

ETLA

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS

THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
Lönnrotinkatu 4 B 00120 Helsinki Finland Tel. 358-9-609 900
Telefax 358-9-601 753 World Wide Web: <http://www.etla.fi/>

Keskusteluaiheita - Discussion papers

No. 625

Janne Hakala

OSAKEOMISTUKSEN JAKAUTUMINEN SUOMALAISISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

HAKALA, Janne, OSAKEOMISTUKSEN JAKAUTUMINEN SUOMALAISISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1997, 84 s. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 625).

TIIVISTELMÄ: Tutkimuksen tarkoituksena on selvittää sekä teoreettisesti että myös empiirisesti suomalaisten pörssi-yhtiöiden vuoden 1997 alussa vallitseva omistusrakenne niiden 51 yhtiön osalta, jotka ovat tutkimuksessa edustettuina. Tutkimuksessa pyritään selvittämään yhtiöiden osakeomistuksen keskittyneisyyteen ja ulkomaalaisten osakeomistuksen kasvuun liittyviä seikkoja Suomen osakeyhtiölain, osakesijoittamiseen liittyvien teorioiden ja kyselytutkimuksella kerätyn aineiston perusteella. Kyselytutkimuksen aineistoa on täydennetty yhtiökokouskäynneillä, yhtiöiden julkaisemilla julkisilla tiedotteilla sekä muutamilla asiantuntijahaastatteluilla.

Tutkimuksen teoriaosa on joiltakin osin käsiteanalyttinen, eli pyritään kuvaamaan aihepiiriin liittyviä käsitteitä ja suurempia kokonaisuuksia eksaktein termein. Pääasiassa kaksi teorialukua esitetään kuitenkin selittäen ja kuvaillen, joten tutkimuksen luonne on näin ollen suurimmaksi osaksi deskriptiivinen. Empiirisen osion luonne on komparatiivinen.

Yhtiön omistuksen keskittyneisyys

Osakeomistus ja äänivalta olivat varsin keskittyneitä tutkimuksessa mukana olevissa pörssi-yhtiöissä. Suurin äänenhaltija pitää hallussaan yli 35 prosenttia äänimäärästä 22 yhtiössä ja peräti 13 yhtiössä äänivalta oli yli 50 prosenttia. Kymmenen suurinta äänenhaltijaa piti hallussaan yli 50 prosenttia äänimäärästä 44 yhtiössä ja yli 90 prosenttia 12 yhtiössä.

Teorian mukaan keskittyminen on yhtiön taloudellisen ja toiminnallisen tehokkuuden kannalta edullista. Voidaan perustellusti olettaa, että suuromistajilla on yleensä käytettävissään riittävät taloudelliset toimintaedellytykset monitoroida omistamiensa yhtiöiden johtoa ja yleistä päätöksentekoa kyseisissä yhtiöissä.

Pörssi-yhtiöiden ulkomaalaisomistus ja omistuksen kasvun syitä

Kansainvälisillä pääomamarkkinoilla toimivat pääasiassa ammattimaiset suursijoittajat, kuten eläkerahastot ja sijoitusrahastot. Ulkomaalaisten hallintarekisteröityjen sijoittajien osuus Helsingin pörssissä oli tutkimuksen mukaan noin 38 prosenttia pörssin markkina-arvosta.

Ulkomaalaisten omistuksen kasvuun vaikuttavia syitä ovat olleet: sijoitusinformaation tehokas välittäminen, ulkomaalaisten osakeomistusta koskevien rajoitusten poistaminen, yhtiöiden kansainvälistymisprosessi, suomalaisten osakkeiden noteeraukset ulkomaisissa pörseissä ja erinäiset makrotaloudelliset seikat, kuten korkotason aleneminen ja vakautuminen sekä Suomen luottokelpoisuuden nousu ja säilyminen korkealla tasolla.

Tutkimusraportti perustuu Turun kauppakorkeakoulussa laadittuun pro gradu -tutkielmaan ja tekijä vastaa sen kannanotoista ja mahdollisista puutteista.

HAKALA, Janne, OSAKEOMISTUKSEN JAKAUTUMINEN SUOMALAISSIA PÖRSSIYHTIÖISSÄ. Helsinki: ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 1997, 84 p. (Keskusteluaiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 625).

ABSTRACT: The purpose of this study is to explain, both theoretically and empirically, the selection of ownership structure by Finnish listed companies beginning in 1997, based on the sample of 51 companies used in the study. Employing investment theory and research surveys, the study attempts to explain companies' ownership concentration and the reasons behind the growth in foreign ownership. The research surveys were supplemented with attendance at shareholders' meetings, public information published by the examined companies and expert interviews. The theoretical section of the study is, in some parts, analytical and therefore attempts to explain the concepts of the subject matter in exact terms. However, two theoretical chapters are presented using mostly verbal and illustrative explanations, making the study mostly descriptive in nature. The empirical section of the paper is comparative in nature.

The concentration of company ownership

Stock ownership and voting rights were quite concentrated in the listed companies examined in the study. The largest holder of voting rights has over 35 percent of the voting rights in 22 companies and over 50 percent in as many as 13 companies. The ten largest holders of voting rights had over 50 percent of the voting rights in 44 companies and over 90 percent in 12 companies. According to theory, concentration is a company's inexpensive means of attaining economic and operational efficiency. Hence, we can assume that the necessary operational preconditions exist for the large holder of voting rights to monitor the leadership and general decision making in its company.

Foreign ownership of listed companies and the reasons for its growth

For the most part, international capital markets are made up of institutional investors, such as pension and mutual funds. According to the study, administratively registered foreign investors' market value share of the Helsinki Stock Exchange was approximately 38 percent.

The most important factors contributing to the growth in foreign ownership are the following: the efficient exchange of investment-related information, the removal of barriers aimed at foreign stock ownership, the internationalization process of companies, the increase in the number of Finnish stocks officially quoted in foreign stock markets and certain macroeconomic factors, such as the reduction and stabilization of interest rates, as well as the improvement in Finnish creditworthiness and its maintenance at high levels.

This study is based on a master's thesis prepared for the Turku School of Economics. The views presented are those of the author, who takes responsibility for possible errors and omissions.

SISÄLTÖ

1 JOHDANTO.....	1
1.1 JOHDATUS AIHEPIIRIIN.....	1
1.2 TUTKIMUSONGELMA SEKÄ TUTKIMUSTAVOITTEET.....	2
1.3 TUTKIMUKSEN KULKU.....	3
2 OPERATIIVISEN JOHDON KONTROLLIMEKANISMIT JA OSAKEYOMISTUKSEN KESKITTÄMISEN VAIKUTUKSET	5
2.1 OSAKKEET JA ÄÄNIOIKEUS	5
2.1.1 Osakkeisiin sisältyvän äänimäärän rooli	6
2.2 YHTIÖKOKOUS JA HALLITUKSEN ROOLI	11
2.2.1 Yhtiökokous Suomen osakeyhtiölain mukaan.....	11
2.2.2 Osakeyhtiöiden hallitusten jäsenten valinta ja hallituksen rooli Suomen osakeyhtiölain mukaan	13
2.2.3 Yhtiöiden hallitukset Suomessa	16
2.2.4 Osakeyhtiön hallitus ja yhtiön taloudellinen tehokkuus	17
2.3 OSAKESUOJITTAMISEN HYÖDYT, YRITYSKOHTAINEN RISKI JA INFORMAATIOSUHTEET.....	18
2.3.1 Informaatiosuhteiden rooli	20
2.4 AVOIMEN OSAKKEYHTIÖN ERIYTTYNYT PÄÄTÖKSENTEKOPROSESSI.....	21
3 ULKOMAALAISTEN OSAKKEYOMISTUS JA OMISTUKSEN KASVUN SYITÄ	32
3.1 ULKOMAALAISSET OSAKKEYOMISTAJINA	32
3.1.1 Hallintarekisterijärjestelmä	34
3.2 ULKOMAALAISOMISTUKSEN KASVUN SYITÄ	35
3.2.1 Portfolioteoria kansainvälisessä sijoitusympäristössä	37
3.2.2 Sijoittamiseen liittyviä sosiologisia näkökantoja.....	41
3.2.3 Ulkomaalaisten osakeomistusta koskevat rajoitukset	43
3.2.4 Yhtiöiden toimet vaikuttavina tekijöinä	45
3.2.5 Suomen valtion maine vaikuttavana tekijänä	46
3.3 ULKOMAALAISTEN SUOJITTAMISEEN LIITTYVIÄ VEROTUSNÄKÖKANTOJA	47
4 EMPIIRINEN AINEISTO JA TUTKIMUSTULOKSET	49
4.1 SUOMEN OSAKEMARKKINAT	49
4.2 EMPIIRISEN AINEISTON KERÄÄMISEEN KÄYTETYT METODIT	50
4.3 EMPIRIAOSION TAVOITTEET.....	51
4.4 EMPIRIAOSION TULOKSET.....	52
4.4.1 Pörssiyhtiöiden osakasrakenne.....	53
4.4.2 Pörssiyhtiöiden omistuksen keskittyneisyys.....	59
4.4.3 Ulkomaalaisten osakeomistus ja sen kehittyminen.....	64
4.4.4 Kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön hallitukset sekä tutkimusmateriaalin pohjalta laadittu omistusrühmätaulukko	72
5 YHTEENVETO JA LOPPUPÄÄTELMÄT	77

KUVIOT

Kuvio 1: Ulkomaalaisten osakesijoitukset Suomeen 1986 - 1997....	44
Kuvio 2: Sijoitukset Suomeen vuonna 1993....	44
Kuvio 3: Helsingin Arvopaperipörssin osakevaihdon ja markkinaarvon kehitys 1989 - 1996....	50
Kuvio 4: Tutkimuksessa mukana olevat 51 pörssiyhtiötä luokiteltuna niiden osakkeenomistajien lukumäärän mukaan....	53
Kuvio 5: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimmat ään- tenhaltijat jaoteltuna omistussektoreittain....	59
Kuvio 6: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman ään- tenhaltijan prosenttiosuus yhtiön kokonaisäänimäärästä....	60
Kuvio 7: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman ään- tenhaltijan prosenttiosuus yhtiön osakkeiden kokonaismää- rystä....	61
Kuvio 8: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman äänenhaltijan prosenttiosuus yhtiön osakkeiden kokonais- määrästä ja äänimäärästä....	61
Kuvio 9: Yhtiöiden suurimpien äänentehaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta....	63
Kuvio 10: Yhtiöiden suurimpien äänentehaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön osakkeiden kokonaismäärästä....	63
Kuvio 11: Ulkomaalaisten omistusosuuden kehitys vuoden 1996 alusta vuoden 1997 maaliskuun loppuun saakka....	65
Kuvio 12: Pörssiyhtiöt, joissa ulkomaalaisten omistusosuus kasvoi eniten vuonna 1996....	69
Kuvio 13: Pörssiyhtiöt, joissa ulkomaalaisten omistusosuus laski eniten vuonna 1996....	69

TAULUKOT

Taulukko 1: Tutkimuksessa mukana olevien 51 pörssiyhtiön osakkeisiin liittyvien ääniosuuksien jakautuminen omistussektoreittain....	54
Taulukko 2: Tutkimuksessa mukana olevien 51 pörssiyhtiön osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien jakautuminen omistussektoreittain. Pörssiyhtiöt on luokiteltu sen mukaan, onko niiden osakesarjojen välillä äänivaltaeroja vai ei....	57
Taulukko 3: Taulukossa on ne tutkimuksessa mukana olevat yhtiöt, joilla on osakesarjojen välillä äänivaltaeroja....	57
Taulukko 4: Yhtiöiden suurimpien äänenthaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaisuudesta....	62
Taulukko 5: Ulkomaalaisten omistusosuuden kehitys 27 yhtiössä....	67
Taulukko 6: Ulkomaille suunnattujen antien vaikutukset osakkeiden kurssikehitykseen muutamien yhtiöiden osalta....	70
Taulukko 7: Ulkomaalaisten ääniosuus yhtiöissä, jotka noteerataan myös ulkomaisissa pörseissä tai hallintatodistusjärjestelmissä....	71
Taulukko 8: Viiden yhtiön ulkomailla olevan työvoiman osuus ja ulkomailta saatavan liikevaihdon osuus, sekä ulkomaalaisten osuus osakekannasta näissä yhtiöissä....	72
Taulukko 9: Kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön hallitukset....	73
Taulukko 10: Omistajaryhmätaulukot....	74

LIITTEET

- Liite 1: Osinkojen lähdeveroprosentit verosopimusmaittain
- Liite 2: Empiriaosion aineiston keräämiseen käytetyt kyselykaavakkeet

1 Johdanto

1.1 Johdatus aihepiiriin

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakeomistus on ollut viime vuosikymmeninä varsin keskittynyttä ja yhtiöissä todellista valtaa ovat käyttäneet suurten instituutioiden kärkihenkilöt. He ovat olleet myös alkuunpanevana voimana pääomamarkkinoiden kehittymisen alkuaikoina, jolloin eräissä piireissä voitiin puhua jopa havittelutalouden synnystä (Repo 1992). Instituutioiden ja muiden suursijoittajien valta omistajina on nykyäänkin yhä enemmän tullut esiin suomalaisten pörssiyhtiöiden toimista kertovissa artikkeleissa. Kuitenkaan talouden tutkijat eivät ole tehneet mitään kokonaisvaltaista selvitystä omistusrakenteiden keskittyneisyydestä tai suuromistajien vaikutuksista yrityksen toiminnalliseen ja taloudelliseen menestymiseen. Omistusrakenne voi olla hyvinkin tärkeässä asemassa mietittäessä yrityksen onnistumisen tai epäonnistumisen syitä nykyisessä markkinataloudessa; aina syyt eivät välttämättä johdu ns. ulkoisista tekijöistä, vaan sisäisten tekijöiden merkitys pitäisi myös pystyä tunnistamaan (Veranen 1988).

Varsinaisesti vasta tämän vuosisadan puolivälin jälkeen huomattiin, kuinka tärkeä omistusrakenne on yrityksen kehityksen kannalta ja omistajuuskysymykset nousivat tärkeiksi teoreettisiksi lähtökohdiksi yrityksen teorioissa (Demsetz 1992). Omistajien rooli onkin yrityksessä tärkeä, sillä he luovat taloudelliset toimintaedellytykset yritykselle, valitsevat johdon, sekä päättävät yrityksen pitkän ajan tavoitteista. Omistajat kantavat suurta riskiä, joka perustellusti aina yritystoimintaan liittyy ja heidän hallussaan on valta päättää yhtiöjärjestyksestä, joka sinällään luo puitteet myös uusien omistajien käyttäytymiselle. Näiden kaikkien tekijöiden takia on erityisen tärkeää kansantaloudellisessakin mielessä oppia tuntemaan etenkin pörssiyhtiöiden omistus-rakenteet ja niiden merkitys yrityksen kantavana voimavarana. Hyvin johdetulla ja menestyvällä suuryhtiöllä

on erinomaisen suuri vaikutus koko kansantalouden suotuisaan kehitykseen ja samalla yhteiskunnan toimintaan.

1.2 Tutkimusongelma sekä tutkimustavoitteet

Suomessa on hyvin rajoitetusti käsitelty pörssiyhtiöiden omistusrakenteiden vaikutusta yhtiöiden toiminnalliseen ja taloudelliseen tehokkuuteen ja varsinkin sitä, ovatko pörssiyhtiöiden osakkeet keskittyneet vain harvojen suuromistajien haltuun. (Tutkimuksia aiheesta: Airaksinen T. & Kallinen T. 1987 ja Veranen J. 1988, 1997.) Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia osakeomistuksen keskittymisen mukanaan tuomia haittoja ja hyötyjä muiden omistajien sekä itse yhtiön kannalta. Olennaisena osana aihepiiriin liittyy myös osakesijoittamiseen sisältyvä riski ja sen minimoimiskeinot, varsinkin suuromistajien kohdalla. Helsingin pörssin markkina-arvosta lähes 40 prosenttia on ulkomaalaisten sijoittajien hallussa, joten tutkimuksen asiakokonaisuuden kannalta on perusteltua käsitellä myös suhteellisen laaja-alaisesti ulkomaalaisten osakeomistuksen kasvun syitä ja vaikutuksia.

Tarkoitukseni onkin tämän tutkimuksen avulla selvittää sekä teoreettisesti että myös empiirisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden vuoden 1997 alussa vallitseva omistusrakenne niiden yhtiöiden osalta, jotka ovat tutkimuksessa edustettuina. Tutkimuksessani pyrin selvittämään yhtiöiden osakeomistuksen keskittyneisyyteen ja ulkomaalaisten osake-omistuksen kasvuun liittyviä seikkoja osakesijoittamiseen liittyvien teorioiden ja kyselytutkimuksella kerätyn aineiston perusteella. Kyselytutkimuksen aineistoa on täydennetty yhtiökokouskäynneillä, yhtiöiden julkaisemilla julkisilla tiedotteilla sekä muutamilla asiantuntija-haastatteluilla.

Tavoitteenani on siis tehdä kokonaisvaltainen tutkimus, jossa selvitetään riittävän perusteellisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden omistajakunnan rakenne. Erityisesti tutkimuksessa pyritään selvittämään suurten suomalaisten instituutioiden sekä ulkomaalaisten omistajien motiiveja omistaa suomalaisten pörssiyhtiöiden

osakkeita. Empiriaosion tarkoituksena on todeta mahdollisimman tarkasti Suomessa tutkimushetkellä vallitseva tilanne, johon teorioiden ajatuksia sovelletaan.

1.3 Tutkimuksen kulku

Ensimmäisessä luvussa johdattelen lukijan aihepiiriin esittelemällä ongelmanasettelun kannalta muutamia tärkeitä mietteitä, joihin tutkimus kokonaisuudessaan perustuu. Ensimmäisessä luvussa kerrotaan myös tutkimusongelma sekä tutkimuksen tavoitteet.

Toisen luvun tarkoituksena on luoda lukijalle ajatuksellisia välineitä, jotta yksittäisen yhtiön toimintaympäristöä voitaisiin ymmärtää syvällisemmin. Luvun painopiste on luvussa 2.2, jossa käsittelen omistajien kontrollimekanismeja operatiivisen johdon toimien valvomiseksi ja ohjaamiseksi. Lopuksi käsittelen luvussa avoimen osakeyhtiön eriytynttä päätöksentekojärjestelmää ja järjestelmän kahtiajakautuneisuudesta seuraavia näkökantoja.

Kolmannessa luvussa käsittelen suomalaisten pörssiyhtiöiden ulkomaalaisomistuksen syitä ja sivuan hieman seurauksiakin. Kerron luvussa hallintarekisterijärjestelmän toiminnasta sekä siihen liittyvistä ongelmista. Kolmannen luvun painopiste on luvussa 3.2, jossa pohdin ulkomaalaisomistuksen kasvun syitä suhteellisen laaja-alaisesti.

Neljännessä luvussa käyn läpi empiirisen aineiston ja sen pohjalta laatimani selvitykset. Selvitän luvussa suomalaisten pörssiyhtiöiden osaksrakenteet, ainakin niiden yhtiöiden osalta, jotka ovat tutkimuksessa edustettuina. Tutkin luvussa erityisesti suomalaisten pörssiyhtiöiden omistuksen keskittyneisyyttä ja ulkomaalaisten osakeomistusta ja sen ajallista kehitystä Helsingin pörssissä. Luvun lopussa on vielä selvitys kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön hallituksista sekä tutkimusmateriaalin pohjalta laadittu omistusryhmätaulukko.

Viidennessä eli viimeisessä luvussa esitän koko tutkimuksen yhteenvedon ja loppupäätelmät. Liitteinä ovat osinkojen lähdeveroprosentit, joita sovelletaan Suomen ja asianomaisen verosopimusvaltion välillä sekä kyselytutkimuksessa käytetyt kaavakkeet.

2 Operatiivisen johdon kontrollimekanismit ja osakeomistuksen keskittymisen vaikutukset

Tässä luvussa tarkastelen aluksi osakkeen roolia sekä siihen sisältyvän äänivallan merkitystä ja luonnetta sekä sitä, miten osakkeenomistaja voi hyödyntää osakeyhtiölain sekä yhtiöjärjestyksen hänelle suomia keinoja vaikuttaa yhtiötä koskeviin päätöksiin. Omistajan käytössä olevista suorista kontrollimekanismeista tarkastellaan yhtiökokousta ja hallitusta. Luvussa sivuan myös hieman osakeomistamiseen liittyviä riskejä, sekä eri omistajien käytössä olevia informaatio-kanavia yhtiön toiminnallisen ja taloudellisen tilanteen arvioimiseksi.

2.1 Osakkeet ja äänioikeus

Minkä tahansa osakeyhtiömuotoisen yhtiön korkeinta päätäntävaltaa on vain sellaisilla henkilöillä, jotka omistavat yhtiön osakkeita. Heidän vaikutusvaltansa yhtiötä koskeviin päätöksiin on normaalitilanteessa muihin yhtiön sidosryhmiin nähden ylivertainen. Tässä tutkimuksessa keskityn pelkästään osakeyhtiöihin, jotka ovat listautuneet pörssiin, eli yhtiöiden osakkeilla käydään julkisesti kauppaa. Tällaisten pörssiyhtiöiden osakasrakenne on yleisesti varsin hajautunut, jolloin yhtiössä voidaan valtaa käyttää huomattavankin pienellä äänimäärällä suhteessa koko osakekannan sisältämään äänimäärään. Joissakin tapauksissa, kun yhtiö on hakenut listautumista, on valta pyritty säilyttämään alkuperäisillä omistajilla sisällyttämällä yhtiöjärjestykseen sopimus yhtiön osakesarjojen sisältämästä erilaisesta äänivallasta. Osakeyhtiölain (3 luku 1§) mukaan kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että yhtiössä on erilaisia osakkeita tai että sellaisia voidaan laskea myöhemmin liikkeelle. Yhtiöjärjestyksessä on myös mainittava eri osakelajien väliset eroavuudet, kunkin lajisten osakkeiden lukumäärä ja osakkeenomistajien etuoikeus uusiin osakkeisiin osakepääomaa korotettaessa.

Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä, että tietynlainen osake voidaan määrättyssä järjestyksessä muuntaa toisenlajiseksi osakkeeksi. Suomessa jokainen osake tuottaa yhtiökokouksessa normaalisti vähintään yhden äänen. Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä, että eri osakkeilla on erisuuruinen äänimäärä. Minkään osakkeen äänimäärä ei tällaisessa tapauksessa saa olla kuitenkaan kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärää suurempi. Äänivaltaerot voivat olla perusteltuja ja hyväksyttäviä keinoja suojautua yritysvaltaukselta tai säilyttää yrityksen päätösvalta kotimaassa. Oikeutettuna perusteena äänivallan porrastamiselle voi olla myös se, ettei riskipääoman hankkiminen osakemarkkinoilla johda päätösvaltan menettämiseen perheyrietyksissä tai muissa tietyn omistajaryhmän hallitsemisissa yrityksissä (Talouselämä 41/1989, 19). Yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää aina yhtiökokous ja päätös on pätevä vain, mikäli osakkeenomistajat, joilla on vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, ovat sitä kannattaneet.

Joissakin erillislaeissa on tiettyjen omistajien äänestyskäyttäytymistä rajoitettu yhtiökokousten yhteydessä. Rajoitukset eivät ole tämän tutkimuksen kannalta olennaisia, koska ne eivät ole yleensä haitanneet rajoitetun omistajatahon vallankäyttöä. Esimerkiksi pankit saavat omistaa pankkitoimintaan kuulumattomia elinkeinoyhteisöjä siten, että omistus yksittäisessä yhtiössä ei saa olla 10 prosenttia enempää. Nykyoloissa nämä omistuskatot eivät ole pystyneet estämään suuryhtiöiden, kuten pankkien ja vakuutuslaitosten vallan kasvua elinkeinoelämässämme (Pohjola 1989, 5). Pankit ja vakuutuslaitokset intressipiireineen omistavat tutkimukseni mukaan 17 prosenttia tarkastelussa mukana olleiden yhtiöiden kokonaisäänimäärästä.

2.1.1 Osakkeisiin sisältyvän äänimäärän rooli

Yleisesti voidaan olla yhtä mieltä siitä, että osakeyhtiömuotoisessa yhtiössä suurella osalla yhtiön osakkeenomistajia ei ole kovinkaan suurta vaikutusmahdollisuutta yhtiön asioihin yleistä puheoikeutta yhtiökokouksissa lukuun-

ottamatta. Tämä johtuu suurelta osin heidän hallussaan olevista marginaalisista osakeomistuksista suhteessa koko osakekantaan. Tämä johtaa toisaalta siihen, että yhtiössä valtaa pitävän osakkeenomistajan roolin voi saavuttaa suhteellisesti varsin pienelläkin osakemäärällä, koska osakkeiden kokonaislukumäärä on hajautunut usean sijoittajan kesken. Joissakin tapauksissa vallan keskittymistä on pyritty vahvistamaan laskemalla yleisesti liikkeelle vähä-äänisiä osakesarjoja, jolloin määräysvallan dilluutio¹ ei ole yhtä voimakasta kuin osakemäärän kasvun tuoma absoluuttinen dilluutiovaikutus. Osakeomistuksen keskittymiseen ja vallan tuomiin haittoihin ja hyötyihin palaan luvussa 2.4. Mutta tässä kappaleessa pohdin vielä sitä, miksi osakkeisiin yleensäkin liitetään äänioikeus, miksi ainoastaan osakkeenomistajilla on tämä oikeus ja miksi omistajat käyttävät äänestysvoimiaan.

Kansantaloudellisessa mielessä yritys muodostuu sopimusten verkoista, joiden avulla yhtiön jokapäiväisiä toimia hoidetaan. Jotta yritys voisi menestyä, tulee se muodostaa siten, että osaava, työkykyinen joukko rekrytoidaan johtamaan yritystä ja ne, jotka taloudellisesti voivat mahdollistaa yhtiön perustamisen, saavat vaikuttamiskeinot yhtiön suurimpien linjausten ja strategioiden muodostamista varten. Tällaisen kombinaation luomiseen tarvitaan osakkeita, joihin liittyy ääniä pääoman sijoitusmäärän suhteessa. Yleisesti voidaan ajatella, että olisi aivan mahdotonta sopia kaikista tilanteista ja niihin sovellettavista menetelmistä etukäteen, joten äänestysmahdollisuus antaa tilaisuuden päättää myöhemmin niistä asioista, joita yhtiön jatkuva toiminta tuo mukanaan ja eritoten sellaisista seikoista, joista ei ole voitu ennalta sopimuksin sopia. Samalla äänestysmahdollisuus antaa myös keinon tehdä jo ennalta sovituista asioista pätemättömiä, mikäli enemmistö tai yhtiöjärjestyksessä mainittu määrä ääniä asettuu puoltamaan sovitun asian kumoamista. Äänestystilaisuuksien järjestäminen on kallista ja aikaa vievää ja tästä johtuen on tarpeen järjestää vain rajoitetusti tilaisuuksia, joissa osakkaat luovuttavat osan vallastaan heidän

¹ Osakeantien yhteydessä osakkeiden lukumäärä kasvaa, jolloin osakkeeseen sidottuna olevat oikeudet, kuten osinkotuotot per osake "laimenevat". Tätä laimenemisvaikutusta kutsutaan dilluutioksi. (Cox & Rubinstein 1985, 396.)

valitsemilleen edustushenkilöille (Easterbrook & Fischel 1983). Tällöin yhtiön hallituksen jäsenten valinnan tärkeys tulee selkeästi esille.

Äänestystilanteissa piensijoittajasta saattaa vaikuttaa siltä, että heidän äänensä eivät vaikuta mihinkään päätökseen mitenkään. Tosiasiassa heillä on lakien suomia mahdollisuuksia muodostaa koalitioita, joiden avulla he voivat saada aikaan merkittäviäkin valtablokkeja. Suuromistajilla ei suoranaisesti ole vastaavanlaista ongelmaa. Totuus on kuitenkin, että niin kauan kun suuromistajan omistusosuus on alle 100 prosenttia, on myös heillä marginaalisia äänestystulokseen liittyviä epävarmuustekijöitä.

Piensijoittajan osakeomistuksen marginaalisuus aiheuttaa usein edellä kuvatun kaltaisen ongelman, jonka ratkaisemiseksi on esitetty mm. osakkeeseen liittyvän äänimäärän myyntimahdollisuutta. Osakkeiden äänimäärän myyntiä voidaan tuskin pitää perusteltuna seuraavaksi esitettävien syiden takia.

Äänioikeuden sisällyttäminen kiinteäksi osaksi osaketta on perusteltua, koska äänioikeuden myyntimahdollisuus aiheuttaisi tarpeettomia agenttikustannuksia. Kustannukset muodostuisivat siitä, että muiden omistajien ja varsinkin yhtiön johdon olisi erinomaisen hankala seurata vallankäyttöpotentiaalin siirtymistä vaikka osakeomistus säilyisi muuttumattomana. Äänien erottaminen osakkeista toisi esille myös sen, että suuren äänimäärän hankkimisesta koituva kustannus olisi luultavammin suurempi kuin sijoittajan hallussa olevaan osakekantaan sisältyvä tuotto-odotus. Esimerkiksi jos 20 prosenttia osakekannasta omistava sijoittaja hankkisi itselleen kaikki yhtiön osakekantaan sisältyvät äänet, olisi hänellä kannustimenaan tehdessään yhtiötä hyödyttäviä päätöksiä vain yksi viidesosa päätöksen kautta saadusta tuotosta. Sijoittaja siis oletettavasti investoisi päätöksentekoon vähemmän kuin mitä hänen hallussaan oleva äänimäärä edellyttäisi. Toisaalta äänimäärän hallussaan pitävän sijoittajan tekemien päätösten negatiiviset vaikutukset jakautuisivat myös muiden omistajien kannettaviksi. Tällaisen riskin olemassaolo jo sinällään vähentäisi yleistä osakesijoittamisinnostusta, joten on hyvin perusteltua eliminoida kyseinen riski sitomalla äänet osakekohtaisiksi.

Mikäli kuitenkin ääniä voisi myydä erikseen, aiheuttaisi se hinnoitteluvaikeuksia, koska on hyvin vaikea määrittellä äänimäärään sisältyvälle vallalle hinta, joka myös korvaisi osakkeeseen jäljellejäävän riskin. Piensijoittajalle äänen myyminen olisi hyvä ylimääräisen tulon lähde, mutta toisaalta he tuskin saisivat myytyä eteenpäin sellaista osaketta, jonka sisältämä äänimäärä on jo myyty pois. Jos taas äänimäärän ostajan oletetaan korvaavan kokonaan äänimäärään sisältyvän vallan menetyksen hinnan myyjälle sekä osakkeeseen jäljellejäävän riskin, olisi ostajalle yhtä edullista hankkia koko osake kuin pelkästään sen sisältämä äänimäärä. Äänillä käytäisiin luultavasti kauppaa vain silloin, kun joku osakkeenomistaja haluaisi saada sellaisia päätöksiä aikaan, jotka olisivat hänen edukseen ja muita osakkeenomistajia vastaan. Tällainen käytös ei kuitenkaan olisi yhtiön toiminnan kannalta tehokasta ja järkevää, joten voidaan olettaa, että äänillä ei tulla kauppaa käymään vastaisuudessakaan ilman osakkeita. (Easterbrook et al. 1983.)

