

# Omistusrakenteet suomalaisissa pörssiyrityksissä 2002–2007\*

Samuli Aho  
VTM

Jari Kaivo-oja  
*Tutkimusjohtaja*

Tulevaisuuden tutkimuskeskus,  
Turun kauppakorkeakoulu, Turun yliopisto

## 1. Johdanto

Yritysten omistaminen ja hallinta sekä yritysjohdon, suurten osakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien välisiä eturistiriitoja kuvaava agenttiongelmaksi ovat olleet pitkään taloustieteilijöiden tutkimuksen mielenkiinnon kohteena. Tämä artikkeli jatkaa tätä pitkän linjan perinteistä taloustieteellistä tutkimustraditiota ja tarkastelee yritysten omistusrakenteita suomalaisissa ja ulkomaisissa pörssiyrityksissä. Tässä artikkelissa keskitytään siihen osaan agenttiteoriaa, joka on relevanttia yrityksen omistajuuden kannalta. Artikkelissa ei oteta kantaa agenttiteorian muihin osa-alueisiin ja laajempaan teoriakehiköön (ks. Viljaranta 1985, Eisenhardt 1989, Edwardin ja Weichenrieder 2003).

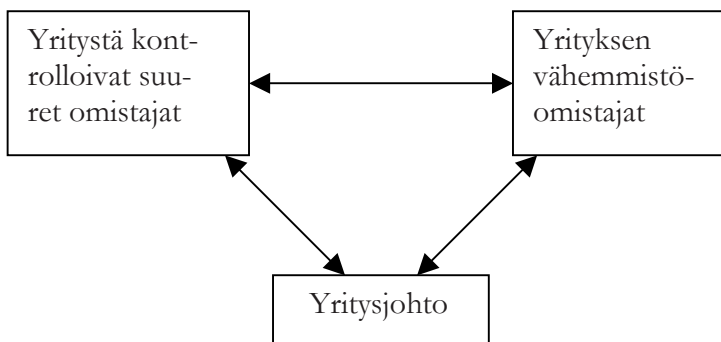
Artikkeli keskittyy suurimman osakkeenomistajan kassavirta-<sup>1</sup> ja äänivaltaoikeuksien sekä näiden suhteiden merkitykseen agenttion-

gelman teorian kannalta ja siihen, miten Suomen vastaavat osuudet ovat kehittyneet verrattuna 12 muuhun Euroopan maan 1990-luvun lopun tasoon nähden. Mielenkiintoiseksi suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet tekee se, että ne kuvaavat miten suurin osakkeenomistaja on keskimäärin sitoutunut yritykseen. Suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuudella taas kuvataan sitä, miten suurimman osakkeenomistajan vaikutusvalta on keskimäärin kehittynyt pörssiyrityksissä. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde kuvaa vastavasti sitä, miten hän on pystynyt erottamaan äänivallan ja kassavirtaoikeudet toisistaan. Vastavaa agenttiteoreettista tutkimusta manner-eurooppalaisilla ja myös Suomen pörssiyritysten omistusrakenteilla ovat tutkineet muun muassa Faggio ja Lang (2002), Bennedsen ja Nielsen (2005), Aho (2009), Bebchukin, Reinerin ja Georgen (1999) ja Pohjola (1988, 1989). Yleisellä tasolla agenttiongelmaksi voidaan tutkia eri sidosryhmien välisenä vuorovaikutus- ja valtaongelmana (Freeman 1984).

\* Kiitämme Otto Toivasta ja Matti Pohjolaa hyödyllisistä kommentista ja tutkimusteemaan liittyvistä keskusteluista.

<sup>1</sup> Kassavirtaoikeuksilla tarkoitetaan tässä artikkelissa oikeutta yrityksen jakamaan osinkotuloon.

Kuva 1. Agenttiongelman yrityksen suurten omistajien, vähemmistöomistajien ja yritysjohdon välillä



Artikkeli etenee siten että, ensin esitellään yritysjohdon, suurimpien osakkeenomistajien sekä vähemmistöosakkeenomistajien agenttiongelman, sekä miten siihen ovat yhteydessä suurimman osakkeenomistajan kassavirta- oikeuksien, äänivaltaoikeuksien sekä näiden suhteen tunnusluvut ja selvitetään millainen tulkinta näillä on tässä teoriakehikossa. Seuraavaksi empiiristä Suomea koskevaa perustutkimusta taustoitetaan 1990-luvun kansainvälisten tutkimusten tuloksilla. Artikkelissa esitetään tämän jälkeen uutta vertailu- ja taustatietoa suomalaisilla pörssiyrityksillä vuosilta 2002–07 (ks. Aho 2009) sekä selvitetään mitä näiden tulokset merkitsevät suhteessa taloustieteen perinteiseen agenttiongelman. Lopuksi artikkelin yhteenveto-osassa käydään lävitse keskeiset uudet tutkimukselliset löydökset ja pohditaan niiden taloustieteellistä merkitystä.

## 2. Agenttiteoria

Yrityksen suurten omistajien, vähemmistöomistajien ja yritysjohdon edut eivät aina ole yhteneviä, ja näitä ristiriitatilanteita käsitellään rahoituskirjallisuudessa agenttiongelman nimellä.

Agenttiongelman tutkimus on tärkeä osa taloustieteellistä keskustelua ja tutkimustoimintaa. Agenttiongelman koskee kaikkia pörssiyrityksiä. Se, miten agenttiongelman ratkaistaan yrityksessä, vaikuttaa myös yritysjohdon kannustimiin. Agenttiongelman juuret juontuvat 1930-luvun Amerikkaan, jolloin monet suuret yritykset eivät enää olleet omistajiensa johtamia vaan niitä johti ammattimainen yritysjohdo. Berlen ja Meansin (1932) mukaan yritysjohdon ammattimaistumisen takia liiketoiminnan johtajat voivat toimia henkilökohtaisten tavoitteidensa edistämiseksi eivätkä pelkästään ajaakseen omistajien intressejä. Talousteoreettisen perustan agenttiongelmalle kehittivät Coase (1960), Jensen ja Meckling (1976) sekä Fama ja Jensen (1983). Näistä Jensen ja Meckling (1976) käyttivät agenttiongelmalla ensimmäisinä selittäessään yritysjohdon ja osakkeenomistajien välisten etujen mahdollista intressiristiriitaa.

