiivien mukaan osakkeenomistajat päättävät osakeanneista ja sulautumisista osakelajikohtaisesti. Täten ne antavat merkittävässä määrin valtaa vähemmän äänivaltaisen osakesarjan omistajille. Riippuen siitä miten Suomen lainsäädäntöön tullaan ottamaan EY:n direktiivien mukaisia säännöksiä, tulevat valtasuhteet muuttumaan Suomessa. Asialla on taloudellista merkitystä, sillä eri äänivaltaisten osakesarjojen hintaerot ovat olleet viimeisen kuuden vuoden ajan Suomessa niin historiallisesti kuin kansainvälisestikin katsoen poikkeuksellisen suuret. Äänivallaltaan eroavien osakesarjojen keskimääräinen hintaero on Suomessa 82 prosenttia. Hintaerot ovat olleet laskussa vuoden 1991 aikana, ja tämän odotetaan jatkuvan.

1. Yksi osake — yksi ääni -periaate

Vaatus, että osakeyhtiöllä tulee olla vain yksi osakesarja ja tällä osakesarjalla yksi ääni, on saanut tukea rahoitusteorian kirjallisuudessa. Yhdellä osakesarjalla toimivan yrityksen omistusjakauma on helpommin muutettavissa kuin yhtiön, jolla on eri äänivallan osakesarjoja (*Harris ja Raviv*, 1989). Koska riskinotto ja äänivalta kulkevat tasatahtia, pystyy yksi osake — yksi ääni -periaate takaamaan pääomien optimaalisen kohdentumisen kansanta-

loudessa paremmin kuin eri äänivallan osakesarjat. Tämän vuoksi lainsäätäjien ensisijaisena tavoitteena tulisikin olla yhden äänivallan osakesarja. Tämän suuntainen keskustelu on ollut erityisen vilkasta Yhdysvalloissa, jossa SEC:n, pörssien ja yritysten väliset intressiritiirit ovat aiheuttaneet erilaisia sääntöjä kulloinkin päätösvallassa olevien näkemysten mukaan. Yritysten, erityisesti pääomistajien, tavoitteena on sallia osakesarjojen äänierot. Pörssien (NYSE, AMEX, NASDAQ) tavoitteena on sallia ääniero, jos on mahdollista, että jokin toinen pörssi sen sallii. Tällä hetkellä (*Financial Times*, 13. 6. 1991) vain AMEX sallii eri äänivallan osakesarjat. SEC pyrkii yhden osakesarjan periaatteeseen, sillä se takaa paremmin pääomien optimaalisen kohdentumisen sekä eri osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun. Yhdysvalloissa on myös taustalla 1920-luvun opetus. NYSE esti eri äänivaltaisten osakesarjojen liikkeelle laskun vuonna 1926, kun niiden käyttö oli kasvanut liian suureksi vuosina 1924 ja 1925 (*Kerbel*, 1987). Tämän vuoksi eri äänivallan osakkeet ovat Yhdysvalloissa suhteellisen harvinaisia.

Euroopassa eri äänivallan osakesarjoja on runsaasti käytössä muun muassa Hollannissa, Italiassa, Norjassa, Ruotsissa, Saksassa, Suomessa, Sveitsissä ja Tanskassa. Eri äänivallan osakesarjojen käyttö on vähäistä Englannissa ja Ranskassa. Euroopan maista monimutkaisin järjestelmä on käytössä Hollannissa, jossa yhtiöiden omistus on »sementoitu» säätiömuotoisilla omistusjärjestelyillä. Yrityksen omistaa säätiö, ja säätiötä valvoo yritysjohto. Ulkopuoliset omistajat omistavat säätiön äänettämiä

¹ Kirjoitus perustuu osittain kirjoittajan pitämään esitykseen asiantuntijoiden kuulemistilaisuudessa oikeusministeriössä 20. 11. 1991.

osuustodistuksia. Tärkeimpänä syynä sementointiin on Hollannissa esitetty ulkomainen omistus, jonka estämiseksi kyseisiä omistusjärjestelyjä on sallittu. Odotukset ovat kuitenkin sen suuntaisia, että vuosien kuluessa säätiöomistukset vähenevät. Saksassa ja Italiassa on käytössä korkeamman osingon saavat etuoikeutetut osakkeet. Sveitsissä osakepääoma jakaantuu kolmeen osakesarjaan: rekisteröidyt osakkeet, haltijaosakkeet sekä osuustodistukset. Sveitsiläiset yritykset ovat pyrkineet viime vuosien aikana vähentämään osuustodistuksen suhteellista osuutta. Suomen osakesarjaerot ovat lähellä Ruotsin, Norjan ja Tanskan käytäntöä.