Syynä siihen, että muilla yhtiön taloudellisesti sidoksissa olevilla ryhmillä ei ole äänestys-oikeutta, voidaan pitää sitä, että osakkeenomistajien tulo-odotukset ovat sidoksissa yhtiön tuloihin, jotka jäävät jäljelle muiden sidosryhmien saatuaan jo omansa. Äänestysmahdollisuus on siis osaksi hyvitystä yhtiökohtaisesta riskistä, jonka osakkeenomistajat ovat valmiita kantamaan. Riski muodostuu pääasiassa yhtiön tulevaisuuden tuotto-odotusten heikentymisestä. Toisaalta voidaan ajatella, että muilla sidosryhmillä ei edes ole kannustinta pyrkiä vaikuttamaan yrityksen kannattavuuden parantamiseen, koska he eivät hyödy siitä yhtä paljon kuin osakkeenomistajat. Esimerkiksi yhtiötä lainoittavien tahojen tulot ovat yleensä kiinteitä prosenttiosuuksia lainasummista, eivätkä siten kasva yrityksen tulovirran kasvun mukaisessa suhteessa. Tosin yrityksen menestyessä heikosti lisääntyy lainoittajien valta suhteessa osakkeenomistajien valtaan, koska heidän saamisensa yrityksestä ovat etuoikeutettuja verrattuna yhtiön omistajiin. Tällöin osakkeenomistajilla voidaan teoriassa olettaa olevan vähän kannustimia uhrata aikaa ja lisää rahaa yhtiöön. Kyseinen passiivinen vaihe jatkuu niin kauan, kunnes omistajilla on jälleen mahdollisuus saada tuottoja yhtiöstä.

Edellä mainitun perusteella voidaan siis olettaa, että valta ja halu vaikuttaa yhtiön toimenpiteisiin riippuu siitä, millä intressiryhmällä kulloinkin on oikeus yhtiön tuottovirtoihin. Tämä puolustaa juuri sitä ajatusta, että vain yhdellä joukolla voi kerrallaan olla määräysvalta yhtiössä ja samalla se puolustaa osakkeenomistajan oikeutta äänimäärään, joka on suhteessa hänen yhtiöön sijoittamaan pääomaanpanokseen. Tällöin voidaan olla varmoja myös siitä, että tuottovirtaoikeudet omistava ryhmä pyrkii aina maksimoimaan oman taloudellisen hyötynsä.

Lopuksi tarkastelen vielä joitakin äänestämiseen liittyviä huomionarvoisia seikkoja. Äänestysmahdollisuudella voidaan olettaa olevan kritisoinnista huolimatta tärkeä rooli yhtiön päätöksentekoprosessissa, koska äänestäminen ei ole hävinnyt käytäntönä. Äänestäminen mahdollistaa myös yritysvaltauksia ja rauhanomaiset haltuunotot, koska esimerkiksi julkisen ostotarjouksen tehnyt taho tietää saavansa vallan yhtiössä saatuaan ostetuksi riittävästi kohteena olevan yhtiön osakkeita. Tämä johtaa myös siihen, että kriittisistä äänimääristä maksetaan yleensä preemiota, jotta haltuunotto voidaan suorittaa loppuun. Osakkeen kohonnut lunastushinta hyödyttää tällöin aikaisempia osakkeenomistajia. Äänimäärien sisältyminen osakkeeseen johtaa siihen, että osakkeen liikkeelle laskeneen yhtiön tulevaisuuden positiiviset näkymät heijastuvat osakkeen kurssiin nostaten markkinahintaa, koska sijoittajien halu päästä yhtiön valtaapitäväksi omistajaksi varmasti kasvaa. Tällöin osakkeiden kasvanut kysyntä kohdistuu luultavammin juuri sellaisiin osakesarjoihin, joilla on yhtiöjärjestyksen mukaan suurempi äänivalta verrattuna muihin yhtiön osakesarjoihin. Empiiriset tutkimukset osoittavat muutamien prosenttien preemiota enemmän äänivaltaa sisältävien osakkeiden kaupankäyntikursseihin² (Löyttyniemi 1991).

Äänestysmahdollisuuden tarpeellisuutta on tutkittu jonkin verran ja tutkimusten tulosten perusteella voidaan todeta, että äänestysmahdollisuus sekä vaikuttamiseen mahdollistavien valtablokkien muodostamismahdollisuus lisäävät yrityksen toiminnallista ja taloudellista tehokkuutta. Näin ollen esimerkiksi yhtiökokouk-

² USA: 5,4 % vuosien 1940 ja 1978 välisenä aikana (Lease et. al. 1983). Ruotsi: 1,4 - 6,1 % vuosien 1975 ja 1985 välisenä aikana (Rydqvist 1986). Suomi: 51 - 65 % vuosien 1982 ja 1985 välisenä aikana (Palmen 1987). Nykyisin hintaero vastaa kansainvälistä tilannetta.

silla on hyvinkin merkittävä asema yhtiön toimia ohjaavana foorumina. Yhtiökokouksen ja hallituksen roolia tarkastelen seuraavassa kohdassa lähemmin.

2.2 Yhtiökokous ja hallituksen rooli

Tässä luvussa keskityn tarkastelemaan kahta osakkeenomistajan vallankäyttömekanismia yhtiön johtoa kohtaan, nimittäin yhtiökokousta ja hallituspaikkatyökentelyä. Yhtiökokous on osakeyhtiömuotoisen yhtiön korkeinta valtaa käyttävä foorumi, jonka päätäntävaltaisia osallistujia ovat osakkeenomistajat, jotka ovat tiettyyn ajankohtaan mennessä olleet merkittyinä yhtiön osakasluetteloon. Yhtiökokous sekä sen yhteyteen järjestetyt muodoltaan vapaammat johdon ja omistajien väliset keskustelutilaisuudet ovat erinomaisia tapoja hoitaa eri intressiryhmien välisiä suhteita. Yhtiökokous valitsee yhtiölle hallituksen, jonka roolina on edustaa osakkeenomistajia yhtiön operatiivisessa päätöksenteossa. Hallituksen tehtäviin kuuluu järjestää yhtiön hallinto ja nimittää riittävä määrä henkilöitä johtamaan yhtiön toimintoja.

2.2.1 Yhtiökokous Suomen osakeyhtiölain mukaan

Yhtiökokous on virallisesti demokraattinen foorumi, jossa osakkeenomistajat käyttävät päätäntävaltaa yhtiötä koskevissa asioissa. Jokaisella osakkeenomistajalla on oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää siellä puhevaltaa. Osakkeenomistaja käyttää oikeuttaan yhtiökokouksessa henkilökohtaisesti tai asiamiehen välityksellä ja asiamiehen tulee kokouksen yhteydessä esittää hallussaan oleva valtakirja. Yhtiön yhtiökokous tulee järjestää yhtiön kotipaikassa tai yhtiöjärjestyksessä mainitulla muulla suomalaisella paikkakunnalla.

Kaikilla osakkeenomistajilla on yhtäläinen oikeus saada haluamansa asia yhtiökokouksen käsiteltäväksi, jos hän vaatii sitä kirjallisesti yhtiön hallitukselta siten, että asia kyetään sisällyttämään kokouskutsuun. Kokouksessa päätökseksi kirjataan se mielipide, jota on kannattanut enemmän kuin puolet annetuista äänistä. Mikäli äänestys menee tasan, voittaa se mielipide, johon puheenjohtaja

yhtyy. Laeissa on muutamia päätöstilanteita, joissa tarvitaan määränemmistöä tukemaan päätöstä, jotta asia voidaan hyväksyä ja kirjata yhtiökokouksen viralliseksi kannaksi. Tällaisia asioita ovat esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttaminen ja erityistilintarkastuksen suorittaminen.

Pörssiyhtiöiden yhtiökokoukset ovat muuttuneet ajan myötä vain muutamia minuutteja kestävästä selvitystilaisuudesta useita tunteja kestäviin informatiivisiin, osallistujamääriltään tuhansiin osakkeenomistajiin yltäviin tilaisuuksiin. Näissä tilaisuuksissa paikalla oleva yhtiön ylin johto pyrkii antamaan kuulijakunnalle syvällisempää informaatiota kuin mitä vuosikertomuksiin sisältyy. Tosin yhtiön asioista hyvin perillä oleville omistajille informaatio ei yleensä sisällä mitään sellaista, jota ei olisi ollut jo saatavilla. Dahlgren ja Moberg (1990) kuvaavat yhtiökokouksen luonnetta kirjassaan seuraavasti: ”Yhtiöt pyrkivät yhä prameammin, mutta tosin vähemmän uskottavammin antamaan piensijoittajalle sellaisen vaikutelman, että pienosakkaillakin on valtaa. Mutta tosiasiasa harvoin pienosakkaan esittämä ehdotus tai kommentti on sen luonteinen, että yhtiö muuttaisi toimintatapojaan sen johdosta.” Suurten pörssiyhtiöiden yhtiökokoukset ovat usein kuvatun kaltaisia tapahtumia, joissa suuromistajat määräävät suvereenisesti. Yhtenä esimerkkinä mielestäni voidaan mainita mm. Merita Oy:n 18.3.1997 pidetty yhtiökokous. Tässä kokouksessa oli osakkeenomistajia läsnä 1 423 (omistajia yhteensä 356 177) ja heidän hallussaan oli 237 846 258 osaketta (osakkeita yhteensä 830 500 000). Itse läsnäolleen voin hyvin kuvitella muiden läsnäolleiden pienosakkaiden valtatyhjien tuntemukset, kun Meritan 5 suurinta institutionaalista osakkeenomistajaa pitää hallussaan 14,8 prosenttia äänistä ja 10 suurinta institutionaalista osakkeenomistajaa 20,8 prosenttia äänistä.

Pieniä muutoksia on piensijoittajien asemaan tulossa, kun uusi osakeyhtiölaki meni läpi pienin muutoksin eduskunnassa 16.12.1996. Laki tuli voimaan vuoden 1997 syyskuun alussa. Se lisää osakeyhtiössä osakkaiden tiedonsaanti- ja kyselyoikeutta. Yhtiön ylin johto joutuu jatkossa ainakin välillisesti vastaamaan yhtiön tilintarkastajille yhtiökokouksessa esitettyihin kysymyksiin. Suurissa yhtiöissä vähemmistölle tulee lisäksi oikeus vaatia erityisen tarkastuksen

suorittamista yksittäisessä yhtiössä. Eduskunta ei kuitenkaan hyväksynyt osakeyhtiölakiesityksen kohtaa, jossa vaadittiin, että puolet kunkin osakelajin äänistä hyväksyttäisiin tietyissä tärkeissä päätöksissä. Tämä osakekohtaisen äänioikeuspuolikkaan vaatimuksen läpimeno olisi lisännyt vähemmän äänivaltaisten osakkeiden valtaa suurissa osakeyhtiöissä. Lakiin tulee kuitenkin esimerkiksi perheomisteisia yhtiöitä houkutteleva etuosake, jolla ei ole lainkaan valtaa normaaleissa päätösasioissa. (Kauppalehti 8.1.1997.)

Kuten on jo aikaisemmin todettu, yhtiökokous on yhtiön korkeinta päätäntävaltaa edustava foorumi. Sen merkitystä vähentää kuitenkin olennaisesti se, että suurten omistuskeskittymien hallussa on niin suuria äänimääriä. Suuromistajien hallussa olevien äänimäärien turvin lähes mikä tahansa jonkun muun osakkeenomistajan ehdotus voidaan äänestää kumoon.

2.2.2 Osakeyhtiöiden hallitusten jäsenten valinta ja hallituksen rooli Suomen osakeyhtiölain mukaan

Suomen osakeyhtiölain (8 luku) mukaan osakeyhtiöllä tulee olla hallitus, joka on yhtiökokouksen valitsema. Hallitukseen tulee kuulua vähintään kolme jäsentä. Yhtiöjärjestykseen sisältyvän määräyksen avulla voidaan hallituksen jäsenistä vähemmän kuin puolet asettaa toimeensa ilman yhtiökokouksen erillistä päätöstä. Hallituksen jäsenten toimikauden pituus tulee määrätä yhtiöjärjestyksen avulla, kuitenkin siten, että jäsenen toimikauden tulee päättyä viimeistään neljäntenä vaalin jälkeisenä tilikautena. Yhtiökokous voi toki valita erovuorossa olevan jäsenen uudestaan takaisin hallitukseen. Hallituksen jäsen voi erota toimestaan ennen toimikauden päättymistäkin, mutta siitä on ilmoitettava hallitukselle ja hänet nimittäneelle taholle. Hallituksen jäsenen voi erottaa paikaltaan vain se, joka hänet on sinne valinnut.

Hallituksen toimenkuvaan kuuluu huolehtia yhtiön hallinnosta ja yhtiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Yhtiön muun johdon tulee hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti.

Hallituksen on myös huolehdittava, että kirjanpidon ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti järjestetty. Yleisesti hallitus edustaa yhtiötä ja pitää hallussaan yhtiön toiminimen kirjoitusoikeuden. Yhtiöjärjestyksen avulla voidaan nimenkirjoitusoikeutta laajentaa koskemaan muutakin yhtiön johtoa. Hallitustyöskentelyssä ja hallituksen yksittäisten jäsenten kohdalla pitää tarkasti huomioida, että hallitus tai muu yhtiön edustaja ei saa ryhtyä sellaiseen oikeustoimeen tai muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle henkilölle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Joissakin yhtiöissä on yhtiöjärjestyksen mukaan oltava myös hallintoneuvosto, joka osaltaan valvoo hallituksen ja yhtiön johdon toimia ja antaa lausuntonsa yhtiökokoukselle yhtiön hallinnon tekemistä toimista, tilinpäätöksestä ja tilintarkastuksesta. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että hallintoneuvosto päättää asioista, jotka koskevat toiminnan huomattavaa supistamista tai laajentamista taikka yhtiön organisaation olennaista muuttamista. Hallintoneuvosto voi antaa ohjeita hallitukselle asioista, jotka ovat laajakantoisia tai periaatteellisesti tärkeitä. Hallintoneuvostoa ei voida kuitenkaan perustaa sellaiseen yhtiöön, jonka osakepääoma tai enimmäispääoma on pienempi kuin miljoona markkaa. Hallintoneuvostossa on aina oltava vähintään viisi jäsentä. Hallintoneuvosto on yhtäläillä osakkeenomistajan edunvalvoja kuin on hallituskin ja molempiin elimiin pätee seuraavaksi esitettävät asiat yhteismitallisesti.

Hallitus on yhtiömuotoisen organisaation päätöksenteon kontrollielin, jonka jäsenet joko edustavat itseään osakkeenomistajina tai toimivat jonkun esimerkiksi institutionaalisen omistajatahon mandaatilla. Hallituksella on valta palkata, erottaa ja korvata yhtiön johdossa työskenteleviä; samoin hallitus ottaa osaa kaikkiin tärkeisiin yhtiötä koskeviin päätöksiin. Hallituksen mahdollisuus kontrolloida johdon operatiivisia päätöksiä auttaa merkittävästi pienentämään osakkeenomistajan monitorointikustannuksia (Fama et al. 1983, 311). Hallitustyöskentelyn tultua yhä ammattimaisemmaksi se vähentää hieman hallituksen monitorointiasemaa. Tämä johtuu siitä, että hallituksen jäsenet pystyvät puuttumaan yhä enemmän johdon toimiin ja saattavat siten sulauttaa itsensä osaksi operatiivista

päätöksentekoa (Ricardo-Campbell 1983, 393). Toisaalta voidaan ajatella, että osakkeenomistaja hyötyy osaltaan hyvästä hallituksesta ja asiansa osaavasta motivoituneesta jäsenistöstä, ja voi olla siten varma hallituksen pätevydestä hoitaa osakkeenomistajan etuja. Tätä onkin monessa yhteydessä painotettu ja voidaan syystä todeta, että hallitus on äärimmäistä monitorointivaltaa käyttävä sisäinen elin, joka valvoo sopimusten verkostoa eli yhtiötä.

Johtoa kontrolloivat muutkin seikat kuin vain hallituksen monitorointi. Johdon suorituskykyä voi parantaa myös uhka mahdollisesta yritysvaltauksesta, jolloin huono johto korvataan auttamatta. Johdon intressinä on myös saada halpaa lainarahoitusta johtamalleen yhtiölle, ja tämän mahdollistaa vain yhtiön hyvät tulonäkymät ja johdon nauttima yhtiön omistajien yleinen luottamus kolmannen osapuolen eli lainanantajan silmissä. Varsin toimiva mekanismi on johtohenkilöiden tehokkaat työmarkkinat, jotka takaavat, että yhtiöiden johtohenkilöt pyrkivät saamaan johtamansa yhtiön menestymään mahdollisimman hyvin, jotta heidän uransa ei loppuisi siihen, että heidän pätevyytensä työssään asetettaisiin kyseenalaiseksi työmarkkinoilla. (Demsetz 1983, 387.) Pienissä maissa, kuten Suomessa, johdon työmarkkinat ovat varsin tehottomia verrattuna suuren maan tarjoamiin markkinoihin, joten edellä mainittuja seikkoja tulee aina miettiä yhtiö- ja maakohtaisesti.

Omistusoikeuskirjallisuudessa sekä sisäinen monitorointi (hallitus), että ulkoiset johdon monitorointikeinot (johdon työmarkkinat ja yritysvaltausten uhka) ovat lähes yhtä tärkeitä. Tosiasiassa voidaan olla yhtä mieltä siitä, että johto pitää tärkeämpänä osakkeenomistajien näkemyksiä ja toivomuksia, koska yhtiön omistajat ovat kuitenkin ensisijassa kantamassa yritykseen liittyvää riskiä ja ovat johdon suoranaisia työnantajia. Tätä näkökulmaa puolustavat myös Jensen ja Meckling (1976). Mutta Manne (1967) toteaa, että jos yhtiön osakeomistus on tarpeeksi hajautunutta, niin omistajat ovat luultavasti pystyneet pienentämään yritysکوhtaisen riskin hajauttamalla omaisuutensa useampaan yritykseen ja siten heidän monitorointihalunsa on vähäistä. Näin ollen johdon kontrollointi lankeaisi ensi-

sijaisesti organisaatiolle itselleen ja vasta toissijaisena mukaan tulisivat ulkopuoliset monitorointitekijät. (Fama 1980, 294 - 295.)

2.2.3 Yhtiöiden hallitukset Suomessa

Suomessa on tällä hetkellä sellainen yrityskulttuuri, että jos yrityksellä on mennyt huonosti, vaihdetaan yleensä toimitusjohtaja. Kulttuuri on tältä osin tosin muuttumassa ja nyt kiinnitetään enemmän huomiota siihen, kuka on hallituksen puheenjohtaja ja keitä muita on hallituksessa. Suomalaisetkin omistajat ovat ryhtyneet vaatimaan hallitusta enemmän vastuuseen yhtiön toiminnasta. Lainsäädäntö ei sinällään ole muuttunut, mutta lakia hallituksen vastuusta on alettu hyödyntää eri tavalla. Hallituksen jäsen voi tulla yhä helpommin korvausvelvolliseksi huolimattomuudestaan, eikä niinkään pätemättömydestään. Hallitustyöskentely ammattimaistuu ja näin ollen hallituksen on oltava joukkue, jossa on erilaista osaamista ja kokemusta. Jyrki Veranen (1997) ennustaa kirjassaan, että Ruotsin mallin mukaan Suomeen syntyy lähitulevaisuudessa hallituksen ammattilaisjäsenten ammattikunta. Jäsenet työskentelisivät 4 - 5 päivää kuukaudessa kussakin yrityksessä. Ammattikunnan synty edellyttää kuitenkin, että hallitusten jäsenten palkkiot ovat suhteessa tehtävän vaatimien tietojen ja taitojen kanssa. (Ekonomi 9/96, 13.)

Tärkeintä osakkeenomistajan kannalta on tehdä selväksi hallituksen jäsenille, että hallitus on vastuussa teoistaan omistajille. Omistajien tulee pyrkiä vaikuttamaan enemmän siihen, että oikeat henkilöt valitaan vastuullisiin tehtäviin, eikä erottamisiakaan tulisi tahattomasti viivyttää. (The Economist May 1st 1994.)

Tulevaisuuden elinkeinoelämä tulee luultavasti monimutkaistumaan entisestään ja vanhat toimintatavat eivät välttämättä enää päde. Tämä johtaa siihen, että suuryhtiöiden johtajilta ja varsinkin yhtiöiden hallitusten jäseniltä vaaditaan yhä ammattimaisempaa otetta toimessaan. Pelkkä elinkeinoelämän yleistietämys ei enää riitä, vaan jäsenten tulee hallita sekä taloudelliset että oikeudelliset yhtiötä koskevat seikat tarkasti.

Viime aikoina on yhä enemmän korostettu yhtiöiden johdon ja hallitusten vastuuta. Varsin tutuiksi ovat tulleet ainakin muutamia pankkeja koskevat tapaukset. Elinkeinoelämän etiikka ja ihmisten moraalikäsitteet ovat luultavasti säilyneet samoina kuin mitä ne ovat olleet aikaisemminkin. Mutta talouden liikkeet ovat tulleet niin nopeatempoisiksi, että virheitä sattuu helpommin ja virheitä korjattaessa ongelmat saattavat vain kumuloitua. Yhtiöiden kansainvälistyminen, uusien rahoitusinstrumenttien jatkuva kehittäminen ja joissakin tapauksissa talouden pelisääntöjen puuttuminen ovat aiheuttaneet ja aiheuttanevat yhä vaativamman taloudellisen toimintaympäristön. Tähän osakkeenomistajien tulee jatkossa pyrkiä kiinnittämään entistäkin enemmän huomiota, kun he valitsevat edustajiaan yhtiöiden hallituksiin ja hallintoneuvostoihin.

2.2.4 Osakeyhtiön hallitus ja yhtiön taloudellinen tehokkuus

Joitakin tutkimuksia on tehty siitä, vaikuttaako hallitusten jäsenten vaihtuvuus merkittävästi yhtiön taloudelliseen suorituskykyyn. Weisbach (1988) oli ensimmäinen, joka raportoi hallituksen jäsenten vaihtuvuuden, yhtiön ulkopuolisten hallituksen jäsenten läsnäolon ja yhtiön taloudellisen menestyksen välisistä suhteista. Fama (1980) väitti, että hallituksen elinvoimaisuutta halpana yhtiön sisäisenä kontrollielimenä voidaan parantaa lisäämällä yhtiön ulkopuolisten henkilöiden määrää hallituksissa. Weisbach löysikin tutkimuksessaan todisteita, että yhtiön taloudellinen menestys korreloi paremmin yhtiön operatiivisen johdon vaihdoksien kanssa sellaisissa yhtiöissä, joiden hallituksen jäsenistössä oli paljon yhtiön ulkopuolisia edustajia kuin sellaisissa yhtiöissä, joissa hallitukset oli muodostettu yhtiön johtohenkilöistä. Yhtiön ulkopuolisista henkilöistä kootut hallitukset näyttäisivät tuovan lisäarvoa yhtiöön, koska heillä voidaan katsoa olevan enemmän kompetenssia erottaa epäpätevät operatiivisia toimia hoitavat johtajat. (Mayer 1996.)

2.3 Osakesijoittamisen hyödyt, yrityskohtainen riski ja informaatio-suhteet

Kansantaloudellisesti yhtiöt muodostuvat sopimusten verkostoista, joissa yhtiöiden toimintaan sisältyvää riskiä jaetaan eri sidosryhmille erilaisilla painoarvoilla. Joidenkin ryhmien kohdalla yrityskohtainen riski rajoittuu kiinteän sopimuksissa mainitun tuottovirran saamisen todennäköisyyteen. Esimerkiksi yhtiöiden lainoittajilla tuoton saannin todennäköisyys on yleensä varsin korkea, ja riski tällöin pieni. Toisilla tuottovirrat ovat sidottuina suoraan yhtiön taloudelliseen menestymiseen, jolloin riski on huomattavasti suurempi kuin kiinteän tuottovirran tapauksissa. Osakeyhtiömuotoisen yrityksen osakkeenomistajat kuuluvat juuri tähän jälkimmäiseen ryhmään. Seuraavaksi tarkastelen lähemmin heidän asemaansa riskinkantajina.

Yleisesti kaupan oleva osake mahdollistaa huomattavasti paremman ja tehokkaamman riskin hajauttamisen yhtiössä kuin on esimerkiksi mahdollista saada aikaan sellaisissa yhtiöissä, joissa operatiivista päätöksentekoa ja yhtiön omistamista ei ole pystytty hajauttamaan. Avoimissa osakeyhtiöissä riskiä on pystytty hajauttamaan sellaisille henkilöille, jotka vapaaehtoisesti haluavat kantaa osan yhtiöön sisältyvästä riskistä saaden siitä korvauksena osakeomistukseen sidottuja oikeuksia. Näiden oikeuksien tuoma taloudellinen hyöty on vahvasti sidoksissa yhtiön menestymiseen. Osakkeenomistajan on mahdollista, ollessaan luonteeltaan riskin karttaja, alentaa yksittäiseen sijoitukseen liittyvän yrityskohtaisen riskin osuutta kokonaisriskistä hajauttamalla omaisuuttaan myös toisiin varallisuutta kerryttäviin kohteisiin.

Yhtiöt voivat myös pyrkiä omilla toimillaan vähentämään osakkeenomistajiensa yhtiökohtaista riskiä muun muassa siten, että velkakirjoilla ja muulla lainarahoituksella hankitaan yhtiöön kiinteää omaisuutta, mikäli yhtiön tuotto-odotukset ovat hyvät. (Velkaisuusaste pidetään kuitenkin riittävän alhaisena, jottei käy niin, että itseasiassa lisätään yhtiön riskillisyyttä.) Vieraan pääoman ja oman pääoman avulla pyritään yhtiölle löytämään rahoituksellinen optimitila, jonka jälkeen pääasiassa yhtiön oman pääoman ehtoista varallisuutta sijoitetaan esimerkiksi

muiden yhtiöiden osakkeisiin. Näin voidaan vähentää yhtiön tuottojen riippuvuutta vain yhtiön omista tulevaisuuden näkymistä ja samalla tavallaan yhtiön omaisuutta hyväksi käyttämällä hajautetaan yhtiön osakkeenomistajien sijoitus-salkkuja.

Yhtiön suuromistajien kohdalla sijoitustoiminnan kokonaisriski muodostuu muustakin kuin vain omistamansa yhtiön yhtiökohtaisesta riskistä. Kokonaisriskiin vaikuttavat myös omistajan kokonaisvarallisuus, heidän kykynsä hallita suurta omaisuutta ja yleensäkin heidän tietonsa ja taitonsa. Erittäin varakkailla instituutioilla tai suursijoittajilla on yleensä mahdollisuus pitää tai saavuttaa määrääviä omistusasemia useissakin yhtiöissä yhtä aikaa ja näin ne pystyvät portfoliosijoittajan tavoin vähentämään kokonaisriskiään diversifioimalla sijoitus-salkkujaan erilaisiin varallisuutta kerryttäviin kohteisiin. Tosin suursijoittajankin hallitsemis- ja johtamiskyvyillä on rajansa ja siten jokin yhtiö, jossa heillä on määräämisvalta, saattaa kärsiä suuromistajan huomion puutteesta ja yhtiön taloudellinen tehokkuus voi heikentyä. (Demsetz 1995, 45.)

Esimerkiksi Ruotsissa ovat suuromistajat havainneet rajoittuneisuutensa johtaa monia yhtiöitä yhtä aikaa. Varsinainen ongelma on se, että pienestä maasta ei löydy tarpeeksi riittävän kyvykkäitä henkilöitä sijoitettavaksi eri yhtiöiden hallitukseen. Joissakin instituutioissa on osakeomistuksia pyritty keskittämään entistä enemmän ja samalla niihin on perustettu erillisiä osastoja hoitamaan sijoitustoiminnan osakeomistusten hallinnointia. (AffärsVärlden 4.10.1996.)

Yleensä suurissa yrityksissä johtamistaidot ja yhtiöön sijoitettu varallisuus eivät kulje käsi kädessä. Toisin sanoen johdon sijoitukset yhtiön osakepääomaan ovat varsin vähäisiä verrattuna siihen asemaan, joka heillä on yhtiön organisaatiossa. Tällainen riskilisä on pyritty saamaan mahdollisimman pieneksi erilaisin johdon palkitsemisjärjestelmin ja erityisesti omistajien kontrollimekanismein, joita siis ovat muunmuassa yhtiöiden hallitukset ja yhtiökokoukset. Näistä hallituksella on varsin merkittävä asema, kun riskin minimointia tarkastellaan yhtiön sisäisen päätöksentekoprosessin avulla (prosessia käsitellään tarkemmin luvussa 2.4).

Prosessissa on neljä vaihetta: 1) aloite, 2) ratifiointi, 3) toteuttaminen ja 4) valvonta ja monitorointi (Fama et.al. 1983, 303). Hallituksen vastuu johdon tekemistä päätöksistä alkaa ratifiointista ja jatkuu valvonta- ja monitorointitehtävinä, jotka tehokkaasti suoritettuina vähentävät johdon yhtiölle aiheuttamaa riskiä omistajien etujen mukaisesti.

2.3.1 Informaatiosuhteiden rooli

Omistajat, joilla on valtavat yrityskohtaiset sijoitukset, kärsivät suuresta yritys-kohtaisesta riskistä, josta he eivät välttämättä saa suoranaisesti kompensatiota. Heillä on kuitenkin tiettyä etua asemastaan, sillä heidän käytössään on paremmat informaatiokanavat, jotka ulkopuolisilta ja pienosakkailta puuttuvat. Joissakin tapauksissa suursijoittajien on mahdollista saavuttaa parempia tuottoja käyttämällä tätä niin sanottua sisäpiiritietoa. (Demsetz 1995, 59.) Tosin heidän tulee noudattaa yhtä lailla lakeja, jotka pyrkivät estämään tietojen väärinkäytön.