Rajan ja Zingalesin (1995) mukaan agenttiongelman voi muodostua yritysjohdon ja osakkeenomistajien välille, kun yrityksen johto ja osakkeenomistajat eivät ole samoja henkilöitä/tahoja. Yrityksen koon kasvaessa yrityksillä on usein palkattu ammattijohto, jonka päätökset

eivät aina ole välttämättä yhteneviä osakkeenomistajien yhteisten etujen kanssa<sup>2</sup>. La Portan, Lopez-de-Silanesin, Shleiferin ja Vishnyn (1998) mukaan maissa, joissa on heikosti lain avulla määritelty osakkeenomistajan oikeudet ja velvollisuudet, osakkeenomistajat voivat hakea itselleen suojaa muulla tavalla, kun voimme olettaa, että keskittynyt omistusrakenne ja oikeussuoja ovat substituutteja toisilleen eli ne ovat institutionaalisina järjestelyinä toisiaan korvaavia. Jos osakkeenomistajan suoja on riittämätön, pienet osakkeenomistajat hakevat yleensä korvaavaa suojaa yritysjohdon toimille suurista osakkeenomistajista, joilla on tarpeeksi äänioikeuksia vaikuttaakseen yritysjohdon tekemiin päätöksiin. Näin suurista osakkeenomistajista tulee kaikkien osakkeenomistajien etujen valvojia. Aina ei kuitenkaan suurten osakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien tavoitteiden yhteen sovittaminen suju ongelmattomasti. Lisäksi usein yritysjohto voi olla sama kuin suurimmat osakkeenomistajat. Piensijoittajille muodostuukin helposti tärkeämmäksi strategiseksi asiaksi suurten osakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien välinen ristiriita kuin ammattimaisen johdon ja osakkeenomistajien välinen konflikti. Agenttiongelmia voi siis olla hyvin monimutkainen pörssiyrityksessä.

---

<sup>2</sup> *Intressiristiriidat voivat ilmetä monin eri tavoin. Yritysjohto voi esimerkiksi (1) vaikutusvaltaansa lisätä kasvatamalla yritystä liian nopeasti ja hätäisesti perusliiketoiminnan ulkopuolelle tai (2) se voi laajentaa yritystoimintaa ulkomaisille markkinoille ilman riittävää markkinatuntemusta ja liian suurin panoksin. Liian nopea yrityksen kasvu voi johtaa sen hallitsemattomaan velkaantumiseen ja lopulta konkurssiin. Muiden muassa näiden seikkojen vuoksi osakkeenomistajilla on rationaalinen syy valvoa yritysjohdon toimintaa. Myös omistajien ylisuuret tuotto-odotukset voivat baitata johdon mahdollisuuksia kehittää yritystä.*

Yrityksen omistusosuuksista lasketut tunnusluvut näyttelevät merkittävää roolia suurimman osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välisessä agenttiongelmassa. Tunnusluvut kertovat siitä, miten päättävässä (äänivalta) ja sitoutuneessa (kassavirtaoikeudet) roolissa suurin omistaja esiintyy yrityksessä ja miten hyvin suurin omistaja on pystynyt erottamaan äänivaltaoikeuden ja kassavirtaoikeudet toisistaan (kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde). Tässä tutkimuksessa keskeisiä tunnuslukuja ovat: (1) suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuudet, (2) suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet sekä (3) suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde. Näiden tunnuslukujen muutoksen tarkastelun kautta saamme mielenkiintoista uutta tietoa agenttiongelman kehityksestä Suomen pörssiyrityksissä.

### **Suurimman osakkeenomistajan äänivalta ja agenttiongelmia**

Suurimman osakkeenomistajan äänivallan muutoksilla on merkittävä asema yritysjohdon, suurimman osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien välisessä agenttiongelmassa. Mitä enemmän suurin osakkeenomistaja omistaa yrityksen äänivaltaa, sitä paremmin tämä pystyy puuttumaan yritysjohdon toimintaan ja valvomaan yritysjohtoa<sup>3</sup>. Suuret osakkeenomistajat voivat käyttää äänivaltaansa yrityksessä joko vähemmistöosakkeenomistajia hyödyttävästi tai vahingoittavasti.

---

<sup>3</sup> *Johdon valvonnan tehokkuus riippuu suurimman osakkeenomistajan kyvystä hylätä ja erottaa tarvittaessa huonot yritysjohtajat.*

Suuren äänivallan omaavat osakkeenomistajat voivat pyrkiä ajamaan omia etujaan yrityksen päätöksenteossa vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella. Suuret osakkeenomistajat voivat esimerkiksi pyrkiä siirtämään yrityksen varoja kokonaan omistamiinsa yrityksiin pois emoyrityksestä. Lisäksi suuret osakkeenomistajat voivat yrittää vaikuttaa yrityksen operatiiviseen päätöksentekoon, jotta se antaisi yrityksen laitteita ja muuta omaisuutta edullisilla sopimusehdoilla heidän omaan käyttöönsä. Jos suuri osakkeenomistaja on vielä yrityksen toimitusjohtaja, tämä osakkeenomistaja voi pyrkiä vaatimaan ylikorkeaa palkkaa vähemmistöosakkeenomistajien kustannuksella. Näyttöä oman edun tavoitteluista ovat löytäneet tutkimuksissaan Barclay ja Holderness (1989) Yhdysvalloista, Bergström ja Rydqvist (1990) Ruotsista ja Zingales (1994) Italiasta.

Suurten osakkeenomistajien harjoittamasta johdon valvonnasta voi kuitenkin olla myös hyötyä vähemmistöosakkeenomistajille. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan vähemmistöosakkeenomistajat hyötyvät toisaalta suurimman osakkeenomistajan äänivallan kasvun myötä kasvaneesta yrityksen johdon valvonnasta, josta on seurauksena sujuvampi yrityksen päätöksenteko, alhaisemmat yrityksen voittojen jakamiskustannukset<sup>4</sup>, vähentyneet yritysjohton virheinvestoinnit, tehostunut yritysten varojen käyttö sekä näiden kaikkien positiivisten seurausten vaikutuksena yrityksen bruttovoittojen ja osinkojen kasvu.

Claessensin, Djankovin, Fanin ja Langin (2000) empiiristen tulosten mukaan suurimpien osakkeenomistajien äänivallan kasvulla on

<sup>4</sup> Voittojen jakamiskustannuksilla tarkoitetaan kaikkia niitä kustannuksia, joita syntyy yrityksen voittojen jakamisesta yritystä omistaville osapuolille.

kokonaisuudessaan suuremmat negatiiviset vaikutukset vähemmistöosakkeenomistajille ja yrityksen taloudelliselle arvolle kuin heidän aikaan saamallaan positiivisilla vaikutuksilla. Vastaavasti suurimman osakkeenomistajan äänivallan lasku tuo vähemmistöosakkeenomistajia hyödyttäviä yritysjohton valvonnan positiivisia vaikutuksia enemmän esille. La Portan ym. (1998) esittämän teorian mukaan äänivaltaoikeuksien lasku on yhteydessä osakkeenomistajan oikeudellisen suojan paranemiseen. Osakkeenomistajien suhteellisen aseman paraneminen on Wiklundin (2008) mukaan yhteydessä siirtymiseen vanhasta FAS-kirjanpitoikäytännöstä<sup>5</sup> uuteen IFRS-kirjanpitoikäyttöön (Wiklund 2008, 54).

### **Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet ja agenttiongelman**

Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien muutokset voivat ratkaista tai aiheuttaa merkittävän agenttiongelman suurimman osakkeenomistajan, yrityksen johdon ja vähemmistöosakkeenomistajien välillä. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien kasvulla on siten sekä hyviä että huonoja vaikutuksia vähemmistöosakkeenomistajille.

