

Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen arvoon

Kansantaloustiede
Pro gradu –tutkielma
Kansantaloustieteen laitos
Tampereen yliopisto
30.4.2002
Juho Tiri

Tampereen yliopisto

Kansantaloustieteen laitos

TIRI JUHO: Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen arvoon

Pro gradu -tutkielma, 65 s., 7 liites.

Kansantaloustiede, rahoitus

Toukokuu 2002

Tässä tutkimuksessa selvitetään sekä teoreettisesta että empiirisestä näkökulmasta, miten yritysten omistajuuden keskittyminen ja arvo liittyvät toisiinsa. Lisäksi tutkimuksessa analysoidaan omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen pääomarakenteeseen. Viime aikoina on esitetty kysymyksiä omistusrakenteen vaikutuksista yrityksen suorituskykyyn ja arvioitu omistajuuden keskittymisen vaikutuksia mannereurooppalaisesta näkökulmasta. Suurten ja pienten osakkeenomistajien suhteen ymmärtäminen on noussut huomattavasti yleisemmin tutkitun yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välisen rajapinnan rinnalle.

Empiirisen osuuden aineistona on käytetty HEX:n Päälistalle listattuja suomalaisia teollisuusyrityksiä, joiden liikevaihto vuonna 2000 ylitti 50 miljoonaa euroa. Aineisto on kerätty vuosilta 1999-2000. Omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen velanottoon sekä suorituskykyyn tutkittiin riippumattomien otosten t-testillä. Yrityksen suorituskykyä analysoitiin myös lineaarisella poikkileikkausregressiolla, jossa omistusrakennetta kuvaavilla muuttujilla sekä kontrollimuuttujilla selitettiin yrityksen E/P-lukua.

Kehittyvillä teollisuudenaloilla suurilla osakkeenomistajilla näyttää olevan positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja arvoon. Sen sijaan perinteisillä teollisuudenaloilla suuren äänivallan omistajan läsnäolo laskee yrityksen arvoa. Erityisesti äänioikeuksien keskittyminen ilman osinko-oikeuksien vastaavaa keskittymistä näyttäisi laskevan selvästi yrityksen arvoa. Toisin sanoen markkinat tulkitsevat yksi osake – yksi ääni -periaatteen rikkoutumisen signaalina heikommasta tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon. Lisäksi äänivallan keskittyminen viittaa yrityksen velanoton kasvuun.

Asiasanat: omistusrakenne, omistajuuden keskittyminen, yrityksen arvo, pääomarakenne, corporate governance

Alkusanat

Tämä Pro gradu -tutkielma on tehty Tampereen yliopiston kansantaloustieteen laitoksen rahoituksen opintojen lopputyöksi. Työn alkuperäinen idea syntyi vaihto-opiskelujakson aikana Englannissa kiinnostuksesta omistajien rooliin yritysten toiminnassa.

Haluan kiittää erityisesti professori Jouko Ylä-Liedenpohjaa työn ohjauksesta ja lukuisista neuvoista. Lisäksi suuret kiitokset ansaitsevat seminaariryhmän jäsenet ideoista ja arvokkaista kommentteista. Työn valmistumiseen ovat osaltaan vaikuttaneet myös Perttu Tuomi ja Antti Rasi.

Lämpimät kiitokset kuuluvat myös Annalle, joka jaksoi ymmärtää, että työnteko on tehokkainta keskellä yötä, sekä äidille ja isälle, jotka ovat aina kannustaneet minua opinnoissani eteenpäin.

Tampereella 10.5.2002

Juho Tiri

Sisällysluettelo

<u>SISÄLLYSLUETTELO</u>	1
<u>1 JOHDANTO</u>	2
<u>1.1 Tavoitteet ja rajaus</u>	3
<u>2 CORPORATE GOVERNANCE – YRITYKSEN HALLINNOINTIRAKENNE</u> ...	5
<u>2.1 Agentuurikustannukset ja corporate governance</u>	5
<u>2.2 Corporate governance -problematiikka</u>	6
<u>2.3 Omistusrakenne ja corporate governance</u>	8
<u>2.4 Institutionaaliset sijoittajat ja corporate governance</u>	10
<u>2.5 Yrityksen sisäpiirin vallankäyttö</u>	13
<u>3 OMISTAJUUDEN KESKITTÄMINEN</u>	15
<u>3.1 Omistusrakenteeseen vaikuttavat tekijät</u>	15
<u>3.2 Omistajuuden keskittymisen vaikutus osakkeen likviditeettiin</u>	16
<u>3.3 Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen arvoon</u>	18
3.3.1 <u>Omistajuuden keskittymisen positiivinen vaikutus yrityksen arvoon</u>	19
3.3.2 <u>Omistajuuden keskittymisen negatiivinen vaikutus yrityksen arvoon</u>	24
<u>3.4 Pääomarakenne ja omistajuuden keskittäminen</u>	26
3.4.1 <u>Pääomarakenne ja velkaisuusasteen vaikutukset</u>	26
3.4.2 <u>Omistajuuden keskittymisen vaikutus pääomarakenteeseen</u>	30
<u>4 ANALYYSI</u>	34
<u>4.1 Tutkimusaineisto</u>	34
<u>4.2 Omistajuuden keskittäminen ja pääomarakenne: empiirinen analyysi</u>	44
<u>4.3 Omistajuuden keskittäminen ja yrityksen arvo: empiirinen analyysi</u>	47
4.3.1 <u>Suuret osakkeenomistajat ja yrityksen odotettu suorituskyky</u>	47
4.3.2 <u>Regressiomalli äänivallan keskittymisen vaikutuksesta yrityksen arvoon</u>	53
<u>5 PÄÄTELMÄT</u>	60
<u>LÄHDELUETTELO</u>	63
LIITTEET	

1 Johdanto

Suomalaisyritysten omistajuus on yleisesti ottaen keskittynyttä. Suuret kotimaiset instituutiot, kuten vakuutus- ja eläketurvayhtiöt, ja myös valtio omistavat useista suomalaisista suuryrityksistä yhä suuren osan, vaikka valtionyhtiöiden yksityistäminen ja yritysten ulkomaalaisomistuksen kasvu ovat saaneet viime vuosina suurta huomioita julkisessa keskustelussa. Lisäksi muutamat yksityishenkilöt ja suvut omistavat merkittävän osuuden Suomen mittakaavassa suuristakin yrityksistä.

Fama ja Jensen (1983) totesivat, että yrityksen omistajuuden hajauttamisen ja ammattimaisten yritysjohtajien hankkimisen hyödyt ovat aina suuremmat kuin omistajuuden hajauttamisesta omistaja-johtajalle aiheutuvat kustannukset. Varallisuuden hajauttaminen pienentää riskiä myös sijoittajan kannalta. Tämän vuoksi sijoittajat jakavat varallisuuttaan useiden eri osakkeiden kesken. Huolimatta hajauttamisen eduista on yritysten omistusrakenteelle tyypillistä, että muutamat sijoittajat omistavat huomattavan suuren osan yrityksen koko osakekannasta ja altistavat siten itsensä epäsystemaattiselle riskille (Huddart, 1993).

Becht ja Röell (1999) totesivat tutkimuksessaan eurooppalaisista omistusrakenteista, että suurten ja pienten osakkeenomistajien suhde on vähintään yhtä tärkeä ymmärtää kuin huomattavasti yleisemmin tutkittu rajapinta yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välillä. Erityisesti äänivallan keskittyminen eurooppalaisissa yrityksissä on huomattavan suurta verrattuna tyypilliseen angloamerikkalaiseen omistusrakenteeseen. Tutkimus toi esille kuitenkin enemmän uusia kysymyksiä kuin vastauksia. Keskeisin kysymyksistä oli, mikä vaikutus omistajuuden keskittymisellä on yrityksen suorituskykyyn.

Omistajuuden keskittyminen ja sen suhde yrityksen arvoon on jo kauan ollut taloustieteilijöiden kiinnostuksen kohteena. Omistajuuden keskittymisen vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn ja arvoon on esitetty useita eri argumentteja, jotka ovat selittäneet niin positiivista kuin negatiivista relaatiota muuttujien välillä. Yleistä yksimielisyyttä argumenttien pitävyydestä ei kuitenkaan ainakaan toistaiseksi ole

saavutettu. Suomalaisten yritysten osalta tutkimuksia aiheesta ei toistaiseksi ole edes julkaistu.

Tutkimuksia (Friend & Lang, 1988; Mehran, 1992 ja Zhang, 1998) on esitetty myös siitä, että omistajuuden keskittymisen ja yrityksen velkarahoituksen välillä vallitsee positiivinen korrelaatio. Perustana tälle on, että suuret osakkeenomistajat välttävät riskiä ja näin ollen haluavat lisätä velkarahoituksen osuutta yrityksen pääomarakenteessa. Zhang (1998) esitti keskeisen kysymyksen, joka linkittää omistajuuden keskittymisen, yrityksen pääomarakenteen ja suorituskyvyn toisiinsa. Jos yrityksen kontrolloivana pääosakkaana on suuri riskiä karttava osakkeenomistaja, suuromistajan ja pienomistajien preferenssit investointien suhteen eroavat. Suuromistaja ei ole hajauttanut varallisuuttaan pienomistajien tavoin, minkä vuoksi suuromistaja pyrkii välttämään yrityksen riskipitoisten projektien toteuttamista. Tilanne voi aiheuttaa ali-investointiongelman, joka johtaa väistämättä pitkällä aikavälillä yrityksen suorituskyvyn ja arvon laskuun. Yrityksen ali-investointiongelmaa voidaan kuitenkin lieventää velanotolla, sillä velan ottaminen vähentää suuromistajan riskiä. Näin ollen suuret osakkeenomistajat haluavat lisätä velkarahoituksen osuutta yrityksen pääomarakenteessa.

1.1 Tavoitteet ja rajaus

Tämän työn keskeisimpänä tavoitteena on tutkia sekä teoreettisesti että empiirisesti yrityksen omistajuuden keskittymisen yhteyttä yrityksen arvoon. Työssä tutkitaan myös omistajuuden keskittymisen yhteyttä yrityksen pääomarakenteeseen. Tarkoituksena on selvittää, millä tavoin suurten osakkeenomistajien läsnäolo voisi vaikuttaa yrityksen toimintaan, hallinnointiin ja suorituskykyyn. Työssä esitellään aiempien aihepiiriin liittyvien tutkimusten tuloksia ja lisäksi selvitetään empiirisesti, onko omistajuuden keskittymisen ja yrityksen pääomarakenteen välillä riippuvuutta. Tutkimuksessa ei kuitenkaan erityisesti pyritä hakemaan vastausta kysymykseen, vaikuttaako omistajuuden keskittyminen yrityksen arvoon vai onko kausaalisuus käänteinen.