Sisäpiiritiedon hyväksikäyttö lisää piensijoittajan riskiä heidän sijoitustoimintansa kannalta, koska sisäpiiritiedolla voidaan osakkeiden kurssuja heiluttaa muiden sijoittajien ymmärtämättä kurssimuutosten fundamentteja. Tosin piensijoittajien voidaan olettaa hyväksyvän jonkinasteisen sisäpiiritiedon hyödyntämisen, koska suuromistajat hoitavat yhtiön johdon kontrolloinnin ja monitoroinnin heidän puolestaan. Kontrollointi taasen vähentää muiden omistajien kokemaa yrityskohtaista riskiä. (Demsetz 1995, 60.)

Joissakin tapauksissa on tullut esille, että tiettyjä omistajaryhmiä tai -keskittymiä syytetään toisten omistajien etujen laiminlyömisestä tai tahallisesta suursijoittajan aseman väärinkäytöstä, mutta tosiasiallisesti syyttely ei ole oikeutettua. Kukaan sijoittaja ei ole pakotettu sijoittamaan varojaan sellaiseen osakeyhtiöön, jonka toiminnan hän katsoo olevan etujensa vastaista (Hessen 1983, 288). Aina muiden sijoittajien käyttäytymistä ei tietenkään voi tietää etukäteen, mutta mikäli sijoittajan omaisuus on hajautettu riittävän tehokkaasti, voidaan olettaa, että yhteen yhtiöön kohdistuva riski on silloin varsin alhainen.

Paras tapa miettiä osakesijoituksen riskillisyyttä on tarkastella osakemarkkinoiden elinvoimaisuutta, joka tälläkin hetkellä on erinomaisen hyvä ja erilaisten lakien ja säännösten takia hyvinkin vakaasti kehittymässä. Osakesijoittamiseen liittyvää riskiä on myös mahdollista nykyään jakaa eteenpäin erilaisten johdannaisinstrumenttien avulla ja uskoisin myös piensijoittajien kiinnostuvan entistä enemmän näiden välineiden käytöstä. Yhtäläillä erilaisten rahastojen ja ammattimaisen varainhoidon avulla on pienilläkin pääomasijoituksilla mahdollista saavuttaa suursijoittajiin profiloidut etuisuudet, kuten pienet transaktiokustannukset, ammattimainen varainhoito ja sijoitusten globaalisuus.

2.4 Avoimen osakeyhtiön eriytynyt päätöksentekoprosessi

Julkisesti noteerattujen osakeyhtiöiden osakeomistuksen keskittymisellä tarkoitetaan yksittäisen yhtiön kohdalla sitä, että joillakin omistajatahoilla tai -ryhmillä on niin suuri äänimäärä hallussaan, että muilla osakkeenomistajilla voidaan katsoa olevan vain teoreettista määräysvaltaa kyseisessä yhtiössä. Tarkastelen seuraavaksi osakeomistuksen keskittymisen aikaansaamia haittoja ja hyötyjä, sekä selvitän yleisesti päätöksentekoprosessin vaiheet avoimessa osakeyhtiössä.

Tämän vuosisadan alun osakeyhtiöiden omistusta käsittelevän teoriakirjallisuuden pääväittäjänä voidaan pitää sitä, että julkisesti noteerattujen yhtiöiden osakarakenteet olivat niin hajautuneita, että yhtiötä koskevan päätäntävällän voitiin katsoa olevan yksistään kyseisen yhtiön ylimmällä johdolla. Osakkeenomistajilla ei ollut tällöin mitään intressiä pyrkiä vaikuttamaan omistamansa yhtiön toimintaan. Yksittäisen osakkeenomistajan ei kannattanut omistusosuutensa pienuuden takia uhrata aikaansa hankkiakseen yhtiön toiminnan ohjaamiseen tarvittavaa informaatiota.

Pelot siitä, että suurten osakeyhtiöiden johtovalta olisi ajautumassa pelkästään yhtiöiden johtajien haltuun, saivat alkunsa Knightin (1921) ja Berlen ja Meansin (1932) tutkimuksista. Myöhemmin omistamista käsittelevässä teoriakirjallisuudessa luotiin uusia ajattelumalleja omistajien ja yhtiön johdon välisistä suhteista.

Uusi ajattelutapa sai alkunsa siitä, että yhä useammassa yhtiöissä on nykyään itse asiassa aivan toisenlainen omistusrakenne verrattuna vuosisadan alun tutkimuksissa paljastuneeseen. Nykyään omistusrakenteiden hajautuneisuuden aiheuttamista omistajien kontrollivallan menetykseskusteluista on siirrytty pohtimaan muutamien suurten omistustahojen kontrollivallan kasvun aiheuttamia haittoja ja hyötyjä. Tämänkin tutkimuksen empiriaosuuden mukaan suomalaisissa pörssi-yhtiöissä sekä osakeomistus että äänivalta ovat varsin keskittyneitä. Tarkasteltaessa yhtiöiden viiden ja kymmenen suurimman äänenhaltijan yhteistä osuutta yksittäisten yhtiöiden kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaislukumäärästä saatiin tulokseksi, että 23 yhtiössä viisi suurinta äänenhaltijaa hallitsi äänistä yli 70:tä prosenttia. Kymmenen suurinta äänenhaltijaa piti hallussaan yli 50 prosenttia äänimäärästä 44 yhtiössä. Tarkastelussa oli mukana kaikkiaan 51 pörssi-yhtiötä.

Uusi ajattelumalli pohjautuu ajatukseen, että omistajilla on käytössään riittävät mekanismit pystyäkseen vaikuttamaan omistamiensa yhtiöiden johtohenkilöihin. Johtohenkilöitä kontrolloivat toki muutkin tekijät kuin pelkästään omistajien mukanaolo päätöksentekoprosessissa. Muita kontrolloivia tekijöitä ovat mm. johdon työmarkkinat, vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen tarjoajien luottamus johdon toimiin sekä joissakin tapauksissa yritysvaltausten uhka. Näiden tekijöiden vaikutus voi ilmetä siten, että istuva johto pyrkii suoriutumaan työstään niin hyvin, että millään yhtiön sidosryhmällä ei ole tarvetta epäillä yhtiön tulevaisuuden taloudellista menestystä. Yleensä suuren yhtiön johdon kontrolloimisprosessia ei voida kuvata kovinkaan selkeästi, eikä selviä syy-yhteyksiä tiettyjen tapahtumien ja vaikuttajien välillä voida osoittaa. Tästä johtuen onkin ehkä tarkoituksenmukaista käyttää niin sanottua moni-päämies-agentti -termiä kuvattaessa johdon kontrollimekanismeja kokonaisuudessaan. Tässä tutkimuksessa tarkastelen kuitenkin vain asiakokonaisuuden kannalta tärkeimmän ryhmän vaikutusmahdollisuuksia, nimittäin osakkeenomistajien.

Osakkeenomistajien suoria kontrollimekanismeja olen jo kuvannut lähemmin aiemmin tässä luvussa, joten niihin en nyt suoranaisesti palaa, mutta ne ovat koko

ajan taustalla, kun selvitän keskittyneisyyttä ja sen tuomia vaikutusmahdollisuuksia. Aluksi tarkastelen kuitenkin yleistä päätöksentekoprosessia, jossa yhtiöiden pääomistajat voivat halutessaan hankkia varsin vaikutusvaltaisen aseman suhteessa yhtiön johtoon.

Yleinen pitkän ajan päätöksentekoprosessi käsittää neljä varsinaista vaihetta (Fama & Jensen 1983, 303 - 304):

1. Aloitevaihe - yhtiön johto pyrkii valmistelemaan erilaiset ehdotukset ja sopimusluonnokset sellaisiksi, että niiden perusteella voidaan ryhtyä jatkotoimenpiteisiin, mikäli ne katsotaan riittävän hyviksi ja mielenkiintoisiksi;
2. Päätöksen vahvistaminen - yhtiön ylintä päätäntävaltaa käyttävät tahot valitsevat sovellettavan ehdotuksen;
3. Päätöksen soveltaminen käytäntöön - operatiivinen johto toteuttaa ehdotuksen käytännössä;
4. Monitorointi - yhtiön ylin johto arvioi päätöksen käytännön toteutuksen ja luo tarvittavat operatiivisen johdon kannustinjärjestelmät.

Päätöksentekoprosessin neljä eri toimintoa voidaan supistaa kahdeksi toimintokokonaisuutta kuvaavaksi termiksi: (1) aloite- ja soveltamisvaiheen työt suoritavat yleensä agentit, joten on tarkoituksenmukaista yhdistää nämä toiminnan vaiheet päätöksenteon johtaminen -termiksi (decision management); (2) päätösten vahvistamista ja operatiivisen johdon toiminnan monitorointitoimintoja voidaan kutsua päätöksenteon kontrolloinniksi (decision control).

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden päätöksentekoprosessi sisältää selkeästi juuri edellä mainitun kahtiajaon. Yhtiön operatiivisia toimintoja hoitavat ns. palkka johtajat, joiden henkilökohtainen osakeomistus yhtiöissä on usein varsin minimaalinen, eikä muodosta omistaja-johtaja -sidosta. Heidän pääasiallisena tehtäväänään onkin luovuttaa yhtiön käyttöön ammattitaitonsa ennalta sovittua korvausta vastaan, eikä heidän tehtäväkseen voida suoranaisesti lukea rahallisen pääoman

sijoittamista yhtiöön. Yhtiön osakkeenomistajien pääasiallinen tehtävä taasen on sijoittaa yhtiöön oman pääoman ehtoista rahallista pääomaa, jonka he tavallaan luovuttavat palkkajohtajien hallintaan. Sijoittaja ei voi vaatia sijoittamiaan rahojaan yhtiöltä takaisin, joten sijoittamisen riski muodostuisi valtavan suureksi ilman tehokkaasti toimivia arvopapereiden jälkimarkkinoita. Sijoittamiseen liittyy aina olennaisesti riski ja sijoittamisen kokonaisriskin yhtä osaa, yrityskohtaista riskiä, voidaan pienentää juuri päätöksentekoprosessin kahtiajakautuneisuuden avulla, jolloin sijoittaja voi olennaisesti vaikuttaa yhtiötä koskeviin päätöksiin. Omistajat valitsevat yhtiöön hallituksen ja mahdollisesti hallintoneuvoston suorittamaan strategisten päätösten vahvistamista ja operatiivisen päätöksenteon kontrollointia. Hallituksen tehokas toiminta vähentää huomattavasti omistajien monitorointikustannuksia kokonaisuutena ajateltuna.

Yksittäisen pörssiyhtiön osakeomistus keskittyy yhä enemmän, mikäli yhtiön toiminnan tehokkaamman valvonnan tuoma hyöty osoittautuu suuremmaksi kuin osakeomistuksen lisähankinnan aiheuttama kustannus. Osakasrakenteen keskittyneisyys on siis endogeeninen tapahtuma, jolla tarkoitetaan sitä, että omistajan tietoisuus tulojen lisääntymisestä vaikuttaa merkittävästi osakasrakenteen kehittymiseen. Keskittyneisyys parantaa huomattavasti omistajan kontrollivaltaa, mutta sitä ei voi saavuttaa missään olosuhteissa ilman kustannuksia. Kustannuksista merkittävimpanä on yrityskohtaisen riskin lisääntyminen. Merkittävän päätäntävällän avulla, ja erityisesti sitä aktiivisesti käyttämällä, suuromistaja voi pyrkiä vähentämään sijoitustoimintansa kokonaisriskiä osakesalkun mahdollisen diversifikaation tuoman hyödyn lisäksi. (Demsetz 1995, 64.)

Julkisten osakeyhtiöiden eriytyneen päätöksentekoprosessin kannalta voidaan olettaa, että on hyvä, jos yhtiön omistusrakenne on suhteellisen keskittynyttä. Tällöin yhtiön johdolle voidaan selkeästi viestittää omistajien asettamat tavoitteet ja pyrkimykset, jotka koskevat yhtiön strategisia toimintavalintoja. Samalla yhtiön johdon monitorointi on tehokkaampaa, koska omistajat ovat selvästi kiinnostuneita yhtiöstä, onhan heillä kannettavanaan suuri yksittäinen yhtiökohtainen riski, joka negatiivisesti toteutuessaan aiheuttaisi merkittäviä taloudellisia mene-

tyksiä. Yrityksen tehokas monitorointi ei kuitenkaan tarkoita sitä, että muutamien omistajien tulisi omistaa yhtiön osakekanta sataprosenttisesti, vaan yhtiön osake-rahoituksen turvaamiseksi yhtiön osakasrakenteen tulisi sisältää myös portfolio-sijoittajia, jotka tavoittelevat vain hyvää tulevaisuuden tuottovirtaa yhtiöstä. Yhtiön tehokkaan toiminnan kannalta on kuitenkin hyvä, että suuromistajat profiloituvat selkeästi aktiivisiksi omistajiksi (AffärsVärlden 4.10.1996).

Piensijoittajankin kannalta on usein hyvä, että yhtiöllä on selkeä omistusrakenne, jolloin on todennäköistä, että suuromistajan uhraama aika ja raha tuottaa pitkällä aikavälillä myös hyötyjä piensijoittajalle riittävän suurten osinkojen ja osakkeen markkina-arvon nousun myötä. Piensijoittaja voi toimia ns. vapaamatkustajana (free rider), jolloin suuromistajan uhraukset yhtiötä kohtaan hyödyttävät myös pienosakkeenomistajia. Samalla piensijoittaja saa hyödyllistä informaatiota sijoituspäätöksensä tueksi suuromistajien toimenpiteitä seuraamalla. Mikäli piensijoittaja ei ole tyytyväinen muiden omistajien toimenpiteisiin, ei hänen ole kovinkaan tarkoituksenmukaista pyrkiä vaikuttamaan yhtiöön siten, että hänen uhrauksensa informaation keräämiseen ja muiden osakkeenomistajien vakuuttamiseen ylittäisi hänen osakseen mahdollisesti tulevan taloudellisen hyödyn. Yleensä piensijoittajalle jääkin ainoaksi järkeväksi toimenpiteeksi osakkeiden myynti.

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden omistajavallan keskittymisen aiheuttavien suuromistajien kirjo on varsin laaja, eikä selkeää kuvaa heidän toimintatavoitteistaan ja -tavoista ole tämän tutkimuksen perusteella mahdollista yksiselitteisesti luoda. Joitakin asiakokonaisuuden kannalta merkittäviä seikkoja tässä kuitenkin esitän. Aluksi luon varsin lyhyen ja yleistävän katsauksen suurten institutioiden sijoittajaprofiilista, jonka jälkeen käsittelen merkittävimmistä suuromistajista lähemmin Suomen valtiota, toisia yrityksiä ja rahoituslaitoksia sekä vakuutusyhtiöitä.

Instituutiot pörssiyhtiöiden omistajina

Institutionaalisilla omistajilla tarkoitetaan omistajaryhmää, johon voidaan lukea kaikki omistajat, jotka toimivat yhtiömuotoisina. Esimerkkeinä tällaisista ovat

vakuutusyhtiöt, rahoituslaitokset, sijoitusyhtiöt, rahastoyhtiöt sekä toiset pörssi-yhtiöt.

Instituutioista vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot tavoittelevat mahdollisimman suuria tuottoja, mutta sijoitusten riskiprofiilit eivät kuitenkaan saa olla kovinkaan suuria. Sijoituksiin liittyvää riskiä voidaan alentaa toimimalla aktiivisesti sijoituskohteina olevien yhtiöiden hallituksissa tai muuten ottamalla kantaa yhtiötä koskeviin johtamistapoihin. Tämän tutkimuksen empiriaosion mukaan varsinkin eläkeyhtiöt ovat tehokkaasti pyrkineet käyttämään edellä mainittuja keinoja ja toimineet aktiivisina omistajina tutkimuksessa mukana olevissa pörssi-yhtiöissä. Valtiolla ja joillakin intressiorganisaatioilla voi olla muitakin syitä pysytellä aktiivisena omistajana kuin vain yhtiöstä saatavat mahdolliset tuotot, mutta samoin näillekin omistajaryhmille omistuksessaan olevan yhtiön taloudellinen menestys on yhtä tärkeä tekijä kuin muillekin sijoittajatahoille. Valtio voi tosin asettaa esimerkiksi työllisyysnäkökannan tuotto-odotusten edelle miettiessään omistamansa yhtiön tulevaisuutta. Muiden instituutioiden, kuten investointiyhtiöiden ja pääomarahastojen omistajarooli riippuu pitkälti niiden omasta liike-ideasta, joka voi vaihdella tavallisesta portfoliosijoituksesta aina tehokkaaseen kehitysyhtiötoimintaan. (Hedlund, et. al. 1985.)

Joidenkin instituutioiden suuri koko ja niiden hallinnassa olevat suuret omaisuusmassat antavat niille mahdollisuuden hankkia useista yhtiöistä suuriakin suhteellisia omistusosuuksia, ja näin ne voivat saavuttaa merkittävää päätösvaltaa omistamissaan yhtiöissä. Suuret instituutiot voivat samalla myös pyrkiä vähentämään sijoitustoimintansa riskiä hajauttamalla varojaan useampaan yhtiöön. Hajauttamisen ja aktiivisen omistajaroolin avulla on mahdollista myös kerätä tehokkaasti niin sanottua markkinainformaatiota, jolla tarkoitetaan erilaisten toimialojen ja yhtiöiden taloudelliseen menestykseen vaikuttavien seikkojen sisäistämistä sijoitusmarkkinoiden yleisen kehityksen ymmärtämiseksi. Tätä markkinanäkemyä voidaan edelleen hyödyntää tehtäessä uusia sijoituspäätöksiä.

Yleisesti voidaan sanoa instituutioiden, joilla on merkittävää äänivaltaa tai muuten suuria omistusosuuksia jossakin yhtiössä, hyötyvän olemalla aktiivisia omistajia (AffärsVärlden 4.10.1996). Tämä johtuu osaltaan siitä, että suuromistaja ei koe ns. vapaamatkustaja-ongelmaa niin suurena haittana kuin piensijoittaja. Tällä tarkoitetaan sitä, että suuromistajan omistamansa yhtiön hyväksi tekemästä työstä seuraavat positiiviset seikat, jotka hyödyttävät muitakin osakkeenomistajia, ovat suhteellisesti suurempia kuin työstä koituvat kustannukset.

Suomen valtionyhtiöitä koskeva periaatepäätös

Suomen valtionyhtiöiden toimintaa koskevan periaatepäätöksen on antanut valtio-neuvosto 23.6.1994. Periaatepäätös koskee sellaisten yhtiöiden johtamista, joissa Suomen valtiolla on merkittävä omistusosuus. Periaatepäätös sisältää yleisiä periaatteita, joita Suomen valtion edustajien tulisi noudattaa käyttäessään osakkeenomistajalle kuuluvia oikeuksiaan sekä tehdessään valtion sisäisiä päätöksiä asioista, jotka liittyvät sen omistusosuuden hallinnointiin kyseisissä yhtiöissä. Periaatepäätöksen mukaisesti valtionyhtiöiden toiminnan tulee olla kannattavaa. Periaatepäätöksen mukaan valtion yleisistä tukitoimista päätettäessä valtionyhtiöitä tulee kohdella samalla tavoin kuin muitakin vastaavankokoisia yrityksiä. Osinkojen jakamisen osalta periaatepäätöksen lähtökohtana on, että jokainen valtionyhtiö maksaa osakepääomalleen yleistä käytäntöä vastaavan osingon ottaen huomioon toimialan yleisen kannattavuuskehityksen ja kyseisen yhtiön mahdolliset teollisuus- ja muut elinkeinopoliittiset tehtävät. Kauppalehden Optiossa (30.4.1997) olleen kauppaja teollisuusministeri Antti Kalliomäen mukaan valtio edustaa yrityksissä yhteiskuntaa ja tasapainoista kansantalouden kehitystä. Yrityksissä on omistajien ohella lähes samantarvoisina intressitahoina muitakin, kuten työntekijät ja velkojat. Valtionyhtiöissä on periaatteena, että osinkoina pitäisi jakaa noin kolmannes tuloksesta. Tosin yrityskohtainen kehitys on tärkeämpää kuin yleinen periaate. Valtionyhtiöitä koskeva periaatepäätös sisältää myös muita yleisiä periaatteita, joita on noudatettava valtionyhtiöiden omistuspohjan laajentamisessa ja muissa omistusjärjestelyissä. Päätöksen mukaisesti omistuspohjan laajentamisesta ja muista omistusjärjestelyistä päätetään yhtiökohtaisesti. Yhtiökohtaisesti pyri-

tään mahdollisimman laajaan ja vakaaseen omistuspohjaan, ja valtion edustajia nimitetään yhtiöiden toimielimiin omistusosuutta vastaavassa suhteessa. (Rautaruukin listalleottoesite 14.4.1997, 58.)

Toiset yritykset pörssiyhtiöiden omistajina

Erittäin merkittäviä pörssiyhtiöiden omistajia ovat toiset yritykset, jotka tässä tutkimuksessa ovat suurimpia ääntenhaltijoita kaikkiaan 24 yhtiössä 51:stä. Yritysten omistuksista ja pörssiyhtiöiden keskinäisistä vastakkaisomistuksista muodostuu varsin monimutkaisia omistusverkkoja, jolloin aina ei ole kovinkaan helppoa löytää omistajan vastuuta kantavia tahoja omistusjärjestelyiden takaa. Esimerkiksi Ranskassa ja jossakin määrin Saksassa muodostetaan lukitsevia (interlocking) osakeomistuksia, jotka voivat olla muodoiltaan suoria ristikkäisomistuksia, joissa molemmat osapuolet pitävät hallussaan merkittäviä omistusosuuksia toistensa osakepääomasta. Tämä tuskin on vierasta Suomessakaan niin sanotuissa omistusrhymissä, joiden avulla vastavuoroisesti omistetaan muita yhtiöitä. Osakeomistukset voivat olla huomattavastikin monimuotoisia ja vaikeaselkoisia. Muunmuassa Franks ja Mayer (1995) huomauttivat tutkimuksissaan sisäpiirijärjestelyistä (insider system), jotka koskevat yhtiöiden päätöksenteon kontrollointia. Kyseisellä järjestelyllä yhtiöiden omistukset ovat järjestetty siten, että yhtiöt kontrolloivat toinen toisiaan, jolloin ulkopuolisten osakkeenomistajien vaikutusmahdollisuudet jäävät varsin minimaalisiksi. Tämä voi johtaa siihen, että on tarpeen miettiä, kuka monitoroi monitoroijaa. Monilla suurilla instituutioilla on hallitsevia omistusasemia monissa yhtiöissä, mikä sinällään on portfolioteorian mukainen tapa vähentää diversifikaation avulla sijoituksista koituvaa kokonaisriskiä. Joissakin tapauksissa diversifikaation taso on kuitenkin niin suuri, että hajauttamisesta koitua teoreettinen hyöty on jo saavutettu, jolloin lisähajauttamisen voidaan katsoa olevan vain huonoa yhtiön varojen sijoittamista (Mayer 1996, 13).

Yhtiön omistuksen keskittymisen seurauksena johto luultavasti työskentelee tehokkaammin ja monitoroi hallitusta paremmin, mutta osakeomistuksen keskit-

tyminen tuo ennenkaikkea tuotannollisissa osakeomistussuhteissa sitoutumista. Williamson (1975) mm. painottaa transaktiokustannuslähtöisessä näkökannassaan tuotannon kannalta tärkeiden toimintojen integroimista yhtiöiden sisälle ennemminkin kuin hankkimasta niitä suoraan markkinoilta. Osakeomistus on yksi tapa pitää toiminnalliset suhteet vakaina ja tuotannon kannalta tärkeiden toimitusten hinnat riittävän alhaisina.

Suuret omistusosuudet ovat yleensä kohtuullisen vakaita huolimatta siitä, että niiden olemassaolo ei perustu tuotannollisiin näkökohtiin tai muihinkaan strategisiin sijoitusnäkökohtiin. Tämä väite perustuu siihen, että esimerkiksi Suomessa ei ole mahdollista tehdä suuria omistusjärjestelyjä anonyymisti. Tästä johtuen yhtiön pitää tarkkaan punnita pörssiosakkeisiin liittyvien toimeksiantojensa vaikutukset omaan maineeseensa sekä yhtiön tulee myös miettiä tarkkaan muiden kyseisiin transaktioihin liittyvien osapuolten mahdolliset reagoinnit.

Aktiivinen, keskittymisen mukanaan tuoma osakeomistaminen sisältää positiivisten seikkojen kuten suurten osinkojen tai hyvän omistajamaineen lisäksi myös negatiivisia tekijöitä. Esimerkiksi suuromistajien tulee sitoutua johtamaan yhtiötä omistusosuutensa vaatimalla tavalla. Täten muutamilla omistusryhmillä onkin ollut suurena ongelmana pienissä maissa, kuten Suomessa ja Ruotsissa, löytää riittävän päteviä henkilöitä suuryritysten hallituksiin. (AffärsVärlden 4.10.1996, 30.)

Joissakin tapauksissa saattaa olla suuromistajien etujen mukaista pyrkiä välttämään liian suurta sitoutumista omistamiensa yhtiöiden hallituksiin, sillä hallitustyöskentelyllä menetetään osa vapaudesta olla riippumaton osakkeenomistaja. Tällä tarkoitetaan sitä, että suuromistajakin voi haluta säilyttää mahdollisuuden myydä yhtiöiden osakkeita ilman ajatuksellista painolastia siitä, että samalla täytyisi ottaa huomioon yhtiön hallituksissa istuvat kyseisen omistajan edustajat. (AffärsVärlden 4.10.1996, 30.) Riippumaton osakkeenomistaja voi helpommin hyödyntää esimerkiksi osakkeiden aliarvostusmahdollisuuden myyntitilanteissa, yhtiöt voivat myös hoitaa maksuvalmiuttaan varsin likvidien osakemarkkinoiden avulla ja joissakin yhteyksissä on ilmennyt, että yhtiöt varautuvat tulevaisuudessa

tehtäviin kiinteisiin investointeihin sijoittamalla varojaan osakkeisiin (Kauppa-lehti 4.4.1997).

Suurissa instituutioissa ei ole vielä välttämättä ymmärretty omistajakysymysten tärkeyttä, koska suuria resursseja ei tällaiseen toimintaan ole selvästi ohjattu. Ruotsista tosin löytyy toisensuuntainenkin esimerkki, nimittäin Wallenbergin omistajaryhmä, jossa omistajakysymyksiä hoitaa erillinen yhtiö, Investor. Investoriin on keskitetty ammattimaista osaamista juuri omistajakysymysten osalta. Yhtiössä työskentelee lisäksi suuri joukko analyytikkoja, jotka tuottavat päätöksiin tarvittavan informaation. Profiloitumalla aktiiviseksi omistajaksi Wallenbergit ovat kiistämättä saavuttaneet myös merkittävää taloudellista hyötyä ja yleistä valtaa. (AffärsVärlden 4.10.1996.)

Rahoituslaitokset ja vakuutusyhtiöt

Rahoituslaitoksilla on merkittävä asema yhtiöiden monitoroinnissa, koska ne saavat yleensä informaatiota yksittäisen yhtiön tilasta sekä lainoittajana että omistajana, jolloin yleiskäsitys yhtiön toiminnallisesta ja taloudellisesta tilasta on erittäin hyvä (Stiglitz 1985). Lainoittajan ominaisuudessa rahoituslaitokset saavat ennalta sovitun korvauksen lainapääomalle, ja tämän lisäksi hyvinmenestyvästä yhtiöstä on mahdollista saada osinkotuottoja sijoitetulle pääomalle. Toisaalta suuromistajan rooli ja samanaikainen lainoittajan rooli aiheuttaa lisäriskin ja joissakin tapauksissa voi syntyä ristiriitatilanteitakin. Liian aktiivisella omistajakäyttäytymisellä saatetaan vaarantaa olemassaolevia tai potentiaalisia asiakassuhteita. Kyseinen ongelma tulee eteen vakuutusyhtiöidenkin kohdalla. Rahoituslaitoksia ja vakuutusyhtiöitä hyödyttää joissakin tapauksissa enemmän passiivisina kuin aktiivisina omistajina olemisen. Passiivisuus omistajana voi johtua suurelta osin myös siitä, että pankkien taseen ulkopuolinen sijoitustoiminta saattaa olla pankeille joissakin tapauksissa kannattavampaa kuin perinteinen pankkitoiminta. Taseen ulkopuolinen toiminta tarjoaa myös mahdollisuuden pankin tuotto-rakenteen monipuolistamiseen, mikä lisää mahdollisuutta selvittää yllättävistä kriisitilanteista (Savela 1994, 132). Portfoliosijoittajamainen toiminta on vaikeaa, jos

profiloidutaan vastuuta kantaviksi aktiivisiksi omistajiksi ja luodaan kiinteät hallitustyöskentelysuhteet jokaiseen merkittävän omistuksen kohteena olevaan yhtiöön.

Yksityishenkilöt ja ulkomaalaiset

Yksityishenkilöt ja ulkomaalaiset omistajat ovat myös varsin merkittävässä omistajan roolissa kokonaisuutena katsottuna, mutta tämän tutkimuksen pohjana käyttämäni materiaalin perusteella voin kuitenkin realistisesti olettaa, että heidän hallussaan oleva äänimäärä kuvaa vain teoreettista valtaa. Tämä johtuu siitä, että yksityishenkilöitä on omistajina lukumääräisesti paljon, joten heidän tulisi toimia yhteistyössä keskenään voidakseen saavuttaa yhtenäisen tehokkaan vaikutusryhmän. Ulkomaalaisten hallintarekisteröityjen osakkeenomistajien kohdalla ongelmaksi muodostuu se, että heillä ei ole edes äänestys-oikeutta yhtiöiden yhtiökokouksissa. Ulkomaalaisia omistajia käsitellään lähemmin seuraavassa luvussa.

3 Ulkomaalaisten osakeomistus ja omistuksen kasvun syitä

3.1 Ulkomaalaiset osakkeenomistajina

Ulkomaalaiset sijoittajat joutuvat keräämään sijoituspäätöstensä tueksi yrityksistä runsaasti informaatiota ja tämän voidaan olettaa vievän aikaa, mikäli mahdollisten sijoitusten kohteina olevat yhtiöt eivät ole entuudestaan kovin tunnettuja. Tästä seuraa, että ulkomaalaisten sijoituspäätösten muodostamisen vaikeus johtaa pitkän tähtäimen sijoituksiin. Tätä ajatusta tukevat ainakin aiheesta tehdyt tutkimukset, joiden mukaan ulkomaalaisten sijoitusten tasovaihtelut eivät ole olleet kovin suuria yksittäisissä yhtiöissä lyhyellä aikavälillä. (Didner 1994.)