Euroopan maakohtainen lainsäädäntö eri osakesarjojen osalta on kirjava ja käytäntö sekava. Suomi ei ole eurooppalaisena maana sen takapajuisempi tai edistyneempi kuin muut pienet Euroopan maat. Voidaankin todeta, että ainakin Hollannissa, Ruotsissa ja Suomessa kotimaisen ja ulkomaisen omistuksen erottamiseksi on osakkeiden vapausasteen lisäksi tai sen korvikkeena lainsäädännön avulla itse asiassa kannustettu yrityksiä luomaan eri äänivallan osakesarjoja. Tämä on Suomessa toteutunut rajoittamalla ulkomaalaisosakkeiden äänivallan käyttöä yhtiökokouksessa. Rajojen avautuessa ja lainsäädännön yhdenmukaistuessa käytäntö tulee kuitenkin muuttumaan, ja suunta on vähitellen kohti yhden äänivallan osakesarjaa. Tulee kuitenkin huomata jo tässä vaiheessa, että mitään pakottavia toimia vanhoja osakeyhtiöitä kohtaa ei ole odotettavissa, sillä käytäntö on Euroopassa niin kirjava.

2. Osakesarjojen hintaerot eri maissa

Osakesarjojen hintaerot Suomessa ovat olleet viime vuosien aikana huomattavan korkeat. Viimeisten tietojen mukaan (10. 1. 1992) Suomessa maksettu keskimääräinen hintaero oli 82 prosenttia. Jos suhteutamme äänivallasta maksetun kokonaisarvon yhtiön koko markkina-arvoon (äänipremio), huomaamme, että suomalaisissa pörssiyhtiössä 29 prosenttia yhtiön markkina-arvosta on äänivaltaerosta johtuvaa arvoa. Oheiseen taulukkoon (taulukko 1) on

koottuna hintaerot eri maista. Verrattaessa muihin maihin on 82 prosentin hintaero huomattavan korkea. Erityisen selvä on ero muihin pohjoismaihin nähden, joissa lainsäädäntö on kuitenkin lähinnä Suomen lainsäädäntöä. Norjassa hintaeroja ei juuri esiinny. Itse asiassa Norjassa tärkeämpi tekijä on osakkeen vaihtuvuuden suuruus sekä se, onko osake ulkomaa-laisten sijoittajien ulottuvilla vai ei. Ruotsissa äänivallaltaan eroavien osakesarjojen hintaerot ovat keskimäärin 5 prosenttia ja äänipremio vain 2 prosenttia.

Keskimääräinen hintaero eri äänivaltaisten osakesarjojen välillä nousi Suomessa jyrkästi vuodesta 1985 lähtien ja oli huipussaan yli 100 prosenttia. Vuoden 1991 kuluessa hintaerot ovat selvästi pienentyneet. Edelleen hintaeroa voidaan pitää korkeana. Miksi Suomessa on (oli) suuret hintaerot? Yksi keskeinen syy Suomessa äänivallasta maksettuun korkeaan hintaan on yrityskaupoissa maksetut tarjoukset (lähinnä fuusiovastikkeet) eri äänivallan osakesarjoille. Esimerkkejä näistä ovat Teräs (1982), Medica (1985), Kaukas (1986), Metsäliitto (1986), Serlachius (1986), Tamro (1986), Ro-

Taulukko 1. Äänivallaltaan eroavien osakesarjojen keskimääräiset hintaerot

	Osakesarjojen hintaero (osinkoero huomioitu) %	Äänivallan arvo/Yhtiön osakkeiden markkina-arvo %
Suomi ¹	82	29
Ruotsi ²	5	2
Norja ³	0	-3
Tanska ⁴	22	8
USA ⁵	5	—
Englanti ⁶	13	—
Sveitsi ⁷	26	—
Kanada ⁸	8—23	—

¹ 10. 1. 1992 (Pörssiyhtiöt)(Ilman WSOY:tä ja Finvestiä luvut olisivat 53 % ja 26 %)

² 8. 8. 1991 (A1-listan yhtiöt)

³ 8. 8. 1991 (5 suurinta yhtiötä)

⁴ 31. 7. 1991 (7 suurinta yhtiötä)

⁵ 1940—1978 (Lease, McConnell ja Mikkelson (1983))

⁶ 1955—1982 (Megginson (1988))

⁷ 1973—1983, haltijaosake ja osuustodistus (Vock (1987))

⁸ 1984—1987 (Robinson ja White (1990))

senlew (1987) ja Schauman (1988). Näissä kuskakin maksettiin suurempi korvaus äänivaltaisemmalle osakesarjalle. Kysymys ei ole absoluuttisesti tai suhteellisesti tarkastellen »oikeasta» hinnasta, vaan kysymys on itseään toteuttavasta prosessista, jossa korkealle markkinahinnalle maksetaan korkeampi korvaus.