Tutkimuksen empiirinen osuus perustuu suomalaisista yrityksistä kerättyyn aineistoon. Aineistoon on sisällytetty kaikki suomalaiset teollisuusyritykset, jotka ovat olleet

vuosina 1999-2000 HEX:n Päälistalla ja joiden liikevaihto vuonna 2000 ylitti 50 miljoonaa euroa. Näin ollen aineistoon sisältyy 77 yritystä, jotka muodostavat suhteellisen kattavan kuvan suomalaisesta yritysmaailmasta, vaikka yritysten lukumäärä tutkimuksessa on verraten pieni. Tutkimusaineisto on esitelty tarkemmin luvussa 4.1.

Tutkimuksen toisessa ja kolmannessa luvussa käsitellään yritysten hallinto-, pääoma- ja omistusrakenteisiin liittyvää teoriaa sekä tutkitaan kyseisten rakenteiden teoreettista yhteyttä toisiinsa. Erityisen huomion kohteena ovat omistajuuden keskittymisen vaikutukset yrityksen suorituskykyyn. Lisäksi luvuissa esitellään aiempia tutkimustuloksia aihepiireistä. Neljäs luku sisältää työn empiirisen osuuden, jossa tutkitaan omistajuuden keskittymisen ja yrityksen arvon sekä pääomarakenteen suhdetta. Viidennessä luvussa esitetään päätelmät empiirisen osuuden tuloksista verrattuna aiempiin tutkimuksiin.

2 Corporate governance – yrityksen hallinnointirakenne

2.1 Agentuurikustannukset ja corporate governance

Termi *corporate governance* (CG) yleistyi taloustieteellisessä keskustelussa vasta 1990-luvulla, vaikka keskustelun taustalla olevan ongelman havaitsi ehkä ensimmäisenä jo Adam Smith 1776. CG:n suppeimman määritelmän mukaan termillä tarkoitetaan ainoastaan ylimmän johdon muodollista tilivelvollisuutta osakkeenomistajia kohtaan. Laajempaan – ja nykyään ehkä yleisemmin hyväksytyyn – CG:n määritelmään sisällytetään koko yrityssektorin suhdeverkosto ja yrityksen kanssakäyminen kaikkien sidosryhmiensä välillä sekä sen vaikutus koko yhteiskunnalle. CG:n ongelma perustuu yrityksen omistajien ja toimivan johdon eriyttämiseen toisistaan (*separation of beneficial ownership and executive decision-making*) pörssiyrityksissä. Eriyttäminen johtaa väistämättä jonkinasteiseen poikkeamaan ideaalisesta voiton maksimoinnista ja kustannusten minimoinnista omistajien ja toimivan johdon intressieron vuoksi. Tutkijat ovat kuitenkin erimielisiä eriyttämisen merkityksestä yrityksen toimintaan. (Keasey, Thompson & Wright, 1997)

Hartin mukaan (1995) CG-keskusteluun liittyy yleisesti kaksi taustaoletusta: agentuuriongelman olemassa olo ja täydellisen sopimuksen mahdottomuus. Molempien taustaoletusten on oltava voimassa, jotta CG-kysymyksillä on taloudellista merkitystä. Agentuuriongelmaa tarkoitetaan intressieroja eri sidosryhmien välillä, erityisesti omistajien ja toimivan johdon välillä. Täydellisen sopimuksen mahdottomuus perustuu sen sijaan transaktiokustannuksiin, joita syntyy sopimuksen kirjoittamisesta. Täydellisen sopimuksen kirjoittaminen – jos sellainen ylipäätään on mahdollista – olisi erittäin kallista.

Ang, Cole ja Lin (2000) tutkivat agentuuriongelmaista syntyvien agentuurikustannusten suuruutta vertailemalla erilaisen omistusrakenteen omaavien yritysten operatiivisia kustannuksia. He havaitsivat, että yritysten operatiiviset kustannukset ovat merkitsevästi korkeampia, jos yrityksen johtaja ei ole osakkeenomistaja. Lisäksi kustannukset ovat kääntäen verrannollisia johdon omistusosuuteen. Tutkimuksessa muodostettiin

referenssipisteeksi agentuurikustannusten nollakohta yrityksistä, joiden johto omisti täydet 100 prosenttia yrityksen osakkeista, ja kyseisiä yrityksiä verrattiin muihin yrityksiin. Omistaja-johdajan johtamissa yrityksissä agentuurikustannuksia ei luonnollisesti synny, sillä omistajan ja toimivan johdon välillä ei silloin ole intressieroja.

Yrityksen johdon tulisi toimia aina omistajien etujen mukaisesti, jotta agentuuriongelmaa ei olisi. Silloin myöskään yritysten omistusrakenteilla ei olisi yrityksen toiminnan tai suorituskyvyn kannalta merkitystä, sillä sisäpiirietuja ei syntyisi. Käytännössä kyseinen tilanne on kuitenkin mahdoton. Jos omistajuus ja kontrolli on eriytetty, agentuuriongelma on aina olemassa.

2.2 Corporate governance -problematiikka

Seuraavassa tutustutaan lyhyesti neljään erilaiseen näkemykseen angloamerikkalaisen hallintorakenteen aiheuttamista ongelmista. Näkökulmat perustuvat Keaseyn, Thompsonin ja Wrightin (1997) sekä Blairin (1995) tutkimuksiin corporate governance -problematiikasta. Vaikka näkökulmat liittyvät angloamerikkalaiseen hallintorakenteeseen ja sen ongelmiin, voidaan näkökulmia soveltaa myös suomalaisen hallintorakenteen tarkasteluun. On kuitenkin syytä huomioida, että angloamerikkalaisten ja suomalaisten yritysten omistusrakenteiden välillä on eroja. Nämä erot saattavat vaikuttaa siihen, kuinka merkityksellisiä eri näkökulmat ovat juuri suomalaisen tutkimuksen osalta.

Näkökulmat ovat:

- päämies-agenttimalli (*principal-agent model*),
- lyhytjänteisten markkinoiden malli (*myopic market model*),
- toimeenpanovallan väärinkäyttömalli (*abuse of executive power*) ja
- sidosryhmämalli (*stakeholder model*).

Fama ja Jensen (1983) totesivat, että yrityksen omistajuuden hajauttamisen ja ammattimaisten yritysjohtajien hankkimisen hyödyt ovat aina suuremmat kuin omistajuuden hajauttamisesta omistaja-johdajalle aiheutuvat kustannukset. Tätä ilmiötä selittää nk. päämies-agenttiteoria, joka perustuu ajatukseen, että pääomamarkkinat,

ammattijohtajien työmarkkinat, tuotemarkkinat ja yrityskontrollin markkinat (*market for corporate control*) muodostavat tehokkaimmat pakotteet yritysjohtajille, jotta he toimisivat aina maksimoiden voittoa ja yrityksen arvoa. Päämies-agenttimallin kannattajat myöntävät, että yritysten hallinnointirakenne – omistus- ja päätösvalan eriyttäminen – aiheuttaa ongelmia, mutta korostavat, että ongelmilta vältytään parhaiten, jos poistetaan kaikki rajoitteet yrityskontrollin markkinoilta ja siten tehostetaan markkinakuria. (Hart, 1995; Keasey et al., 1997)

Lyhytjänteisten markkinoiden malli tuo esille toisen ongelman. Mallin mukaan markkinoilla aliarvostetaan systemaattisesti reaali- sekä tutkimus- ja kehitysinvestointeja, joista on oletettavissa tuottoja vasta pitkällä aikavälillä. Lisäksi johdon palkitsemisjärjestelyt ja maineen tavoittelu saattavat kannustaa johtoa erityisesti lyhyen aikavälin tuottojen maksimointiin. Tämän vuoksi malli olettaa, että johtajat ryhtyvät ainoastaan niihin toimenpiteisiin, jotka vaikuttavat myös osakekurssiin jo lyhyellä aikavälillä. Muutoin yritys voi joutua valtauksen kohteeksi (*hostile takeover*). Lyhyen aikavälin tuottojen preferointi voi olla yrityksen suorituskyvyn kannalta pitkällä aikavälillä vahingollista, minkä vuoksi mallin kannattajat tukevat hallinnollisia uudistuksia ja rakenteita, jotka rohkaisevat johtoa investoimaan myös pitkällä aikavälillä tuottaviin kohteisiin. Merkittävimiksi näistä tekijöistä nähdään institutionaaliset pitkäaikaiset omistuspositiot, rajoitteet lyhytaikaisten omistajien äänivallassa ja mahdolliset rajoitteet yritysvaltausprosesseihin. Nämä tekijät ovat täysin ristiriitaisia päämies-agenttimallin kanssa, jossa painotetaan vapaan markkinakontrollin merkitystä ilman lainsäädännöllisiä erityisrajoitteita. (Keasey et al., 1997)

Toimeenpanovallan väärinkäyttömallissa perusargumenttina on, että yrityksen ylin johto käyttää valtaansa omien intressiensä mukaisesti, mikä voi olla vastoin omistajien etua (ks. esim. Hutton, 1995). Nykyisen hallintorakenteen luomat pakotteet johtoa kohtaan ovat yksinkertaisesti riittämättömiä ehkäisemään johtoa käyttämästä yrityksen varoja oman imperiuminsa rakentamiseen, sillä riittävän tehokasta ja vankkaa johdon palkitsemisjärjestelmää ei olla onnistuttu toistaiseksi kehittämään (Keasey et al., 1997; Bruce & Buck, 1997). Nykyisillä järjestelyillä on pidetty huoli siitä, että jos osakeoptiot eivät tuota, palkkiot on hoidettu toisin tavoin, joita vain johtajien oma vaatimattomuus voi rajoittaa (Kay & Silberston, 1995). Toimeenpanovallan väärinkäyttömallia voi

laajentaa käsittämään sisäpiirivallan väärinkäytön, jossa suuromistaja ja toimiva johto ajavat ikään kuin yhteisesti omia etujaan pienomistajia vastaan.

Sidosryhmänmallin keskeinen ajatus on, että yrityksen rooli yhteiskunnassa on laajempi kuin ainoastaan omistajien arvon kasvattaminen. Malli painottaa toimittajien, asiakkaiden ja erityisesti työntekijöiden asemaa – ryhmien joiden etujen mukaista on yrityksen pitkän aikavälin menestys. Eettinen toiminta, yrityksen hyvä maine eri osapuolien keskuudessa sekä toimiva yrityksen sisäisten ja ulkoisten sopimusten arkkitehtuuri (*contractual architecture*) voi luoda huomattavaa kilpailuetua. Positiivisen kuvan itsestään antava yritys kiinnostaa eri sidosryhmiä, mikä samalla parantaa yrityksen pitkän aikavälin menestymismahdollisuuksia. (Keasey et al., 1997)

2.3 Omistusrakenne ja corporate governance

Laaja omistus pohja erottaa tehokkaasti yrityksen varojen omistusoikeuden yrityksen päätöksenteosta (Demsetz & Lehn, 1985). Suuret julkisesti listatut yritykset omaavat usein laajan omistus pohjan, jolloin osakkeet ovat jakautuneet useiden sijoittajien kesken. Eri yritysten omistus pohjan laajuus ja omistajuuden keskittyminen saattavat kuitenkin vaihdella huomattavasti. Käytännössä listatun yrityksen omistajuus on usein osittain keskittynyttä ja osittain hajautunut useiden pienosakkaiden kesken. Eri puolilla maailmaa useilla suurillakin yrityksillä on ainakin yksi huomattavan äänivallan omaava kontrolloiva osakkeenomistaja, pääosakas (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999). Erityisesti mannereurooppalaisille ja japanilaisille yrityksille omistajuuden keskittyminen on huomattavan tyypillistä (Becht & Röell, 1999; La Porta et al. 1999). USA:ssa ja Iso-Britanniassa omistusrakenteet ovat keskimäärin hajautuneempia ja siellä suuromistuksena voidaan pitää jo 5%:n omistusosuutta (esim. Shleifer & Vishny, 1986).