Informaatiokanavien lisääntyessä ja informaation hankinnan helpottuessa voidaan olettaa ulkomaalaisten portfoliosijoitusten aikajänteen lyhenevän ja samalla ulkomaalaisten sijoittajien reagointinopeuden erilaisiin tapahtumiin kasvavan. Tämä lisää osaltaan epävarmuutta muunmuassa suomalaisten pörssiosakkeiden kurssikehityksestä, koska Suomen osakemarkkinat ovat aika ohuet ja siten suuret kertaostot ja -myynnit vaikuttavat osakekurssien tasoon ja niiden volatilisuuuteen.

Sellaisilla ulkomaisilla sijoituksilla, joiden tarkoituksena on olla luonteeltaan strategisia sijoituksia, voidaan katsoa olevan aivan erilainen sijoituslähtökohta kuin on portfoliosijoituksilla. Mikäli sijoituksen tarkoituksena on muodostaa yhteistoimintaa esimerkiksi tuotannon tai hyödykkeiden jakelun takia, on tällaisten sijoitusten aikajänne ja tuottotavoite muodostettava aivan toisista lähtökohdista kuin pelkästään portfolionäkökantaan perustuvassa sijoitusstrategiassa.

Ulkomaalaisten osakeomistusta käsittelevien artikkeleiden pohjalta voidaan perustellusti todeta, että kansainvälisillä pääomamarkkinoilla toimivat pääasiassa ammattimaiset suursijoittajat, joista valtaosaa edustavat ns. institutionaaliset sijoittajat. Näistä merkittävimpiä ovat erilaiset sijoitusrahastot ja eläkerahastot, jotka puolestaan sijoituspolitiikastaan riippuen hankkivat tulojaan juuri osake-

sijoittamisesta. Erityisesti Yhdysvalloissa juuri osakerahastojen suosio on ollut suuri; näihin rahastoihin sijoitettiin esimerkiksi vuonna 1996 yli 221 miljardia dollaria. Rahastojen kehitys on ollut varsin samanlaista myös Euroopassa. Vuodesta 1991 lähtien eurooppalaisten sijoitusrahastojen arvo on miltein kaksinkertaistunut ja kohonnut Saksan markkoissa laskettuna yli 2 700 miljardiin. Ahkerimmat rahastosijoittajat löytyvät Ranskasta, jossa rahastoissa on yli 800 miljardia Saksan markkaa. Sen jälkeen tulevat Saksa 356 miljardilla Saksan markalla ja Iso-Britannia noin 350 miljardin Saksan markan osuudella. (Kauppalehti 21.4.1997.)

Tämänkin tutkimustyön empiriaosuuden laadinnassa käytetyn aineiston perusteella voidaan ulkomaalaiset osakkeenomistajat profiloida juuri edellä mainituiksi institutionaalisiksi sijoittajiksi. Profilointi perustuu siihen, että niiden yhtiöiden kohdalla, joilla oli tietoa omistajaluettelon sektorin 600³ sisällöstä, omistajakunta koostui varsin poikkeuksetta juuri rahastoista.

Ulkomaalaisten sijoittajien ei tarvitse rekisteröidä itseään omistajiksi suomalaisessa yhtiössä hallintarekisteröintimahdollisuuden takia (ks. luku 3.1.1). Tästä johtuen pörssiyhtiöidenkin on lähes mahdotonta tunnistaa kaikkia niitä omistajia, jotka ovat sijoittaneet Helsingin arvopaperipörssissä noteerattuihin kyseisen yhtiön osakkeisiin. Tunnistamista vaikeuttaa lisäksi sijoittajaverkoston mahdollinen monikerroksisuus. Esimerkiksi yhdysvaltalainen yksityinen sijoittaja on sijoittanut rahansa kansainväliseen sijoitustoimintaa harjoittavaan osakerahastoon, joka on esim. rekisteröitynä Luxemburgissa ja jonka käytännön sijoitustoimet hoitaa jokin pankkiiriliike Englannissa. Tämä englantilainen pankkiiriliike puolestaan hankkii arvopaperit asiakkaansa lukuun antamalla ostotoimeksiannon suomalaiselle pankkiiriliikkeelle.

³ Suomen arvopaperikeskuksen ylläpitämän osakasluettelon sektori, johon merkitään ne ulkomaalaiset omistajat, joiden nimi on keskuksen ja yhtiön tiedossa.

3.1.1 Hallintarekisterijärjestelmä

Osakeyhtiölain mukaan hallintarekisteröidyt osakkeet on erikseen merkittävä osakasluetteloon siten, että osakkeiden hoitajasta merkitään ne tiedot, jotka muidenkin osakkeenomistajien osalta on oltava yhtiön tiedossa, sekä lisäksi on oltava maininta hallintarekisteröinnistä.

Arvopaperimarkkinalaki (5 luku 28§) sisältää hieman yksityiskohtaisemman selvityksen hallintarekisteristä. Lain mukaan osakas- tai muuhun omistajaluetteloon voidaan merkitä omistajan sijasta sellainen arvo-osuusrekisterinpitäjä, ulkomainen arvopaperikeskus taikka Suomen arvopaperikeskuksen hyväksymä ulkomainen pankki, arvopaperinvälitysliike tai muu ulkomainen yhteisö, jonka hoidossa arvo-osuudet ovat omistajan antaman toimeksiannon perusteella, mikäli arvo-osuusjärjestelmään kuuluvan osakkeen tai arvo-osuuden omistaa ulkomalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö. Sellaiset osakkeet ja muut arvo-osuudet, joista on annettu kansainvälinen hallintatodistus, on hallintarekisteröitävä. Kauppa- ja teollisuusministeriö voi rajoittaa oikeutta hallintarekisteröidä arvo-osuuksia, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena ulkomailla.

Hallintarekisteröityjen osakkeiden omistajilla on oikeus osinkoihin ja heillä on kaikki osakkeisiin liittyvät merkintäoikeudet ja taloudelliset oikeudet, mutta sen sijaan heillä ei ole hallinnoimisoikeuksia, kuten oikeutta osallistua yhtiökokoukseen tai käyttää siellä äänioikeuttaan osakkeenomistajana. Jos hallintarekisteröityjen osakkeiden omistaja haluaa käyttää äänioikeuttaan, hänen tulee peruuttaa hallintarekisteröinti ja rekisteröidä osakkeet omiin nimiinsä viimeistään 10 päivää ennen yhtiökokousta. Yhtiökokoukseen osallistuminen ja äänioikeuden käyttäminen edellyttää lisäksi, että osakkeenomistaja ilmoittaa osallistumisestaan yhtiölle ennen kokouskutsussa mainitun ilmoittautumisajan päättymistä.

Osakkeenomistajan, joka haluaa pitää osakkeitaan arvo-osuusjärjestelmässä omis- sa nimissään, mutta jolla ei ole säilytystiliä Suomessa, tulee avata säilytystili ja markkatili valtuutetussa arvo-osuusrekisterissä Suomessa. Asianomainen arvo-osuusrekisteri avaa osakkeenomistajalle henkilökohtaisen säilytystilin ja markka-

tilin saatuaan avattavaa säilytystiliä koskevat tiedot. Hallintarekisteröityjen osakkeiden hoitajaksi valtuutettu omaisuudenhoitaja on pyydettyäessä velvollinen ilmoittamaan Rahoitustarkastukselle sekä asianomaiselle yhtiölle todellisen omistajan nimen, mikäli se on tiedossa, sekä tämän omistamien osakkeiden määrä.

Ulkomaalaisia osakkeenomistajia varten luodusta hallintarekisterijärjestelmästä ja sen tarpeellisuudesta on viimeaikoina keskusteltu paljonkin; huolenaiheena on kyseisen järjestelmän väärinkäytön helppous. Hallintatodistusrekisteriin kirjattujen osakkeiden omistus jää miltei poikkeuksetta tuntemattomaksi. Ongelma on mittava, koska Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden markkina-arvoista lähes 40 prosenttia eli yli 120 miljardia markkaa on kyseisen rekisterin piirissä. Järjestelmän heikkoutena on se, että mm. suomalaisella henkilöllä on mahdollisuus kätkeä omistuksensa ulkomaille rekisteröidyn yhtiön kautta. Ainoa tiukennus rekisterin säännöksiin löytyy sisäpiirisäännöksistä, joiden mukaan esimerkiksi arvopaperikauppiaiden on raportoitava säännöllisesti osakeomistuksensa. Heidän osakkeitaan ei saa kirjata hallintarekisteriin, vaikka ne olisi hankittu ulkomaisen yhtiön kautta. Todellisuudessa kaupan välittänyt pankkiiriliike ei välttämättä tiedä, kuka käytännössä on esimerkiksi ulkomaisen yhtiön takana, jonka kautta arvopaperikauppaa käydään Helsingin pörssissä. (Helsingin Sanomat 3.5.1997.)

Hallintarekisterijärjestelmää on usein puolusteltu kommentilla, että ulkomaalaiset eivät sijoittaisi maahamme, jos heidän tulisi käydä osakkeilla kauppaa omissa nimissään. On kuitenkin ihmeteltävä, mistä tällainen pelko voi johtua. Mikäli taas pelko on aiheellinen, herää kysymys, miksi anonymiteetillä on niin suuri merkitys ulkomaalaiselle sijoittajalle. Tähän kysymykseen en kuitenkaan tässä tutkimuksessa puutu sen syvällisemmin.

3.2 Ulkomaalaisomistuksen kasvun syitä

Ulkomaalaisomistuksen kasvun syitä on varsin laaja-alaisesti tutkittu ruotsalaisten yhtiöiden osakkeiden osalta, mutta ei suomalaisten yhtiöiden osalta.

Erityisesti Didner (1993) väitöskirjassaan painottaa kolmea näkökantaa ulkomaalaisomistuksen kehityksestä ruotsalaisissa pörssiyhtiöissä. Ensiksikin pääomamarkkinoilla toimivien tulee luoda maailman-laajuisia suhteita toisiin sijoitusmarkkinoiden toimijoihin saadakseen toiminnalleen kannattavaa kansainvälistä ulottuvuutta. Tämä suhdeverkoston luonti vie oman aikansa ja oikeastaan vasta 1980-luvun alkuajoista lähtien on toimijoiden suhteet saavuttaneet luottamuksellisen perustan, minkä voidaan katsoa johtavan yhä kasvavaan sijoitusinformaation välittämiseen. Toiseksi markkinoilla operoivat sijoittajat muodostavat varsin heterogeenisen joukon, jota palvelevat yhä erikoistuneemmat välittäjät sekä muut markkinaosapuolet. Markkinaosapuolten erikoistumisen voidaan olettaa tehostavan sijoitusmarkkinoiden toimintaa huomattavasti, mikä osaltaan vaikuttaa kansainvälisten sijoitusten lisääntymiseen. Kolmanneksi ulkomaalainen sijoittaja joutuu keräämään pitkän aikaa tietoja potentiaalisista sijoituskohteista, jotta kyseiset sijoituskohteet voitaisiin analysoida riittävän tarkasti ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Kun sijoituspäätös on tehty, johtaa se yleensä pitkän ajan sijoitukseen, koska uuden sijoituspäätöksen muodostaminen vie jälleen aikaa.

Tärkeimpinä yksittäisinä toimijoina Didner (1993) mainitsee investointipankit, joiden kokemukset ns. euroluottomarkkinoilla sysäsivät alkuun investointipankkien kansainvälistymisprosessin. Tämän prosessin seurauksena näille toimijoille muodostui hyvät kontaktiverkot kansainvälisille pääomamarkkinoille, joiden turvin kyseiset instituutiot pystyivät siirtymään mutkattomasti lainamarkkinoilta tarjoamaan pörssiyhtiöiden osake-emissioita kansainvälisille sijoittajille. Osakkeita välittävien toiminnan aktiivisuudella voidaan olettaa olevan itseään vahvistavia elementtejä, mikä tarkoittaa sitä, että sijoittajat kiinnostuvat välittäjien tarjoamista sijoituskohteista, jonka jälkeen välittäjien tulee lisätä kyseisten kohteiden analysointia sekä muun sijoituspäätöksiin tarvittavan informaation tuottamista. Sijoittajien kiinnostus taas kasvaa informaation saatavuuden myötä. Näin ollen kansainvälistä sijoitustoimintaa lisäävä ”informaatio-oravanpyörä” on käynnissä.

Edellä mainittuja syitä voidaan tutkimustulosten perusteella pitää huomattavina yksittäisinä selitysarvoltaan riittävinä syinä pohdittaessa myös suomalaisten yhtiöiden ulkomaalaisomistusten kehityksen aikaansaamia voimia. Seuraavaksi käsittelen ulkomaalaisten osakeomistuksen kasvuun vaikuttavina syinä erityisesti niin sanottua modernia portfolioteoriaa, markkinaosapuolia painottavaa sosiologista näkökantaa, erilaisten ulkomaalaisten osakeomistusta koskevien rajoitusten poistamista, suomalaisten yhtiöiden kansainvälistymistä ja Suomen valtion reittauksia.

3.2.1 Portfolioteoria kansainvälisessä sijoitusympäristössä

Tässä luvussa tarkastelen CAPM:n⁴ avulla kansainvälisten osakemarkkinoiden hinnoittelumekanismien luonteen vaikutusta ulkomaisten sijoittajien sijoituspäätöksiin. Teorian avulla voidaan miettiä syitä ulkomaisten sijoittajien kiinnostukseen omistaa juuri esimerkiksi suomalaisia pörssiosakkeita.

Portfolioteoria ja kansainvälisten osakemarkkinoiden hinnoittelumekanismi

Niin sanottu neoklassinen ajatusmalli oli alkujaan kansainvälisten portfolio-sijoitusten teoreettisena selityksenä. Pääoma virtasi aina maahan, josta oli mahdollisuus saada korkein tuotto sijoitetulle pääomalle. Pelkästään neoklassisen ajatusmallin käyttöä tutkittaessa yksittäisiä sijoituksia johtaa kuitenkin varsin rajoittuneeseen tarkasteluun. Teoria tukeutuu liiaksi ainoastaan maakohtaisiin korkoeroihin, jotka yksistään vaikuttaisivat pääomien virtauksiin sijoittajalta sijoituskohteisiin. Pääomia itseasiassa virtaa runsaasti myös korkean korkotason maista matalan korkotason maihin, joten teorian selitysarvo heikkenee entisestään. Pyritäessä kuvaamaan esimerkiksi kansainvälisten osakesijoitusten kasvun syitä, teoria osoittautuu riittämättömäksi, koska teoria ei pysty tarjoamaan individualistista lähestymistapaa sijoitustoiminnan tutkimiseen. (Didner 1993, 27.)

⁴ CAPM = Capital asset pricing model – Arvopaperin hinnoittelumalli. Katso Sharpe 1985.

Modernin portfolioteorian kehittäminen 1950- ja 1960- luvuilla asetti itse sijoittajan tarkastelun kohteeksi ja loi näin ollen aivan uuden teoreettisen lähestymistavan. Sijoittajalla oletetaan olevan sijoitussalkku, joka muodostetaan huomioimalla eri sijoituskohteiden odotetut tuotot ja niiden standardipoikkeamat (Markowitz 1959). Sijoitussalkun sisällön valintaan voi vaikuttaa useitakin erilaisia muuttujia, joten teorian avulla voidaan saada lisävalaistusta mm. siihen, miksi sijoituksia virtaa korkean korkotason maista matalan korkotason maihin.

Portfolioteoria rakentuu ajatukselle, jossa sijoittaja voi rationaalisesti valita sijoitussalkulleen sellaisen koostumuksen, joka maksimoi sijoittajan saaman hyödyn. Sijoittaja voi laskea salkulleen odottamansa hyödyn sen osatekijöiden odotettujen tuottojen ja niiden standardipoikkeamien avulla (mean-variance approach) (Didner 1993, 28). Tämä teoria johtaa siihen, että sijoittajan kannattaa hajauttaa salkkuaan, jotta kumulatiivinen tuottojen vaihtelu olisi mahdollisimman vähäistä.

Markowitz kehitti teorian sellaiseksi, että se sopii käytännön sijoitustoimintaan varsin hyvin, koska se on luonteeltaan normatiivinen ja monet sijoitusalan ammattilaiset käyttävätkin teoriaa hyväkseen muodostaessaan tehokkaita sijoitussalkkuja. Jo varsin varhain huomattiin teorian sopivan myös kansainvälisen sijoitustoiminnan teoriapohjaksi. Teoriaa voidaan soveltaa erinomaisesti erilaisiin sijoitustilanteisiin, koska sijoittaja voi huomioida implisiittisesti useita erilaisia sijoituspäätökseen vaikuttavia maakohtaisia muuttujia. Sijoituspäätös ei näin ollen ole sidottu pelkästään eri maiden välisiin korkoeroihin. Maidet yleiset fundamentaaliset tekijät ja kasvumahdollisuudet ovat tässä teoriassa tärkeässä asemassa.

Erilaiset tutkimukset (ks. Levy & Sarnat 1970) osoittavat, että sijoittajan on mahdollista hankkia sijoituksilleen suuria voittoja hyödyntämällä Markowitzin teoriaa kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla. Sijoittajien odotettujen voittojen suuruus vaihtelee riippuen siitä, millaiseksi kansainvälisten osakemarkkinoiden hinnoittelumekanismi oletetaan. Ongelmaa voidaan lähestyä kahdelta suunnalta:

(1) markkinat ovat segmentoituneet tai (2) markkinat ovat varsin integroituneet. Markkinoiden segmentoituneisuus tarkoittaa sitä, että osakkeen hinnanmuodostus tapahtuu maakohtaisten tekijöiden yhteisvaikutuksen seurauksena ja odotetut tuotot ovat riippuvaisia osakkeen salkkuun tuoman riskikertoimen (β =beta⁵) suhteellisesta osuudesta maakohtaisesta indeksistä.

Kaava 1: Betakerroin

$$\text{Betakerroin} = \frac{COV_{A,P}}{\sigma_P^2}, \text{ jossa } A = \text{arvopaperi } 1 \text{ ja } P = \text{markkinaportfolio.}$$

Arvopaperin betakerroin saadaan jakamalla markkinasalkun (edellä maakohtaisen markkinasalkun) ja yksittäisen arvopaperin kovarianssi markkinasalkun varianssilla. Toisin sanoen yksittäisen arvopaperin betakerroin on tulkittavissa mitaksi yksittäisen arvopaperin suhteellisesta osuudesta markkinasalkun kokonaisriskistä (varianssista). Betakerroin on siten yksittäisen arvopaperin kohdalla oikea riskimitta, eikä pelkästään arvopaperin varianssi.

Sijoittajan on mahdollista saavuttaa segmentoituneilla hinnoittelumarkkinoilla ylisuuria tuottoja suhteessa riskiin hajauttamalla salkkuaan kansainvälisillä markkinoilla. Tämä on seurausta siitä, että tietyn maan sijoittajat hinnoittelevat sen maan pörssiosakkeita suhteessa muihin saman pörssin osakkeisiin, jolloin kansainvälinen sijoittaja voi havaita omaan salkkuunsa nähden väärin hinnoiteltuja osakkeita. Väärin hinnoittelulla tarkoitetaan sitä, että osakkeen hinta ei ole oikeassa suhteessa osakkeen kyseisen sijoittajan salkkuun tuomaan riskilisään. Sijoitusten kansainvälisen hajauttamisen kannattavuus johtuu juuri siitä, että eri maiden indeksien keskinäiset korrelaatiot ovat heikkoja. (Tutkimuksia aiheesta: Elton & Gruber 1987.)

⁵ Beta = Yhden arvopaperin suhteellinen osuus markkinasalkun kokonaisriskistä. Tulkittavissa arvopaperin herkkyudeksi suhteessa markkinoihin.

Beta = 1 Arvopaperi reagoi yhtä vahvasti kuin markkinat

Beta = 0 Arvopaperi vailla markkinariskiä

Beta < 1 Arvopaperi ei reagoi niin herkästi kuin markkinat yleisesti

Beta > 1 Arvopaperi reagoi markkinoita herkemmin (Liljeblom 1995, luentomoniste.)

Kaava 2: Markkinasuora vähennettynä riskittömällä korolla

$R_A - R_F = \alpha + \beta(R_P - R_F)$, jossa R= tuotto, (indeksit) A= arvopaperi, F= riskitön korko, P= portfolio ja α (alfa)= ilmaisee tuoton yli tai ali riskittömän koron.

Arvopaperin sijaintia markkinasuoralla, joka on CAPM:n päätulema, voi käyttää indikaattorina siitä, ovatko arvopaperit yli- vai alihinnoiteltuja. CAPM:n alfa on nolla, mutta jos esimerkiksi arvopaperi tuottaa 15 % ja sen pitäisi CAPM:n mukaan tuottaa vain 13 %, on arvopaperi silloin alihinnoiteltu suhteessa arvopaperin salkkuun tuomaan riskilisään, tällöin alfa on 2 % yli riskittömän koron. Sijoittajan kannattaa ostaa niin kauan lisää kyseistä arvopaperia kunnes markkinat pienentävät alfan nolnaan. Tämän syvällisempään tulkintaan en tässä yhteydessä mene.

Arvopapereiden hinnoittelumarkkinoiden integroituneisuus tarkoittaa sitä, että sijoittajan olisi mahdollista muodostaa sijoitussalkku CAPM-mallin mukaan, jossa jokaisen salkussa olevan osakkeen betakerroin olisi suoraan suhteellinen osuus maailmanmarkkinaindeksistä. Toisin sanoen tietyn riskitason omaava osake tuottaisi yhtä suuren tuoton riippumatta siitä, missä maassa osake noteerataan. (Didner 1993, 29 - 30.)

Teoreettinen hinnoittelumalli CAPM on tasapainomalli, jonka johtamisessa on tarvittu runsaasti oletuksia⁶ sijoittajien preferensseistä. Malli on yksifaktorimalli, jossa ainoastaan markkinariski vaikuttaa yksittäisen arvopaperin tuottovaatimukseen. CAPM-mallin rinnalle on kehitetty monifaktorimallejakin, mutta niitä en tässä tutkielmassa käsittele.

⁶ CAPM- mallin oletuksia: Sijoittajilla on homogeeniset odotukset, informaatio on ilmaista ja sama kaikille, sijoittajat karttavat riskiä ja ovat kiinnostuneita odotetuista tuotoista ja niiden standardipoikkeamista, pääomamarkkinat ovat tehokkaat sekä sijoittajilla on mahdollisuus sijoittaa ja lainata riskittömällä korolla (Liljebloom 1995, luentomoniste.)

3.2.2 Sijoittamiseen liittyviä sosiologisia näkökantoja

Sijoittajien käyttäytymiseen voidaan löytää myös joitakin sosiologisia selityksiä, joiden avulla on mahdollista pohtia esimerkiksi syitä ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostukseen Suomen osakemarkkinoita kohtaan. Aluksi tarkastelen markkinoilla toimijoiden roolin muutosta ajan kuluessa ja sen jälkeen käsittelen kaksi sijoitustoimintaan liittyvää psykologista käyttäytymismallia.

Sijoitustoiminnan voidaan olettaa muuttuneen yhä ammattilaisvetoisemmaksi kuin mitä se oli muutamia vuosikymmeniä sitten; yhä enemmän ihmisiä työskentelee kokopäivätoimisesti sijoitusmarkkinoiden tehokkaan toiminnan aikaansaamiseksi. Sijoitustoiminnan laaja-alaisuuden ja joidenkin sijoitusinstrumenttien, kuten optioiden yms. monimutkaisuuden takia sijoitusmarkkinoiden toimijoiden tulisi erikoistua, jotta esimerkiksi pankkiiriliike voisi tuottavasti hallita oman erityisalueensa. Sijoitusmarkkinoiden monimuotoisuuden voidaan olettaa johtavan toimijoiden keskinäisen palveluverkoston kasvuun. Samoin vaikuttaa sijoitusinformaation saannin riittävä turvaaminen sijoittajien päätösten perusteeksi. (Didner 1993.)

Mitä tehokkaammin kansainvälinen suhdeverkosto toimii ja mitä tehokkaammin informaatiota välitetään potentiaalisille sijoittajille, sitä enemmän sijoitustoiminta kansainvälistyy ja myös Suomen osakemarkkinat saavat osansa tästä kansainvälisestä pääomasta.

Median ja osakemarkkinoiden suhdetta ovat tutkineet Snow & Parker (1984). Heidän mukaansa uutisoinnit ovat merkittävässä asemassa sijoittajan tehdessä sijoituspäätöksiään. Sijoittajien voidaan olettaa reagoivan eri tavoin erilaisiin taloudellisiin uutisointeihin, joten tutkimustehtävä muodostuu varsin monimutkaiseksi. Tilannetta mutkistaa myös se, että sijoitusalan ammattilaisilla on joissakin tilanteissa kaksoisrooli tiedon saattamisessa sijoittajan tietoon. He toimivat tietyissä tilanteissa sekä tiedon välittäjinä että kyseisten tietojen tulkit-sijoina. Tiedonvälittäjillä on myös tutkijoiden mukaan tapana ylidramatisoida tapahtumia, jolloin sijoittajien reagoinnitkin ovat joissakin tapauksissa liian

rajuja. Tällöin voidaan myös miettiä, heijastavatko osakkeiden markkinahinnat kaikkea sitä todellista markkinainformaatiota, vai peilaavatko ne kenties jotakin todellisuudesta poikkeavaa median luomaa informaatiota.

Adler & Adler (1984) kuvaavat sijoittajien toimintaa normaalina inhimillisenä toimintana, johon pätevät samat sosiaalipsykologiset vaikuttimet kuin tavalliseenkin elämiseen. Ne ovat toimintatapoja, jotka voidaan perustella ja joihin voidaan löytää tietty kausaalisuus. Kahden toimintatavan voidaan luonnehtia sopivan erityisesti sijoittajien käyttäytymiseen. Ensiksikin on toiminta, missä heikommin asioista perillä olevat sijoittajat pyrkivät matkimaan sellaisia sijoittajatahoja, joiden oletetaan perustavan sijoituspäätöksensä sijoituskohteen ammattimaisesta analysoinnista saatuihin tuloksiin. Samanlaista ”seuraamistoimintaa” voidaan havaita myös ammattilaisten, esimerkiksi rahastojen sijoituspäätöksistä vastaavien henkilöiden toimissa. Heidän hallitsemiensa rahastojen tuottoja verrataan yleensä johonkin indeksiin, joten he pyrkivät pysymään yleisen kehityksen mukana seuraamalla muiden samassa asemassa olevien henkilöiden tekemisiä. Toinen toimintamalli pohjautuu ajatukseen, että joku sijoitusmarkkinoiden kannalta keskeisessä asemassa oleva henkilö vaikuttaa merkittävästi siihen, miten muut sijoittajat toimivat ja ajattelevat tehdessään sijoituspäätöksiä. Tämä kiteytyy myyttiin, jonka mukaan markkinoilla on aina joku, joka tietää toisia enemmän ja jonka tekemisiä kannattaa seurata.

Sosiaalipsykologisten toimintatapojen voidaan olettaa vaikuttavan merkittävästi siihen, kuinka osakkeiden kurssikehitys määräytyy markkinoilla. Osakemarkkinoiden niin sanotut markkinavoimat ovat juuri ihmisten joukkokäyttäytymisen tulosta, joten edellä mainittua sosiologista lähestymistapaa tiettyjen markkinoilla tapahtuvien muutosten selittäjänä tuskin voidaan vähätellä. Lopuksi lainaan Adler & Adlerin sanoja.

Fundamental to the sociological perspective is the assumption that the cultural, situational and group context within which people interact affect their behavior. (Adler & Adler 1984, 76.)

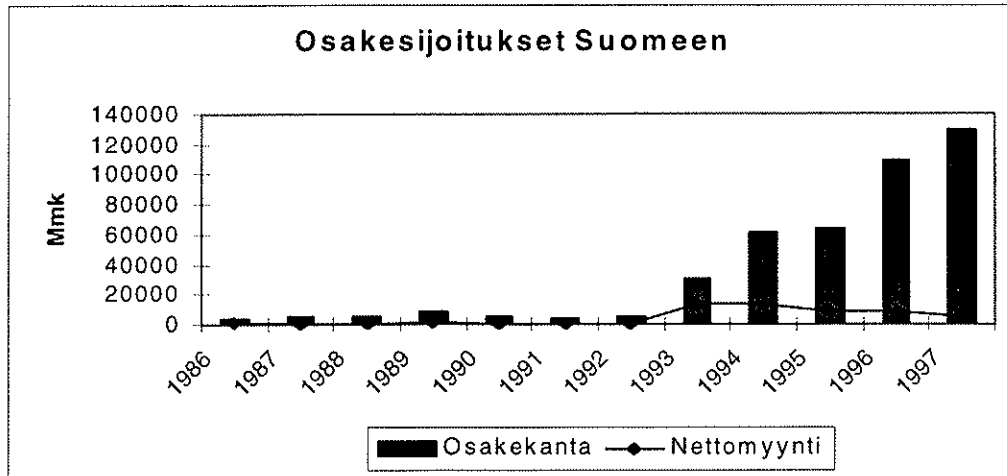
3.2.3 Ulkomaalaisten osakeomistusta koskevat rajoitukset

Suomalaisten yhtiöiden ulkomaalaisomistusrajoitukset poistettiin kokonaan 1.1.1993. Ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta vuonna 1992 annetun lain (Seurantalaki) mukaan kokonaisen yrityksen osto vaati kuitenkin pääsääntöisesti kauppa- ja teollisuusministeriön vahvistuksen tiettyjen ulkomaalaisten sijoitusten kohdalla. Mutta Suomen liittymissopimus Euroopan talousalueeseen kieltää Seurantalain vahvistusvaatimusten soveltamisen ETA:n sekä OECD:n jäseniin 1.1.1996 lähtien, joten tällä hetkellä tätäkään rajoitusta ei enää sovelleta. Suomen valtio jatkaa kuitenkin suomalaisten yhtiöiden ulkomaalaisomistuksen seuranta puolustusteollisuuden alalla toimivissa yhtiöissä. Suomessa aikaisemmin käytössä ollut valuuttakontrollilainsäädäntökään ei enää rajoita millään tavalla ulkomaalaisten tai ulkomaisten yhteisöjen oikeutta ostaa tai luovuttaa suomalaisten yhtiöiden osakkeita tai saada osinkoja suomalaisilta yhtiöiltä. (Rautaruukin listalleottoesite 14.4.1997, 61.)