Yrityskaupassa maksettu korkeampi korvaus äänivaltaiselle osakesarjalle ei ole vain suomalainen ilmiö. Ruotsissa *Bergström ja Rydqvist* (1991) laskivat, että keskimääräinen hintaero yhtiön osakesarjojen välillä oli markkinoilla hinnoiteltuina ennen yrityskauppaa 14,5 prosenttia ja yrityskaupassa 27 prosenttia. Vastavasti Englannissa *Meggison* (1988) laski keskimääräiseksi markkinoilla vallitsevaksi hintaeroksi 13,3 prosenttia ja yrityskaupassa maksetuksi hintaeroksi 27,6 prosenttia äänivaltaisen osakesarjan hyväksi.

Toinen tärkeä tekijä on yritysten säädökset ja lainsäädäntö äänivallan käytöstä. Esimerkiksi Ruotsissa, Saksassa ja Sveitsissä on käytössä rajoituksia, joissa yksi omistaja saa käyttää vain tietyn määrän äänivaltaa yhtiössä. Saksassa on lisäksi säädöksiä, joiden mukaan työntekijöillä on valtaa yhtiön päätöksenteossa. Tämän tyyppisillä säädöksillä vähennetään äänivallan arvoa.

3. EY:n direktiivit

Käsittelen tässä EY:n direktiivejä siltä osin miten ne vaikuttavat äänivallaltaan eroavien osakesarjojen keskinäiseen valtasuhteeseen. EY:n peruslinja osakeantien suhteen on vanhoille osakkeenomistajille suunnatut uusmerkintäannit. EY:n 2. direktiivin² (artikla 29) mukaan aina kun pääomaa korotetaan vastiketta vastaan, osakkeita on tarjottava etuoikeuksien osakkeenomistajille suhteessa siihen osuuteen, jota heidän osakkeensa edustavat osakepääomasta. Lisäksi yleissääntönä on, että merkintäetuoikeutta ei saa rajoittaa tai poistaa yhtiöjärjestyksen tai perustamiskirjan määräyksellä. Yhtiökokous voi kyseisen päätöksen kuitenkin tehdä noudattaen määränemmistö säännös-

tä, jossa riittää artiklan 40 mukaan kaksi kolmasosaa edustettuina olevien osakkeiden äänimäärästä tai edustettuna olevasta osakepääomasta.

Toinen peruslinja EY:n direktiiveissä osakeantien osalta on antaa osakesarjakohtaista valtaa silloin kun päätös vaikuttaa eri osakesarjojen oikeuksiin yhtiössä. Saman direktiivin artikla 25 määrää, että jos yhtiöllä on eri osakelajeja, yhtiökokouksen päätös pääoman korottamisesta tai valtuudesta sen korottamiseen on tehtävä toimittamalla erilliset äänestykset ainakin niiden eri lajia olevien osakkeiden omistajien keskuudessa, joiden oikeuksiin päätös vaikuttaa. Direktiivin tulkinta ei ole täysin yksiselitteinen. Väljästi tulkiten oikeuksiin vaikutetaan vain yhtiöjärjestyksestä muuttamalla vähimmäis- ja enimmäispääoman osalta. Jos tulkitaan tiukasti, oikeuksia muutetaan aina osakeannissa, koska osakeannit muuttavat eri osakesarjojen keskinäisiä taloudellisia oikeuksia yhtiössä. Esimerkiksi osakeannit, joissa lasketaan liikkeelle vain yhtä osakesarjaa, muuttavat osakesarjojen keskinäistä lukumäärää ja niillä on taloudellisia vaikutuksia. Eri äänivallan osakesarjojen osakeanneista on tehty kaksi tutkimusta: *Löytyniemi* (1991a) sekä *Hietala ja Löytyniemi* (1991). Lisäksi *Löytyniemi* (1991b) on osoittanut, että yritykset, jotka perustivat vähemmän äänivaltaisen osakesarjan, ovat listautumisen jälkeen lisänneet vähemmän äänivaltaisten osakesarjojen suhteellista määrää. Tämä on ollut varsin helppo toteuttaa nykyisen lainsäädännön sekä useimpien yhtiöjärjestyksien mukaan. Useilla yhtiöillä on yhtiöjärjestyksessä merkintä, jonka mukaan tavallinen uusmerkintä laskemalla liikkeelle vain vähemmän äänivaltaista osakesarjaa voidaan toteuttaa äänenemmistö päätöksellä (*Löytyniemi*, 1991b). Jos kyseinen lainsäädäntö otetaan Suomeen, olisi osakesarjakohtainen äänestys tiukan tulkinnan mukaan Suomessa enemmän sääntö kuin poikkeus. Osakesarjojen välisten taloudellisten oikeuksien ja taloudellisten vaikutusten kannalta tiukka direktiivin tulkinta olisi Suomen osalta suotavampi.