Pörssiyrityksissä agentuuriongelmaa ei voida välttää, sillä omistajien ja toimivan johdon välistä intressiero ei voi täysin poistaa. CG:n ongelma syntyy, kun riskiä karttava yrityksen omistaja listaa yhtiönsä pörssiin hajauttaakseen omaa riskiään. Yrityksen uusilla osakkeenomistajilla ei ole välttämättä riittävän suurta intressiä tai mahdollisuutta hankkia tietoa yrityksen uusien investointien tuotto-odotuksista ja muista yrityksen toimintaan vaikuttavista päätöksistä, jos omistajuus on hajautunut ainoastaan pien-

osakkaiden kesken (Zeckhauser & Pound, 1990). Yritysjohdon toiminnan monitorointi maksaa ja informaation hankkimisesta aiheutuvat kustannukset saattavat ylittää monitoroinnista aiheutuvat hyödyt. Lisäksi pienomistajan mahdollisuudet vaikuttaa yritysjohdon toimiin ovat vähäisiä. Voi olla että yhdellekään pienosakkaista ei ole kannattavaa monitoroida johdon toimintaa, sillä pienomistajan saama hyöty jää pieneksi.

Sen sijaan omistajuuden keskittyminen luo joukolle omistajista mahdollisuuden käyttää äänivaltaansa omistajien etujen ajamiseen yrityksessä. Ei kuitenkaan ole itsestään selvää, ovatko suur- ja pienomistajan edut ja intressit täysin yhteneviä ja ovatko suuromistajan ajamat asiat kaikkien omistajien etujen mukaisia. Burkartin, Grombin ja Panunzin (1997) mukaan suuromistajien yksityisistä eduista on olemassa vahvaa empiiristä näyttöä. Jos yksityisiä etuja ei olisi, suurten osakekauppojen tulisi toteuttaa markkinahintaa alhaisempaan kurssiin, sillä suuromistaja altistuu huomattavalle riskille ja kantaa monitorointitehtävän vastuun siitä syntyvine kustannuksineen. Tästä huolimatta suurista osakeblokeista maksetaan tyypillisesti preemio, mikä viittaa yksityisten etujen olemassaoloon.

Shleifer ja Vishny (1986) esittivät, että suuren vähemmistöomistajan osakkuus voi ehkäistä vapaamatkustajan ongelmana (*free-rider problem*) tunnettua tilannetta, jossa osa omistajista haluaa hyötyä 'ilmaiseksi' siitä, että muut omistajat hoitavat monitorointitehtävän. Suurten osakkeenomistajien läsnäolo voisi ratkaista monitorointiongelman, sillä heidän äänivaltansa yrityksessä periaatteessa mahdollistaa yritysjohdon tehokkaan monitoroinnin. He voivat aikaan saada suurta hyötyä itselleen ja samalla muille yrityksen pienemmille osakkeenomistajille, sillä suuromistajia informoidaan yleisesti yrityksen toimintaan vaikuttavista asioista ja näin ollen heillä on myös mahdollisuus vaikuttaa yrityksen päätöksentekoon. Zeckhauserin ja Poundin (1990) mukaan suurten osakkeenomistajien aiheuttamat hyödyt eivät perustu ainoastaan heidän mahdolliseen sitoutumiseen yrityksen pitkäaikaiseen monitorointiin ja samalla yrityksen toiminnan tehostamiseen, vaan myös siihen, että suuromistaja lisää ulkoisen yritysvaltauksen riskiä, mikä myös osaltaan kannustaa johtoa toimimaan tehokkaasti. Voidaan olettaa, että suuri vähemmistöosakas voi halutessaan helposti hankkia riittävän äänivallan yrityksen uudelleenjärjestelyä varten. On esitetty kuitenkin myös

argumentteja, joiden mukaan suuromistajan läsnäolo pienentää yritysvaltausriskiä (esim. Stulz, 1988) Siinä tapauksessa suurin osakas luetaan sisäpiiriläiseksi, jonka läsnäolo vaikeuttaa ulkopuolisen sijoittajan valtaustoimia.

Guglerin (2001) mukaan yritysvaltausriskiä ei voida Euroopassa pitää toimivana ratkaisuna agentuuriongelmaan suurissa julkisesti listatuissa yhtiöissä. Yrityskontrollin markkinat toimivat erittäin tehokkaasti USA:ssa ja Iso-Britanniassa, mutta ovat lähes olemattomat Manner-Euroopassa ja Japanissa. Omistajuuden keskittymisen ja yritysostojen valvonnan vuoksi yritysvaltaukset ovat käytännössä mahdottomia ilman suuromistajan hyväksyntää. Suuromistajia täytyy suorastaan 'kosiskella' tukemaan yritysostoja. Tällaiset suurkaupat ja siitä seuraavat kontrollin uudelleenjärjestelyt ainoastaan osittain korvaavat aktiiviset yrityskontrollin markkinat. Suomesta ja muista Pohjoismaista voidaan esittää useita esimerkkejä, joissa yritysten sisäpiirit ovat päättäneet yrityskaupoista tai -järjestelyistä keskenään eikä tapauksissa niinkään voida puhua vihamielisistä yritysvaltauksista.

2.4 Institutionaaliset sijoittajat ja corporate governance

Institutionaalisten sijoittajien omistusosuudet ovat kasvaneet huomattavasti eri puolilla maailmaa viime vuosikymmeninä, mikä merkitsee samalla sitä, että instituutioiden merkitys rahoitusmarkkinoilla ja omistajina on kasvanut (Blommestein, 1998). Omistajien pääasiallinen vaikutuskanava yritysten toimintaan on äänivallan käyttäminen yhtiökokouksissa.

Instituutioilla ja muilla suurilla osakkeenomistajilla on kuitenkin myös muita mahdollisia vaikutuskeinoja. He voivat kommentoida julkisesti yrityksen toimintaa ja sen toimintaan vaikuttavia asioita tai vaatia muutoksia johtajistoon. Lisäksi esimerkiksi yrityksen halutessa kerätä uutta omaa pääomaa markkinoilta maksullisella osakeannilla, uusmerkinnällä, on sen neuvoteltava instituutionaalisten omistajiensa kanssa. Näin syntyy tilanne, jossa instituutiot voivat asettaa omia ehtojaan suostumiselle lisärahoituksen hankintaan. (Short & Keasey, 1997)

Taulukossa 1 on kuvattu Charkhamin (1994) vastakohtaiset instituutionaalisten sijoittajien käyttäytymismallit. Tyypin A sijoittaja painottaa suhteellisen kapeasti

hajautetun sijoitusportfolionsa pitkäaikaista tuottoa, kun taas tyyppin B sijoittaja keskittyy lyhyen aikavälin suorituskykyyn hajauttamalla varat laajasti ja likvidisti.

Taulukko 1. Charkhamin (1994) vastakohtaiset institutionaalisten sijoittajien käyttäytymismallit

Piirre	Tyyppi A (pitkäaikainen sijoittaminen)	Tyyppi B (lyhytaikainen sijoittaminen)
Salkun hajautus	Keskittyminen muutamiiin osakkeisiin	Laaja hajautus
Osuudet yrityksissä	Suuria	Pieniä
Kommunikointi yritysten kanssa	Läheinen suhde	Kommunikointi vähäistä
Lojaalisuus yrityksiä kohtaan	Korkea	Käytännössä katsoen olematon
Aktiivisuus arvopaperikaupassa	Kaupankäynti harvinaista, suurten osakkuuksien vuoksi vähemmän vapauksia kaupankäyntiin	Korkea aktiivisuus
Intressi yrityksen hallinnointikysymyksiin	Korkea	Käytännössä katsoen olematon

Nämä vastakohtaiset investointikäyttäytymismallit keskittyvät instituution tai rahaston johdon suhtautumiseen investointiaktiivisuuteen. 1990-luvulla passiiviset institutionaaliset investoinnit kasvoivat indeksisidonnaisten rahastojen määrän lisääntytyä. Indeksisidonnaisten rahastojen luonteenmukaista ovat pitkäaikaiset investoinnit, mutta ne eivät välttämättä johda monitoroinnin tehostumiseen tai interventioiden kasvuun, sillä tuottojen sijasta kilpailukohteena ovat pikemminkin rahastojen hallinnointikustannukset. Tämän vuoksi rahastojen johtajien intressi monitoroida ei välttämättä lainkaan kasva investointien pitkäaikaisesta luonteesta huolimatta, koska monitorointi kasvattaa hallinnointikustannuksia. Monitoroivan indeksisidonnaisen rahaston kustannukset kasvaisivat, kun puolestaan kaikki muut samaan indeksiin sidotut rahastot saisivat paremman tuoton pienemmillä kustannuksilla. Samasta syystä monitoroivaan instituutioon sijoittaneet henkilöt saattaisivat siirtää varansa rahastoon, jonka hallinnointikustannukset olisivat matalammat. Koska rahastojen johtajat eivät ole

hyötyä saavia omistajia, eivät he siten hyödy lainkaan monitoroinnista, päinvastoin. Jolleivät rahastojen johtajat tarvittaessa ryhdy kollektiivisesti interventioon, intervention kustannukset ainoastaan laskevat rahaston johtajien henkilökohtaista hyötyä. (Short & Keasey, 1997)

Suuren institutionaalisen osakkeenomistajan motiivia monitoroida yritysjohtoa saattaa hillitä myös se, että heillä ei välttämättä ole riittäviä resursseja valvoa yritysten johdon kaikkia toimia. Lisäksi instituution puuttuminen yritysjohton toimiin saattaisi vaikuttaa negatiivisesti yrityksen markkina-arvoon, mikä puolestaan laskisi instituution oman varallisuuden arvoa. Institutionaalisten sijoittajien puuttuminen johdon toimiin tapahtuneekin todennäköisesti muuten kuin julkisuudessa. (Goergen & Renneboog, 2000)

Institutionaaliset sijoittajat muodostavat myös uuden agentuuriongelman instituutioiden johdon ja instituutiolle varansa sijoitettavaksi antaneiden henkilöiden välille. On epäselvää, onko instituutioiden rooli osakkeenomistajina rinnastettavissa muihin omistajiin, sillä heidän tehtävänsä on maksimoida rahastojen tuottoa, ei omia varojaan. Instituutioiden johtajien intressien mukaista saattaa olla korostaa lyhyen aikavälin tuottoja (Short & Keasey, 1997), mikä ei välttämättä palvele yrityksen pitkän aikavälin kilpailuetua. Tosin lyhyen aikavälin tuottojen preferointi on tyypillistä kaikkien osakkeenomistajien keskuudessa. Poundin (1988) mukaan institutionaalisilla sijoittajilla saattaa olla myös muita nykyisiä tai potentiaalisia yrityssuhteita kohdeyritykseen, minkä vuoksi voi olla heidän intressiensä mukaista toimia yhteistyössä johdon kanssa. Institutionaaliset sijoittajat ja yritysten johtajat saattavat saada tietyissä tilanteissa molemminpuolista hyötyä yhteistyöstä. Tämä heikentäisi mahdollisuuksia saada aikaan hyötyjä institutionaalisten sijoittajien monitoroinnista.