Ulkomaalaiset ovat olleet hyvin kiinnostuneita suomalaisista osakkeista heti osakeomistusrajoitusten poitumisen jälkeen (1.1.1993). Kuvio 1 osoittaa, kuinka ulkomaalaisten osakesijoitusten kanta⁷ ja osakkeiden nettomyynnit⁸ ulkomaille ovat kehittyneet vuodesta 1986 lähtien. Kuten kuvioista näkyy on ulkomaalaisomistuksen kasvu jatkunut tasaisena vuodesta 1993 lähtien. Kasvun heikentymistä ei ole näkyvissä vielääkään, sillä ulkomaalaiset ostivat suomalaisia osakkeita vuoden 1997 ensimmäisten kolmen kuukauden aikana nettomääräisesti 5,1 miljardilla markalla; bruttomyyntit olivat 21,4 miljardia markkaa ja takaisinostot 16,3 miljardia markkaa. Vuoden 1996 vastaavaan ajanjaksoon verrattuna osakkeiden nettomyynti kasvoi yli nelinkertaisesti. Maaliskuun lopussa suomalaisia osakkeita oli ulkomaalaisten hallussa 129,8 miljardin markan arvosta. (<http://www.bof.fi> - Suomen Pankki.)

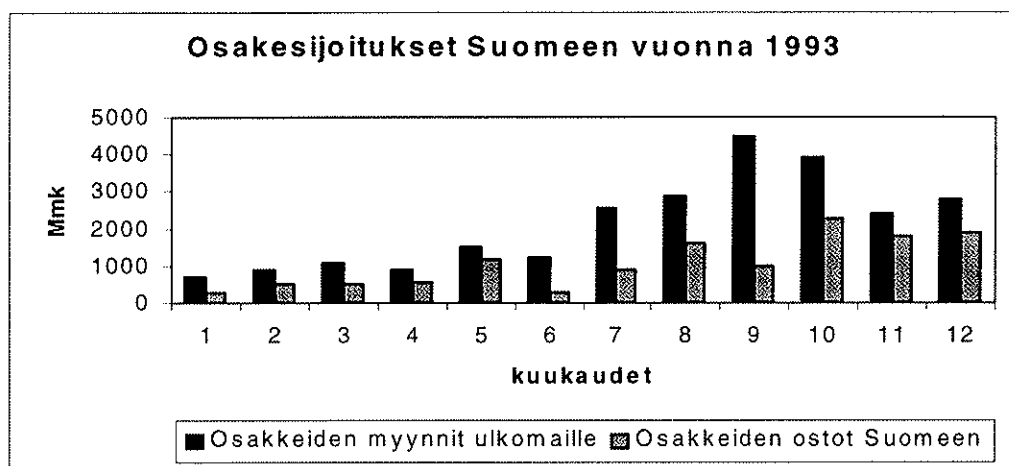
⁷ Osakesijoituskanta = Ulkomaalaisten osakkeenomistajien hallussa olevien suomalaisten osakkeiden markkina-arvoilla mitattu markkamääräinen arvo. Kanta huomioi myös pörssikurssien noususta johtuneet osakesijoitusten arvon nousut.

⁸ Osakkeiden nettomyynti = Vuoden ajan ulkomaille myytyjen osakkeiden ja ulkomailta takaisin ostettujen suomalaisten osakkeiden välinen erotus.



Kuvio 1: Ulkomaalaisten osakesijoitukset Suomeen 1986 – 1997. Lähde: Suomen Pankki.

Kuviosta 2 näkyy tarkemmin rajoitusten poistumisvuoden kehitys, joka osoittaa selvästi sen, että osakekauppa oli vilkasta koko vuonna, mutta painottui erityisesti vuoden toiselle puoliskolle.



Kuvio 2: Sijoitukset Suomeen vuonna 1993. Lähde: Suomen Pankin maksutasetiedote 28.1.1994.

Esimerkiksi syyskuussa kotimaiset arvopaperinvälittäjät myivät suomalaisia osakkeita runsaalla 4 miljardilla ja ostivat niitä takaisin noin miljardilla markalla. Koko vuoden aikana myytiin suomalaisia osakkeita yhteensä 24,8 miljardilla markalla ja ostettiin 12,1 miljardilla markalla. Edellisenä vuonna vastaavat luvut olivat 1,9 miljardia ja 1,5 miljardia markkaa. Osakkeiden nettomyynti ulkomaille

vuonna 1993 oli 12,7 miljardia markkaa, kun se edellisenä vuonna oli 0,4 miljardia markkaa. Vuoden aikana suunnattujen osake-emissioiden määrä oli ennätysellinen 4,2 miljardia markkaa. Vuoden lopussa ulkomailla asuvien hallussa oli osakkeita 30,5 miljardin markan arvosta, kun vastaava luku vuotta aikaisemmin oli 5,1 miljardia markkaa. (Suomen Pankin maksutasetiedote 28.1.1994.)

3.2.4 Yhtiöiden toimet vaikuttavina tekijöinä

Sijoituskohteena oleva yhtiö voi myös merkittävästi stimuloida ulkomaalaisomistuksensa kehitystä muunmuassa etabloitumalla tuotannollisesti kansainvälisille markkinoille, jolloin yhtiön tunnettavuus lisääntyy. Ulkomaalaisten voidaan katsoa olevan helpompi sijoittaa yhtiöön, jolla on esimerkiksi tytäryhtiö sijoittajan kotimaassa. Tällöin yhtiöstä saatava informaatio on luontevammin sijoittajan käsiteltävissä, koska hänen on helpompi tutustua yhtiön toimintaan konkreettisesti. Suomalaisten yritysten kansainvälistyminen onkin yleisesti edennyt poikkeuksellisen nopeasti. Vuoden 1995 aineiston mukaan 30 suurimman suomalaisyrityksen työntekijöistä peräti 47 prosenttia toimi ulkomailla, kun vuonna 1983 vastaava osuus oli vaatimattomat 15 prosenttia. Suurimmista yrityksistä työntekijöiden kansallisuudella mitattuna nopeimmin olivat kansainvälistyneet Outokumpu, Ahlström, Huhtamäki ja Partek. Vuonna 1995 suurin henkilöstön määrällä mitattu teollisuusyritys oli Nokia, mutta suhteellisesti mitaten Koneella oli eniten työntekijöitä ulkomailla. Sen työntekijöistä Suomen ulkopuolella työskenteli noin 92 prosenttia. (Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila 1997.)

Yhtiö voi hakea osakkeilleen myös noteerausta ulkomaisissa pörseissä, mikä voi tehostaa kyseisen yhtiön osakkeen hinnoittelua ja samalla parantaa osakkeen likvidisyyttä. Muita vaihtoehtoja on lisätä informaation tuottamista jo olemassa-oleville ulkomaisille sijoittajille tai järjestää niin sanottuja roadshow-tyyppisiä tilaisuuksia kansainvälisissä finanssikeskuksissa. Erittäin tehokkaana tapana saada kerralla suuri joukko ulkomaalaisia omistajia voidaan perustellusti pitää

maakohtaisesti suunnattua osake-emissiota, jossa osakkeita myydään kilpailukykyiseen hintaan.

Informaation tuottamisen lisääntyminen on vaikuttanut ratkaisevasti siihen, kuinka ulkomainen portfoliosijoittaja kokee sijoitustoimintaan sisältyvän riskin. Sijoittajien yhteisenä ja myös tärkeimpänä motiivina sijoittaa kansainvälisesti voidaan pitää riskin hajauttamisen mahdollisuutta. Sijoittajan osakesalkun riski voidaan kotimaisen hajauttamisen avulla pienentää vajaaseen kolmannekseen siitä riskistä, mikä jouduttaisiin ottamaan, jos salkussa pidettäisiin vain yhden yrityksen osakkeita. Kansainvälisen hajautuksen avulla sijoittaja saattaa saada riskin putoamaan edelleen tästä alle puoleen pelkästään kotimaisia osakkeita sisältävän hajautetun sijoitussalkun riskistä. (Vapaavuori 1991, 28.)

3.2.5 Suomen valtion maine vaikuttavana tekijänä

Kansainvälisen sijoittamisen kokonaisriskiin liittyy olennaisena osana maariski. Maariskin voidaan karkeasti luokitella muodostuvan poliittisesta (kyseisen maan poliittisen järjestelmän vakaus) ja taloudellisesta (kyseisen maan taloudellisten fundamenttien kehityksen vakaus) riskistä. Riski vaikuttaa eri maista käsin operoivien, taloudellisessa suhteessa toisiinsa olevien tahojen keskinäiseen kanssakäymiseen. Vallitsevan riskin olemassaoloon he eivät voi omilla toimillaan merkittävästi vaikuttaa, joten suuren maariskin omaavissa maissa ulkomaista pääomaa tarvitsevien on erittäin vaikea saada kansainvälistä pääomaa huolimatta yksittäisen sijoituskohteen mahdollisesta hyvästäkin kannattavuudesta. (Krayenbuehl 1985.)

Maan reittausluokituksen nosto tai pysyvä korkea taso parantaa kyseisen maan mainetta kansainvälisten sijoittajien silmissä pitemmällä aikavälillä, näin ainakin voidaan realistisesti olettaa. Suomenkin kohdalla luokituslaitokset⁹ ovat laman jälkeen nostaneet luokituksiaan ja samalla kehuneet suomalaisten poliitikkojen

⁹ Luokituslaitosten Suomen valtion valuuttaluottojen reittaukset olivat v. 1997 lopussa: eurooppalainen IBCA (AA+), amerikkalainen Moody's (Aa1) ja amerikkalainen Standard & Poor's (AA).

kykyä tehdä konsensusratkaisuja vaikeissa taloudellisissa tilanteissa. Onnistuneena tapahtumana on ainakin pidetty syksyllä 1995 tehtyä kaksivuotista tuloratkaisua, joka on mahdollistanut matalan inflaation ja korkojen laskun. Suomen yleistä kilpailukykyä sijoittajien silmissä nostaa myös Suomen EMU-kelpoisuus. Heikkoutena reittauslaitokset näkevät ainoastaan korkean työttömyyden, mutta myös työllisyysnäkökohtien parantumista pidetään todennäköisenä kehityksenä lähivuosina. (Kauppalehti 30.4.1997.)

3.3 Ulkomaalaisten sijoittamiseen liittyviä verotusnäkökantoja

Yleisesti on myös oletettu, että portfoliosijoittajat reagoivat herkemmin verojen jälkeisen nettotuoton muutoksiin kuin suoria investointeja tekevät sijoittajat. Suoria investointeja ohjaavat verojen jälkeisten nettotuottojen ohella muutkin, yleensä tuotannolliset seikat. (Vapaavuori 1991, 28.) Tämän luvun lopuksi käsitelen lähemmin vielä Suomessa rajoitetusti verovelvollisen yhtiöveronhyvitystä ja ulkomaalaisten sijoittajien Suomesta saatavien osinkojen lähdeverotusta¹⁰.

Suomessa yleisesti verovelvollinen on oikeutettu yhtiöveron hyvitykseen, joka vastaa 7/18 yhtiön maksamien osinkojen määrästä. Yhtiöveron hyvitystä ei yleensä myönnetä osakkeenomistajille, jotka ovat Suomessa rajoitetusti verovelvollisia. Rajoitetusti verovelvolliset osakkeenomistajat voivat kuitenkin olla oikeutettuja yhtiöveron hyvitykseen joko kokonaan tai osaksi asianomaisen kansainvälisen verosopimuksen nojalla. Tällä hetkellä yhtiöveron hyvitys myönnetään vain Yhdistyneiden Kuningaskuntien ja Irlannin kanssa solmittujen verosopimusten nojalla.

Yhdistyneiden Kuningaskuntien kanssa solmitun sopimuksen nojalla brittiläisille osakkeenomistajille myönnettävä yhtiöveron hyvitys on 5/8 Suomessa yleisesti verovelvolliselle myönnettävästä hyvityksestä. Irlannin kanssa solmitun sopimuksen nojalla irlantilaisille osakkeenomistajille myönnetään yhtiöveron hyvitys, joka

¹⁰ Verotusnäkökantojen lähde: Rautaruukin listalleottoesite 14.4.1997, 65 – 66.

on puolet Suomessa yleisesti verovelvolliselle myönnettävästä hyvityksestä. Verosopimus ei koske yhtiöitä, jotka yksin tai osakkuusyhtiöidensä kanssa omistavat vähintään 10 prosenttia osinkoa maksavan suomalaisen yhtiön äänivallasta. Yhdistyneiden Kuningaskuntien kanssa solmittuun verosopimukseen on tehty muutoksia, joiden arvioidaan tulevan voimaan vuoden 1998 alussa, jonka jälkeen yhtiöveronhyvitystä ei enää myönnetä.

Rajoitetusti verovelvollinen osakkeenomistaja on velvollinen maksamaan suomalaiselta yhtiöltä saamistaan osingoista lähdeveroa. Lähdevero on 28 prosenttia, ellei verosopimuksissa toisin määrätä. Suomi on solminut useiden valtioiden kanssa verosopimuksia, joissa osingoista maksettava lähdeveroprosentti on alennettu. Suomella on verosopimuksia seuraavien valtioiden kanssa: Itävalta, Ranska, Sveitsi, Yhdistyneet Kuningaskunnat, Kanada, Tanska, Saksa, Irlanti, Italia, Japani, Alankomaat, Espanja, Ruotsi ja Yhdysvallat.

Lähdeveroa ei peritä osingosta, joka maksetaan yhteisölle, jolla on kotipaikka EU:n alueella ja joka omistaa suoraan vähintään 25 prosenttia osinkoja maksavan suomalaisen yhtiön osakepääomasta, edellyttäen, että yhteisö ei ole oikeutettu veronhyvitykseen Suomessa ja että yhteisö on kotimaassaan velvollinen suorittamaan yleistä yhtiöveroa siten kuin direktiivissä 90/435/ETY määrätään.

4 Empiirinen aineisto ja tutkimustulokset

4.1 Suomen osakemarkkinat

Suomen osakemarkkinoita hoitamaan perustettiin vuonna 1912 Helsingin Arvopaperipörssi. Aina vuoteen 1984 saakka osakekauppaa käytiin ilman yleisiä lakeja ja sääntöjä. Pörssikaupan toimivuutta valvoi pörssikomitea, jolla ei kuitenkaan ollut oikeudellista valtaa eri osapuolia kohtaan. Lokakuun 17. päivänä 1984 perustettiin pörssiä hoitamaan osuuskunta, jolla oli oma hallintoneuvosto ja hallitus. Marraskuussa 1996 pörssin yhtiömuoto muutettiin osakeyhtiöksi, jossa osakkaina ovat arvopapereiden liikkeellelaskijat, pankkeja ja pankkiiriliikkeitä sekä eräitä elinkeinoelämän järjestöjä. Vuoden 1996 lopussa osakkeenomistajia oli 98 tahoa (<http://www.hse.fi>).

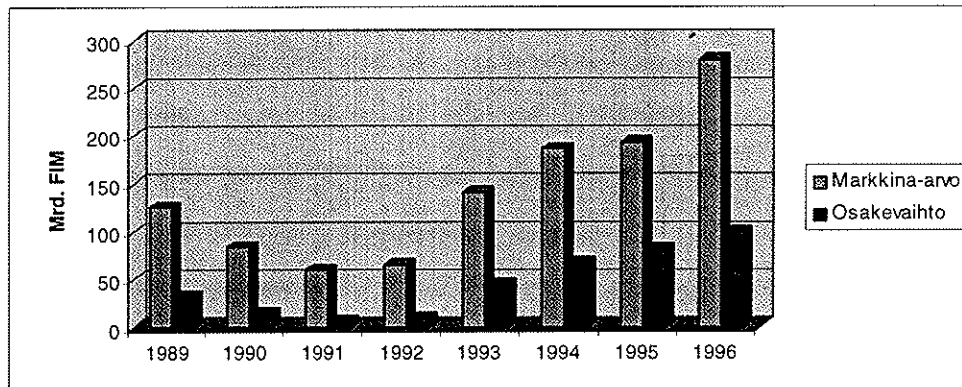
Julkisen kaupankäynnin kohteeksi voidaan pörssilistalle ottaa Helsingin Arvopaperipörssin sääntöjen mukaan sellaisia osakkeita, joilla markkinaolosuhteet huomioon ottaen on edellytykset saavuttaa luotettava hinnannuodostus ja riittävä likviditeetti. Osakeyhtiön ja osakkeen on lisäksi täytettävä seuraavat ehdot (Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan säännöt 1993, 19):

- 1) Yhtiön täysin maksettu osakepääoma on vähintään 10 miljoonaa markkaa ja oma pääoma vähintään 20 miljoonaa markkaa;
- 2) Yleisön hallussa on riittävä määrä sen lajisia osakkeita, joiden ottamista pörssilistalle haetaan, kuitenkin vähintään 25 % osakelajin osakepääomasta, jollei Rahoitustarkastus ole myöntänyt poikkeusta;
- 3) Yhtiöllä on riittävä kannattavuus ja vakavaraisuus sekä osingonmaksukyky;
- 4) Yhtiöllä on kolme tilintarkastettua tilinpäätöstä ennen hakemuksen jättämistä. Tilinpäätösten on oltava siltä toimialalta, jolla yhtiö hakemus hetkellä toimii. Tilikausien on oltava vähintään 12 kuukauden mittaisia. Pörssin hallitus voi kuitenkin ottaa osakkeen pörssilistalle, mikäli

Rahoitustarkastus on myöntänyt poikkeuksen edellä tarkoitettua vaatimuksesta ja mikäli voidaan katsoa, että yhtiön julkistaman tilinpäätös-informaation perusteella kyetään muodostamaan perusteltu käsitys yhtiön taloudellisesta tilasta ja siten arvioimaan pörssilistalle haettavia osakkeita sijoittajan näkökulmasta;

- 5) Osake on voitava luovuttaa vapaasti.

Suomessa Helsingin Arvopaperipörssin ylläpitämällä päälistalla on tällä hetkellä (31.12.1996) 71 yhtiötä noteerattuna, joista 20 yhtiöllä on 2 osakesarjaa noteerauksen kohteena. Pörssin markkina-arvo oli vuoden 1996 päättyessä 279 miljardia markkaa ja osakevaihto oli 100,4 miljardia markkaa. Tämä luku on suuri verrattuna siihen, että vielä 1980-luvun alussa pörssin vaihto oli alle miljardi markkaa vuodessa. Vaihdon voidaan olettaa kasvavan noin 20 miljardilla markalla vuosittain. (Kauppalehti 30.12.1996).



Kuvio 3: Helsingin Arvopaperipörssin osakevaihdon ja markkina-arvon kehitys 1989 – 1996.
Lähteet: <http://www.hse.fi> ja Kauppalehti 30.12.1996.

4.2 Empiirisen aineiston keräämiseen käytetyt menetit

Tutkimuksen tärkein empiirinen aineisto kerättiin lähettämällä liitteenä oleva kyselylomakesarja kaikkien pörssin päälistalla noteerattujen yhtiöiden osakasrekisterin hallintaosastoille. Kysely lähetettiin 19.12.1996 ja vastaukset pyydettiin lähettämään 31.1.1997 mennessä. Kyselyyn vastasi 51 yhtiötä, eli vastaus-

prosentti oli n. 72 %. Kyselyn kautta saatua aineistoa täydennettiin vuosikertomusten, haastattelujen ja yhtiökokouskäyntien avulla. Tutkimusta avustivat tiedoillaan seuraavat yhtiöt:

Aamulehti-yhtymä	Lassila & Tikanoja	Sampo
Asko	Lemminkäinen	Santasalo-JOT
Atria	Leo Longlife	Starckjohann
Enso	Lännen Tehtaat	Stockmann
Espoon Sähkö	Länsivoima	Suunto
Finnair	Merita	Tamfelt
Finnlines	Metra	Tampella (Tamrock)
Finvest	Metsä-Serla	Tamro
Fiskars	Neste	TT-Tieto
Ford	Nokia	Tulikivi
Hackman	Norvestia	UPM-Kymmene
Instrumentarium	Outokumpu	Vaisala
Interavanti	Partek	Valmet
J.Tallberg-k.	Pohjola	Viking Line
Kemira	Rautakirja	WSOY
Kesko	Rautaruukki	YIT-yhtymä
Kone	Raute	Ålandsbanken

4.3 Empiriaosion tavoitteet

Empiirisen osion tavoitteena oli selvittää suomalaisten pörssiyhtiöiden osakasrakenteiden koostumus. Koostumusta kartoitettiin seuraavien laskelmien avulla:

- a) Yhteenvedo pörssiyhtiöiden omistajien lukumääristä;
- b) Osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien jakautuminen omistussektoreittain;
- c) Suurimman äänenhaltijan osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaismäärästä;
- d) Suurimpien äänenhaltijoiden yhteinen osuus kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaismäärästä.

Ulkomaalaisten osakeomistusten määriä ja määrien ajallista kehitystä kartoitettiin seuraavien laskelmien ja historiatietojen perusteella:

- a) Osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien jakautuminen omistussektoreittain;
- b) Ulkomaalaisten osakeomistuksen yleinen kehitys pörssissä;
- c) Ulkomaalaisten osakeomistuksen kehitys 27 yhtiön kohdalla;
- d) Suomalaisten pörssiyhtiöiden ulkomaille suuntaamien osakeantien välittömät vaikutukset osakkeiden kurssikehityksiin muutamien yhtiöiden osalta.
- e) Ulkomaalaisten ääniosuus yhtiöissä, jotka noteerataan myös ulkomalaisissa pörsseissä tai hallintatodistusjärjestelmissä;

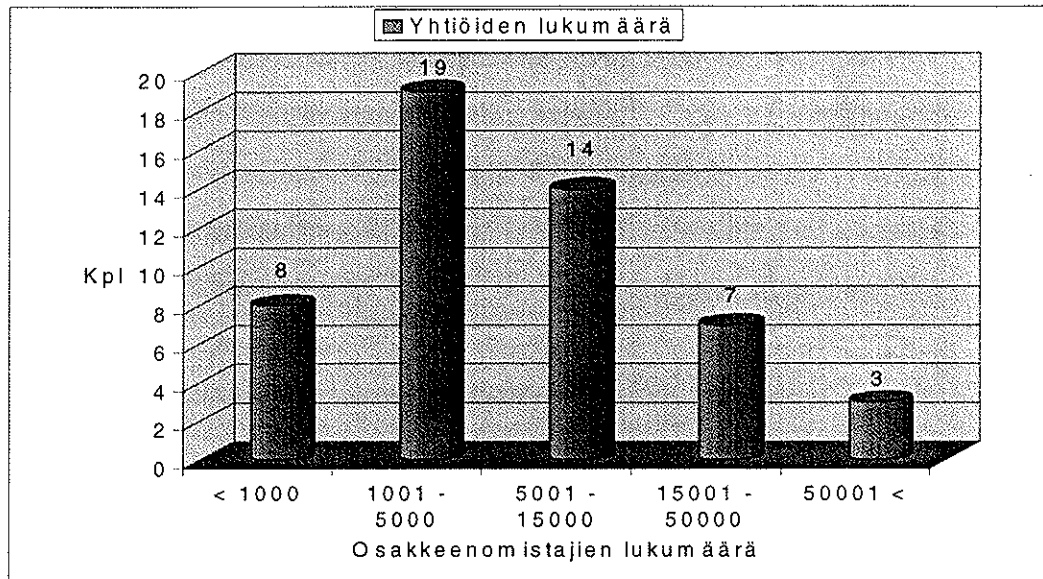
Tutkimuksessa käytetyn materiaalin pohjalta on laadittu lisäksi selvitys markkina-arvoiltaan suurimpien yhtiöiden hallitusten kokoonpanoista. Aineiston pohjalta on taulukoitu myös pörssin merkittävimmät omistustahot. Kyseisessä taulukossa ovat mukana ne omistajat, jotka ovat kymmenen äänimäärältään suurimman omistajan joukossa vähintään kolmessa tarkastelluista yhtiöistä.

4.4 Empiriaosion tulokset

Tässä tutkimuksessa on mukana Suomessa julkisesti noteeratuista pörssi-yhtiöistä 72 %, joten tutkimuksen tuloksia voidaan pitää varsin edustavina. Tutkimuksen pohjana käytetystä materiaalista saadut tiedot vastaavat yhtiöiden ilmoitusajankohdan tilannetta, eivätkä siten välttämättä vastaa tämän hetken tilannetta.

4.4.1 Pörssiyhtiöiden osakasrakenne

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakasrakenteen koostumusta tarkastellaan aluksi yhtiöiden omistajien lukumäärän avulla.



Kuvio 4: Tutkimuksessa mukana olevat 51 pörssiyhtiötä luokiteltuna niiden osakkeenomistajien lukumäärän mukaan.

Kuvion mukaan yli puolella yhtiöistä on lukumääräisesti varsin pieni omistajakunta, eli omistajia on alle 5 000 kappaletta. Suomen mittakaavassa kohtalaisen suuri omistajakunta on 10 yrityksellä, joissa omistajia on yli 15 000 kappaletta. Meritalla (356 177 osakasta) ja Sammolla (275 167 osakasta) on ylivoimaisesti eniten osakkeenomistajia muihin yhtiöihin verrattuna. Satoihin tuhansiin yltävän omistajakunnan voidaan olettaa aiheuttavan suuria informaatiokustannuksia yhtiölle ja siten pienentävän kyseisen yhtiön tulosta. Toisaalta suuri omistajien määrä voi lisätä merkittävästikin osakkeen likviditeettiä, josta omistajat osaltaan hyötyvät.

Osakkeenomistajien lukumäärästä ei sinänsä voida tehdä johtopäätöksiä yhtiöiden osakasrakenteiden hajautuneisuudesta tai keskittyneisyydestä, sillä monilla yhtiöillä on useampi kuin yksi osakesarja ja eri osakesarjat ovat lähes poikkeuksetta äänivallaltaan eri arvoisia. Osakasrakenteiden oletettua keskittyneisyyttä tarkastellaan tarkemmin myöhemmin tässä luvussa.

Seuraavaksi perehdytään yhtiöiden ääniosuuksien omistussektorikohtaiseen jakautumiseen ja lisäksi tarkastellaan sitä, vaikuttaako osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien erilaisuus omistussektorikohtaisiin osuuksiin.

Taulukossa 1 on yhtiöt jaettu toimialoihin Pörssin toimialajakoa noudattaen (ks. Kauppalehti 2.1.1997). Kaikissa toimialaryhmissä eivät ole kaikki siihen ryhmään kuuluvat yhtiöt edustettuina, joten paremman yleiskäsityksen saamiseksi taulukoon on laskettu myös 51 yhtiön keskiarvot eri omistussektoreista. Nämä arvot ovat paremmin vertailukelpoisia taulukossa 2 esitettävien lukujen kanssa.

Taulukko 1: Tutkimuksessa mukana olevien 51 pörssi-yhtiön osakkeisiin liittyvien ääniosuuksien jakautuminen omistussektoreittain. Yhtiöiden sijoittuminen eri toimialoihin on Pörssin toimialajaon mukainen.

Toimiala	Yritykset	Vakuutusyhtiöt & rahoituslaitokset	Julkisyhteisöt	Säätiöt & yhdistykset	Yksityshenkilöt	Ulkomaalaiset	YHT.
Elintarviketeollisuus	54 %	22 %	3 %	2 %	18 %	1 %	100 %
Energia	35 %	7 %	45 %	0 %	5 %	8 %	100 %
Kauppa	25 %	30 %	2 %	9 %	12 %	22 %	100 %
Kemianteollisuus	21 %	10 %	51 %	1 %	5 %	12 %	100 %
Kuljetus & liikenne	24 %	17 %	37 %	2 %	4 %	16 %	100 %
Metalliteollisuus	14 %	12 %	23 %	5 %	24 %	22 %	100 %
Metsäteollisuus	7 %	11 %	31 %	7 %	29 %	15 %	100 %
Monialayritykset	33 %	5 %	0 %	7 %	32 %	22 %	100 %
Muu teollisuus	10 %	14 %	13 %	16 %	46 %	1 %	100 %
Muut palvelut	30 %	9 %	2 %	2 %	9 %	48 %	100 %
Pankit & rahoitus	25 %	17 %	6 %	3 %	38 %	11 %	100 %
Rakennusteollisuus	13 %	29 %	4 %	1 %	53 %	0 %	100 %
Sijoitus	59 %	15 %	1 %	4 %	21 %	0 %	100 %
Tietoliikenne & elektr.	14 %	7 %	8 %	16 %	32 %	23 %	100 %
Vakuutus	32 %	49 %	0 %	2 %	11 %	6 %	100 %
Viestintä & kustannus	18 %	26 %	5 %	25 %	16 %	9 %	100 %
<i>Keskimäärin vuonna 1996</i>	26 %	18 %	14 %	6 %	22 %	14 %	100 %
<i>Korostukset sarakkeissa kertovat toimialojen suurimman äänenhaltijasektorin.</i>							

Toiset yritykset sekä vakuutusyhtiöt ja rahoituslaitokset omistavat yli 40 prosenttia tässä mukana olevien pörssiyhtiöiden äänimäärästä. Muiden yritysten omistuksen syyksi voidaan ajatella muunmuassa arvopapereiden aliarvostusmahdollisuuden hyödyntäminen. Aliarvostusmahdollisuutta hyödyntämällä yhtiö voi parantaa tulostaan heikkona vuotena realisoimalla esimerkiksi osakkeisiin mahdollisesti sisältyvää myyntivoittoa. Yritysten voidaan myös olettaa hoitavan maksuvalmiuttaan varsin likvidien osakemarkkinoiden avulla. Joissakin yhteyksissä on tullut esille, että yhtiöt varautuvat tulevaisuudessa tehtäviin kiinteisiin investointeihin sijoittamalla varojaan mm. arvopapereihin. Joissakin tapauksissa yritysten osakeomistukset toisissa yrityksissä voivat olla luonteeltaan strategisia, jolloin yhteistoimintaa pyritään tehostamaan osakeomistuksen kautta. (Kauppa-lehti 4.4.1997, 8.)

Vakuutusyhtiöiden osalta suuret ääniosuudet voivat merkitä sitä, että markkinat eivät tarjoa tarpeeksi sijoitusmahdollisuuksia verrattuna vakuutuslaitosten sijoitustarpeeseen. Kansantalouden säästövirroista entistä suurempi osa on ohjautunut viime vuosien aikana vakuutuslaitoksiin erityisesti eläkevaroina. Toisaalta muiden sijoituskohteiden huono tuottavuus suhteessa osakkeisiin on osaltaan siirtänyt vakuutusyhtiöiden varoja osakemarkkinoille. (Arvopaperi 3/1996, s. 3.) Vakuutusyhtiöiden sijoituspolitiikka sisältää yleisesti tavoitteen, että mahdollisimman pienellä riskiprofiililla saadaan vähintään kohtalainen tuottovirta. Osakesijoittamiseen liittyvää riskiä voidaan pienentää toimimalla yhtiöiden hallituksissa tai muuten ottamalla aktiivisesti kantaa omistamissaan yhtiöissä harjoitettaviin johtamistapoihin (Hedlund et al. 1985).