Shleifer ja Vishny (1986) esittävät perusteita sille, että omistusrakenteen keskittymisellä ja osingonjaolla olisi positiivinen yhteys vähem-

<sup>5</sup> FAS-kirjanpitoikäytännössä taseen omaisuuserät ovat etupäässä aktivoituja menoja, saatavia ja rahavaroja. Tuloslaskelma kuvaa siinä tilikauden tulosta ja tase tilinpäätöspäivän taloudellista asemaa (Leppäniemi ja Leppäniemi 2002, 1997; Niilekselä 1986 sekä Järvinen, Prepula, Riistamaa ja Tuoke 1998, 4). IFRS-kirjanpitoikäytäntö korostaa taas käypiä arvoja eikä tunne kertaluonteisia eriä. Käypien arvojen korostaminen johtaa taselähtöisyyteen ja arvonmäärittelyroolin kasvuun tilinpäätöksessä.

mistöosakkeenomistajille. Heidän mukaansa omistuksen keskittyminen luo suurille osakkeenomistajille vahvan tarpeen valvoa yrityksen johtoa. Sellaista vahvaa tarvetta ei ole, kun omistusrakenne on hajautunut<sup>6</sup>. Tämän suurimman osakkeenomistajan johdon valvonnan tarve johtuu siitä, että suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien määrä vaikuttaa siihen kuinka suuria tuloja hän saa itselleen osinkotulojen kautta. Osakkeiden kassavirtatulojen suuruus taas on yhteydessä hänen haluunsa valvoa yrityksen johtoa ja puolustaa samalla vähemmistöosakkeenomistajien etuja. Mitä suurempia ovat hänen kassavirtaoikeutensa, kun yrityksellä menee hyvin, sitä suurempia tuloja hän saa yrityksestä ja sitä paremmin hän pystyy kattamaan yritysjohton valvonnasta aiheutuvia kustannuksiaan. Sitä enemmän hän yleensä myös haluaa valvoa yritysjohton toimintaa (Edward ja Weichenrieder 2003, 9).

Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien kasvulla voi myös olla negatiivinen vaikutus vähemmistöosakkeenomistajille. Easterbrookin (1984) mukaan yritysjohton pyrkiessä kasvattamaan omaa vaikutusvaltaansa ja turvatessaan asemaansa sen etujen mukaista on, että yritys jakaa mahdollisimman alhaiset osingot vähemmistöosakkeenomista-

jien kustannuksella. Gugler ja Yurtoglun (2003) havaitsivat saman ilmiön suurimman äänivallan omistavan osakkeenomistajan osalta tämän pyrkiessä saamaan mahdollisimman suuren hyödyn vaikutusvallassaan olevasta yrityksestä.

Haradan ja Ngyen (2006) tutkivat japanilaisten yritysten omistuksen vaikutusta osingonjakoon. Heidän tuloksensa ovat myös samansuuntaisia Easterbrookin (1984) ja Guglerin ja Yurtoglunin (2003) esittämien päätelmien kanssa. He löysivät tutkimuksessaan negatiivisen yhteyden omistuksen keskittymisen ja osinkosuhteiden välillä. Japanilaiset yritykset, joilla omistusrakenne on keskittyneempi kuin muilla tutkituilla yrityksillä, ovat valmiimpia vähentämään osinkojen kasvua, kun yrityksen tuottavuus kasvaa. Ne myös pyrkivät käyttämään voittovarain investointeihin osingonjaon kustannuksella, kun sopiva investointikohde löytyy. Toisaalta, jos kyseiset yritykset ovat hyvin velkaisia, ne lisäävät osingonmaksua ja vähentävät investointeja ja näin toimiessaan siirtävät varoja pois velkojien ulottuville.

Kun vähemmistöosakkeenomistajat hyötävät osakkeenomistuksesta osinkotulojen kasvun ja yrityksen arvonnousun kautta, heidän yhteenlaskettu kokonaishyötynsä suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien kasvun aiheuttamista yritysjohton valvonnan positiivisista vaikutuksista ovat suurempia kuin siitä aiheutuvat yhteenlasketut negatiiviset vaikutukset. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien kasvu siis sitouttaa hänet yritykseen ja samalla puolustamaan vähemmistöosakkeenomistajien etuja, jottei yritysjohto tee niitä vahingoittavia päätöksiä. Virheellisten päätösten vähentyessä yrityksen voitot ja samalla osakkeenomistajien osinkotulot kasvavat. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoi-

<sup>6</sup> Coffeen mukaan (2001) hajautettua omistusjärjestelmää kuvaavat vahvat arvopaperimarkkinat, ankarat ja paljastavat yritystä koskevat standardit sekä hyvä markkinoiden läpinäkyvyys, jossa markkinat huolehtivat yrityksen kontrolloinnista ja valvonnasta. Keskitettyä omistusjärjestelmää kuvaavat tyypillisesti yritystä kontrolloivat suuret osakkeenomistajat, heikot arvopaperimarkkinat, osakkeenomistajan yrityksen valvonnasta saama suuri hyöty sekä vähän paljastavat ja läpinäkymättömät yritystä koskevat standardit. Markkinat näyttelevät vain vaatimatonta roolia yritysten kontrolloinnissa, ja mahdollista yrityksen valvontatehtävää hoitavat suuret pankit, jotka huolehtivat omistukseen liittyvistä tehtävistä.

keuksien lasku taas vähentää hänen sitoutumistaan yritykseen ja yritysjohtoon. Samalla kasvaa riski, että yritysjohto tekee osakkeenomistajia vahingoittavia päätöksiä, jotka mahdollisesti pienentävät osakkeenomistajien osinkotuloja.

### Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien välinen suhde

Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhteella kuvataan sitä, miten kyseiset oikeudet on onnistuttu erottamaan toisistaan. Kirjallisuudessa tunnetaan useita erilaisia tapoja erottaa yrityksen äänivalta- ja kassavirtaoikeudet toisistaan, mutta tunnetuimmat ovat kuitenkin useat osakelajit<sup>7</sup>, pyramidiomistus<sup>8</sup> ja ristiinomistusjärjestel-

<sup>7</sup> Jos yritys laskee useita osakelajeja liikkeelle, osa osakkeista on niin sanottuja äänivaltaisia ja osa äänivallattomia osakkeita. Äänivaltaero äänivaltaisten ja äänivallattomien osakkeiden välillä on usein 5–19 äänen luokkaa. Korvauksena tästä äänivaltaerosta osakkeenomistajille, äänivallattomilla osakkeilla on ensisijainen ja/tai suurempi oikeus yhtiön jakamaan osinkoon kuin äänivaltaisilla osakkeilla. Usein yrityksen omistajat eivät edes laske äänivaltaisia osakkeita noteerattaviksi arvopaperipörssiin, ja näin he suojelevat omistustaan yrityksessä.