CG-keskustelussa on tuotu esille ajatuksia yleisten ohjeiden tai jopa lainsäädännöllisten muutosten tekemisestä suurten osakkeenomistajien asemasta johdon monitoroinnissa. Päämies-agenttiteorian valossa institutionaalisten sijoittajien tai muiden suuromistajien velvollisuudet tarkkailla johdon toimia aiheuttavat kuitenkin ongelmia. Kaikki pitkäaikaisiin positioihin sitouttavat toimenpiteet voivat vahingoittaa markkinoiden likviditeettiä, ja velvollisuus johdon toimien monitorointiin saattaa rohkaista jopa sisäpiiritiedon laittomaan hyväksikäyttöön. Lisäksi monitorointitehtävästä aiheutuvat

ylimääräiset kustannukset (*extra shareholder costs*) koituisivat lopulta kaikkien omistajien kannettaviksi. (Keasey et al., 1997)

2.5 Yrityksen sisäpiirin vallankäyttö

Anglosaksisissa maissa CG-keskustelu on keskittynyt päämies-agentti –ongelman ympärille, mutta mannereurooppalainen ja japanilainen ongelman asetanta korostaa suurten ja pienten osakkeenomistajien välistä konfliktia. USA:ssa ja Iso-Britanniassa keskeisinä kysymyksinä ovat olleet, asettaako yritysvaltauksen riski sekä johdon kannustinjärjestelmät riittäviä pakotteita tai kannusteita toimivalle johdolle. Sen sijaan Manner-Euroopassa ja Japanissa tutkimus on pohtinut enemmän, tulisiko pienomistajia suojata suuromistajien vallankäytöltä tai onko omistajien identiteetillä jotain merkitystä yrityksen hallinnoinnin ja toiminnan kannalta. Joka tapauksessa kaikki nämä kysymykset ovat toisiinsa liittyviä ja osittain päällekkäisiä, mutta kansalliset erityispiirteet vaikuttavat siihen, mitä näkökulmia painotetaan eri puolilla maailmaa. (Gugler, 2001)

Guglerin (2001) kokoaman tutkimuksen mukaan useissa erityisesti eurooppalaisissa tutkimuksissa on havaittu, että omistajuuden keskittyminen aiheuttaa tilanteen, jossa sisäpiiri pyrkii hyötymään omistuksestaan ulkopiirin kustannuksella. Sisäpiirillä on tässä yhteydessä tarkoitettu yrityksen toimivaa johtoa sekä suuromistajia ja ulkopiirillä viitataan pienomistajien joukkoon.

Yhtenä sisäpiirin vallankäyttöä mahdollistavana tekijänä voidaan pitää eri osakesarjoja, jotka eroavat toisistaan erityisesti äänioikeuksiensa puolesta. Näissä tapauksissa eri osakesarjojen osakkeilla voi olla suuriakin eroja yhden osakkeen oikeuttamaan äänimäärään. Äänivallaltaan erilaiset osakesarjat aiheuttavat sen, että kaikki sijoittajat eivät ole tasavertaisessa asemassa päätettäessä esimerkiksi yrityksen kassavirroista tai hallituspaikoista. Yksittäisten osakkeiden äänimäärät eivät ole yhtä suuria, vaan ne voivat olla kymmen-, sata- tai jopa tuhatkertaisia eri osakesarjojen välillä ja näin ollen suhteellisen pienikin osakemäärä voi antaa suuren äänivallan yrityksessä. Lisäksi liikkeelle voidaan laskea äänioikeudettomia osakkeita, yrityksen perustajilla voi olla erittäin korkean äänimäärän omaavia osakkeita ja joissain maissa yhden osakkeen

äänimäärään voi vaikuttaa myös omistuksen kesto (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998). Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä myös rajoitteita omistajien äänivallan käytölle. Esimerkiksi ns. äänileikkurilla tarkoitetaan yhtiöjärjestyksen määräystä siitä enimmäisäänimäärästä tai -osuudesta, jolla yksi osakas voi yhtiökokouksessa äänestää.

3 Omistajuuden keskittyminen

3.1 Omistusrakenteeseen vaikuttavat tekijät

Demsetz ja Lehn (1985) tutkivat omistusrakenteeseen vaikuttavia tekijöitä ja analysoivat omistusrakenteesta osakkeenomistajalle koituvia hyötyjä ja haittoja. Suurin haitta omistuksen hajautumisesta on omistajien välinpitämättömyys yritysjohdon toimia kohtaan, sillä omistajien henkilökohtaisen edun mukaista saattaa olla ajan ja resurssien käyttö muihin tarkoituksiin. Välinpitämättömyydestä aiheutuva kustannus, oletettu yrityksen heikompi suorituskyky, jakautuu yrityksen kaikkien omistajien kesken omistusosuuksien suhteessa. Jos osakkeenomistajille ei aiheutuisi henkilökohtaista etua valvontatehtävän välttämisestä, omistajuuden keskittymisen tulisi olla tyypillistä rationaalisessa maailmassa. Koska yritysten omistusrakenteissa on havaittavissa suuria yritysکوhtaisia eroja, voidaan olettaa, että myös omistuksen hajautumisesta ja keskittymisestä aiheutuvat hyödyt vaihtelevat yritysکوhtaisesti. Tutkimuksen mukaan on olemassa kolme näihin hyötyihin ja samalla yrityksen omistusrakenteeseen vaikuttavaa päätekijää. Ensimmäinen ja ilmeisin niistä on yrityksen arvon kannalta optimaalinen koko (*value-maximizing size of the firm*). Toinen on voittopotentialiaali, joka on saavutettavissa monitoroimalla tehokkaasti johdon toimia (*control potential*), ja kolmas tekijä on lainsäädäntö (*regulation*).

Yrityksen kilpailukykyisin koko tuotannontekijä- ja tuotemerkkinoilla vaihtelee teollisuusaloittain. Mitä suurempaa kokoa toiminnan tehokkain muoto edellyttää, sitä suurempi on toiminnan pääoman tarve, mikä yleensä johtaa myös korkeampaan markkina-arvoon. Omistusosuuden arvon kasvaminen jo itsessään vähentää omistajuuden keskittymistä, sillä vastaavan osuuden hankintaan suurista yrityksistä tarvitaan suurempi pääoma. Lisäksi suurissa yrityksissä tietyn kontrolloimisasteen saavuttamiseksi riittää yleensä pienempi omistusosuus. Tämän perusteella yrityksen koon tulisi olla kääntäen verrannollinen omistajuuden keskittymiseen. (Demsetz & Lehn, 1985)

Kontrollonin voittopotentialilla tarkoitetaan sitä arvon lisäystä, joka perustuu yrityksen suorituskyvyn paranemiseen, jos johdon toimia monitoroidaan tehokkaasti.

Yrityskohtainen epävarmuus on tekijä, joka vaikuttaa siihen, kuinka paljon kyseistä potentiaalia on olemassa. Monitorointikustannukset ovat suhteellisen alhaiset niiden yritysten osalta, jotka toimivat vakailta markkinoilla. Näillä teollisuudenaloilla esimerkiksi hinnat, käytettävä teknologia ja vallitsevat markkina-osuudet kehittyvät tasaisesti. Sen sijaan nopeasti kehittyvillä teollisuudenaloilla johdon toimien vaikutus voi olla suurempaa ja samalla ulkopuolinen monitorointi vaikeampaa. Demsetzin ja Lehnin (1985) mukaan kyseinen potentiaali on suoraan verrattavissa yrityksen toimintaympäristön epävarmuuteen. Näin ollen toimintaympäristön epävarmuuden tulisi lisätä omistajuuden keskittyneisyyttä. Tutkimuksessa oletetaan siis, että omistajat pystyvät toimillaan vaikuttamaan yrityksen suorituskykyyn.

Lainsäädännön vaikutus omistusrakenteeseen perustuu siihen, että säännöksillä on joissain tapauksissa rajoitettu omistajien mahdollisuuksia hankkia omaa taloudellista etua yrityksen varoista. Lainsäädäntö takaa myös joitain tuettuja monitorointikeinoja sekä rajoittaa johtajien valtaa. Näiden ulkoisten tekijöiden tulisi periaatteessa vähentää omistajuuden keskittymistä. (Demsetz & Lehn, 1985) La Portan et al. (1998, 1999) tutkimuksissa erityisen huomion kohteena ovat viime aikoina olleet lainsäädäntöerojen vaikutus sijoittajien suojaan ja siten CG-kysymyksiin (*CG, corporate governance*) sekä omistusrakenteisiin. Lainsäädännön vaikutusten tarkempi tutkiminen jää kuitenkin tämän työn ulkopuolelle.

3.2 Omistajuuden keskittymisen vaikutus osakkeen likviditeettiin

Yksi hajautuneen omistusrakenteen keskeisimmistä eduista on osakkeen korkea likviditeetti (Bolton & Von Thadden, 1998). On luonnollista, että likvideillä markkinoilla omistusosuuden myynnistä aiheutuvat kustannukset eivät ole yhtä korkeat kuin epälikvideillä markkinoilla. Likvideillä markkinoilla osakkaan on myös helpompi hankkia suurempi osakkuus yrityksestä vaikuttamatta kuitenkaan huomattavasti osakkeen arvoon. Suurosakas voi hankkia suuremman omistusosuuden saadakseen paremman mahdollisuuden vaikuttaa yritysjohton toimiiin.

Omistajuuden keskittyminen kuitenkin vaikuttaa osakkeen likviditeettiin. Mitä suuremman osuuden yrityksen osakkeista pääosakas omistaa, sitä pienempi osuus jää jaettavaksi muiden osakkaiden kesken, mikä laskee likviditeettiä (Maug, 1998). Ääritilanteessa, jossa pääosakas omistaa kaikki osakkeet, laskee likviditeetti nolnaan. Boltonin ja Von Thaddenin (1998) mukaan useat empiiriset tutkimukset ovat osoittaneet, että mitä korkeampi yrityksen markkina-arvo on, sitä korkeampi on osakkeen likviditeetti. Tämä merkitsee, että jos yrityksellä on suuromistaja, se vähentää kauppaikäyvien osakkeenomistajien määrää, laskee osakkeen likviditeettiä ja täten myös yrityksen markkina-arvoa.