Osakeanteja koskevat EY:n direktiivit tiukasti tulkiten vaikuttaisivat Suomessa seura-

² Euroopan yhteisöjen virallinen lehti, N:o L 26, 31. 1. 1977.

vasti: (1) osakesarjakohtainen äänestys antaisi lisää valtaa vähemmän äänivallan omaavalle osakesarjalle, (2) vallan siirtyessä myös vähemmän äänivallan osakesarjoille, tulisi yrityksille paineita lisätä äänivaltaisempien osakkeiden suhteellista lukumäärää, sekä (3) osakeantiprosessi vaikeutuisi, koska lajikohtainen äänestys voi aiheuttaa odottamattomia yllätyksiä.

EY:n 3. direktiivi³ säätelee yritysten sulautumista. Pääsääntönä on, että sulautuspäätös tehdään määränemmistöllä (katso edellä). Kuitenkin artiklan 7 mukaan, jos yhtiössä on eri osakelajeja, päätös sulautumisesta on tehtävä toimittamalla erilliset äänestykset ainakin niiden eri lajia olevien osakkeiden omistajien keskuudessa, joiden oikeuksiin päätös vaikuttaa. Lisäksi pääsääntönä on, että sulautumiselle on aina saatava jokaisen sulautumiseen osallistuvan yhtiön yhtiökokouksen hyväksyntä. Kyseinen direktiivi tulisi Suomeen hyväksyttäessä vaikuttamaan seuraavasti: (1) osakesarjakohtainen äänestys antaisi lisää valtaa vähemmän äänivallan omaavalle osakesarjalle, (2) sulautumisen mahdollinen vaikeutuminen voi aiheuttaa sen, että yhtiöt sulautumisen asemasta jäävät itsenäisiksi, koska Suomen lainsäädännön mukaan pörssi- ja OTC-yhtiöissä lunastusvelvollisuus alkaa kahden kolmasosan äänimäärästä, sekä (3) sulautumistilanteessa ja sitä edeltävässä ostotarjoustilanteessa maksettava hintaero äänivaltaisemman ja vähemmän äänivaltaisen osakesarjan välillä tulisi olemaan pieni.

EY:n 5. direktiivin täydennysehdotus⁴ tulisi EY:n hyväksymisen jälkeen lisäämään yhä edelleen vähemmän äänivaltaisen osakesarjan valtaa. Direktiiviehdotuksen päälinja olisi se, että äänivallan tulisi olla suhteessa merkittyyntä pääomaan yhtiössä. Tämä tarkoittaa yksi osake — yksi ääni -periaatetta. Jos yhtiö päättää perustaa vähemmän äänivaltaisen osakesarjan, tällä sarjalla tulee olla taloudellinen etuus suhteessa äänivaltaisempaan osakesarjaan. Li-

säksi näiden osakkeiden suhteellinen lukumäärä ei saa ylittää 50 prosenttia yhtiön merkitystä pääomasta. Jos yhtiö ei pysty täyttämään lupastaan taloudellisesta edusta kolmeen vuoteen, tasaantuu ääniero osakesarjojen välillä kunnes taloudellinen etuus toteutuu. Tämän direktiiviehdotuksen läpimeno EY:ssä on hyvin epävarmaa. Toteutuessaan se tulisi olemaan selvä suunta kohti yksi osake — yksi ääni -periaatetta. On vaikea tietää miten yritykset tulisivat määrittämään taloudellisen etuuden. Lainsäätäjien siitä ei toisaalta tarvitse huolehtia, sillä markkinamekanismin mukaan sijoittajat osaavat laskea taloudellisen etuuden, esimerkiksi osinkoeron, merkityksen.