<sup>8</sup> Pyramidiomistusrakenteessa sijoittaja omistaa kohdeyritystä välikäsiensä kautta. Sijoittaja pystyy erottamaan yrityksen äänivaltaoikeudet ja kassavirtaoikeudet toisistaan vaikka yrityksessä ei olisi eri äänivaltaisia osakelajeja. Sijoittajan osuus kohdeyrityksen kassavirtaoikeuksista muodostuu välikäsiensä omistussuhteiden tulosta eli esim. olkoon omistusketjussa kolme yritystä (A, B, C), joista sijoittaja omistaa 51 % eli yksinkertaisen enemmistön äänivallasta yrityksestä A. Yritys A taas omistaa 51 % yrityksestä B ja yritys B 51 % kohdeyrityksestä C. Sijoittaja omistaa silloin yksinkertaisen enemmistön yrityksestä C mutta vain välikäsiensä omistussuhteiden tulon yrityksen kassavirtaoikeuksista eli 13,27 %. Mitä enemmän välikäsiä sijoittajan omistusketjussa on sitä

mät<sup>9</sup>. Mitä pienempi on kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde, sitä suurempi on äänivaltaoikeuksien ero suhteessa kassavirtaoikeuksiin, ja siten sitä paremmin ne on tarkasteltavassa maassa erotettu tarkasteltavien yritysten osalta. Vastaavasti mitä lähempänä ykköstä on kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien välinen suhde, sitä vähemmän yrityksissä ne on erotettu toisistaan.

Yritysten anglosaksisella ja mannereurooppalaisella omistusperinteellä on eri tavat erottaa yrityksen äänivalta ja kassavirtaoikeudet toisistaan. Coffee (2001) luonnehtii anglosaksista yhtiöjärjestelmää orientoituneeksi ulkoisten sijoittajien suuntaan. Yhtiöjärjestelmä perustuu yhteisiin tottumuksiin ja traditioihin, mikä merkitsee sitä, että omistus on selvästi jakautunutta. Listatut pörssiyhtiöt ovat usein suuria, ja niistä vain muutama on yhteydessä toisiinsa pyramidiomistuksella. Markkinat ovat likvidit, ja yritysten valvonta toimii huonon johtamisen poiskitkemisen osalta. Toisaalta Crama, Leruth, Renneboog ja Urbain (1999) kuvaavat koko yrityssektorin toimintaa manner-Euroopassa kansalaisoikeustraditioksi. Yritysomistukselle heidän mukaansa on tyypillistä

suuremmaksi muodostuu hänen omistussuhteensa kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien omistussuhteen ero kohdeyrityksestä.

<sup>9</sup> Ristiinomistuksessa kohdeyrityksen äänivalta jakautuu usealle omistussuhteeseen olevalle toimijalle. Tällainen horisontaalinen omistussuhteeseen vastustaa yksinkertaisen omistajan asemaa ulkoisia yritysvaltauksia vastaan. Sijoittajan omistaessa kutakin yritystä suoraan sekä kunkin yrityksen omistaessa toisia yrityksiä eli epäsuoraan sijoittajan kannalta, niin sijoittajan äänivalta kussakin yrityksessä on hänen suorien omistustensa ja yritysten epäsuorien omistusten summa. Sijoittajan kassavirtaoikeudet kohdeyrityksessä muodostuvat taas sijoittajan suoran omistuksen ja yrityksen osakepääoman ja yrityksen ristiinomistamattoman osakepääoman erotuksen suhteesta.

Taulukko 1. Taulukossa on esitetty äänivaltaoikeudet 13:ssa Euroopan maassa vuosina 1996–2000, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Faccio ja Lang 2002, 36)

Maa	Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskiahjonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
Saksa	1996–1998	690	54,50	28,70	27,00	50,76	76,91
Itävalta	1998–2000	95	53,52	22,77	34,00	54,70	75,00
Ranska	1997–1998	604	48,32	25,55	28,70	50,00	66,00
Italia	1996	204	48,26	21,00	31,39	50,11	63,15
Sveitsi	1996–1998	189	46,68	25,97	22,50	50,00	63,00
Espanja	1996–1998	610	44,24	29,59	20,00	35,73	65,03
Portugali	1997	86	41,00	19,18	22,28	44,95	52,30
Belgia	1998	12	40,09	23,20	19,49	39,56	55,86
Suomi	1998	119	37,43	22,44	20,80	33,70	52,36
Norja	1998	149	31,47	20,18	15,10	27,78	43,59
Ruotsi	1998	244	30,96	22,37	14,50	24,90	40,55
Englanti	1996–1998	1628	25,13	17,87	13,28	18,02	30,19
Irlanti	1998	68	21,55	16,39	10,39	16,64	26,56
Kaikki maat	1996–2000	4806	38,48	26,10	15,96	30,01	53,98

sisäiset sijoittajat ja se, että manner-Euroopassa on vähän pörssilistattuja yrityksiä verrattuna kansantalouden kokoon. Tällöin omistus on myös keskittyneempää ja monimutkaisempaa. Yritysten omistusmuotona ns. pyramidiomistusrakenteet ja useat osakelajit ovat myös varsin yleisiä.

### 3. Millaiset olivat omistusrakenteet Euroopassa 1990-luvun lopussa?

Millaisia osuuksia sitten suurin osakkeenomistaja omistaa keskimäärin Euroopan maissa pörssiyritysten kassavirta- ja äänivaltaoikeuksista sekä näiden suhteesta?

Faccio ja Lang (2002) selvittävät tutkimuksessaan suurimman osakkeenomistajan äänivalta- ja kassavirtaosuuksia 13:ssa eri Euroopan maassa. Aineistona heillä on 4806 eurooppalaista yritystä vuosilta 1996–2000. Heidän tut-

kimuksessaan ovat mukana Belgia, Englanti, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Norja, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa, Suomi sekä Sveitsi. Vähiten aineistoa on kerätty Belgiasta, josta on tutkimuksessa 12 yritystä, ja eniten aineistoa on Englannista, josta on mukana yhteensä 1628 yritystä. Tutkimusaineisto on muodostettu siten, että siihen on otettu mukaan vain ne yritykset, joissa suurimmalla osakkeenomistajalla on vähintään viisi prosenttia yrityksen äänioikeuksista. Viiden prosentin äänivaltarajaan on päädytty sen vuoksi, että sen kriittisen rajan alittavia yrityksiä voidaan pitää aidosti hajaomisteisina.

Taulukko 1 perustuu Faccion ja Langin (2002) esittämään tutkimukseen. Suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuudet ovat vertailumaista korkeimpia Saksassa. Muita vertailumaiden keskiarvoa korkeampia suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuuksia omaavia

maita ovat Itävalta, Ranska, Italia, Sveitsi, Espanja, Portugali ja Belgia. Vertailtavien maiden keskiarvoa alempia äänivaltaosuudet ovat Suomessa, Norjassa, Ruotsissa, Englannissa, ja kaikista alhaisimpia osuudet ovat Irlannissa. Pienin aineiston keskihajonta on Irlannissa, Englannissa ja Portugalissa. Suurimmat keskihajonnat ovat Espanjassa ja Saksassa. Mediaani noudattaa samaa eri maiden mukaista järjestystä kuin tilastollinen keskiarvo. Maana Espanja tosin tekee tässä suhteessa poikkeuksen, ja se jää mediaanilla mitattuna Suomen ja Belgian väliin. Tähän on selvästi syynä ko. maan suuri keskihajonta.