Maugin (1998) mukaan osakkeen korkean likviditeetin merkitys CG:en on kaksivaikutteinen. Likvidit markkinat voivat lisätä yritysten markkinakontrollia, sillä likvideillä markkinoilla suuromistajien intressi puuttua yritysjohdon toimiin on hänen mukaansa suurempi. Lisäksi likvidi osake mahdollistaa johdon toimiin tyytymättömälle pääosakkaalle myös osakkeiden myymisen. Vaikka ei ole tietoa siitä, kumpi näistä vaikutuksista on dominoiva, korkean likviditeetin vaikutus yrityskontrollin markkinoihin on joka tapauksessa positiivinen.

Maugin (1998) mukaan omistusrakenteen tasapainotilanne muodostuu seuraavasti. Mitä suurempi on suuromistajan omistusosuus, sitä suurempi merkitys omistuksella on suuromistajalle. Tätä efektiä Maug kutsuu ankkuroitumisvaikutukseksi (*lock-in-effect*). Suuri omistusosuus kannustaa suuosakasta monitorointiin sekä tarvittaessa interventioon, ja samalla monitorointi lisää suuromistajan tietomäärää suhteessa muihin toimijoihin osakemarkkinoilla. Sen sijaan likviditeettivaikutuksella (*liquidity effect*) hän tarkoittaa omistajuuden keskittymisestä johtuvaa likviditeetin laskua, joka heikentää suuromistajan mahdollisuuksia hyödyntää osakekaupankäynnissä omaa informaatio-etuaan, monitoroinnissa syntyneitä tietoepäsymmetriaa. Näistä kahdesta vastakkaisesta vaikutuksesta syntyy omistusrakenteen tasapainotilanne.

Tasapainotilanteessa suuromistajan omistusosuus monitoroinnin kannalta olisi liian pieni hänelle ainoastaan monitoroinnista aiheutuvien kustannusten peittämiseksi, sillä pelkkä osakkeen arvon kohoaminen ei kata monitoroinnista aiheutuvia kustannuksia. Osa suuromistajan insentiivistä monitoroida syntyykin mahdollisuudesta ostaa

lisäosakkeita markkinoilta hintaan, joka ei vielä heijasta suuromistajan ajamia kehitystoimenpiteitä. Tämän seurauksena suuromistajan monitorointi ja aktivismi kasvavat likviditeetin kasvaessa, sillä korkea likviditeetti tekee monitoroinnin kannattavammaksi ja helpottaa pääosakkaan mahdollisuutta myydä tai kasvattaa omistusosuuttaan. (Maug, 1998)

3.3 Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen arvoon

Omistajuuden keskittyminen ja sen suhde yrityksen arvoon on jo kauan ollut taloustieteilijöiden kiinnostuksen kohteena. Omistajuuden keskittymisen vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn tai arvoon on esitetty useita eri argumentteja, jotka ovat selittäneet niin positiivista kuin negatiivista relaatiota muuttujien välillä. Keskeisimmät tutkimuksissa esitetyt argumentit ovat olleet yhtenevien intressien hypoteesi (*alignment-of-interest hypothesis*) (Jensen & Meckling, 1976), linnoittautumishypoteesi (*entrenchment hypothesis*) (esim. Morck et al., 1988), yritysvaltauspreemiohypoteesi (*takeover premium hypothesis*) (Stulz, 1988), monitorointihypoteesi (*monitoring hypothesis*) (esim. Shleifer & Vishny, 1988), pääomakustannushypoteesi (*cost-of-capital hypothesis*) (Fama & Jensen, 1983) sekä erilaiset kombinaatiot edeltävien hypoteesien välillä.

Yhtenevien intressien hypoteesi ennakoii, että omistajuuden keskittymisen ja yrityksen arvon välillä vallitsee positiivinen korrelaatio. Hypoteesin alkuperäisen oletuksen mukaan johdon omistusosuuden kasvaessa heidän intressinsä yhtenevät muiden osakkeenomistajien kanssa, mikä näin ollen parantaisi yrityksen suorituskykyä ja arvoa. Jos kaikkien osakkeenomistajien intressit ovat yhteneviä erilaisista omistusosuuksista huolimatta, voidaan hypoteesi tulkita myös siten, että suuromistajan valta yrityksessä tuo osakkeenomistajien intressit paremmin esille ja siten nostaa yrityksen arvoa. Monitorointihypoteesin mukaan agentuurikustannukset laskevat suuromistajan tehokkaan monitoroinnin ansiosta ja lisäksi monitorointi voi tuoda oman arvokkaan panoksensa yrityksen toimintaan, mikä myös parantaisi yrityksen suorituskykyä. Yritysvaltauspreemiohypoteesi viittaa myös positiiviseen relaatioon omistuksen keskittymisen ja yrityksen arvon välillä, sillä suuromistajat pystyvät tehokkaammin

suojautumaan yritysvaltausriskiltä, mikä aiheuttaa sen, että valtaaja joutuisi valtaustilanteessa maksamaan korkeamman preemion yrityksestä.

Yritysvaltauspreemiohypoteesiä on kuitenkin vaikea intuitiivisesti edes hyväksyä ilman linnoittautumishypoteesiä. Linnoittautumishypoteesi painottaa, että yrityksen johdolla tai suuromistajalla on mahdollisuus kontrolloida yrityksen toimia omien intressiensä mukaisesti ja hankkia toimillaan henkilökohtaista etua muiden omistajien kustannuksella. Linnoittaumalla sisäpiiri voi suojautua yritysvaltausriskiltä, mikä voi joissain tilanteissa olla myös haitallista muiden osakkeenomistajien kannalta. Tämä ei olisi kaikkien omistajien etujen mukaista ja laskisi siten yrityksen arvoa. Pääomakustannushypoteesin mukaan omistajuuden keskittyminen laskee yrityksen arvoa, sillä omistajuuden keskittyminen lisää yrityksen pääomakustannuksia. Pääomakustannusten arvioidaan kasvavan, sillä omistajuuden keskittyminen laskee markkinoiden likviditeettiä ja vähentää sijoittajien hajutusmahdollisuuksia. Toisaalta suuromistajan läsnäolo voi myös laskea pääomakustannuksia, sillä suuromistajan monitorointi saattaa laskea agentuurikustannuksia.

3.3.1 Omistajuuden keskittymisen positiivinen vaikutus yrityksen arvoon

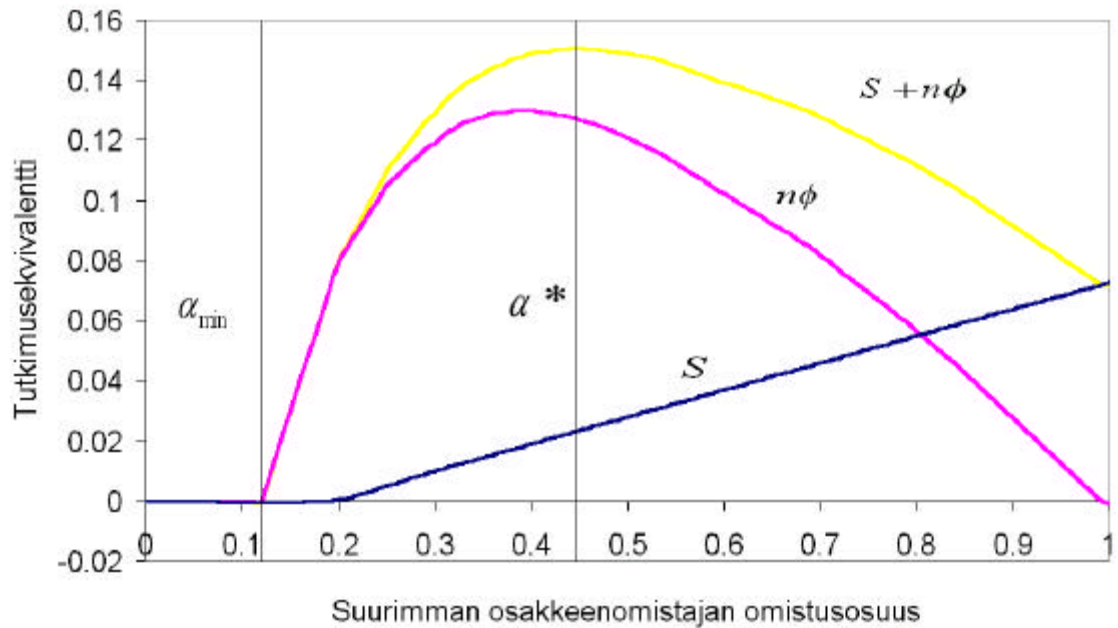
Maailmalla on esitetty lukuisia tutkimuksia omistajuuden keskittymisen vaikutuksista yrityksen arvoon. Useat tutkimukset ovat ehdottaneet että yritykset, joiden omistajakunta on hajautunut, eivät ole yhtä arvokkaita kuin yritykset, joiden omistajuus on jossain määrin keskittynyttä. Shleifer ja Vishny (1986) esittivät omistajuuden keskittymisen (*ownership concentration*) tehostavan yritysjohton toimien monitorointia. Jos yrityksen omistajuus on hajautunut ainostaan pienosakkaiden kesken, voi olla että yhdellekään heistä ei ole kannattavaa monitoroida johdon toimintaa. Monitoroinnin ollessa puutteellista yritysjohton on arvioitu toimivan huolimattomammin, minkä puolestaan tulisi näkyä yrityksen arvon alenemisena.

Suuri osa omistusrakenteen ja yrityksen arvon tutkimuksesta keskittyy selittämään, millä tavoin omistajuus voi ylipäättään vaikuttaa yrityksen arvoon. Jensenin ja Mecklingin (1976) mukaan vaikutus perustuu siihen, että yrityksen omistusrakenne

vaikuttaa investointeihin, mikä puolestaan vaikuttaa yrityksen arvoon. He viittaavat omistusrakenteella lähinnä sisäpiiriomistuksen, yrityksen johdon ja hallituksen jäsenten osakeomistuksen, ja yrityksen ulkopuolisten osakkeenomistajien sekä velkarahoituksen suhteeseen. Eri tyyppiset tai kokoiset omistajat voivat osallistua tai vaikuttaa yrityksen investointipäätöksiin eri tavoin. Syynä yritysten liikainvestointiongelmaan on Jensenin (1986) mukaan osaltaan juuri yritysjohdon ja osakkeenomistajien intressien erot. Johtajilla on motiivi kasvattaa yrityksen kokoa liian suureksi voiton maksimoinnin kannalta mitattuna, sillä he voivat saada henkilökohtaista etua yrityksen suuresta koosta.