Rahoituslaitosten suuri äänimäärän hallinta selittynee osaltaan siten, että asiakkaiden lainavelvoitteita on jouduttu vuosikymmenen vaihteen laman takia konvertoimaan osakkeiksi. Toisaalta rahoituslaitokset ovat pyrkineet myös vahvistamaan asiakassuhteitaan osakeomistuksella. Pankkien taseen ulkopuolinen sijoitustoiminta saattaa olla pankeille joissakin tapauksissa kannattavampaa kuin perinteinen pankkitoiminta. Taseen ulkopuolinen toiminta tarjoaa myös mahdollisuuden pankin tuottorakenteen monipuolistamiseen, mikä lisää mahdollisuuksia

selvitä yllättävistä kriisitilanteista (Savela 1994, 132). Erilaiset sijoitus- ja rahastoyhtiöt ovat myös nousseet yleisen lisääntyneen kiinnostuksen myötä merkittäviksi osakemarkkinoiden toimijoiksi.

Julkisyhteisöjen äänimäärien omistukset muodostuvat pääasiassa valtion omistusosuuksista. Merkittävimmät valtion ja kuntien omistusosuudet ovat seuraavissa yhtiöissä: Finnair (62,8 %), Enso (78,9 %), Espoon Sähkö (77,1 %), Kemira (53,8 %), Neste (87,6 %), Outokumpu (59,6 %), Rautaruukki (77,3 %) ja Valmet (22,5 %). Valtion yksityistämishjelman jatkuminen tulee muuttamaan näitä osuuksia jatkossa kenties huomattavastikin. Tällä hetkellä valtion omistamien yhtiöiden omistusrakenne on varsin keskittynyttä, jolloin päätäntävalta on yksin valtion edustajien käsissä ja näin ollen muiden osakkeenomistajien mahdollisuudet vaikuttaa yhtiötä koskettaviin päätöksiin ovat varsin minimaaliset.

Teoria tukee instituutioiden tarvetta olla yksittäisten yhtiöiden suuria omistajia, koska päätäntävällän avulla instituutiot voivat pyrkiä vähentämään sijoitus-toimintansa kokonaisriskiä osakesalkun diversifikaation tuoman hyödyn lisäksi. Samalla instituutioilla on mahdollista kerätä tehokkaasti niin sanottua markkina-informaatiota, jolla tarkoitetaan erilaisten toimialojen ja yhtiöiden taloudelliseen menestykseen vaikuttavien seikkojen sisäistämistä sijoitusmarkkinoiden yleisen kehityksen ymmärtämiseksi. Tätä markkinanäkemyttä voidaan edelleen hyödyntää tehtäessä uusia sijoituspäätöksiä.

Yksityishenkilöt ovat varsin merkittävässä omistajan roolissa kokonaisuutena katsottuna, mutta tutkimusmateriaalin pohjalta voidaan kuitenkin realistisesti olettaa, että heidän hallussaan oleva äänimäärä kuvaa vain teoreettista valtaa. Tämä johtuu siitä, että yksityishenkilöitä on omistajina lukumääräisesti paljon, joten heidän tulisi toimia yhteistyössä keskenään voidakseen saavuttaa yhtenäisen tehokkaan rintaman muunmuassa yhtiökokousten äänestystilanteissa. Yksityishenkilöiden osuutta äänimäärästä nostavat merkittävästi muutamat perhe- tai sukuyhtiöt. Sellaisia yhtiöitä, joissa yksityishenkilöiden hallussa oleva äänimäärä

on yli 30 prosenttia, on tutkimuksessa mukana kaikkiaan 13 kappaletta ja näistä 7 yhtiössä yksityishenkilöiden ääniosuus on yli 50 prosenttia.

Ulkomaalaisten osuutta tarkastellaan myöhemmin tarkemmin. Tässä vaiheessa on kuitenkin tarpeen ottaa huomioon, että laskelmissa ulkomaalaisiksi omistajiksi on luettu kaikki hallintarekisteröidyt omistajat, joilla ei ole äänestys-oikeutta yhtiökokouksissa ja siten ulkomaalaisten osuuden tarkastelu ääniosuuden omistajina on tässä yhteydessä epätarkoituksenmukaista. Hallintarekisteröityjen omistajienkin on mahdollista saada äänestys-oikeus hyväkseen, mikäli hallintarekisteröinti puretaan ja kyseiset osakkeet rekisteröidään omistajan nimen mukaan viimeistään 10 päivää ennen yhtiökokouksen päivämäärää.

Taulukossa 2 tarkastellaan omistussektorikohtaisen äänivallan jakautumista sellaisissa yhtiöissä, joilla ei ole äänivaltaeroja osakesarjojen kesken suhteessa sellaisiin yhtiöihin, joilla äänivaltaeroja on osakesarjojen kesken.

Taulukko 2: Tutkimuksessa mukana olevien 51 pörssi-yhtiön osakkeisiin liittyvien ääniosuuksien jakautuminen omistussektoreittain. Pörssi-yhtiöt on luokiteltu sen mukaan, onko niiden osakesarjojen välillä äänivaltaeroja vai ei.

	Yritykset	Vakuutusyhtiöt & rahoituslaitokset	Julkisyhteisöt	Säätiöt & yhdistykset	Yksityishenkilöt	Ulkomaalaiset	YHT.
Äänivaltajako							
Yhtiöt, joilla ei ole äänivaltaeroja	24 %	20 %	21 %	3 %	14 %	18 %	100 %
Yhtiöt, joilla on äänivaltaeroja	27 %	16 %	9 %	9 %	30 %	9 %	100 %

Äänivaltaerot voivat olla perusteltuja ja hyväksyttäviä keinoja suojautua yritysvaltaukselta. Varsin oikeutettuna perusteena äänivallan porrastamiselle voi olla myös se, ettei riskipääoman hankkiminen osakemarkkinoilta johda päätösvallan menettämiseen perheyrietyksissä tai muissa tietyn omistajaryhmän hallitsemisissa yrityksissä (Talouselämä 41/1989, s. 19). Tutkimusmateriaali tukee edellä esitettyä ajatusta, sillä hallintarekisteröidyt osakkeet koostuvat lähes poikkeuksetta

äänivallaltaan heikommista osakesarjoista niissä yhtiöissä, joissa on suuri ulkomaalainen omistusosuus ja äänimäärältään eriarvoiset osakesarjat.

Taulukossa 3 on eriteltynä ne tutkimuksessa mukana olevat yhtiöt, joiden yhtiöjärjestyksissä on määrätty osakeyhtiölain suomin keinoin erilaisille osakesarjoille erisuuruiset äänimäärät. Minkään osakelajin osakkeen äänimäärä ei kuitenkaan saa olla suurempi kuin kaksikymmentä kertaa toisen osakelajin osakkeen äänimäärä. Osakeyhtiölain mukaan yhtiöjärjestyksen muuttamisesta päättää aina yhtiökokous ja päätös on pätevä vain, mikäli osakkeenomistajat, joilla on vähintään kaksi kolmasosaa yhtiökokouksessa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista ovat sitä kannattaneet (Suomen osakeyhtiölaki 1978).

Taulukko 3: Taulukossa on ne tutkimuksessa mukana olevat yhtiöt, joilla on osakesarjojen välillä äänivaltajeroja.

Yhtiö	Osakesarja, jolla suurempi äänivalta	Osakesarjan osakkeiden lukumäärä	Osakesarja, jolla pienempi äänivalta	Osakesarjan osakkeiden lukumäärä	Osakkeenomistajien lukumäärä
	<i>Luku kirjaimen perässä kertoo äänimäärän osaketta kohden</i>				
Aamulehti-yhtymä	I-1	4 155 586	II-1/10osaketta	3 340 738	2 841
Enso 1)	A-1	131 321 400	H-1/10osaketta	179 769 430	17 942
Finvest	A-20	19 328 928	B-1	57 417 736	3 804
Fiskars 2)	K-20	2 686 394	A-1	4 625 666	2 670
Hackman 3)	K-20	817 500	A-1	3 582 500	2 758
Instru 3)	A-10	15 302 451	B-1	4 861 350	10 178
Julius Tallberg k.	A-20	565 070	B-1	2 980 230	1 085
Kesko 4)	*	34 498 514	**	55 714 886	27 479
Kone 1)	A-1	1 161 647	B-1/10osaketta	5 556 553	5 000
Leo Longlife	K-20	240 000	A-1	860 000	825
Merita 5)	A-10	763 251 449	B-1	67 200 000	356 177
Metra 6)	A-10	13 926 668	B-1	13 007 095	17 443
Metsä-Serla	A-20	36 340 550	B-1	102 658 875	35 302
Nokia	K-10	99 712 655	A-1	199 837 325	26 160
Norvestia	A-10	300 000	B-1	4 980 420	6 063
Pohjola 3)	A-10	20 640 000	B-1	20 070 000	8 821
Rautakirja 2)	A-20	5 400 000	B-1	1 080 000	770
Raute	K-20	2 760 008	A-1	1 054 600	560
Sampo 3)	B-5	60 000	A-1	15 140 000	275 167
Stockmann 2)	A-10	8 289 631	B-1	6 139 979	11 055
Tamfelt	K-20	2 600 000	E-1	4 045 000	1 631
Tullkivi	K-10	477 000	A-1	1 295 277	2 020
Vaisala	K-20	857 600	A-1	3 430 700	2 254
WSOY 2)	A-20	1 980 000	B-1	10 020 000	3 655

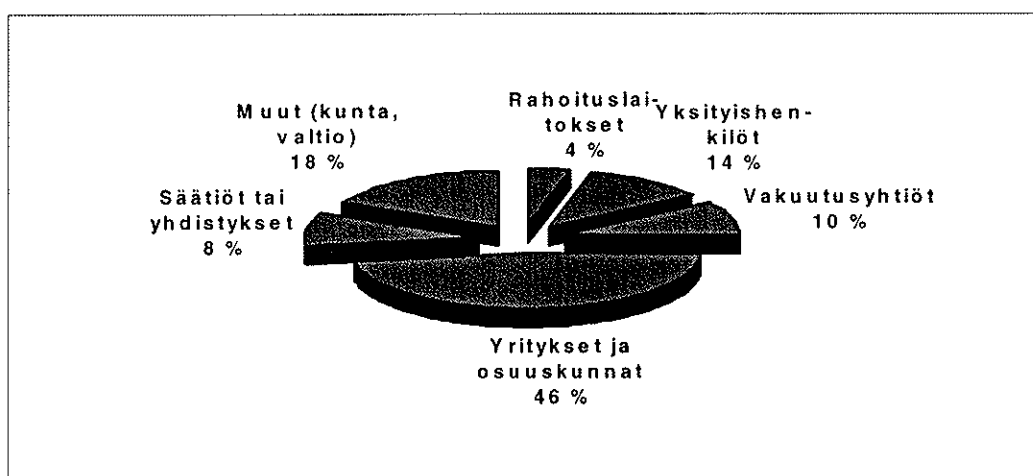
- 1 Yhtiökokouksessa jokaisella osakkeella on kuitenkin vähintään yksi ääni
- 2 Yhtiökokouksessa kukaan ei saa äänestää enemmällä kuin 1/5 osalla kokouksessa edustettuna olevien osakkeiden määrästä
- 3 Yhtiökokouksessa kukaan ei saa käyttää enempää kuin 1/10 osaa kokouksessa edustettuna olevasta äänimäärästä
- 4 Yhtiökokouksessa kukaan ei saa käyttää enempää kuin 1/10 osaa kokouksessa edustettuna olevasta äänimäärästä. *Perusosake 100 kpl 6 ääntä, seuraavat 100 kpl 1 lisä-ääni
**Vaihto-osake 1 - 10000 kpl 1 ääni, seuraavat 10000 kpl 1 lisä-ääni
- 5 Yhtiökokouksessa kukaan ei saa käyttää enempää kuin 1/20 osaa kokouksessa edustettuna olevasta äänimäärästä
- 6 Yhtiökokouksessa kukaan ei saa käyttää enempää kuin 1/3 osaa kokouksessa edustettuna olevasta äänimäärästä

4.4.2 Pörssiyhtiöiden omistuksen keskittyneisyys

Seuraavassa tarkastellaan tutkimuksessa mukana olevien pörssiyhtiöiden osakeomistuksen tuoman äänivallan keskittyneisyyttä. Keskittyneisyys tarkoittaa yksittäisen yhtiön kohdalla sitä, että jollakin omistajataholla tai -ryhmällä on niin suuri äänimäärä hallussaan, että muilla osakkeenomistajilla on vain teoreettista määräsvaltaa kyseisessä yhtiössä. Osakeomistuksen tuoman äänivallan keskittyneisyyttä voidaan pitää korkeana, jos yksi omistaja tai omistusryhmä hallitsee yli puolta yhtiön äänivallasta. Pienempikin omistusosuus riittää joissakin tapauksissa hallitsevaan asemaan.

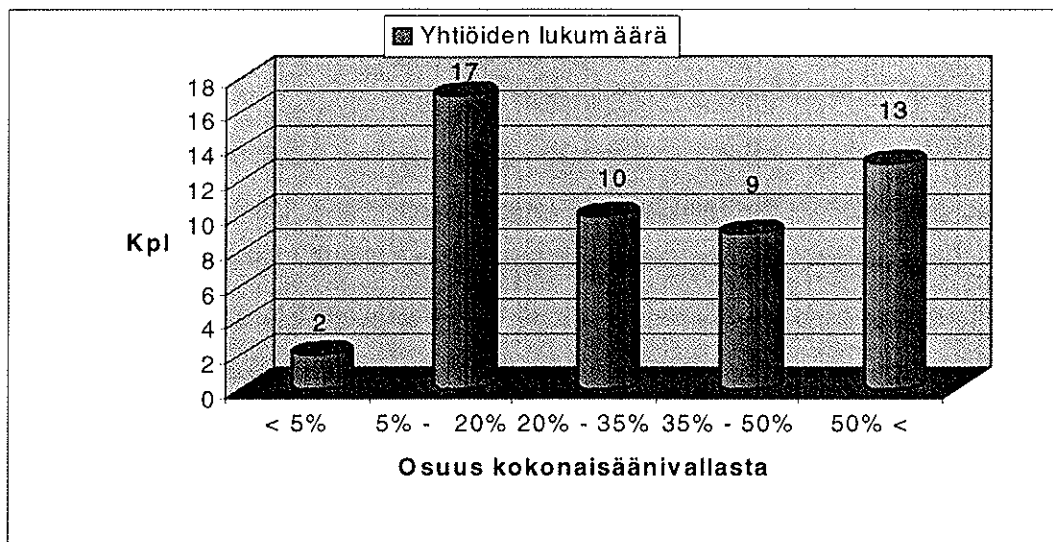
Keskittyneisyyttä tarkastellaan aluksi jakamalla yhtiöiden suurimmat ääntenhaltijat omistussektoreihin. Tämän jälkeen yhtiöiden suurimpien ääntenhaltijoiden äänivallan osuutta verrataan yksittäisen yhtiön kokonaisäänimäärään. Edellä mainittujen ääntenhaltijoiden osakeomistuksen osuutta verrataan myös yksittäisen yhtiön osakkeiden kokonaislukumäärään.

Keskittyneisyyden tutkimista jatketaan tarkastelemalla yhtiöiden viiden ja kymmenen suurimman ääntenhaltijan yhteistä osuutta yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaismäärästä. Niitä tarkastellaan aluksi toimialoitain, jonka jälkeen niitä tarkastellaan ilman toimialajakoa.



Kuvio 5: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimmat ääntenhaltijat jaoteltuna omistussektoreittain. Mikäli hallintarekisteröidyt omistajat ovat suurin ääntenhaltijaryhmä (Finnlines, Nokia, Tamro, TT-Tieto, UPM-Kymmene ja Valmet), kuvioon on otettu toiseksi suurin ääntenhaltija.

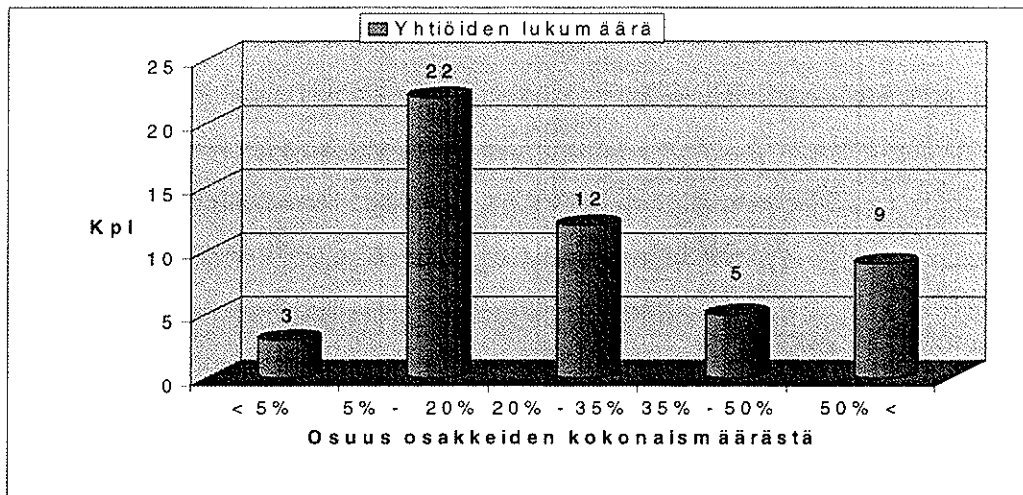
Suurimpia äänenhaltijoita tutkimuksessa mukana olevissa pörssiyrityksissä olivat selvästi toiset yritykset, jotka olivat suurimpia yksittäisiä äänenhaltijoita 24 yhtiössä. Valtionyhtiöiden suuri edustus tutkimuksessa nostaa julkisyhteisöjen osuuden suurimpana äänenhaltijaryhmänä toiselle sijalle. Julkisyhteisöt olivat suurimpia äänenhaltijoita 9 yhtiössä. Yksityishenkilöt olivat suurimpia äänenhaltijoita 7 yhtiössä. Nämä yhtiöt ovat tiukasti yksittäisten perheiden tai sukujen hallinnassa (Hackman, Lemminkäinen, Leo Longlife, Raute, Santasalo-JOT, Tulikivi ja Vaisala). Säätiöt tai yhdistykset olivat 4 yhtiössä suurimpia äänenhaltijoita. Vakuutusyhtiöt ja rahoituslaitokset olivat suurimpia äänenhaltijoita kaikkiaan 7 yhtiössä. Näille omistajatahoille on tosin asetettu eräitä rajoituksia omistussvallan käytössä, mutta todellisuudessa rajoitukset eivät ole haitanneet vakuutusyhtiöiden ja rahoituslaitosten vallankäyttöä (Pohjola 1987, 199).



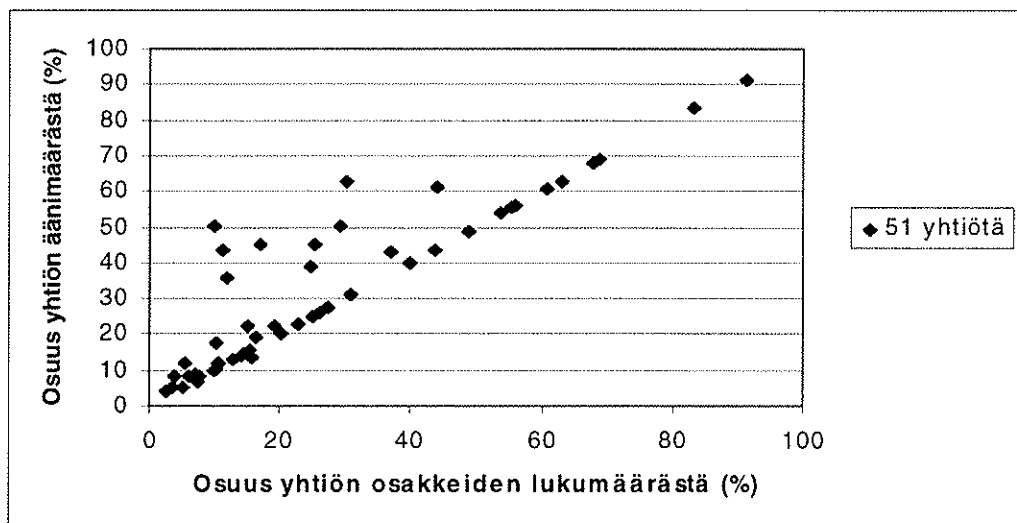
Kuvio 6: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman äänenhaltijan prosenttiosuus yhtiön kokonaisäänimäärästä. Hallintarekisteröidyn omistajan sijasta on käytetty toiseksi suurinta äänenhaltijaa (kuusi yhtiötä).

Kuvio 6 mukaan yksittäisen yhtiön suurimman äänenhaltijan osuus kokonaisäänivallasta oli 19 yhtiössä alle 20 prosenttia, joka sinällään on jo varsin korkea osuus. Mutta peräti 22 yhtiössä suurin äänenhaltija pitää hallussaan yli 35 prosenttia kokoäänivallasta. Jopa yli 50 prosenttia omistavia yksittäisiä äänenhaltijoita on 13 yhtiössä.

Kuviot 7 ja 8 kertaavat jo edellä mainittua äänivallan ja osakemäärän riippuvuutta toisistaan. 27 yhtiössä äänivallan ja osakemäärän korrelaatio on 1, koska näissä yhtiöissä ei ole äänivaltaeroja osakesarjojen välillä. 24 yhtiössä suuren äänivallan hankkiminen ei edellytä yhtä suurta prosentuaalista osakekannan omistusta, mikä johtuu osakesarjoihin liittyvien äänivaltaerojen olemassaolosta. Osakkeiden lukumäärän ja osakkeisiin liittyvien äänimäärän korrelaatio on koko aineistossa 0,9; merkitsevyystasolla 0,01.



Kuvio 7: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman äänenhaltijan prosentiosuus yhtiön osakkeiden kokonaismäärästä. Hallintarekisteröidyn omistajan sijasta on käytetty toiseksi suurinta äänenhaltijaa (kuusi yhtiötä).



Kuvio 8: Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden suurimman äänenhaltijan prosentiosuus yhtiön osakkeiden kokonaismäärästä ja äänimäärästä. Korrelaatio 0,9; merkitsevyystasolla 0,01.

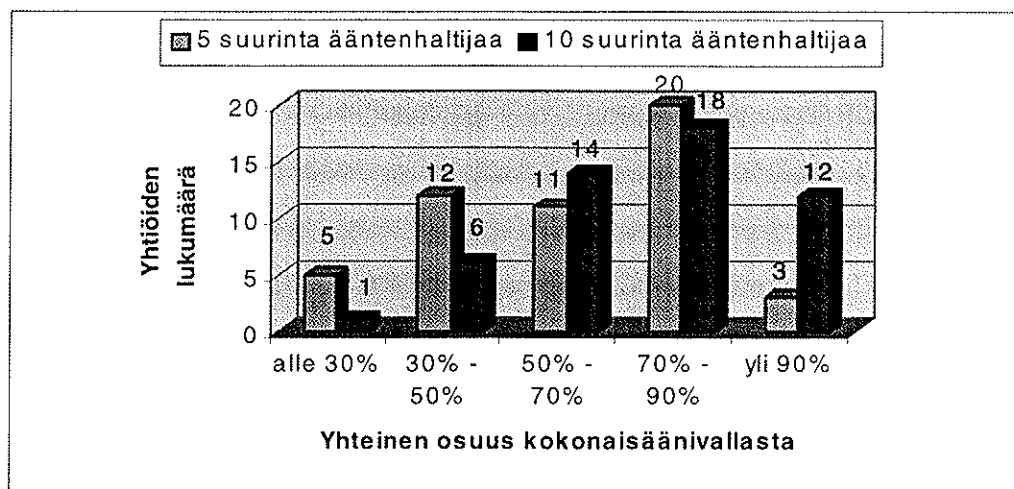
Taulukkoon 4 on laskettu viiden ja kymmenen suurimman ääntenhaltijan yhteinen osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaismäärästä toimialoittain. Koska kaikki pörssiyhtiöt eivät ole edustettuina tutkimuksessa, eikä laskelmista ole poistettu hallintarekisteröityjä omistajia (34 tapausta), vinoutuvat laskelman luvut joidenkin toimialojen kohdalla. Mutta osakrakenteen keskittyneisyyden tutkimisen kannalta hallintarekisteröityjen tahojen mukanaolo ei aiheuta olennaista tulkintavirhettä.

Taulukko 4: Yhtiöiden suurimpien ääntenhaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaismäärästä. Yhtiöiden sijoittuminen eri toimialoihin on Pörssin toimialajaon mukainen.

Toimiala	Yhteinen osuus äänivallasta					Yhteinen osuus osakkeiden määrästä					Toimialassa yhtiöitä yht.
	alle 30 %	30 % - 50 %	50 % - 70 %	70 % - 90 %	yli 90 %	alle 30 %	30 % - 50 %	50 % - 70 %	70 % - 90 %	yli 90 %	
	<i>Numerot taulukossa yhtiöiden lukumääriä</i>										
Elintarvike teollisuus	A	1	1			1	1				2
	B		1	1	1			1	1		
Energia	A			2				2			2
	B				2					2	
Kauppa	A	2	1	2	1	1	1	1	2	1	6
	B	1	1	1	3	1		1	1	3	
Kemianteollisuus	A		2	1				2	1		3
	B		1	1	1			1	1	1	
Kuljetus & liikenne	A	1	1	1			2		1		3
	B		2	1				2	1		
Metalliteollisuus	A	1	2	1	5	1	3	1	4		9
	B		2	1	6	1	1	2	5		
Metsäteollisuus	A		1	2				2	1		3
	B		1	2				2	1		
Monialayritykset	A	2	1	2	1	2	2	1	1		6
	B		1	3	1	1	2	3		1	
Muu teollisuus	A	1		1	1	1		1			2
	B		1	1			1	1			
Muut palvelut	A			1					1		1
	B			1					1		
Pankit & rahoitus	A	1		1		1	1				2
	B	1		1		1		1			
Rakennusteollisuus	A			1	2		1	1	1		3
	B				3			1	2		
Sijoitus	A	1	1	1		2	1				3
	B	1		1	1	1	1	1			
Tietoliikenne & elektr.	A	1	1			1	1				2
	B		1	1			1	1			
Vakuutus	A	1		1		1	1				2
	B		1	1			1	1			
Viestintä & kustannus	A	1	1			2					2
	B		1	1			1	1			

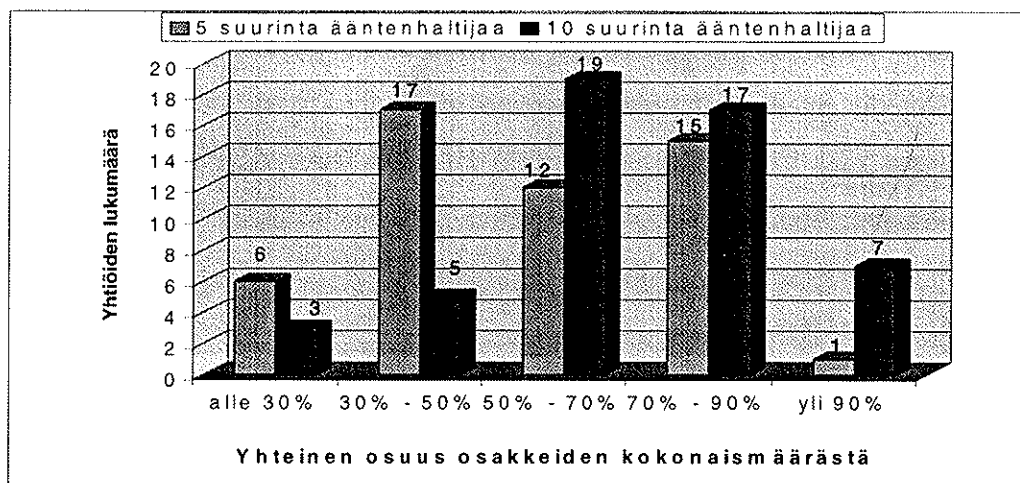
A = 5 suurimman ääntenhaltijan yhteinen osuus
B = 10 suurimman ääntenhaltijan yhteinen osuus

Paremmen yleiskäsityksen edellä mainitusta tilanteesta saa tarkastelemalla kuvioita 9 ja 10, joissa tutkimuksessa käytettyä aineistoa ei ole jaettu toimialoittain.



Kuvio 9: Yhtiöiden suurimpien ääntenhaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön kokonaisäänivallasta.

Kuviosta 9 selviää, että vain 17 yhtiössä viiden suurimman ääntenhaltijan yhteinen osuus kokonaisäänimäärästä on alle 50 prosenttia. Peräti 23 yhtiössä näiden äänivaltaosuus on yli 70 prosentin ja kolmessa tapauksessa äänivalta on yli 90 prosenttia. Kymmenen suurinta ääntenhaltijaa pitää hallussaan yli 50 prosenttia äänimäärästä 44 yhtiössä ja yli 90 prosentin äänivalta saavutetaan 12 yhtiössä. Kuvio 10 kertaa jo edellä mainittua osakesarjojen äänivaltaerojen aiheuttamaa vaikutusta osakkeen lukumääräisen omistamisen ja äänivaltaosuuden välillä.



Kuvio 10: Yhtiöiden suurimpien ääntenhaltijoiden yhteinen osuus yksittäisen yhtiön osakkeiden kokonaismäärästä.

Osakeomistuksen keskittymisen aikaansaamia haittoja ja hyötyjä on käsitelty laajasti kohdassa 4.4. Kyseisessä kohdassa esilletuotujen ajatusmallien mukaan keskittymisen vaikutukset ja syyt eivät ole kovin helposti määriteltävissä. Pohjimmaisena ajatuksena voidaan kuitenkin pitää sitä, että yksittäisen pörssiyhtiön osakeomistus muodostuu yhä keskittyneemmäksi, mikäli yhtiön toiminnan tehokamman valvonnan tuoma hyöty osoittautuu suuremmaksi kuin osakeomistuksen lisähankinnan aiheuttama kustannus. Osakasrakenteen keskittyneisyys on siis endogeeninen tapahtuma, jolla tarkoitetaan sitä, että omistajan tietoisuus tulojen lisääntymisestä vaikuttaa merkittäväällä tavalla osakasrakenteen kehittymiseen (Demsetz 1995, 64).