Faccion ja Langin (2002) mukaan vertailtaville Euroopan maille on tyypillistä, että suurin osakkeenomistaja on perhe ja että osakemarkkinoilla on useita rajoituksia äänivallan käytön osalta. Poikkeuksen tässä tekevät kuitenkin Itävalta, Irlanti ja Englanti. Irlannissa ei äänivallan käytölle ole asetettu rajoituksia. Englannissa taas suurimman osakkeenomistajan äänivallan alhaisuus selittyy maan rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyydellä ja laajuudella. Suurimmalla osakkeenomistajalla ei ole tällöin tarvetta valvoa yrityksen johtoa niin voimakkaasti kuin muissa vertailtavissa Euroopan maissa. Irlannille ja Englannille on tyypillistä yritysten osakkeiden laaja omistus ja perheiden merkittävä omistusosuus pörssiyhtiöissä. Englannissa säädellään äänivallan käyttöä, mitä liberaalin taloushallinnan omaksuneessa Irlannissa ei juuri ilmene.

Taulukossa 2 on kuvattu Faccion ja Langin (2002) tutkimuksen perusteella 13:n Euroopan maan suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet siinä tapauksessa kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään viisi prosenttia yrityksen äänivallasta. Kuten äänivaltaosuuksienkin osalta, myös suurimman osakkeenomis-

tajan kassavirtaoikeuksien keskiarvon osalta, kärkisijalla ovat edelleen Saksa, Itävalta ja Ranska. Seuraavaksi tulevat nyt kuitenkin Espanja, Portugali, Italia, Belgia ja Sveitsi. Vertailtavien maiden keskiarvoa alhaisempia suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet ovat Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Englannissa ja Irlannissa. Keskihajonta on pienintä edelleen Irlannissa ja Englannissa. Suurinta keskihajonta on Saksassa ja Espanjassa. Mediaani noudattaa samaa eri maiden mukaista järjestystä kuin keskiarvokin, lukuun ottamatta viittä kärkisijalla olevaa maata, joiden järjestys on nyt seuraava: Itävalta, Ranska, Saksa, Italia ja Belgia. Ruotsin maasijoitus mediaanin osalta on nyt Norjan ja Englannin välissä.

Taulukon 3 tilastoidindikaattorien sisältö perustuu Faccion ja Langin (2002) tutkimukseen, jossa on kuvattu 13:n Euroopan maan kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde vuosina 1996–2000, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään viisi prosenttia yrityksen äänivallasta. Tällöin mitataan, miten hyvin äänivalta on erotettu kassavirtaoikeuksista. Tämä äänivallan erottaminen tapahtuu pääsääntöisesti eri osakelajien, pyramidiomistuksen ja ristiinomistuksen kautta. Mitä enemmän kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhde on lukuarvoa yksi pienempi, sitä suurempi on kassavirta- ja äänivaltaoikeuksien ero, ja siten sitä paremmin ne on tarkasteltavassa maassa erotettu.

Bennedsenin ja Nielsenin (2005) tutkimuksen mukaan kaikissa taulukossa 3 olevissa maissa paitsi Sveitsissä, Espanjassa, Portugalissa, Belgiassa ja Suomessa suositaan pyramidiomistusta ja usean osakelajin järjestelyitä. Espanjassa, Portugalissa ja Belgiassa suositaan pelkästään pyramidiomistusta, kun taas Sveitsissä ja Suomessa pelkästään usean osakelajin järjeste-



Taulukko 2. Taulukossa on esitetty kassavirtaoikeudet 13:ssa Euroopan maassa vuosina 1996 – 2000, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Faccio ja Lang 2002, 36)

Maa	Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskiahajonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
Saksa	1996–1998	690	48,54	31,46	21,05	48,89	75,00
Itävalta	1998–2000	95	47,16	23,52	25,50	50,00	65,00
Ranska	1997–1998	604	46,68	26,69	24,69	48,98	66,00
Espanja	1996–1998	610	42,72	30,46	18,50	32,55	64,91
Portugali	1997	86	38,42	20,45	19,83	39,31	52,00
Italia	1996	204	38,33	25,13	16,61	39,68	56,83
Belgia	1998	120	35,14	24,96	14,98	36,10	51,81
Sveitsi	1996–1998	189	34,66	24,69	12,85	29,00	51,00
Suomi	1998	119	32,98	23,94	14,60	27,60	49,91
Ruotsi	1998	244	25,15	23,06	9,45	17,30	33,55
Norja	1998	149	24,39	21,26	8,91	19,42	36,12
Englanti	1996–1998	1628	22,94	17,87	10,96	16,21	29,66
Irlanti	1998	68	18,82	17,32	6,76	14,24	26,03
Kaikki maat	1996–2000	4806	34,64	26,76	13,02	25,90	51,00

Taulukko 3. Taulukossa on esitetty kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien keskinäinen subde 13:ssa Euroopan maassa vuosina 1996–2000, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Faccio ja Lang, 2002, 37)

Maa	Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskiahajonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
Espanja	1996–1998	610	0,941	0,178	1,000	1,000	1,000
Ranska	1997–1998	604	0,930	0,189	1,000	1,000	1,000
Portugali	1997	86	0,924	0,218	1,000	1,000	1,000
Englanti	1996–1998	1628	0,888	0,228	0,907	0,907	1,000
Itävalta	1998–2000	95	0,851	0,224	0,704	1,000	1,000
Suomi	1998	119	0,842	0,246	0,800	1,000	1,000
Saksa	1996–1998	690	0,842	0,267	0,709	1,000	1,000
Irlanti	1998	68	0,811	0,321	0,683	1,000	1,000
Ruotsi	1998	244	0,790	0,339	0,526	1,000	1,000
Belgia	1998	120	0,779	0,360	0,596	1,000	1,000
Norja	1998	149	0,776	0,341	0,532	1,000	1,000
Italia	1996	204	0,743	0,337	0,548	0,971	1,000
Sveitsi	1996–1998	189	0,740	0,290	0,468	0,830	1,000
Kaikki maat	1996–2000	4806	0,868	0,255	0,852	0,852	1,000

lyitä. Suurin ero kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien välillä taulukossa 3 on Sveitsissä, Italiassa, Norjassa ja Belgiassa. Pienin ero vastaavasti on Espanjassa, Ranskassa ja Portugalissa. Suomi on sijalla kuusi.

#### 4. Mitä kertoo uusin Suomen pörssiyritysten vertailuaineisto?

Tätä tutkimusta varten kerättiin Suomen arvopaperiyhtiöiden vuosikertomuksista vastaavat vertailuluvut vuosilta 2002–2007 (ks. Aho 2009).

Otokseen on valittu yhteensä 97 yritystä, jotka (1) ovat kyseisinä vuosina olleet toiminnassa ja pörssissä, (2) ja jotka kuuluvat valittuihin kuuteen toimialaan sekä (3) joissa suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 % yrityksen kokonaisäänivallasta. Valittuja toimialoja ovat informaatioteknologia, kulutustavarat ja palvelut, teollisuustuotteet ja -palvelut, perusteollisuus, rahoitusala sekä päivittäistavarat. Suomen elinkeinoelämän toimialoista jäävät analyysistä siis pois terveydenhuolto, terveydenhoito, yhdyskuntapalvelut, energia-ala sekä tietoliikennepalvelut. Viiden prosentin äänivaltarajaan päädytään sen vuoksi, että sitä pienempiä yrityksiä voidaan pitää hajaomisteisina. Tässä suhteessa tutkimuksessa noudatettiin aikaisempaa eurooppalaista tutkimustraditiota.