Vastaavasti useissa tutkimuksissa (esim. Jensen, 1989 ja Huddart, 1993) on todettu, että omistajuuden keskittyminen lisää yrityksen arvoa, jos keskittymistä mitataan suurten ulkopuolisten osakkeenomistajien läsnäololla. Myös McConnell ja Servaes (1990) havaitsivat empiirisessä tutkimuksessaan positiivisen relaation institutionaalisen omistajuuden ja yrityksen arvon välillä. Mikkelson ja Ruback (1985) sekä Holderness ja Sheehan (1985) havaitsivat empiirisissä tutkimuksissaan, että suuromistajien mukaan tulo yritysten omistuspohjaan lisäsi merkittävästi kohdeyritysten arvoa. Tämä viittaa siihen, että suuromistajan läsnäolosta on hyötyä myös muille osakkeenomistajille. Kyseiset tutkimukset selittävät vaikutusta yrityksen arvoon suuromistajan tehokkaalla monitoroinnilla.

Huddartin (1993) teoreettisen mallin mukaan omistajuuden hajauttamisen edut ja omistajuuden keskittymisestä seuraavan monitoroinnin hyödyt painavat vaa'assa vastakkaisiin suuntiin, minkä mukaan optimaalista riskin hajauttamista eivät ole täydellinen hajauttaminen eikä omistuksen täydellinen keskittäminen vaan jokin hajautuksen taso niiden väliltä (Kuva 1). Monitoroinnin tehostumisen ohella mallissa oletetaan, että ainoastaan suuromistaja pystyy toteuttamaan johtoa kannustavia palkitsemisjärjestelmiä, mikä myös osaltaan lisää yrityksen suorituskykyä ja samalla arvoa. Riskiä karttavan suuromistajan epäsystemaattinen riski kasvaa kuitenkin hänen omistuosuutensa kasvaessa, minkä vuoksi kaikille omistajille aiheutuva kokonaisyöty kääntyy laskuun omistajuuden keskittymisen ylittäessä tasapainopisteen. Huddart toteaa myös, että jos kaikki sijoittajat ovat hinnan ottajia (*price taker*), vain hajautunut omistajuus johtaa tasapainoon.



Kuva 1. Suuren osakkeenomistajan vaikutus yrityksen arvoon (Huddart, 1993)

S = suurimman osakkeenomistajan hyöty

$n\mathbf{f}$ = pienosakkaiden (n kpl) hyöty

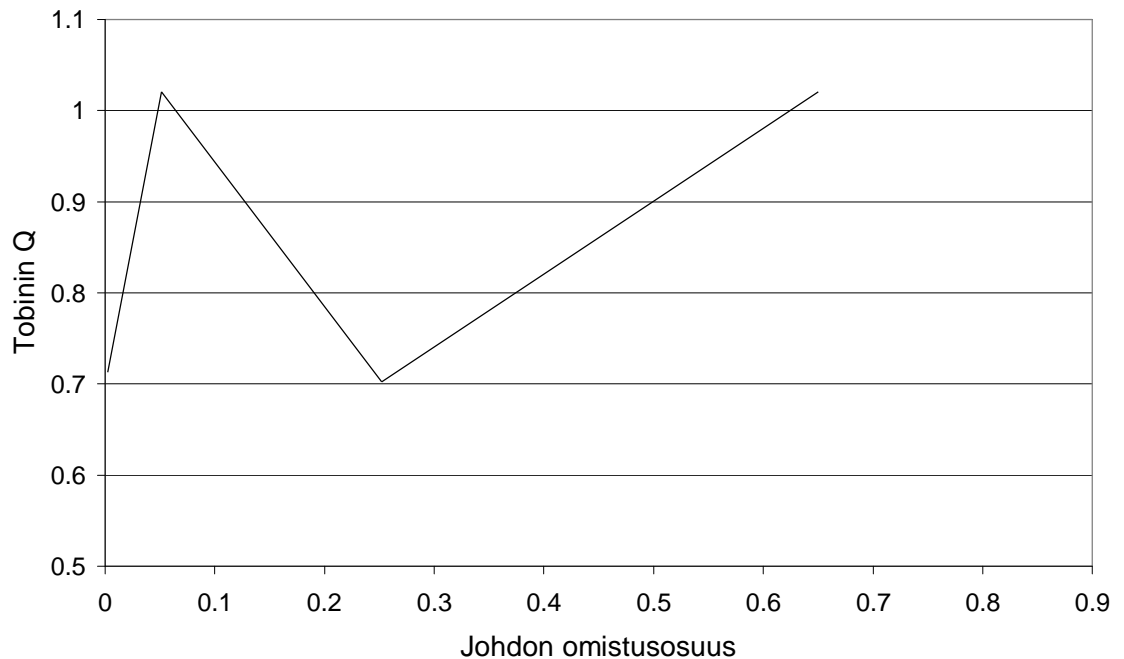
$S + n\mathbf{f}$ = kaikkien osakkeenomistajien yhteishyöty

\mathbf{a}^* = kaikkien osakkeenomistajien kannalta optimaalinen suurimman omistajan omistusosuus

\mathbf{a}_{min} = minimiomistus, joka tekee monitoroinnin kannattavaksi suurimmalle omistajalle

Yrityksen johtamisen kannalta ajateltuna omistajuuden johtoa motivoivalle vaikutukselle ei ole substituuttia (Huddart, 1993). Morck, Shleifer ja Vishny (1988) tutkivat empiirisesti johdon omistusosuuden ja yrityksen markkina-arvon yhteyttä. He havaitsivat selvän epälineaarisen relaation johdon omistusosuuden ja yrityksen arvon välillä (Kuva 2). Yrityksen arvoa kuvattiin tutkimuksessa Tobinin q :lla, joka määrittellään pääomayksikön markkina-arvon ja jälleenhankintakustannuksen suhteena. Tutkimuksen mukaan yrityksen arvo kasvaa johdon omistusosuuden kasvaessa 0%:sta 5%:iin, mutta kääntyy laskuun omistusosuuden saavutettua 5%:n rajan. Tämän jälkeen yrityksen arvo laskee johdon omistusosuuden kasvaessa, mutta kääntyy jälleen nousuun omistusosuuden saavutettua 25%. Heidän mukaansa yhtenevien intressien hypoteesi

dominoi linnoittautumishypoteesiä omistajuuden keskittymisen ollessa alhaista (alle 5%) tai huomattavan korkeaa (yli 25%), mutta tilanne on päinvastainen, jos omistusosuus on 5–25% välissä.



Kuva 2. Johdon omistusosuuden ja Tobinin q :n välinen suhde (Morck et al. 1988)

Morckin et al. mallissa johdon omistusosuutta kuvaavien muuttujien lisäksi selittävinä kontrollimuuttujina ovat T&K-menojen, mainontakulujen ja pitkäaikaisten velkojen suhde yrityksen varojen jälleenhankintakustannukseen. Kontrollimuuttujat on suhteutettu varojen jälleenhankintakustannukseen, jotta ne sopivat yhteen mallissa selitettävän Tobinin q :n kanssa. Lisäksi selittäjänä on myös yrityksen varojen jälleenhankintakustannus.

Stulz (1988) päätyi omassa empiirisessä analyysissään vastaavaan tulokseen. Hänen mukaansa yritysvaltauspreemion vaikutus on vahvempi omistajuuden keskittymisen ollessa asteeltaan alhaisempaa, kun taas linnoittautumishypoteesi dominoi, jos omistajuus on voimakkaasti keskittynyttä. Molemmissa tutkimuksissa omistajuuden keskittymisellä viitattiin yrityksen sisäpiirin omistusosuuteen. Nämä tulokset ovat periaatteeltaan yhteneviä Huddartin (1993) teoreettisen mallin kanssa, jossa kuitenkin tarkastellaan suurimman omistajan osuuden vaikutusta yrityksen arvoon.

Zeckhauser ja Pound (1990) tutkivat suurten osakkeenomistajien vaikutusta yritysten tulevaisuuden tuotto-odotuksiin (*expected future performance*). Tutkimuksessa käytettiin tulevaisuuden tuotto-odotusten indikaattorina E/P-lukua (*earnings / price*), joka kuvaa yrityksen tuottojen ja osakekurssin suhdetta. Tutkimuksessa eri teollisuudenalat jaettiin kahteen osaan sen mukaan, kuinka yrityskohtaisia alan investointien ja pääomien arvioitiin olevan. Zeckhauserin ja Poundin mukaan suuromistajan läsnäolo johtaa huomattavasti korkeampiin tulevaisuuden tuotto-odotuksiin niiden yritysten kohdalla, jotka toimivat ns. perinteisillä teollisuudenaloilla (*transparent industry*) ja omaavat avoimen informaatorakenteen (*open-information-structure*). Samaa riippuvuutta ei havaittu teollisuudenaloilla, joilla pääomien yrityskohtainen spesifisyys on suurta. Näille useassa tapauksessa uusille teollisuudenaloille (*opaque industries*) on tyypillistä esimerkiksi korkeat tutkimus- ja kehitysmenot, joiden ulkopuolinen monitorointi on vaikeaa menojen yrityskohtaisten piirteiden vuoksi. Monitoroinnin kannalta ajateltuna tällaisen yrityksen voidaan katsoa olevan informaatorakenteeltaan suljettu (*closed-information-structure*), mikä Zeckhauserin ja Poundin mukaan vähentää ulkopuolisen sijoittajan monitorointimahdollisuuksia.

Zeckhauser ja Pound tutkivat kuitenkin angloamerikkalaisia yrityksiä ja perustivat hypoteesinsa niille tyypilliseen hallinnointirakenteeseen. Manner-Euroopan ja myös Suomen tilanne on hieman toisenlainen, sillä täällä päämies-agentti -asetelmaa paremmin tilannetta kuvaa sisäpiirin ja ulkopiirin välinen tasapaino. Tämän vuoksi voidaan olettaa, että tilanne voi olla osittain päinvastainen angloamerikkalaisen mallin kanssa. Sisäpiiriin voidaan siis laskea toimivan johdon ohella kontrolloiva suuromistaja. Yrityksen sisäpiiri voi olla ainoa taho, jolla on käytännössä mitään mahdollisuuksia vaikuttaa ja puuttua yrityksen päätosten tekoon informaatorakenteeltaan suljettujen yritysten osalta. Suomessa omistus on niin keskittynyttä, että sisäpiirillä voidaan olettaa olevan paljon yrityksen toimintaan liittyvää tietoa. Näin ollen juuri uusilla teollisuudenaloilla suurilla sisäpiiriomistajilla voidaan olettaa olevan positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja arvoon. Toisaalta avoimen informaatorakenteen yrityksille suurista sisäpiiriomistajista ei mannereurooppalaisessa mallissa olisi lainkaan hyötyä, sillä monitorointi olisi sekä mahdollista että riittävän edullista kaikille

sijoittajille ja markkinoilla pystyttäisiin nopeasti reagoimaan yrityksen toimiin 'oikealla' tavalla.