Suomen nykyisen lainsäädännön mukaan suurin ääniero osakesarjojen välillä on 20:1. Ruotsissa vastaava suurin ääniero on 10:1. EY:n direktiivit eivät säätele äänieroa. Itse asiassa äänierolla (20:1, 10:1 tai äänetön osake) ei juuri ole taloudellista vaikutusta. Ero äänetömän ja vähä-äänisen välillä on varsin pieni. Vähemmän äänivaltaisen osakesarjan määrärajoite (50 prosenttia) on huomattavasti tehokkaampi tapa vähentää osakesarjojen välisiä eroja kontrollin ja pääomapanoksen välillä.

4. Lopuksi

EY:n direktiivit tulevat antamaan enemmän valtaa vähemmän äänivaltaiselle osakesarjalle. Täten on odotettavissa, että osakesarjojen hintaerojen pienentyminen yhä jatkuu. Niin historiallisesti kuin kansainvälisestikin voidaan katsoa, että hintaerot ovat Suomessa edelleen suuret. Direktiivien vaikutuksiin vaikuttaa lopullinen tulkinta siitä, milloin osakesarjojen oikeuksiin vaikutetaan.

Edellä läpikäytyt osakeanteja koskevat pääsäännökset tulisi ottaa käyttöön myös Suomessa, kuitenkin ottaen huomioon myös eräät erityiskysymykset. Esimerkkinä tästä on merkintähintojen asettaminen silloin kun yhtiöllä on kaksi eri äänivaltasarjaa. Tällöin ei vaikuteta valtasuhteisiin yhtiössä, mutta taloudellisiin suhteisiin voidaan vaikuttaa, jos merkintähinnat päätetään enemmistöpäätöksellä. Osakeantipäätös (merkintähintojen asettaminen) tulisi

³ Euroopan yhteisöjen virallinen lehti, N:o L 295, 20. 10. 1978.

⁴ Amendment to the proposal for a Fifth Council Directive, Commission of the European Communities, 11/1991. Kyseistä ehdotusta ei ole vielä hyväksytty EY:ssä.

täten tehdä myös tässä tilanteessa osakelajikohtaisesti.

Sulautumista koskevien päätösten vieminen osakelajikohtaiseen äänestykseen tulisi myös lisäämään vähemmän äänivaltaisen osakesarjan valtaa ja täten myös sen arvoa suhteessa äänivaltaisempaan osakesarjaan. Sulautumislainsäädäntö tulisi kuitenkin mahdollisesti aiheuttamaan sen, että sulautumisen asemasta ostettava yritys jätetään itsenäiseksi.

Taloudellisessa mielessä olemme saaneet Suomessa nähdä osakesarjojen hintaerojen leventymisen sekä viime vuonna alkaneen kutistumisen. Kysymyksessä ei välttämättä ole ollut epärationalinen tilanne, sillä osakemarkkinoilla paras hinta on kuitenkin aina markkinahinta — kunnes se muuttuu. Hintaerojen tasoituminen tulisi helpottamaan yritysten rahoituspäätöksiä, koska erilaisten osakeantien rahalliset vaikutukset olisivat yhtiön kannalta yhtä suuret.

Kirjallisuus

- Bergström C. ja Rydqvist K. (1991): »Differentiated Bids for Voting and Restricted Voting Shares in Public Tender Offers», *Journal of Banking and Finance* (tulossa).
- Harris M. ja Raviv A. (1989): »The Design of Securities», *Journal of Financial Economics*, vol. 24, 255—287.
- Hietala P. ja Löyttyniemi T. (1991): »Rights Issues for Companies with Dual-Class Shares», teoksessa *Essays on Corporate Capital Structure*, Helsinki.
- Kerbel, J. (1987): »An Examination of Non-Voting and Limited Voting Common Shares — Their History, Legality, and Validity», *Securities Regulation Law Journal*, vol. 15, 37—68.
- Lease R., McConnell J. ja Mikkelsen W. (1983): »The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations», *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 439—471.
- Löyttyniemi, T. (1991a): »Effects of Changes in the Dual-Class Share Structure», teoksessa *Essays on Corporate Capital Structure Decisions*, Helsinki.
- Löyttyniemi, T. (1991b): *Creation of a Dual-Class Share Capital Structure: Empirical Evidence from Finland*, Helsinki.
- Meggison, W. (1988): *Restricted Voting Stock Acquisition Premiums and the Market Value of Corporate Control*, The University of Georgia, Athens, Georgia, USA.
- Robinson C. ja White A. (1990): »Empirical Evidence on the Relative Valuation of Voting and Restricted Voting Shares», *Canadian Journal of Administrative Science*, Joulukuu, 9—18.
- Vock, T. (1987): *Aspekte der Unternehmenskontrolle. Eine Analyse für die Schweiz*, Zurich.