Ajanjakson 2002–2007 aikana eniten yrityksiä oli noteerattavina pörssissä vuonna 2002, jolloin niitä oli yhteensä 153. Vähiten yrityksiä oli noteerattavina pörssissä vuonna 2007, jolloin niitä oli vain 139. Yhteensä 97:n yrityksen otoskoko (noin 70 %) mahdollistaa saamaan melko tarkan kuvan pörssilistan yritysten omistusrakenteiden ja taloudellisen tilan yhtäjaksoisesta kehityksestä.

Taulukossa 4 esitetään suurimman osak-

keenomistajan äänivaltaoikeuksien jakaumia tunnuslukujen valossa vuosina 2002–2007. Taulukkoon on otettu mukaan yhteensä 97 yritystä, joissa suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään viisi prosenttia yrityksen äänivallasta. Suurimman osakkeenomistajan äänioikeuksien keskiarvo ja mediaani olivat 31,48 % ja 28,01 % vuosien 2002–2007 aikana (kts. taulukko 4). Vastaavat luvut 1990-luvun lopulla Suomelle olivat 37,43 % ja 33,70 % ja kaikille Euroopan maille taas 38,48 % sekä 30,01 % (kts. taulukko 1). Äänivaltaoikeudet ovat siis laskeneet Suomessa 1990-luvun lopun tasosta ja vastaavista Euroopan maiden keskimääräisestä tasosta. Maittain vertaillen Suomessa siis suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuudet laskivat 2002–07 1990-luvun Ruotsin ja Norjan tasolle (kts. taulukot 1 ja 4). Vuosittain tarkasteltuna suurimman osakkeenomistajan äänioikeuksien osuus näyttää laskevan vuosi vuodelta paitsi vuonna 2007 (kts. taulukko 4). Keskiarvo laskee vuoden 2002 32,97 %:sta vuoden 2006 29,87 %:iin, mutta nousee 30,75 %:iin vuonna 2007. Mediaani laskee toisin kuin keskiarvo, joka on 30,80 % vuonna 2002 ja 24,92 % vuonna 2007. Vuodessa 2007 on myös muista vuosista poikkeavaa se, että äänivaltaosuuksien keskihajonta on selvästi suurempi kuin aikaisemmin.

Faccion ja Langin (2002) tutkimuksessa mitattuun 1990-luvun tasoon nähden Suomen vuoden 2007 äänivaltaosuudet ovat siis laskeneet huomattavasti (kts. taulukko 1 ja 4). Tämä johtaa agenttiteorian mukaan siihen, että yrityksen suurimman osakkeenomistajan äänivallan lasku vähentää yritysjohdon valvontaa ja sitä kautta hankaloittaa päätöksentekoa, nostaa voittojen jakamiskustannuksia, kasvattaa yritysjohdon virheinvestointeja ja lisää yrityksen tehotonta varojen käyttöä. Toisaalta suurim-

Taulukko 4. Taulukossa on esitetty suurimman osakkeenomistajan osuus äänivallasta suomalaisissa pörssiyrityksissä vuosina 2002–2007, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Aho 2009, 41, Helsingin arvopaperipörssiyritysten tunnusluvut 2002–2007)

Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskihajonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
2002	97	32,97	16,83	19,50	30,80	46,00
2003	97	32,77	17,11	18,70	29,21	45,40
2004	97	31,60	17,16	18,10	28,68	43,60
2005	97	30,93	15,15	17,62	27,54	44,10
2006	97	29,87	17,05	17,00	25,13	40,40
2007	97	30,75	19,54	16,56	24,92	43,60
2002–2007	97	31,48	17,46	17,91	28,01	44,47

Taulukko 5. Taulukossa on esitetty suurimman osakkeenomistajan osuus kassavirrasta suomalaisissa pörssiyrityksissä vuosina 2002–2007, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Aho 2009, 42, Helsingin arvopaperipörssiyritysten tunnusluvut 2002–2007)

Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskihajonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
2002	97	27,45	15,12	15,24	25,30	36,90
2003	97	27,18	15,44	14,60	25,26	36,27
2004	97	26,17	15,05	14,41	24,26	35,07
2005	97	25,31	15,03	12,77	23,48	34,10
2006	97	24,72	14,65	13,40	22,20	31,10
2007	97	25,32	17,95	12,95	20,75	31,74
2002–2007	97	26,03	15,55	13,47	23,05	34,90

man osakkeenomistajan äänivallan lasku vähentää hänen kykyään siirtää yrityksen varoja ja omaisuutta vähemmistöosakkeenomistajien ulottumattomiin. Lisäksi suurimman osakkeenomistajan äänivallan lasku vähentää hänen kykyään vaatia ylisuurta palkkaa yrityksestä.

Taulukossa 5 esitetään suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet tunnuslukujen valossa vuosina 2002–2007. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet ovat ajanjaksoilla 2002–2007 keskiarvon osalta 26,03 % ja mediaanin osalta 23,05 %. Vastaavat 90-luvun

lopun Suomen luvut olivat 32,98 % ja 27,60 % sekä kaikille Euroopan maille 34,64 % ja 25,90 % (kts. taulukko 2). Suomen vuosien 2002–2007 kassavirtaoikeudet ovat siis laskeutuneet merkittävästi 1990-luvun lopun Suomen ja Euroopan maiden tasosta.

Vuosittain tarkasteltuna suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeudet ovat samalla lailla muuttuneet kuin äänivaltaoikeudet, eli keskiarvo on laskenut vuodesta 2002 vuoteen 2006, ja vuonna 2007 se on taas noussut, jolloin myös keskihajonta kasvoi. Mediaani taas laski

Taulukko 6. Taulukossa on esitetty suurimman osakkeenomistajan osuus kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien subteet suomalaisissa pörssiyrityksissä vuosina 2002–2007, kun suurin osakkeenomistaja omistaa vähintään 5 prosenttia äänivallasta (Aho 2009, 42, Helsingin arvopaperipörssiyritysten tunnusluvut 2002–2007)

Aika	Yritysten lkm	Keskiarvo	Keskiahajonta	Alakvartiili	Mediaani	Yläkvartiili
2002	97	0,86	0,24	0,68	1,00	1,00
2003	97	0,86	0,24	0,64	1,00	1,00
2004	97	0,86	0,25	0,62	1,00	1,00
2005	97	0,85	0,25	0,61	1,00	1,00
2006	97	0,87	0,24	0,64	1,00	1,00
2007	97	0,85	0,25	0,64	1,00	1,00
2002–2007	97	0,86	0,24	0,64	1,00	1,00

joka vuonna (kts. taulukko 5). Faccion ja Langin (2002) tutkimuksen tuloksiin nähden Suomen vuoden 2007 kassavirtaoikeuksien keskiarvo 25,32 % ja mediaani 20,75 % ovat selvästi alhaisemmat kuin vastaavat luvut 1990-luvun lopulla, jolloin Suomessa nämä tunnusluvut olivat 32,98 % ja 27,60 % (kts. taulukot 2 ja 5).