3.3.2 Omistajuuden keskittymisen negatiivinen vaikutus yrityksen arvoon

Viime aikoina on esitetty myös tutkimuksia, joissa väitetään omistajuuden keskittymisen aiheuttavan yritykselle uusia kustannuksia. Kaikilla suuromistajilla ei ole motivaatiota riittävään yritysten arvoa lisäävään monitorointiin. Näin ollen pelkästään suuromistajan läsnäolo ei takaa sitä, että yritysjohdon toimia valvotaan tehokkaasti. Sen sijaan suuromistajan läsnäolo voi jopa lisätä yrityksen sisäpiirin – suuromistajan ja johdon – yrityksiä hyötyä pienomistajien kustannuksella. Omistajuuden keskittymisestä aiheutuva ongelma perustuukin siihen, että suuromistajat edustavat toimillaan omia intressejään, jotka eivät välttämättä vastaa muiden omistajien intressejä. (Peterson, 1998) Erityisesti tilanteessa, jossa yrityksen äänivalta on keskittynyt enemmän kuin omistajuus, pystyvät huomattavan äänivallan omaavat osakkeenomistajat halutessaan ajamaan omia etujaan. Tällöin yhtä suuri ääni- ja omistusosuus yrityksestä eivät oikeuta samaan osuuteen yrityksen tuotoista, mikä lisää suur- ja pienosakkaiden välisiä intressieroja.

Jos yrityksen osinko-oikeudet (*dividend rights, cash-flow rights*) on sidottu äänioikeuksiin (*voting rights, control rights*), yrityksen sisäpiiri ei voi saada huomattavaa valtaa ilman huomattavaa oikeutta kassavirtaan. Osinko-oikeuksien sitominen äänioikeuksiin hillitsee sisäpiirin halua kuluttaa voittovaroja kannattamattomiin kohteisiin, sillä investoinnit vähentävät mahdollisuuksia osinkojen maksuun (La Porta et al., 1998).

Osakkeenomistajat voivat käyttää äänivaltaansa johdon valitsemisessa ja muissa yrityksen toimintaan vaikuttavissa päätöksissä. Heidän intressiensä mukaista luonnollisesti on, että yrityksen arvo kohoaa. Sijoittajat haluavat turvata omat etunsa äänestämällä niiden päätösten mukaisesti, joiden voidaan arvioida vaikuttavan positiivisesti arvoon. Grossmanin ja Hartin (1988) mukaan sijoittajien suoja on parempi, jos yrityksissä toteutetaan yksi osake – yksi ääni -periaatetta. Jos piensijoittajat tuntevat

asemansa suojaamattomaksi, voi olla että he eivät ole halukkaita ostamaan yrityksen osakkeita, mikä laskee yrityksen arvoa.

Jos osinko-oikeus yritykseen ei takaa vastaavaa äänioikeutta, yksi osake – yksi ääni -periaate rikkoutuu. Äänivallan omistajan päätöksiin saattavat vaikuttaa muut kuin yrityksen tuottavuuden kannalta olennaiset tekijät. Hänelle voi kertyä yrityksen toiminnasta huomattavia yksityisiä etuja (*private benefits*), jotka eivät ole riippuvaisia yrityksen suorituskyvystä. Näiden yksityisten etujen olemassaolosta on vankkaa empiiristä evidenssiä, sillä lähes poikkeuksetta suurista omistusosuuksista maksetaan markkinoilla premio, vaikka ostaja altistaa itsensä epäsystemaattiselle riskille (Burkart, Gromb & Panunzi, 1995).

Valtio-omisteisten yritysten omistajuus on yleensä keskittynyttä. Niiden päätösten tekoon saattavat vaikuttaa myös muut kuin liiketaloudelliset syyt, sillä toimintaan voidaan arvioida liittyvän yrityksen yhteiskunnallisen aseman korostuneisuus. Tämä ei välttämättä ole kaikkien omistajien intressien mukaista ja saattaa vaikuttaa negatiivisesti myös yrityksen arvoon, sillä esimerkiksi yrityksen työllistävä vaikutus on todennäköisesti valtiolle tärkeämpää kuin muille omistajille.

Valtionyhtiöiden CG-järjestelmää arvioitaessa on otettava huomioon ne seikat, joita muut sijoittajat pitävät olennaisina valtio-omistajalle. Näiden seikkojen merkitys on sitä suurempi, mitä suurempi valtion omistus on yhtiössä. Viime kädessä yhteiskunnalliset päätöksentekijät ovat vastuussa äänestäjilleen, mikä ei muiden sijoittajien näkökulmasta ole merkityksetön seikka. Sijoittajat voivat huomioda tämän poliittisen vastuun hinnassa, jonka he ovat valmiita maksamaan yhtiön osakkeesta. Toinen seikka, jolla on muiden sijoittajien kannalta merkitystä on se, ettei valvontatehtävää suorittavilla valtion virkamiehillä tavanomaisesti ole olennaista omistusta valtionyhtiöissä. Omistuksen puutteen vuoksi heidän kannustimensa valvoa on pienempi kuin jos heillä olisi tällainen omistus. Näin ollen valtionyhtiössä on periaatteessa yksityistä yhtiötä suurempi tarve siihen, että käytössä on välineet, joilla sijoittajille voidaan taata yritysjohton ja sen valvonnan tehokkuus. Valtio-omistajalla ei myöskään ole samanlaista mahdollisuutta omistuksestaan luopumiselle kuin muilla osakkailla, sillä laki edellyttää eduskunnan suostumusta osakkeiden myymiselle. Mainittujen erojen vuoksi voidaan katsoa, että

CG-järjestelmän toimivuuden merkitys on valtionyhtiöissä muita yhtiöitä korostuneempi. (Kaisanlahti, 2000, 30-32)

Omistajuuden keskittyminen suurosakkaan käsiin voi pienentää osakkeen likviditeettiä ja korkean likviditeetin positiivinen vaikutus yrityksen arvoon lienee kiistaton. Suuromistajan on vaikea käydä kauppaa omistusosuudestaan ja sen vuoksi suuromistajan läsnäollessa suuri osa osakkeista on käytännössä jatkuvan kaupankäynnin ulkopuolella. Likviditeettikysymystä tarkasteltiin lähemmin luvussa 3.

Omistajuuden keskittymisellä on havaittu olevan vaikutusta myös muihin yrityksen tunnuslukuihin, jotka puolestaan saattavat vaikuttaa yrityksen arvoon. Demsetz ja Lehn (1985) havaitsivat omistajuuden keskittymisen korreloivan positiivisesti yrityksen tutkimus- ja kehitysinvestointien ja toimintaympäristön volatiilisuuden kanssa. Tutkimuksessa ei kuitenkaan havaittu omistajuuden keskittymisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä positiivista riippuvuutta. Lisäksi Ihamuotila (1994) havaitsi suomalaisella aineistolla positiivisen relaation omistajuuden keskittymisen ja yrityksen riskin välillä, kun riskiä mitattiin yrityksen tulokunnan tai osaketuoton variaatiolla.

3.4 Pääomarakenne ja omistajuuden keskittyminen

3.4.1 Pääomarakenne ja velkaisuusasteen vaikutukset

Perinteisesti yrityksen pääomarakenteella on viitattu yrityksen oman ja vieraan pääoman suhteeseen. Pääomarakenne on kuitenkin käsitetty joissain yhteyksissä (ks. esim. Berglöf, 1990) myös yrityksen kaikkien rahoitussitoumusten (oma ja vieras pääoma) suhteena ja niiden jakaumana kaikkien yritykseen sijoittaneiden (esim. sisäiset ja ulkoiset omistajat) kesken. Yritysten pääomarakenteen tutkimus pyrkii selittämään, miksi yritykset käyttävät erilaisia rahoitusinstrumentteja ja -muotoja reaali-investointiensa rahoittamiseen. Selvyyden vuoksi tässä työssä pääomarakenteesta pitäydytään sen perinteisessä käsityksessä, ja termillä omistusrakenne tarkoitetaan osakkeenomistajien omistusjakaumaa.

Modigliani ja Miller (MM, 1958) osoittivat, että täydellisillä markkinoilla pääomarakenteella ei ole vaikutusta yrityksen arvoon eikä pääomakustannuksiin.

Teorian perusajatuksena on, että yrityksen pääomarakenne ei vaikuta toiminnan kokonaiskassavirtaan, sillä kassavirta määräytyy pelkästään yrityksen reaaliomaisuuden tuottavuuden mukaan ja reaaliomaisuuden ei oleteta riippuvan yrityksen pääomarakenteesta. Investointiaste määräytyy investointimahdollisuuksien oletettujen tuottojen ja keskimääräisten pääomakustannusten tasapainopisteen perusteella. Yritys toteuttaa kaikki ne investoinnit, joiden nettonykyarvo on positiivinen, periaatteessa välittämättä siitä, mistä varat investointeihin hankitaan. Yrityksen oman ja vieraan pääoman markkina-arvojen summa $E + D$ määrää yrityksen arvon V . Yrityksen arvo V pysyy vakiona riippumatta E :n ja D :n suhteesta, jos yrityksen varat ja kasvumahdollisuudet pysyvät vakiona.

MM-teorian mukaan yrityksen kokonaispääomakustannukset pysyvät myös vakiona riippumatta yrityksen velkaisuusasteesta (*debt-equity ratio*). Oletetaan, että r_E ja r_D ovat oman ja vieraan pääoman kustannukset, sijoittajien tuottovaatimukset. Yrityksen keskimääräinen pääomakustannus (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*) voidaan kirjoittaa:

$$WACC = r_A = r_E \frac{E}{V} + r_D \frac{D}{V}$$

Kaavan perusteella voidaan ratkaista oman pääoman kustannus r_E :

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

Yrityksen oman pääoman kustannus kasvaa velkaisuusasteen kasvaessa, sillä r_A on aina korkeampi kuin r_D vieraan pääoman etuoikeusaseman vuoksi. Oman pääoman vaihtaminen halvempaan vieraaseen pääomaan ei täten laske yrityksen kokonaispääomakustannusta, sillä velkaisuusasteen nostaminen lisää oman pääoman kustannusta juuri sen verran, että kokonaiskustannus pysyy vakiona.