4.4.3 Ulkomaalaisten osakeomistus ja sen kehittyminen

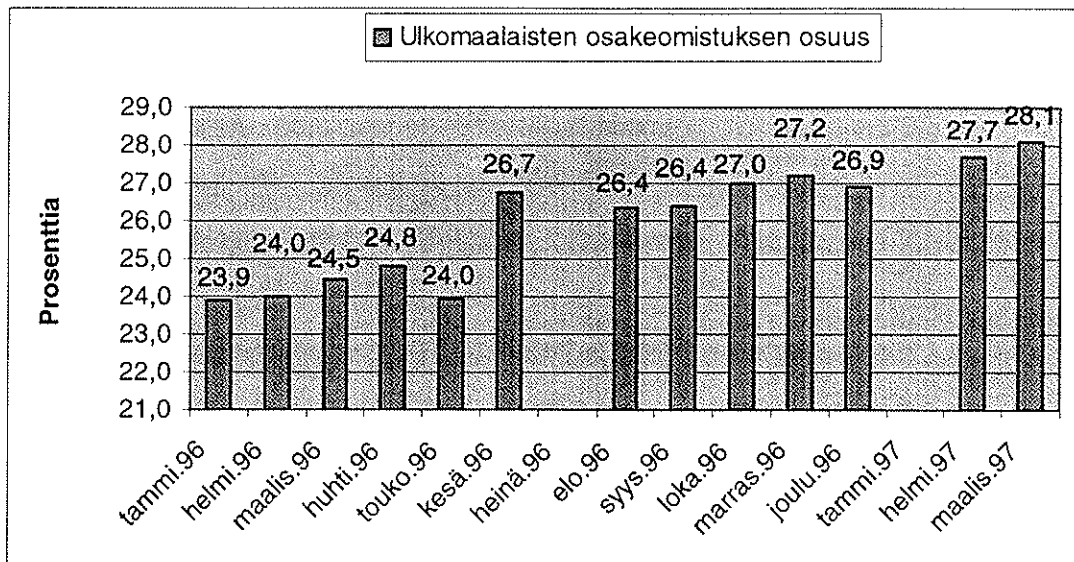
Suomalaisten pörssiyhtiöiden osakkeiden ostaminen vapautettiin kokonaan ulkomaalaisille sijoittajille vuonna 1993. Siitä lähtien on ulkomaalaisten kiinnostus yhtiöidemme osakkeita kohtaan rajusti kasvanut. Nyt ulkomaalaiset sijoittajat näyttävät vakiinnuttaneen sijoituksensa Suomen osakemarkkinoilla hieman vajaaseen 30 prosenttiin kaikkien pörssissä noteerattujen yhtiöiden osakekannasta.

Ulkomaalaisten sijoittajien mukanaolo on aiheuttanut tiettyä pelkoa siitä, että nämä jostakin syystä päättäisivät tyhjentää Suomi-positionsa. Pelot eivät ainakaan vielä ole toteutuneet, vaan ulkomaalaisten sijoitukset ovat päinvastoin lisääntyneet, eikä näytä siltä, että tilanne merkittävästi muuttuisi. Nokia-innostuksen jälkeen ulkomaalaiset ovat löytäneet joukon uusia mielenkiintoisia kohteita Suomen osakemarkkinoilta, kuten esimerkiksi Raision Tehtaat ja Hartwallin.

Ulkomaalaisten mukanaolon myönteisistä vaikutuksista voidaan mainita ainakin osakemarkkinoiden likviditeetin tuntuva parantuminen. 50 - 60 prosenttia pörssin vaihdosta tulee ulkomaalaisilta sijoittajilta, mikä sinällään on mahdollistanut viime vuosina toteutetut suuret osakeannit. Ulkomaalaisten sijoittajien mukana-

olo omistajina näyttää myös muuttaneen pörssiyhtiöiden osinkopolitiikkaa aiempaa osakasystävällisemmäksi, jolloin yhtiöiden tuloksista yhä enemmän jaetaan omistajille. (Kauppalehti 11.10.1996, 16.)

Aluksi tarkastelemme ulkomaalaisten osakkeiden omistusosuuden yleistä kehitystä pörssissä kuvion 11 avulla, jossa ulkomaalaisten omistusosuuden kehitys on kuvattu vuoden 1996 alusta vuoden 1997 maaliskuun lopun tilanteeseen saakka.



Kuvio 11: Ulkomaalaisten omistusosuuden osakekannasta kehitys vuoden 1996 alusta vuoden 1997 maaliskuun loppuun saakka. Tiedot puuttuvat heinäkuulta -96 ja tammikuulta -97. Lähteet: Kauppalehdet: 6.9.1996, 5.11.1996, 9.12.1996, 2.1.1997.

Ulkomaalaisomistus suomalaisissa yhtiöissä kasvoi tasaisesti vuoden 1996 ensimmäisellä puoliskolla. Vuodenvaihteessa ulkomaalaisten omistusosuus oli arvo-osuusjärjestelmässä mukana olevissa yhtiöissä 23,9 prosenttia ja kesäkuun lopussa omistusosuus oli noussut jo 26,7 prosenttiin. Selvästi ulkomaalaisten omistusosuus oli noussut Raision Tehtaissa ja Valmetissa. Valmetissa ulkomaalaisten omistusosuuden nousun syynä voidaan pitää valtion osakemyyntiä touko-kesäkuun aikana. Tuolloin valtio myi institutionaalisille sijoittajille 26,9 miljoonaa osaketta. Lisäksi Valmet listautui New Yorkin pörssiin 31.5. (Valmetin vuosikertomus 1996).

Kaikkiaan ulkomaalaisten omistusosuus pysytteli loppuvuonna 1996 likimain tasaisena. Lokakuussa heillä oli hallussaan 27 prosenttia osakkeista ja pörssin markkina-arvosta 34,9 prosenttia (Kauppalehti 5.11.1996). Marraskuun lopussa osuus oli pysynyt lähes ennallaan ja oli 27,2 prosenttia. Omistuksen markkina-arvo oli silti noussut pari prosenttiyksikköä 36,8 prosenttiin (Kauppalehti 9.12.1996). Ulkomaalaisten sijoittajien mielenkiinto suomalaisyritysten osakkeita kohtaan jatkoi kasvuaan vuoden 1997 alussa ja ylsi maaliskuun lopussa 28,1 prosentin tasoon. Markkina-arvoilla mitattuna osuus oli tuolloin 37,7 prosenttia (Kauppalehti 7.4.1997).

Tutkimusaineiston perusteella voidaan todeta, että ulkomaalaisten sijoitukset Suomeen ovat pääosin olleet portfoliosijoituksia, vain harvojen yhtiöiden kohdalla omistajien joukosta löytyy yksittäisiä ulkomaalaisia suuromistajia. Tällaisia yhtiöitä ovat esimerkiksi Ford ja Tamrock. Tietysti on mahdollista, että hallintarekisteröityjen omistajien joukosta löytyy myös merkittäviä instituutioita, jotka odottelevat sopivaa hetkeä astua käyttämään valtaa omistamassaan yhtiössä. Tämä on niin sanottua ”corporate governance” toimintaa, jossa pääosakkaat pyrkivät vaikuttamaan merkittävästi yhtiön johtamiseen ja tällöin voidaan puhua ns. aktiivisesta omistajan roolikäyttäytymisestä. Vielä edellä mainittua käyttäytymistä ei ole ollut yleisesti havaittavissa ulkomaalaisten osalta suomalaisia yhtiöitä kohtaan, koska heillä ei muutamaa poikkeusta lukuunottamatta ole hallussaan hallituspaikkoja yhtiössä.

Taulukko 5: Ulkomaalaisten omistusosuuden kehitys 27 yhtiössä.

Lähteet: Arvopaperi- lehdet: 3/1995, 4/1995, 8/1995, Pörssi-yhtiöt 1995- julkaisu ja Kauppalehti 9.1.1997.

	28.2.1995	31.3.1995	30.9.1995	31.12.1995	31.12.1996
Yhtiö	A 1	A 1	A 2	P	V
Atria	1,3	1,3	1,8	-	1,7
Enso	19,6	19,5	20,1	20,5	15,3
Espoon Sähkö	7,2	7,3	7,2	7,7	8,0
Finnlines	22,6	22,5	23,5	20,8	14,1
Finvest	12,4	35,8	51,1	-	15,0
Hackman	7,4	7,5	12,0	-	18,9
Kemira	21,0	20,8	17,3	-	24,6
Lassila & Tikanoja	13,5	13,0	12,3	12,3	5,5
Lemminkäinen	2,4	2,4	1,4	2,3	1,5
Merita	19,1*	16,1*	14,0	-	21,8
Metra	12,6	15,4	18,7	12,2	16,2
Metsä-Serla	42,5	43,2	45,6	-	41,5
Nokia	62,2	62,6	68,3	61,4	70,7
Otokumpu	31,7	31,5	31,5	31,2	30,8
Pohjola	33,2	32,8	33,8	-	31,5
Raision Tehtaat	9,1	9,0	9,1	-	50,9
Rautakirja	1,4	1,4	1,4	0,1	0,0
Rautaruukki	11,1	9,9	8,9	-	8,3
Raute	2,7	2,9	2,8	2,7	4,6
Stockmann	5,9	5,7	5,8	6,0	6,9
Tulikivi	5,8	5,8	6,1	-	5,6
UPM-Kymmene	23,7**	23,5**	25,5**	-	37,0
Vaisala	13,1	13,2	11,4	-	11,5
Valmet	28,4	28,6	31,7	31,0	50,9
WSOY	18,5	18,5	21,6	-	15,7
YIT-yhtymä	3,3	2,9	2,8	-	4,2
Ålandsbanken	2,2	1,8	2,1	-	1,8

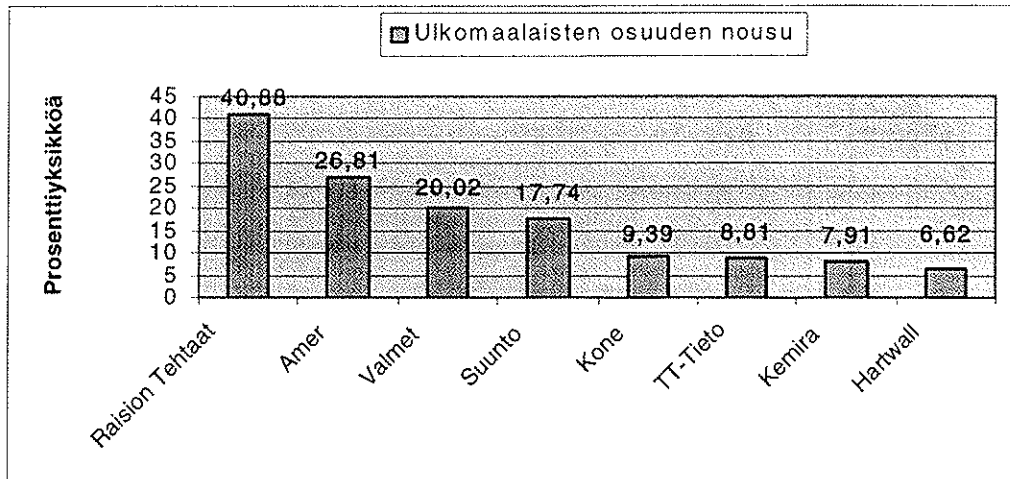
Merkkien selitykset:
A 1 = % osakkeiden lukumäärästä (31.12.1995) - = Tieto puuttuu
A 2 = % markkina-arvosta
P = Tiedot pörssi-yhtiöt 1995- julkaisusta
V = Tiedot vuosikertomuksista, yhtiöiden ilmoituksista ja Kauppalehdestä
* = Unitas + KOP
** = Repola + Kymmene + Rauma

Taulukkoon 5 on tutkimusmateriaalin perusteella esitetty muutamien yhtiöiden kohdalta ulkomaalaisten osakeomistuksen kehitys kahden vuoden aikana. Taulukosta on havaittavissa, että ulkomaalaisten yhtiökohtainen kokonaisuomistusosuus ei ole ainakaan näin lyhyen tarkasteluperiodin kuluessa heilahdellut kovin-kaan merkittävästi. Vain muutamien yhtiöiden kohdalla on tapahtunut oleellisia muutoksia vuoden 1995 lopun ja vuoden 1996 lopun välisenä aikana. Taulukon mukaan eniten ulkomaalaisten osakeomistus on noussut seuraavissa yhtiöissä: Raision Tehtaat, Valmet, UPM-Kymmene, Nokia ja Kemira. Raision Tehtaiden nousun takana on uutuustuote Benecolin lanseeraminen ja tuotteeseen liittyvä

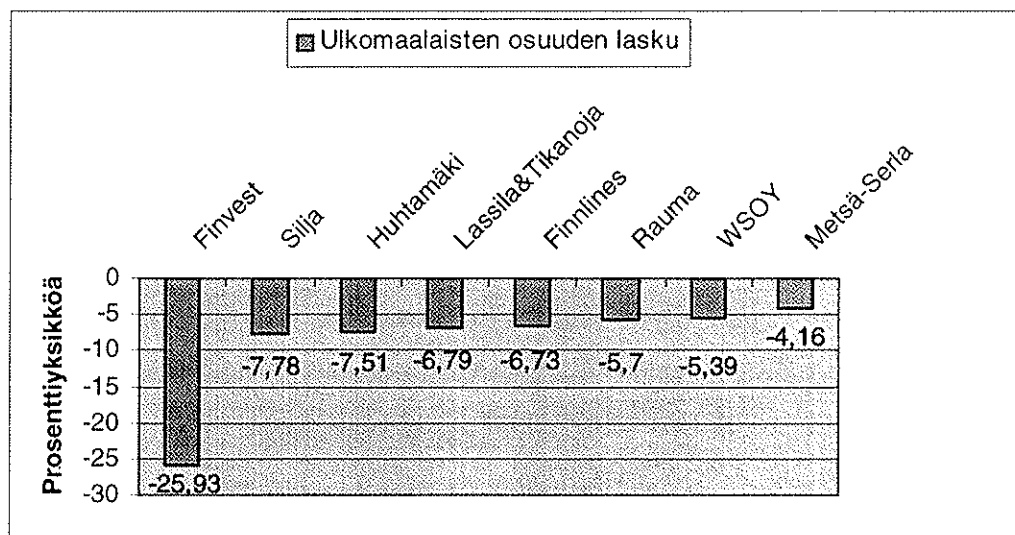
huima tuottopotentiali. Valmetin ulkomaalaisomistuksen muutos johtuu suunnatusta annista touko-kesäkuussa, sen jälkeen omistusosuuden kehitys on ollut tasaisempaa. UPM-Kymmeneen kohdalla sijoittajien voidaan olettaa ennakoivan yhtiön listautumista New Yorkin pörssiin, jolloin osakkeen hinnoittelu tapahtuisi entistä enemmän yhdysvaltalaisen metsäyhtiöiden mukaan, joiden p/e -luvut olivat vuoden 1996 alussa UPM-Kymmeneen lukua korkeampia (Arvopaperi 3/1996, 3).

Taulukon mukaan ulkomaalaisten omistusosuus väheni eniten seuraavissa yhtiöissä: Finvest, Lassila & Tikanoja, Finnlines ja WSOY. Finvestin lasku saattaa johtua omistustahojen välisistä järjestelyistä (Kauppalehti 9.1.1997). Muiden yhtiöiden kohdalla ei selvää syytä ole löytynyt.

Kuvioista 12 ja 13 selviää Helsingin pörssin päälistalla olevien yhtiöiden suurimmat ulkomaalaisomistusten muutokset vuonna 1996. Muiden kuin edellä mainittujen yhtiöiden omistusosuuden muutosten syistä voidaan todeta seuraavaa: Amerin ulkomaalaisomistus kasvoi paljon, koska ulkomaalaisten sijoittajien uskotaan luottavan suomalaisia enemmän Amerin urheiluvälinemerkkeihin, erityisesti Wilsoniin. Suunto sen sijaan on yhtiönä pieni ja siltä odotetaan merkittävää kasvua tulevaisuudessa. Samoin yhtiön osakkeen kurssiin on helppo vaikuttaa markkinainformaatiolla, koska vaihtoa on vähän. TT-Tieto on tehnyt hyvää tulosta koko ajan ja kyennyt vahvistamaan asemiaan markkinoilla yleisesti. Hartwallin avulla sijoittajat pääsevät mukaan Baltian ja Pietarin alueen markkinoille, joissa juomateollisuudella on valtavat markkinapotentiaalit (Kauppalehti 9.1.1997). Laskeneista yhtiöistä ainakin Huhtamäen kohdalla saattaa tilanne olla päinvastainen kuin Amerin, eli amerikkalaisista makeismerkeistä luopuminen on heikentänyt ulkomaalaisten sijoittajien uskoa yhtiöön. Muiden laskeneiden yhtiöiden kohdalta ei ole tiedossa merkittäviä seikkoja, joiden syy-yhteys olisi yhtä selkeä kuin edellä mainituissa yhtiöissä.



Kuvio 12: Pörssiyritykset, joissa ulkomaalaisten omistusosuus kasvoi eniten vuonna 1996.
Lähde: Kauppalehti 9.1.1997.



Kuvio 13: Pörssiyritykset, joissa ulkomaalaisten omistusosuus laski eniten vuonna 1996.
Lähde: Kauppalehti 9.1.1997.

Lopuksi tarkastellaan vielä taulukossa 6 kuuden yhtiön ulkomaille suunnattujen suorien osakeantien vaikutusta yhtiön osakekurssiin välittömästi annin jälkeen. Taulukossa 7 tarkastellaan ulkomaalaisissa pörseissä noteerattujen yhtiöiden ulkomaalaisten omistajien hallussa olevan potentiaalisen ääniosuuden suuruutta verrattuna niiden yhtiöiden ulkomaalaisten omistajien ääniosuuteen, joiden osakkeita noteerataan vain Helsingin Arvopaperipörssissä. Taulukko 8 avulla tarkastellaan vielä muutaman yhtiön näkyvyyttä kansainvälisessä ympäristössä ulkomailta olevan työvoiman ja ulkomailta tulevan liikevaihdon avulla.

Taulukko 6: Ulkomaille suunnattujen antien vaikutukset osakkeiden kurssikehitykseen muutamien yhtiöiden osalta.

Lähteet: Pörssiyhtiöt 1995- julkaisu, HKKK:n yritystietokanta.

Yhtiö	Ajankohta	Ulkomaalaisille suunnatut annit (1985 - 1994) <i>Osakkeiden kurssikehitys välittömästi annin jälkeen</i>
Kemira	17. - 28.10.1994	Anti yleisölle ja henkilöstölle sekä koti- ja ulkomaalaisille institutionaalisille sijoittajille. Osakepääoman korotus yhteensä 335 000 000 mk. <i>Tasainen nousujohteinen kehitys 10.11.1994 lähtien</i>
Tampella (Tamrock)	30.1.1990 7. - 10.6.1994	Carta Cartonin Cellulosan myyjille 632 500 kappaletta vapaita osakkeita a 110 mk. Steinmuller GmbH:lle osakkeita a 22,72 mk. <i>Kurssi laski heti toisen annin jälkeen. Tammikuun 1995 jälkeen jyrkkää pudotusta</i>
Outokumpu	15.12. Ja 17.12.1993 6.7. Ja 20.7.1994	Kansainvälisille institutionaalisille sijoittajille. Osakepääoman korotus yhteensä 140 000 000 mk. Koti- ja ulkomaalaisille sijoittajille. Osakepääoman korotus yhteensä 147 000 000 mk. <i>Kurssi nousi lievästi ensimmäisen annin jälkeen ja nousu jatkui toisen annin jälkeen pari kuukautta, jonka jälkeen kurssi laski jälleen</i>
Vaimet	6.7. Ja 20.7.1994	Kotimaisille ja kansainvälisille institutionaalisille sijoittajille uusia osakkeita yhteensä 7 000 000 kappaletta. <i>Kurssi laski annin jälkeen lievästi</i>
Metsä-Serla	29.6.1993	Ulkomaalaisille sijoittajille 3 460 000 kappaletta B osakkeita a 167 mk. <i>Kurssi nousi melkein 30 prosenttia seuraavan vuoden aikana, jonka jälkeen kurssi laski tasaisesti lähelle antihintaa ennen splittausta (26.4.1996)</i>
Nokia	14. - 23.3.1983 helmikuu-84 11.4.1986 8.7.1993 1.7. Ja 6.7.1994	Ulkomaisille sijoittajille 136 000 etuoikeutettua osaketta a 325,75 mk. Ruotsin vaitiolle 131 536 etuoikeutettua osaketta a 760,25 SEK. Ulkomaalaisille suursijoittajille 320 000 kantaosaketta a 500 mk ja 300 000 etuoikeutettua osaketta a 450 mk. Ulkomaalaisille suursijoittajille 6 000 000 etuosaketta a 159 mk. Koti- ja ulkomaalaisille institutionaalisille sijoittajille 6 000 000 etuoikeutettua osaketta a 418,046 mk. <i>Kurssi on ollut koko tarkasteluajan nousussa. Anneilla nousua tehostavaa vaikutusta havaittavissa 90- luvulla</i>

Taulukon 6 perusteella ei voida löytää mitään yhtenäistä pitkän ajan kehitystä antien vaikutuksissa, eikä antien ja kurssikehityksen syy-yhteyttä ole tässä tutkimuksessa tieteellisesti testattu, joten tarkastelu on vain suuntaa-antava. Tarkastelun pohjana käytetyn tiedoston perusteella voidaan kuitenkin todeta, että välittömästi antipäivän tai -päivien jälkeen osakekurssit lähes poikkeuksetta nousivat hieman lyhyellä aikavälillä. Pitkän aikavälin tarkastelussa yhtiöiden yleiset tuotto-odotukset ja tulevaisuuden näkymät ovat kuitenkin merkittävämpiä, kuin pelkästään osakeannin lyhyen aikaa kestävä positiivinen informaatiovaikutus. Positiivisellä informaatiovaikutuksella tarkoitetaan sitä, että sijoittaja kokee annin vaikuttavan positiivisesti yhtiöstä odotettavaan tuottovirtaan. Toisin sanoen annin avulla voidaan rahoittaa kannattavia investointeja tai parantaa yhtiön rahoitusrakennetta.

Taulukko 7: Ulkomaalaisten ääniosuus yhtiöissä, jotka noteerataan myös ulkomaisissa pörseissä tai hallintatodistusjärjestelmissä.

Yhtiö	Noteerauspaikat Helsingin lisäksi	Ulkomaalaisten osuus äämistä
Enso	Lontoo (SEAQ) R- sarja	4
Finnair	Lontoo (SEAQ)	19
Instru	USA (ADR- todistukset, NASDAQ) B- sarja	7
Kemira	Lontoo (SEAQ), USA (ADR- todistukset)	25
Merita	Lontoo (SEAQ)	23
Metra	Lontoo (SEAQ) B- sarja	7
Metsä-Serla	Lontoo (SEAQ) B- sarja	4
Nokia	Tukholma, Lontoo, Frankfurt, Pariisi, USA (ADR- todistukset, NASDAQ)	40
Pohjola	Lontoo (SEAQ)	10
Sampo	Lontoo (SEAQ)	3
UPM-Kymmene	Lontoo (SEAQ)	37
Valmet	Lontoo (SEAQ), USA (ADR- todistukset, NASDAQ)	51
	Keskimäärin	19
	Muilla yhtiöillä keskimäärin	12
SEAQ = Stock Exchange Automatic Quotations ADR- todistus = American Depositary Receipt, arvopaperin hallintaan oikeuttava todistus NASDAQ = National Association of Securities Dealers Automatic Quotations		

Tutkimuksessa mukana olevista yhtiöistä 12 yhtiöllä on osake noteerattuna myös muissa pörseissä kuin vain Helsingin Arvopaperipörssissä. Teoriakirjallisuuden pohjalta voidaan olettaa, että yhtiön näkyvyyden ja yhtiön osakkeiden hinnoittelun kannalta ulkomaiset noteeraukset vaikuttavat positiivisesti ulkomaalaisten omistuosuuden suuruuteen. Taulukosta ilmeneekin, että taulukossa olevista yhtiöistä ulkomaalaisten hallussa on keskimäärin noin 7 prosenttiyksikköä enemmän äänivaltaa kuin niiden yhtiöiden kohdalla, jotka noteerataan vain Helsingissä. Taulukko ei anna aivan oikeaa kuvaa ulkomaalaisten merkittävyydestä yhtiöissä, koska heillä on hallussaan näistä 12 yhtiöstä lähes 30 prosenttia osakemäärästä. Ero äänivallan ja osakemäärän välillä selittyy siten, että lähes poikkeuksetta ulkomaalaisten hallussa on äänivallaltaan vähempiarvoisia osakesarjoja, kuten jo taulukosta 2 selviää.

Taulukko 8: Viiden yhtiön ulkomailla olevan työvoiman osuus ja ulkomailta saatavan liikevaihdon osuus, sekä ulkomaalaisten osuus osakekannasta näissä yhtiöissä.

Lähde: Ali-Yrkkö ja Ylä-Anttila (1997).

	Henkilöstö	Ulkomailla oleva henkilöstö-osuus	Liikevaihto, mmk	Liikevaihdon ulkomaan-osuus	Ulkomaalaisten osuus osakekannasta
Yhtiö	1995	1995	1995	1995	1996
Enso	14849	16,2 %	21063	81,0 %	15,3 %
Kemira	10900	43,8 %	12352	79,0 %	24,6 %
Metra	11714	68,6 %	10617	94,0 %	16,2 %
Nokia	31948	44,1 %	36810	91,2 %	70,7 %
Valmet	12578	32,4 %	8574	84,1 %	50,9 %

Yhtiön näkyvyyttä voidaan tarkastella myös ulkomailla olevan työvoiman ja ulkomailta tulevan liikevaihdon avulla. Taulukosta 8 voidaan havaita, että siinä olevien viiden yhtiön toiminta on varsin kansainvälistä, mikä myös näkyy kohtalaisen suurena ulkomaalaisten osakeomistuksena kyseisissä yhtiöissä. Samat yhtiöt sisältyvät taulukkoon 7, joten näiden yhtiöiden osakkeiden hinnanmuodostuksenkin voidaan perustellusti olettaa olevan kansainvälisempää kuin vain Helsingin pörssissä noteeratuilla yhtiöillä.

4.4.4 Kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön hallitukset sekä tutkimusmateriaalin pohjalta laadittu omistusrhmätaulukko

Kymmenen markkina-arvoltaan suurimman suomalaisen pörssiyhtiön hallitukset koostuvat pääasiassa suurimpien osakkeenomistajien mandaateilla toimivista henkilöistä. Poikkeuksina ovat Suomen valtion osakkuusyhtiöt, joissa hallitukset ovat pääasiassa muodostettu yhtiön johtohenkilöistä. Kauppa- ja teollisuusministeriössä suunnitellaan näihinkin valtionyhtiöihin toisenlaista hallintomallia. Valtionyhtiöissä lakkautetaan hallintoneuvostot ja muodostetaan hallitukset, joissa yhtiöiden johtohenkilöistä istuu enää vain toimitusjohtaja. Hallitukset koostuisivat tulevaisuudessa asiantuntijajäsenistä, jolloin palkkajohtajien virkamiesjohtokunnat menettäisivät asemansa yhtiöiden hallituksina (Nykypäivä 11.4.1997,

s. 10). Myös Keskon hallitus on muodostettu yhtiön johtohenkilöistä, mutta yhtiöllä on laaja hallintoneuvosto, jonka jäsenen tulee olla toimiva vähittäiskauppias tai vähittäiskauppaliikkeen johtaja (Keskon vuosikertomus 1995, 52).

Taulukko 9: Kymmenen markkina-arvoltaan suurimman yhtiön hallitukset v. 1997 alussa.

Yhtiö	Markkina-arvo 7.3.1997	Hallitusten kokoonpano
Nokia	94 258 325 040	Ehmrooth C. (UPM-K.), Viinanen I., Alitalo P., Andersson E., Hirvonen A., 1) Leskinen J., Ollila J., Niskanen Y., Vainio V. (Yhtiön ilmoitus, Insider - luettelo)
UPM-Kymmene	31 550 111 110	Jouhki L. (Thomesto), Vainio V., Viinanen I., Leskinen J., Ollila J., Niskanen Y., 1) Matomäki T., Ehmrooth C., Serlachius G. (Yhtiön ilmoitus)
Merita	15 455 026 660	Peltola T. (Huhtamäki), Toivanen E., Ehmrooth C., Jääskeläinen V., Leskinen J., 1) Matomäki T., Viinanen I., Vainio V. (Yhtiökokous 1997)
Enso	14 055 058 440	Härmälä J. (Enso), Pohjolainen J., Kalela K., Laaksonen P., Mäkeläinen E., 2) Pitkänen P., Taukojärvi J., Uronen P., Juvakka P. (Yhtiön ilmoitus)
Neste	13 300 616 070	Ihannuotila J. (Neste), Viinanen J., Ropponen V-M., Aittola E., Jouhki I., 2) Tuomainen E. (Yhtiön ilmoitus)
Outokumpu	11 581 258 380	Juusela J. (Outokumpu), Virolainen O., Lehtinen V., Virrankoski R., Mäkinen J. 2) (Yhtiön ilmoitus)
Metra	8 106 143 090	Ehmrooth R. (Metra), Vainio V., Ehmrooth G., Homen C-O., Ilonieni J., 1) Taxell C., Pitkänen P. (Yhtiön ilmoitus)
Väirret	7 185 200 000	Sundberg M. (Valmet), Jaakonaho M., Kangas M., Rauramo J., Riutta J., 2) Taivalkoski R. (Yhtiön ilmoitus)
Sampo	6 961 600 000	Härmälä J. (Enso), Sohlgberg K., Ehmrooth G., Heiniö A., Leskinen J., 1) Lundqvist T., Vainio V. (Vuosikertomus 1995)
Kesko	6 766 005 000	Kinnunen E. (Kesko), Karake T., Tuunainen J., Huhtanen H., Honkala M., 2) Tanskanen P., Halmesmäki M. (Vuosikertomus 1995)
1) = Suurimmat osakkeenomistajat ovat edustettuina hallituksessa		
2) = Hallitus koostuu yhtiön johtohenkilöistä		

Fama (1980) väitti, että hallitusten elinvoimaisuutta halpana yhtiön sisäisenä kontrollielimenä voidaan parantaa lisäämällä yhtiön ulkopuolisten henkilöiden määrää hallituksissa. Weisback (1988) löysikin tutkimuksessaan todisteita siitä, että yhtiön taloudellinen menestys korreloi paremmin yhtiön operatiivisen johdon vaihdoksiin sellaisissa yhtiöissä, joiden hallitusten jäsenistössä on paljon yhtiön ulkopuolisia edustajia kuin sellaisissa yhtiöissä, joissa hallitukset muodostuvat yhtiön johtohenkilöistä. Yhtiön ulkopuolisista henkilöistä kootut hallitukset näyttäisivät tuovan lisäarvoa yhtiöihin, koska heillä voidaan katsoa olevan enemmän kompetenssia erottaa pätemättömät johtajat (Mayer 1996).