Agenttiteorian kannalta katsottuna Suomen aineistossa havaittu suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien lasku vähentää suurimman osakkeenomistajan saamia tuloja yrityksestä, jos yrityksellä menee hyvin. Mitä vähemmän suurin osakkeenomistaja taas saa yrityksestä tuloja, sitä huonommin hän pystyy kattamaan yritysjohton valvonnasta aiheutuvat kustannukset ja sitä vähemmän hän yleensä haluaa valvoa yritysjohtoa. Tällä yritysjohton valvonnan vähenemisellä taas voi olla tunnettuja vahingollisia seurauksia vähemmistöosakkeenomistajille. Suurimman osakkeenomistajan vaikutusvallan lasku voi toisaalta vähentää hänen kykyään vähentää osinkotulojen kasvua, kun yrityksellä menee hyvin.

Taulukossa 6 esitetään vastaavasti suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien

ja äänioikeuksien suhde tunnuslukujen valossa vuosina 2002–2007. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien ja äänivallan välinen suhde on ajanjaksolla 2002–2007 keskiarvon mukaan 0,86 ja mediaanin mukaan 1. Vastaava suhde Suomessa oli 1990-luvun lopulla keskiarvon osalta 0,84 ja mediaanin osalta 1,00 ja Euroopan maiden vastaavasti 0,87 ja 0,85 (kts. taulukko 3).

Kassavirtaoikeuksien ja äänivallan suhteen keskiarvossa ja mediaanissa ei ole siis tapahtunut mainittavia muutoksia tarkasteltujen vuosien mittaan. Tosin vuosittain tarkasteltuna ajanjaksolla 2002–07 Suomessa alakvartiili laskee vuoden 2002 0,68:n tasosta ja se oli 0,64 vuonna 2007 (kts taulukko 6). Vastaava alakvartiili Suomessa 1990-luvun lopulla oli 0,80 ja Euroopan maissa keskimäärin 0,85, joten Suomessa kyseisessä alakvartiilissa on tapahtunut merkittävää muutosta Suomen ja Manner-Euroopan maiden 1990-lopun lukuihin nähden (kts. taulukot 3 ja 6).

Agenttiongelman kannalta katsottuna kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien välisen suhteen pysyminen lähestulkoon ennallaan antaa viitteitä siitä, ettei suurimman osakkeen-

omistajan käyttäytymisessä ole tapahtunut mainittavia muutoksia erottaa yrityksen äänivalta kassavirtaoikeuksista. Kassavirtaoikeuksien ja äänivaltaoikeuksien suhteen alakvartiilin aleneminen kieli kuitenkin jonkinlaisesta kyseisen jakauman muodon muutoksesta kohti suurempaa määrää käyttää erilaisia tapoja erottaa ne toisistaan.

## **5. Yhteenveto**

Tässä artikkelissa käsiteltiin agenttiongelmia yritysjohdon, suurimman osakkeenomistajan ja vähemmistöosakkeenomistajien näkökulmasta. Agenttiongelmassa on kyse siitä, miten yrityksen päätöksentekoa hoidetaan, ja myös siitä, onko se kaikkien yrityksen päätöksenteosta riippuvaisten osapuolten etujen mukaista.

Yritysjohdon ja osakkeenomistajien välisessä agenttiongelmassa on kyse siitä, ettei yritysjohdo toimi osakkeenomistajien etujen mukaisesti, vaan toimillaan mahdollisesti vahingoittaa yrityksen taloudellista tilaa kasvattamalla esimerkiksi yritystä velkarahoitteisesti liikaa. Yritysjohdo voi myös pyrkiä kasvattamaan toimillaan omaa valtaansa osakkeenomistajien kustannuksella. Osakkeenomistussuojan ollessa puutteellinen suurimmat osakkeenomistajat pyrkivät puolustamaan omia ja samalla muiden osakkeenomistajien etuja valvomalla yritysjohdon toimintaa. Usein yritysjohdo on sama kuin suurimmat osakkeenomistajat, tai suurimmat osakkeenomistajat ja yritysjohdo toimivat niin läheisessä yhteistyössä, että ne käytännössä toimivat toistensa etuja ajaen. Agenttiongelmia suppenee tällöin suurimpien osakkeenomistajien ja vähemmistöosakkeenomistajien väliseksi agenttiongelmaksi. Suurimmat osakkeenomistajat voivat pyrkiä vahingoittamaan toimillaan vähemmistöosakkeenomistajia siirtämällä

yrityksen varoja näiden ulottumattomiin. Tässä ristiriitatilanteessa yrityksen kassavirtaoikeuksien- ja äänivallan jakauma sekä niiden suhde näyttelee merkittävää roolia.

Agenttiteorian mukaan yrityksen suurimman osakkeenomistajan äänivallan kasvu/lasku vähentää/lisää yritysjohdon valvontaa ja sitä kautta hankaloittaa/tehostaa päätöksentekoa, nostaa/laskee voittojenjakamiskustannuksia, kasvattaa/vähentää yritysjohdon virheinvestointeja ja lisää/vähentää yrityksen tehotonta varojen käyttöä. Toisaalta suurimman osakkeenomistajan äänivallan lasku/kasvu myös vähentää/lisää suurimman osakkeenomistajan kykyä siirtää yrityksen varoja vähemmistöosakkeenomistajien ulottumattomiin sekä vähentää/lisää suurimman osakkeenomistajan kykyä hankkia yrityksen omaisuutta omalta kannalta katsoen edullisilla ehdoilla omaan käyttöön. Lisäksi suurimman osakkeenomistajan äänivallan lasku/kasvu vähentää/kasvattaa hänen kykyään vaatia ylisuurta palkkaa yrityksestä.

Agenttiteorian mukaan suurimman osakkeenomistajan kassavirtaoikeuksien lasku/kasvu vähentää/kasvattaa suurimman osakkeenomistajan saamia tuloja yrityksestä, jos yrityksellä menee hyvin. Mitä vähemmän/enemmän suurin osakkeenomistaja taas saa yrityksestä tuloja, sitä huonommin/paremmiin hän pystyy kattamaan yritysjohdon valvonnasta aiheutuvat kustannukset ja sitä vähemmän/enemmän hän haluaa valvoa yritysjohdoa. Tällä yritysjohdon valvonnan vähenemisellä/kasvulla taas voi olla tunnettuja vahingollisia/hyödyllisiä seurauksia vähemmistöosakkeenomistajille. Toisaalta suurimman osakkeenomistajan vaikutusvallan lasku/kasvu voi heikentää hänen kykyään vähentää/lisätä osinkotulojen kasvua, kun yrityksellä menee hyvin.

Suurimman osakkeenomistajan kassavirta-

oikeuksien ja äänivallan suhde taas kuvaa sitä miten hän on pystynyt erottamaan nämä toisistaan käyttämällä hyväksi pyramidi-, ristiinomis- tus- sekä usean osakelajin järjestelyitä. Mitä pienempi on kassavirtaoikeuksien ja äänivalta- oikeuksien suhde, sitä suurempi on äänivalta- oikeuksien ero suhteessa kassavirtaoikeuksiin, ja siten sitä paremmin ne on erotettu tarkastel- tavien yritysten osalta. Vastaavasti mitä lähem- pänä arvoa yksi on kassavirtaoikeuksien ja ääni- valtaoikeuksien välinen suhde, sitä vähemmän yrityksissä ne on erotettu toisistaan.