Seuraavaan taulukkoon on eritelty ne omistajaryhmät, jotka ovat kymmenen äänimäärältään suurimman omistajan joukossa vähintään kolmessa tutkimuksessa

mukanaolevissa pörssi-yhtiöissä. Intressipiirijäätystä on taulukoinnissa sovellettu rajoitetusti, koska yhtiöiden sisäisestä vallankäyttöpolitiikasta ei ole tämän tutkimuksen perusteella riittävästi tietoa saatavilla. Mutta taulukon avulla voidaan muodostaa yleiskäsitys tiettyjen omistuspiirien vallasta suomalaisissa pörssi-yhtiöissä.

Taulukko 10: Omistajaryhmätaulukot

(Tummennetut numerot tarkoittavat prosentiosuutta yhtiön kokonaisäänivallasta. Toiset numerot tarkoittavat ääniosuuden mukaista sijoitusta 10 suurimman ääniosuuden omistajan joukossa.)

	Vakuutusosakeyhtiö Pohjola	Ilmarinen (osakeyhtiö)	Suomi (keskinäinen)	Salama (osakeyhtiö)	Suomen valtio	KELA	Suomen PT	Spondi	Kuntien eläkevakuutus	Vakuutusyhtiö Tapiola	Tapiola Henki (keskinäinen)	Tapiola Eläke (keskinäinen)
	Pohjola - ryhmä				Julkisyhteisöt					Tapiola - ryhmä		
Atria	0,9	8								1,2	6	
LämenTehtaat	2,4	10								13	2	
EspoonSähkö		2,5	5	1,4	8				1,9	6		0,9
Länsivoima									0,3	9		
Stardjoham	1,9	5										
Rautakirja	10,6	4		2,8	8							
Tarmo									1,9	10		
Kenira	1,4	4	2,0	2	0,9	5	0,5	10	53,8	1		
Asko									0,8	7		
Neste	0,8	6	0,9	4	0,5	9			3,5	5	1,5	10
Fimlines	2,5	8	3,8	6					1,5	3		
Fimair			1,7	3	1,1	6	0,7	9	60,7	1		
Rautaruukki			2,6	4	0,9	6	0,5	8	68,7	1		
Tampella									1,0	5		
Metra												
Outokumpu	0,4	9	1,8	4		0,4	10		40,0	1	12,3	3
Kone	3,0	6	1,0	7	0,9	8			0,4	10		
Santasdo-JOI									2,0	8		
Vämet			3,4	3					20,4	2		
Enso									1,6	5		
UPM-Kymmene	5,1	2	4,2	3	1,2	9			61,0	1	12,5	2
MetsäSeria			2,5	5					0,7	8	1,1	6
Suunto			2,7	4	1,7	6	1,2	7	3,1	4	1,7	7
Partek									0,8	9	1,4	7
Tanfiet									1,9	5	1,3	8
Finvest											2,3	9
Narvestia											0,6	10
Instru			2,5	9								0,8
Lasiteollisuus	13,0	1										
Leo Longlife	0,6	9	0,8	5					4,7	7	3,3	10
IT-Tieto	2,2	3	1,2	7	1,8	5	0,8	10				
Merita	1,9	2	1,3	6	1,7	3			28,3	2		
Lemminkäinen	9,3	4				0,8	10					
Interavanti									1,3	6		
YIT-Yhtymä	11,8	3										
Nokia	4,9	5	3,0	6	2,1	9			3,1	8	18,0	2
Sampo											5,9	5
Pohjola												
Aamulehti-yhtymä	6,8	4	4,4	6								
WSOY	4,9	5	5,6	4					4,4	9		

5 Yhteenveto ja loppupäätelmät

Omistajien suorista kontrollimekanismeista yhtiön johtoa kohtaan on tutkimuksessa käsitelty erityisesti yhtiökokousta yhtiön korkeinta valtaa käyttävänä foorumina ja yhtiön hallitusta, jonka roolina on edustaa osakkeenomistajia yhtiön päätöksentekoprosessissa. Päätöksentekoprosessi sisältää neljä eri vaihetta: 1) aloite, 2) päätöksen vahvistaminen, 3) päätöksen soveltaminen käytäntöön ja 4) monitorointi. Julkisesti noteerattujen yhtiöiden päätöksentekoprosessi sisältää selkeästi prosessin kahtiajaon. Aloite- ja soveltamisvaiheen työt suorittavat yleensä agentit (yhtiön johto) ja päätösten vahvistamisen sekä operatiivisen johdon monitoroinnin hoitavat päämiehet. Päämies-käsite voidaan profiloida yhtiön hallitukseksi. Hallituksen vastuu johdon tekemistä päätöksistä alkaa ratifioinnista ja jatkuu valvonta- ja monitorointi-tehtävinä, jotka tehokkaasti suoritettuna vähentävät johdon yhtiölle aiheuttamaa riskiä omistajien etujen mukaisesti.

Yhtiön omistuksen keskittyneisyys

Yksittäisen pörssiyhtiön osakeomistus keskittyy yhä enemmän, mikäli yhtiön toiminnan tehokkaamman valvonnan tuoma hyöty osoittautuu suuremmaksi kuin osakeomistuksen lisähankinnan aiheuttama kustannus. Omistuksen keskittymistä tutkimuksessa kartoitettiin lähinnä taulukoimalla ja kuvioimalla kyselyyn vastanneet yritykset (51 kappaletta) sen mukaan, mikä on suurimpien äänenhaltijoiden osuus osakkeiden kokonaismäärästä ja osakkeisiin liittyvien äänioikeuksien tuomasta äänivallasta. Tulos oli, että sekä osakeomistus että äänivalta olivat varsin keskittyneitä tutkimuksessa mukana olevissa pörssiyhtiöissä. Tutkittaessa yhtiöiden suurimpia äänenhaltijasektoreita, korostuu toisten yritysten omistuksen osuus. Toiset yritykset olivat suurimpia yksittäisiä äänenhaltijoita 24 yhtiössä, julkisyhteisöt 9 yhtiössä ja yksityishenkilöt 7 yhtiössä. Vakuutusyhtiöt ja rahoituslaitokset olivat suurimpia äänenhaltijoita kaikkiaan 7 yhtiössä. Suurin äänenhaltija pitää hallussaan yli 35 prosenttia äänimäärästä 22 yhtiössä ja peräti 13 yhtiössä äänivalta oli yli 50 prosenttia. Tarkasteltaessa yhtiöiden viiden ja

kymmenen suurimman äänenhaltijan yhteistä osuutta yksittäisten yhtiöiden kokonaisäänivallasta ja osakkeiden kokonaislukumäärästä saatiin tulokseksi, että 23 yhtiössä viisi suurinta äänenhaltijaa hallitsi äänistä yli 70:tä prosenttia ja 3 tapauksessa jopa yli 50 prosenttia. Kymmenen suurinta äänenhaltijaa piti hallussaan yli 50 prosenttia äänimäärästä 44 yhtiössä ja yli 90 prosenttia 12 yhtiössä.

Teoria tukee empiirisiä tuloksia, jotka osoittavat selvää omistusrakenteiden keskittymistä. Teorian mukaan keskittyminen on yhtiön taloudellisen ja toiminnallisen tehokkuuden kannalta edullista. Voidaan perustellusti olettaa, että institutionaalisilla omistajilla on yleensä käytettävissään riittävät taloudelliset toimintaedellytykset monitoroida omistamiensa yhtiöiden johtoa ja yleistä päätöksentekoa kyseisissä yhtiöissä. Suuromistajat asettavat johdolle selkeät tavoitteet, jotka koskevat yrityksen strategisia toimintavaltioita. Myös piensijoittajien voidaan katsoa hyötyvän pörssi-yhtiöiden osakeomistuksen keskittyneisyydestä, koska suuromistajat valvovat tarkkaan yrityksen toimia ja mikäli yritys tämän johdosta toimii tehokkaasti, on suursijoittajien toiminta pikemminkin piensijoittajan edun mukaista.

Pääomistajien asemaa voidaan pitää erityisen korostuneena niissä yhtiöissä, joissa osakeomistus on hajautunut lukuisille pienomistajille. Vaikutusvalta on luultavasti vielä vinoutuneemmin jakautunut kuin omistus tai äänivalta, mikäli yleistäviä johtopäätöksiä voidaan tehdä Suomen liikemaailman tapahtumista ja niiden uutisoinnista. Suuromistajien vaikutusvalta on todennäköisesti muunmuassa yhtiökokouksissa suurempi kuin omistuksen mukanaan tuoma äänivalta edellyttäisi, koska voidaan realistisesti olettaa, että kaikki osakkeenomistajat eivät osallistu omistamiensa yhtiöiden yhtiökokouksiin säännöllisesti. Tämän on todennut ainakin Pohjola (1987) tutkimuksissaan.

Pörssi-yhtiöiden ulkomaalaisomistus ja omistuksen kasvun syitä

Kansainvälisillä pääomamarkkinoilla toimivat pääasiassa ammattimaiset suursijoittajat. Näistä merkittävimpiä ovat erilaiset eläkerahastot ja sijoitusrahastot.

Tämänkin tutkimustyön empiriaosuuden laadinnassa käytetyn aineiston perusteella voidaan ulkomaiset sijoittajat profiloida juuri edellä mainituiksi instituutio-naalisiksi sijoittajiksi.

Ulkomaalaisten hallintarekisteröityjen sijoittajien osuus Helsingin pörssissä on varsin suuri (37,7 prosenttia pörssin markkina-arvosta). Viime ajan kehityksestä johtuen ulkomaalaisten osuuden suuriin muutoksiin, ainakaan negatiivisiin, ei ole aihetta uskoa.

Selvänä syynä kansainvälisen sijoitustoiminnan kasvulle voidaan pitää ainakin sitä, että sijoitusinformaation välittäminen maailmanlaajuisesti on tehostunut huomattavasti viime vuosikymmeninä. Samaan aikaan markkinaosapuolet, kuten välittäjät, ovat erikoistuneet tarjoamaan spesifioituja palveluja, mikä sinällään tehostaa markkinoiden toimintaa. Suomessa erityisen vaikuttavana tekijänä voidaan pitää erilaisten sijoitustoimintaa estävien rajoitusten poistamista vuonna 1993. Yhtiöiden kansainvälistymisprosessi on myös lisännyt yhtiöiden tunnettavuutta maailmanlaajuisesti. Näkyvyys on merkittävänä tekijänä ainakin tutkimuksen perusteella, sillä ulkomaalaisissa pörsseissä noteerattujen yhtiöiden ulkomaalaisten omistajien hallussa on 7 prosenttia enemmän äänivaltaa kuin niiden yhtiöiden kohdalla, jotka noteerataan vain Helsingissä. Yhtiön näkyvyyttä voidaan lisäksi parantaa merkittävästi joidenkin tuotannollisten toimien siirtämisellä kansainväliselle maaperälle. Yhtiöiden toiminnan lisäksi yhä enemmän Suomen osakemarkkinoiden kehitystä ohjaavat erinäiset makrotaloudelliset seikat, kuten korkotason heilahtelut sekä poliittisten päätöksentekijöiden uskottavuus.

Erittäin tärkeää on huomioida myös osakkeiden hinnanmuodostusmarkkinoiden kehitys. Mikäli osakkeiden hinnanmuodostusmarkkinoiden integroituminen syvenee, voidaan hyvinkin olettaa, että kansainvälisten sijoittajien luottamus myös suomalaisiin yrityksiin kasvaa. Integroitumisen välineistä voidaan mainita ainakin yleiseurooppalainen kasvupörssi EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation), joka luo tulevaisuudessa hyvät hinnanmuo-

dostuspuitteet kansainvälistä kasvua haluaville yrityksille ja samalla se parantaa piensijoittajienkin pääsyä sijoittamaan itsenäisesti suoraan kansainvälisille markkinoille. (Kauppalehti 24.2.1997.)

Ulkomaalaisten mukanaolon myönteinen piirre on ainakin Suomessa osakkeiden likviditeetin huomattava parantuminen. Jopa 50 - 60 prosenttia pörssin vaihdosta tulee ulkomaalaisilta sijoittajilta. Samalla pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka on muuttunut aiempaa osakasystävällisemmäksi, jolloin yhtiön tuloksista jaetaan yhä enemmän omistajille.

LÄHDELUETTELO

- Adler, P. A. & Adler, P. (1984) *The Social Dynamics of Financial Markets*. Greenwich. JAI Press.
- AffärsVärlden (4.10.1996, no 36) Aktivt ägande.
- Airaksinen, T. & Kallinen, T. (1987) *Yhteisöomistus ja ristiinomistus suomalaisissa suuryrityksissä*. Sarja C 41. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, ETLA.
- Ali-Yrkkö, J. & Ylä-Anttila, P. (1997) *Yritykset kansainvälistyvät - katoavatko työpaikat?* Sarja B. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, ETLA. Kustantaja: Taloustieto Oy. Helsinki.
- Arvopaperi-lehti (3/1995).
- Arvopaperi-lehti (4/1995).
- Arvopaperi-lehti (8/1995).
- Arvopaperi-lehti (3/1996).
- Arvopaperimarkkinalaki ja muuta arvopaperilainsäädäntöä (1993). Toimittaja: Timo Lepistö. Painatuskeskus Oy ja Helsingin Arvopaperipörssi.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan. New York.
- Cox, J. & Rubinstein, M. (1985) *Options Markets*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N. J.
- Dahlgren, B. & Moberg, K. (1990) *Nyckeln till styrelserummet*. Andra upplagan. Norstedts Förlag Ab. Stockholm.
- Demsetz, H. (1983) The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, 375 - 390.
- Demsetz, H. (1992) *The Emerging Theory of the Firm*. Acta Universitatis Upsaliensis. Studia Oeconomiae Negotiorum 33. Uppsala.
- Demsetz, H. (1995) *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*. Cambridge University Press.
- Didner, H. (1993) *Utländskt ägande av svenska aktier*. Uppsala Universitet.
- Easterbrook, F. H. & Fischel, D. (1983) Voting in corporate law. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, June, 395 - 427.
- Ekonomi-lehti (9/96). Kustantaja: Suomen Ekonomiliitto.
- Elton, E. J. & Gruger, M. J. (1987) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 3rd ed. John Wiley & Sons. New York.
- Fama, E. F. & Jensen, M. (1983) Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, June, 301 - 325.
- Fama, E. F. (1980) Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, vol. 88, 288 - 307.
- Franks, J. & Mayer, C. (1995) Ownership and control. In H. Siebert (ed.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?*. Tübingen: J. C. B. Mohr.
- Hedlund, G. - Hägg, I. - Hörnell, E. - Ryden, B. (1985) *Institutioner som aktieägare*. Kristianstads Boktryckeri AB.
- Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan säännöt (1993)
- Helsingin kauppa- ja kauppakorkeakoulun ylläpitämä yritystietokanta. Kirjaston yleisötietokannat.
- Helsingin Sanomat (20.10.1996).

- Helsingin Sanomat (3.5.1997).
- Hessen, R. (1983) The modern corporation and private property: a reappraisal. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, June, 273 - 301.
<http://www.bof.fi> - Suomen Pankki (Sijoitukset Suomeen).
<http://www.hse.fi>.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Political Economy*, vol. 3, 305 - 360.
- Kauppalehden Optio (30.4.1997).
- Kauppalehti (6.9.1996).
- Kauppalehti (11.10.1996).
- Kauppalehti (5.11.1996).
- Kauppalehti (9.12.1996).
- Kauppalehti (30.12.1996).
- Kauppalehti (2.1.1997).
- Kauppalehti (8.1.1997).
- Kauppalehti (9.1.1997).
- Kauppalehti (24.2.1997).
- Kauppalehti (4.4.1997).
- Kauppalehti (7.4.1997).
- Kauppalehti (21.4.1997).
- Kauppalehti (30.4.1997).
- Kesko Oy:n vuosikertomus 1995.
- Knight, F. (1921) *Risk, Uncertainty and Profit*. Reprinted in 1971, University of Chicago Press. Chicago.
- Krayenbuehl, T. E. (1985) *Country Risk - Assessment and Monitoring*. Lexington Books. D. C. Heath and Company Lexington. Massachusetts. Toronto.
- Lease, R. - McConnell, J. - Mikkelsen, W. (1983) The market value of control in publicly-traded corporations. *Journal of Financial Economics* 11, 439 - 471.
- Levy, H. & Sarnat, S. (1970) International diversification of investment portfolios. *American Economic Review*. 60, September, 668-675.
- Liljebloom, E. (1995) Luentokurssi: Rahoitusmarkkinat ja finanssisijoittaminen. Turun kauppakorkeakoulu.
- Löyttyniemi, T. (1991) Effects of changes in the dual-class share structure. Työpapereita. Helsingin kauppakorkeakoulu.
- Manne, H. (1967) Our two corporate systems: law and economics. *Virginia Law Review*, vol. 53, 259 - 285.
- Markowitz, H. (1987) *Mean-variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets*. Basil Blackwell. New York.
- Mayer, C. (1996) Corporate governance, competition and performance. In Finnish Postgraduate Programme in Economics, Dec. 18.1996 Helsinki.
- Nykypäivä-lehti (11.4.1997).
- Palmen, H. (1987) Äänipreemiot vallan hinnan mittana Helsingin pörssissä. *Finnish Journal of Business Economics* 36. 295 - 313.
- Pohjola, M. (1987) Osakkeenomistajan vaikutusvalta. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*. 1987:2, 197 - 200.

- Pohjola, M. (1989) Vain yksin ne kaksi: suurten teollisuusyhtiöiden hallitsevat omistajaliittoutumat vuosina 1981, 1986 ja 1988. Työväen taloudellinen tutkimuslaitos. Tutkimusselosteita 83.
- Pörssi-yhtiöt 1995- julkaisu. Kauppakaari-yhtymä Oy ja Merita Pankkiiriliike Oy. Vammalan Kirjapaino Oy.
- Rautaruukin listalleottoesite (14.4.1997). Rautaruukki Oy.
- Repo, E. (1992) *Vallanhavittelijat*. Gummerus Kirjapaino Oy. Jyväskylä.
- Ricardo-Campbell, R. (1983) Comments on the structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law & Economics*, vol. XXVI, June, 391 - 393.
- Rydqvist, K. (1986) *The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games*. Stockholm School of Economics. Sweden.
- Savela, J. (1994) Pankin taseen ulkopuolisen toiminnan rakenne ja kehitys vuosina 1989 - 1993. Teoksessa: Pankkitoiminnan rakennemuutos Suomessa, toim. Ralf Pauli. Suomen Pankin julkaisuja A:89. 111 - 137.
- Sharpe, W. S. (1985) *Investments*. 3rd ed. Prentice-Hall. Englewood Cliffs, N. J.
- Snow, D. A. & Parker, R. (1984) The mass media and the stock market. In Adler, P. A. & Adler, P. (1984) *The Social Dynamics of Financial Markets*. Greenwich. JAI Press. 153 - 172.
- Stiglitz, J. E. (1985) Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 17, no 2 May, 133 - 151.
- Suomen osakeyhtiölaki (29.9.1978/734).
- Suomen Pankin maksutasetiedote (28.1.1994). Suomen Pankki.
- Talouselämä-lehti (41/1989).
- The Economist (May 1st 1994).
- Valmet Oy:n vuosikertomus 1996.
- Vapaavuori, A. (1991) *Suomeen suuntautuvien portfoliosijoitusten verokohtelu*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A- sarja N:o 186. Vammala.
- Weisbach, M. (1988) Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431 - 460.
- Veranen, J. (1988) *Omistajat yrityksen menestystekijänä*. Ekonomia-sarja. Weilin+göös. Espoo.
- Veranen, J. (1997) *Tuottoa vaativat omistajat*. Ekonomia-sarja. WSOY ja Suomen Ekonomiliitto.
- Williamson, O. (1975) *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press. New York.

LIITE 1

Lähdeveroprosentit, joita sovelletaan Suomen ja asianomaisen valtion välillä tehdyn verosopimuksen perusteella portfoliosijoituksille maksettavaan osinkoon: Itävalta 10 prosenttia, Ranska 0 prosenttia, Sveitsi 5 prosenttia, Yhdistyneet Kuningaskunnat 15 prosenttia (arviolta vuoden 1998 alussa voimaan tulevan verosopimuksen mukaan 0 prosenttia). Seuraavien maiden osalta peritään 15 prosenttia: Kanada, Tanska, Saksa, Irlanti, Italia, Japani, Alankomaat, Espanja, Ruotsi ja Yhdysvallat. Osinkoja maksavat pankit ovat velvollisia pidättämään lähdeveron määrän maksaessaan osinkoja sijoittajille.

Alennettua lähdeveroprosenttia voidaan soveltaa, mikäli osakkeenomistaja esittää maksajalle ennen osinkojen maksua lähdeverokortin tai edellytetyt tiedot (nimi, syntymäaika ja osoite). Jos lähdeverokorttia tai edellytettyjä tietoja ei ole esitetty määräajassa, paikallinen veroviranomainen palauttaa hakemuksesta asianomaisen verosopimuksen edellyttämää määrää korkeamman veronpidätyksen.



TURUN KAUPPAKORKEAKOULU

Yleisen taloustieteen laitos

OMISTUSRAKENNETTA KOSKEVA KYSELY

Vastaukset pyydetään lähettämään 31.1. 1997 mennessä palautuskuoressa tai osoitteeseen:

Janne Hakala, Kerttulinkatu 15 F 82, 20500 Turku

Omistustiedot pyydetään antamaan mahdollisimman hyvin nykytilannetta vastaavana

1. Omistustiedot koskevat seuraavaa ajankohtaa : _____

2. Yhtiön nimi: _____

Jos tytäryhtiö; mikä konserni: _____

3. Liikevaihto ja henkilökunta

	Yhtiö	konserni yhteensä
Liikevaihto, milj.mk:	_____	_____

Henkilökunta:	_____	_____
---------------	-------	-------

4. Yhtiön osakepääoma ja osakkeet osakesarjoittain

	Osakepääoma, milj.mk	Osakkeiden määrä, kpl	Osakkeiden ääni- määrä suhtees- sa koko osake- kantaan
Yhteensä	_____	_____	_____
Sarja-	_____	_____	_____
Sarja-	_____	_____	_____
Sarja-	_____	_____	_____
Sarja-	_____	_____	_____

Osakkeita merkittävässä:

Optiotodistuksilla _____

Vaihtovelkakirjoilla _____

Osakelajien äänivaltaerot: _____

5. Yhtiön osakkeenomistajien lukumäärä yhteensä: _____



TURUN KAUPPA KORKEAKOULU

Yleisen taloustieteen laitos

6. Yhtiön osakkeenomistajat, joiden osuus ylittää 1% äänivallasta ja osakekannasta.

Vastauksen voi antaa osakasrekisteristä atk-listauksenakin.

Osakkeenomistajan nimi (äänivallan mukaisessa suuruusjärjestyksessä)	Osakesarja	Osuus ääni- vallasta, %	Osuus osakekan- nasta, %
1			
2			
3			
4			
5			
6			
7			
8			
9			
10			
11			
12			
13			
14			
15			
16			
17			
18			
19			
20			
21			
22			
23			
24			
25			
26			
27			
28			
29			
30			
31			
32			
33			
34			
35			
36			
37			
38			
39			
40			



TURUN KAUPPA KORKEAKOULU

Yleisen taloustieteen laitos

Omistusrakenne:

	Osakkeista, %	Äänistä, %
Yksityishenkilöt	_____	_____
Säätiöt ja yhdistykset	_____	_____
Yritykset	_____	_____
Rahoituslaitokset	_____	_____
Julkisyhteisöt	_____	_____
Ulkomaiset	_____	_____
Muut	_____	_____
Yhteensä	<input type="text"/>	<input type="text"/>

7. Mikäli yhtiönne osakasrakenteesta löytyy yhteisöryhmittymiin jaettuja osakastietoja, pyydän liittämään ne vastaukseenne.

Esim.	Merita-ryhmä Pohjola-ryhmä	x% osakkeista	x% äänistä
1	_____	_____	_____
2	_____	_____	_____
3	_____	_____	_____
4	_____	_____	_____
5	_____	_____	_____
6	_____	_____	_____
7	_____	_____	_____
8	_____	_____	_____

Tiedossanne olevien ulkomaalaisten osakkeenomistajienne osakasrakenne:

Esim.	Rahastot Yksityiset	n. x% osakkeista
1	_____	_____
2	_____	_____
3	_____	_____
4	_____	_____
5	_____	_____



TURUN KAUPPAKORKEAKOULU

Yleisen taloustieteen laitos

8. Yhtiönne hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenet:

Nimi	Yhtiö/ asema/ arvo
1 _____	_____
2 _____	_____
3 _____	_____
4 _____	_____
5 _____	_____
6 _____	_____
7 _____	_____
8 _____	_____
9 _____	_____
10 _____	_____
11 _____	_____
12 _____	_____
13 _____	_____
14 _____	_____
15 _____	_____
16 _____	_____
17 _____	_____
18 _____	_____
19 _____	_____
20 _____	_____
21 _____	_____
22 _____	_____
23 _____	_____
24 _____	_____
25 _____	_____
26 _____	_____
27 _____	_____
28 _____	_____
29 _____	_____
30 _____	_____
31 _____	_____
32 _____	_____
33 _____	_____
34 _____	_____
35 _____	_____
36 _____	_____
37 _____	_____
38 _____	_____

9. Toivon, että voisitte toimittaa yhtiönne vuosikertomuksen vuodelta 1996, kun se ilmestyy.

ELINKEINOELÄMÄN TUTKIMUSLAITOS (ETLA)
THE RESEARCH INSTITUTE OF THE FINNISH ECONOMY
LÖNNROTINKATU 4 B, FIN-00120 HELSINKI

Puh./Tel. (09) 609 900
Int. 358-9-609 900
<http://www.etla.fi>

Telefax (09) 601753
Int. 358-9-601 753

KESKUSTELUAIHEITA - DISCUSSION PAPERS ISSN 0781-6847

- No 602 JOUKO NÄTTI, Atypical Employment and Gender in Finland. 02.06.1997. 33 p.
- No 603 MIKA MALIRANTA, The Determinants of Aggregate Productivity, The Evolution of micro-structures and productivity within plants in Finnish manufacturing from 1975 to 1994. 09.06.1997. 38 p.
- No 604 DAN STEINBOCK, The Competitive Advantage of Finland: The Primary Research Projects. 11.06.1997. 41 p.
- No 605 MARKKU KOTILAINEN, Construction in the Nordic Countries. 13.06.1997. 27 p.
- No 606 REIJA LILJA, Similar Education - Different Career and Wages? 30.06.1997. 38 p.
- No 607 RITA ASPLUND, Private vs. Public Sector Returns to Human Capital in Finland. 08.08.1997. 68 p.
- No 608 PETRI ROUVINEN, Suomi - Euroopan kilpailukykyisin? 08.08.1997. 9 s.
- No 609 AIJA LEIPONEN, Yritysten osaamisintensivisyys ja kansainvälistyminen. 08.08.1997. 27 s.
- No 610 MIKA PAJARINEN, Ulkomaiset suorat sijoitukset ja ulkomaalaisomistus Suomessa: katsaus historiaan ja viimeaikaiseen kehitykseen. 19.08.1997. 48 s.
- No 611 JYRKI RUUTU, Suomalainen työehtosopimusjärjestelmä, palkat ja inflaatio. 20.08.1997. 44 s.
- No 612 MIKA MALIRANTA, Plant Productivity in Finnish Manufacturing. Characteristics of high productivity plants. 22.08.1997. 43 p.
- No 613 PETRI ROUVINEN - PEKKA YLÄ-ANTTILA, Konkurrenskraften i Norden. 08.09.1997. 21 s.
- No 614 HANNU HERNESNIEMI, Toimialojen tuotannon kasvun työllisyysvaikutukset Suomessa vuosina 1980 - 1996. 09.09.1997. 31 s.
- No 615 ATRO MÄKILÄ, Elintarviketeollisuuden osaamistarpeiden ennakointi - kyselytutkimus. 19.09.1997. 41 s.

- No 616 SEPPÖ LAAKSO, Asuntojen hinnat ja asuntojen ominaisuuksien kysyntä pääkaupunkiseudun asuntomarkkinoilla. 22.09.1997. 16 s.
- No 617 ELISABETH HELANDER, Finland's Research Clusters: Important Assets for a New Member of The European Union. 25.09.1997. 10 p.
- No 618 ATRO MÄKILÄ, Vakuutusyhtiöiden osaamistarpeiden ennakointi - kyselytutkimus. 30.09.1997. 28 s.
- No 619 RITA ASPLUND, The Disappearing Wage Premium of Computer Skills. 03.10.1997. 22 p.
- No 620 ERKKI KOSKELA - MARKKU OLLIKAINEN, Optimal Public Harvesting in an Economy with Multiple-use Forestry. 13.10.1997. 26 p.
- No 621 WANG HUIJIONG - LI SHANTONG, Prospects and Problems of China's Economy. 06.10.1997. 38 p.
- No 622 BIRGITTA BERG-ANDERSSON, Comparative Evaluation of Science & Technology Policies in Lithuania, Latvia and Estonia. 08.12.1997. 76 p.
- No 623 MARKKU KOTILAINEN, Etelä-Suomen talousnäkymät vuosina 1997-2001. 12.12.1997. 10 s.
- No 624 JOHANNA POHJOLA, CO₂-päästöjen vähentämisen kansantaloudelliset vaikutukset: Tuloksia polttoainerakenteen muutokset huomioonottavasta CGE-mallista. 18.12.1997. 52 s.
- No 625 JANNE HAKALA, Osakeomistuksen jakautuminen suomalaisissa pörssiyrityksissä. 31.12.1997. 84 s.
- No 626 ANNE ERONEN, Yrityksen henkisen pääoman arviointi - malleja ja tunnuslukuja. 12.01.1998. 40 s.
- No 627 MARKKU KOTILAINEN, Economic Policy in EMU. 12.01.1998. 12 p.
- No 628 COLIN HAZLEY- INKERI HIRVENSALO, Barriers to Foreign Direct Investment in the Baltic Sea Region. 02.02.1998. 92 p.
- No 629 OLAVI RANTALA, Asuntokysyntään vaikuttavat tekijät ja sen kehitys talouden pitkän ajan kasvu-uralla. 29.01.1998. 60 s.
- No 630 PEKKA VALKONEN, Mitä suomalaisten yritysten patentointi kertoo kemian teknologian tasosta?

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitoksen julkaisemat "Keskusteluaiheet" ovat raportteja alustavista tutkimustuloksista ja väliraportteja tekeillä olevista tutkimuksista. Tässä sarjassa julkaistuja monisteita on mahdollista ostaa Taloustieto Oy:stä kopiointi- ja toimituskuluja vastaavaan hintaan.

Papers in this series are reports on preliminary research results and on studies in progress. They are sold by Taloustieto Oy for a nominal fee covering copying and postage costs.

d:\ratapalo\DP-julk.sam\06.02.1998