Artikkelissa verrattiin myös Suomen pörs- siyritysten suurimman osakkeenomistajan kas- savirta- ja äänivaltaoikeuksien sekä niiden suh- teen kehittymistä 1990-luvun lopun tilanteesta aina vuosien 2002–2007 tilanteeseen asti. Tästä artikkelista käy nyt selvästi ilmi, että suurim- man osakkeenomistajan ääni- ja kassavirtaoi- keudet ovat laskeneet huomattavasti 1990-lu- vun tasoon verrattuna. Nämä ovat merkittä- vimmit tuloksemme.

Suomessa suurimman osakkeenomistajan äänivaltaosuudet laskivat 1990-luvun Ruotsin ja Norjan tasolle sijoituksen oltua aikaisemmin 1990-luvun lopussa Belgian ja Norjan välissä. Kassavirtaoikeuksien osalta Suomen tilanteessa ei ole tapahtunut sijoituksen osalta suurta muu- tosta muihin vertailumaihin nähden. Suurim- man osakkeenomistajan kassavirtaosuuksien ja äänivallan välinen suhde ei kuitenkaan ole mer- kittävästi muuttunut. Suurimmilla osakkeen- omistajilla ei ole ilmeisesti enää niin suurta tarvetta hankkia itselleen yrityksen äänivaltaa ajaakseen omia ja muiden osakkeenomistajien etuja yritysjohtoa vastaan kuin oli vielä 1990- luvun lopussa. Tosin suurimpien osakkeen- omistajien kassavirtaoikeuksienkin yleinen lasku 1990-luvun tasoon nähden antaa selkeitä viitteitä myös osakkeenomistajien vähentynees-

tä motivaatiosta sitoutua yhtiöön osinkotuloja kahmimalla. Suurimman osakkeenomistajan kassavirtaosuuksien ja äänivallan välinen suhde ei kuitenkaan ole merkittävästi muuttunut tar- kasteltuina vuosina. □

## Kirjallisuus

- Aho, S. (2009), *Agenttigelma ja omistusrakenteen yhteys pörssikurssiin*, Turun yliopisto, taloustieteen laitos, sivuainetutkielma, Turku.
- Barclay, M.J. ja Holderness, C.G. (1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics* 25: 371–395.
- Baumol, W. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan, New York.
- Bebchuk, L.A., Kraakman, K. ja Triantis, G.G. (1999), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Cost of Separating Control from Cash Flow Right", Harwald Law and Economics Discussion Paper No. 249.
- Berle, A.A. ja Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, New York.
- Bennedsen, M. ja Nielsen K.M. (2005), "The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value Across Legal Regimes in Western Europe", Centre for Industrial Economics Discussion papers 14, Copenhagen Business School and CEBR, Denmark.
- Bergström, C. ja Rydqvist, K. (1990), "Ownership of equity in dual-class firms", *Journal of Banking and Finance* 14: 255–269.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. ja Lang, L. (2000), "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", CEI Working Paper Series 4, University of Hitotsubashi, Japan.
- Claessens, S. ja Djankov, S. (1999), "Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic", *Journal of Comparative Economics* 27: 498–513.

- Coffee, J. (2001), "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control", Working Paper, Columbia University, USA.
- Coase, R. (1960), "The Problem of Social Cost", *The Journal of Law and Economics* 1: 1–44.
- Crama, Y., Leruth, L., Renneboog, L. ja Urbain, J.-P. (1999), Corporate Governance Structures, Control and Performance in European Markets: A Tale of Two Systems, Center for Operations Research and Econometrics, (UCL), DP N± 9942, UK.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. ja Servaes, H. (2003), "Corporate Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38: 11–134.
- Easterbrook, F. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review* 74: 650–659.
- Eisenhardt, M.K. (1989), "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review* 14: 57–74.
- Edwards, J.S.S. ja Weichenrieder, A.J. (2003), "Ownership Concentration and Share Valuation", *German Economic Review* 5: 143–171.
- Faccio, M. ja Lang, L.H.P. (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics* 65: 365–395.
- Fama, E.F. ja Jensen M.J. (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
- Freeman, R.E. (1984), Strategic Management: A Stakeholder Approach, Pitman, Massachusetts.
- Gugler, K.B. ja Yurtoglu, B.B. (2003), "Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany", *European Economic Review* 47: 731–758.
- Harada, K. ja Nguyen, P. (2006), "Ownership concentration, agency conflict, and dividend policy in Japan", Working Paper, Chuo University and University of New South Wales.
- Jensen, M.C. ja Meckling, W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Financial Economics* 3: 305–360.
- Järvinen, R., Prepula, E., Riistamaa, V. ja Tuokko, Y. (1998), *Uusi kirjanpito-lainsäädäntö – kirjanpito ja tilinpäätös*, *Ekonomia sarja*, Werner Söderström Osakeyhtiö, Helsinki.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ja Vishny, R. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106: 1113–1155.
- Leppäniemi, J. ja Leppäniemi, R. (1997), *Tilinpäätöksen tulkinta*, *Ekonomia-sarja*, WSOY, Helsinki.
- Leppäniemi, J. ja Leppäniemi, R. (2002), *Hyvä tilinpäätöskäytäntö* (4. painos), WSOY, Helsinki.
- Mitton, T. (2005), "Corporate governance and dividend policy in emerging markets", *Emerging Markets Review* 5: 409–426.
- Niilekselä, H. (1986), "Meno/tulo – teoria ja tilinpäätöskäytäntö Suomessa", teoksessa *Oy Widenius, Sederholm & Someri Ab 60 vuotta*, Wideri, Helsinki.
- Pajarinen, M. ja Ylä-Anttila, P. (2006), "Omistajuus ja yritysten omistajuus ja yritysten menestyminen: analyysia suomalaisella aineistolla", Helsinki: ETLA, Elinkeino-elämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2006, Keskusteluaiheita 1007.
- Pohjola, M. (1989), "Vain yksin ne kaksi: Suurten teollisuusyhtiöiden hallitsevat omistajaliittoutumat vuosina 1981, 1986 ja 1988", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 85: 230–234.
- Pohjola, M. (1987), "Profit-sharing, collective bargaining and employment", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 143: 334–342.
- Pohjola, M. (1988), "Concentration of Shareholder Voting Power in Finnish Industrial Companies", *Scandinavian Journal of Economics* 90: 245–253.
- Pohjola, M. (1996), *Teboton pääoma*, WSOY, Porvoo.
- Rajan, R. ja Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance* 50: 1421–1460.
- Shleifer, A. ja Vishny, R. (1986), "Large shareholders

- and corporate control”, *Journal of Political Economy* 94: 461–488.
- Viljaranta, J. (1985), ”Agenttiteoria yrityksen johdon laskentatoimen teoriana”, HSE-työpapereita F-122, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki.
- Wiklund, R. (2008), Yrityksen arvonmäärityksistä eräissä tilintarkastuksen erityistehtävissä, Kauppatieteellinen tiedekunta, Talousoikeudellinen laitos, liseniaattitutkimus, Vaasan yliopisto.
- Zingales, L. (1994), ”The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience”, *Review of Financial Studies* 7: 125–148.