MM-teoria hyväksytään nykyään yleisesti, mutta markkinoiden epätäydellisyys on synnyttänyt uusia epätäydellisyyksiä huomioivia malleja. Pääomarakennetta tutkivia toisiaan täydentäviä ja osin myös kilpailevia teorioita on useita. Tradeoff-teorian mukaan yrityksen velkaisuusaste perustuu velan veroedun ja konkurssiriskin (*financial*

distress) nykyarvon tasapainoon, mikä viittaa kohtuullisen korkeaan velkaisuusasteeseen. Konkurssiriskillä tarkoitetaan konkurssista aiheutuvia välittömiä kustannuksia, mutta myös luotto-ongelmista syntyviä muita kustannuksia. Jos teoria on oikeassa, velkaisuusasteella on väliä ja yrityksen ei pitäisi koskaan jättää hyödyntämättä veroetua, mikäli konkurssiriski on alhainen. (Myers, 2001)

Pecking order –teorian mukaan yrityksen johto turvautuu investointien rahoituksessa ensisijaisesti tulo-rahoitukseen ja vasta sen ollessa riittämätöntä ulkoiseen rahoitukseen. Ulkoisen rahoituksen hankkimisessa etusijalla on puolestaan vieras pääoma ja uutta omaa pääomaa hankitaan vain, jos lisävelka tulisi liian kalliiksi. Osakeannit tulisivat kyseeseen ainoastaan, jos yrityksen velkaisuusaste olisi jo vaarallisen korkea. Jos tulo-rahoitus ylittää yrityksen investointitarpeet, yritys maksaa pois velkojaan. Velkaisuusaste kuvastaa näin ollen yrityksen kumulatiivista tarvetta ulkoiseen rahoitukseen. (Myers & Majluf, 1984)

Vapaan kassavirran teorian (*free cash flow theory*) mukaan huomattavan korkea velkaisuusaste lisää yrityksen arvoa, jos yrityksen kassavirta ylittää kannattavat investointimahdollisuudet. Erityisesti kypsillä teollisuudenaloilla kassavirta voi ylittää kannattavat investointimahdollisuudet, jolloin velanotosta aiheutuvat rahoituskulut nähdään kannattamattomia liikainvestointeja hillitsevänä tekijänä. (Myers, 2001)

Viime vuosikymmeninä esitetyt useat yritysten pääomarakenneteoriat ovat korostaneet velkarahoituksen merkitystä omistajien ja johdon välisen agentuuriongelman poistamisessa. Yrityksen korkea velkaisuusaste parantaisi uusien investointien kannattavuutta, sillä kannattamattomia projekteja karsiutuisi automaattisesti pois rahoitusvaiheessa. Toisaalta velkarahoituksen tarve – ja erityisesti sen puute – voisi myös aiheuttaa joidenkin kannattavien investointien peruuntumisen. Yrityksen optimaalinen pääomarakenne olisikin näin ollen löydettävissä velan ottamiseen liittyvien kustannusten ja hyötyjen tehokkaasta tasapainopisteestä. (Novaes & Zingales, 1995)

Jensenin (1986) mukaan yrityksen johdolla on insentiivi kasvattaa yrityksen kokoa suuremmaksi kuin tehokkuuden kannalta olisi optimaalista. Yrityksen kasvu lisää johtajien valtaa, sillä heidän hallinnassaan olevien resurssien määrä kasvaa. Johdon

palkkaus saattaa myös olla riippuvainen yrityksen koosta tai myynnin määrästä. Osinkojen maksun ohella velanotto vähentää johdon hallinnassa olevien vapaiden resurssien määrää. Velan takaisinmaksun on katsottu sitovan yritysten vapaata kassavirtaa ja siksi velkaa on pidetty yhtenä ratkaisuna liikainvestointiongelmaan. Lisäksi on mahdollista, että velkarahalla investoimista harkitaan tarkemmin kuin yrityksen vapaan kassavirran käyttöä. Koska velanottoon liittyy myös kustannuksia, kuten konkurssiriski, optimaalinen velkaisuusaste määräytyy siihen pisteeseen, jossa velan marginaalikustannukset vastaavat marginaalilyhytyjä.

Pohjola (1996) kritisoi voimakkaasti suomalaisten teollisuusyritysten liikakapasiteettia ja liikainvestointeja. Hänen tutkimuksensa ajoittui lama-ajan jälkeiseen Suomeen, millä varmasti oli vaikutusta tutkimustuloksiin, mutta myös pitemmän aikavälin vertailussa suomalaisten yritysten investointiaste on ollut kansainvälisesti vertailtaessa huomattavan korkea. Investointien osuus bruttokansatuotteesta keskimäärin vuosina 1960-1990 oli Suomessa OECD-maiden selkeästi korkein (34%), noin 9 prosenttiyksikköä keskimääräistä korkeampi. Pohjolan mukaan suomalaiset investoinnit on rahoitettu pääosin vieraalla pääomalla, mikä yhdessä suurten korkokulujen kanssa on johtanut oman pääoman alhaiseen tuotto prosenttiin. Muissa maissa yritysten investointien osuus liikevaihdosta on ollut vähäisempää, mikä on merkinnyt varovaisempaa velkaantuneisuutta sekä suurempaa oman pääoman tuottoa.

McConnellin ja Servaesin (1995) mukaan velan ottamisella voidaan olettaa kaikissa tapauksissa olevan sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia, mutta se, kumpi vaikutuksista on dominoiva, riippuu yrityksen asemasta. He havaitsivat empiirisessä tutkimuksessaan, että nopeasti kasvavien yritysten arvon ja velkaisuusasteen välillä vallitsee negatiivinen korrelaatio ja hitaasti kasvavien yritysten arvon ja velkaisuusasteen välillä positiivinen korrelaatio. Jos yrityksellä on lukuisia kannattavia investointimahdollisuuksia, velan negatiivinen vaikutus on dominoiva, koska joissain tapauksissa mahdollisesti osa kannattavista projekteista jouduttaisiin jättämään toteuttamatta. Yrityksillä, joilla on vain muutamia kannattavia investointimahdollisuuksia, velan ottamisen positiivisen vaikutuksen tulisi dominoida, koska kannattamattomat projektit karsiutuisivat vapaan kassavirran puutteeseen. Velan

ottamisen vaikutus yrityksen arvoon ei ole selvä, vaan se riippuu kulloinkin yrityksen tilanteesta.

3.4.2 Omistajuuden keskittymisen vaikutus pääomarakenteeseen

Omistusrakenteen vaikutus yritysjohdon intresseihin ja sitä kautta yrityksen pääomarakenteeseen on saanut suurta huomiota taloustieteilijöiden keskuudessa. Tutkimus on suurelta osin pohjautunut Jensenin ja Mecklingin (1976) agenttiteoriamalliin. Mallin mukaan agentuurikustannuksella tarkoitetaan sitä tehokkuusmenetystä, joka aiheutuu toimivan johdon omien henkilökohtaisten etujensa ajamisesta. Jensen ja Meckling (1976) esittivät, että yrityksen johtajat saattavat ryhtyä toimiin, joista he itse hyötyvät muiden osakkeenomistajien kustannuksella. He totesivat kuitenkin myös, että johdon omistuosuuden kasvu yhdentää johtajien ja muiden osakkaiden intressejä. He viittasivat siihen, että johdon halukkuus velanottoon kasvaa. Lisäksi Jensen ja Meckling totesivat, että jos yrityksen velanotto kasvaa, osakkeenomistajien intressi ryhtyä riskipitoisiin projekteihin kasvaa, sillä velanotto siirtää osan oman pääoman sijoittajien riskistä vieraan pääoman sijoittajien kannettavaksi (*risk-shifting*).

Stulz (1988) puolestaan väitti, että yrityksen johtajat käyttävät velanottoa keinona lisätä omaa äänivaltaansa yrityksessä. Äänivallan kasvu johtaisi linnoittautumisvaikutuksen voimistumiseen. Näin ollen johdon osakkeenomistuksen kasvu voisi lisätä yrityksen velanottoa.

Jensenin ja Mecklingin (1976) ja Stulzin (1988) näkemykset ovat osittain ristiriitaisia keskenään. Johdon omistuosuuden kasvun on arvioitu sekä yhdentävän johtajien ja muiden osakkaiden intressejä että toisaalta lisäävän johdon linnoittautumista muita osakkeenomistajia vastaan. Lisäksi näiden näkemysten merkitys on vähentynyt, sillä suuryritysten toimivalla johdolla on nykyään ainoastaan harvoin merkittävä osuus yrityksen osakkeista. Molemmat väitteet kuitenkin johtavat pääomarakenteen kannalta samaan tulokseen – ne ennakoivat yrityksen velanoton kasvua, jos johdon omistuosuus kasvaa. Samoin on huomioitava, että toimivan johdon osakeosuudella on useiden tutkimusten mukaan merkitystä yritysten päätöksenteon ja suorituskyvyn kannalta.

Berger, Ofek ja Yermack (1997) havaitsivat positiivisen relaation suurimman omistajan osakeosuuden ja yrityksen velanoton välillä. Heidän tuloksensa on johdonmukainen molempien seuraavien hypoteesien kanssa: 1) Suuromistajan ja muiden osakkeenomistajien intressit yhtenevät, jos suuromistajan omistusosuus kasvaa (Jensen & Meckling, 1976) ja 2) yrityksen johtajat käyttävät velanottoa keinona oman äänivaltansa lisäämiseen (Stulz, 1988). Knopf ja Peterson (1998) esittivät lisäksi, että koska suuromistajalla on halu säilyttää valtansa, mutta rajallinen varallisuus, yrityksen on tarvittaessa hankittava lisärahoitus ottamalla velkaa. He havaitsivat positiivisen relaation suurimman omistajan osakeosuuden ja yrityksen velanoton välillä ruotsalaisella aineistolla. Suuromistaja voi olla halukas säilyttämään osuutensa sen vuoksi, että hän pitää sijoitustaan yritykseen kannattavana investointina. Jos yritys tarvitsee uutta pääomaa ja suuromistaja ei halua vähentää oman varallisuutensa hajautusta investoimalla yritykseen lisää omaa pääomaa, hänen intressiensä mukaista on, että yritys ottaa lisää velkaa.

Voidaan ajatella, että ulkopuolisen suuromistajan läsnäolo voisi vaikuttaa velanotosta aiheutuviin agentuurikustannuksiin. Suuromistaja voi monitoroimalla yrityksen johdon toimia periaatteessa edesauttaa sitä, että johto pitää investointipolitiikassaan ja -projekteissaan kiinni siitä, mikä on myös velan myöntäjien preferenssien mukaista. Näin ollen suuromistajan läsnäolo laskisi velanotosta aiheutuvia agentuurikustannuksia ja samalla vieraan pääoman kustannukset laskisivat. Tämä puolestaan johtaa siihen, että velkaisuusasteen tulisi olla korkeampi niissä yrityksissä, joiden omistajuus on keskittynyttä. (Zeckhauser & Pound, 1990)

Erityisesti angloamerikkalaisen hallinto- ja omistusrakenteen tarkasteluun sopivat ne näkemykset, joissa suuromistaja nähdään ensisijaisesti johtoa monitoroivana instanssina, ei niinkään sisäpiiriin kuuluvana osapuolena. Jos yrityksen omistusrakenteessa on yksi suurehko ulkopuolinen vähemmistöosakas ja muuten omistus on hyvin hajautunutta, ulkopuolisen vähemmistöosakkaan tehtävä on valvoa johdon toimia. Mannereurooppalainen tilanne on periaatteessa vastaava, mutta koska omistajuuden keskittyminen on huomattavasti selvempää suurosakkaiden roolit voivat olla hyvin erilaisia.

Zhangin (1998) näkemys vastaa paremmin juuri mannereurooppalaista tilannetta. Hänen näkemyksensä mukaan suuromistajaa voidaan pitää riskiä karttavana sisäpiiriläisenä, jonka äänivalta yrityksessä on huomattava. Angloamerikkalaisessa mallissa suuromistajan läsnäolo nähdään lähinnä yrityksen etuna, sillä vieraan pääoman kustannusten oletetaan laskevan, jos suuromistaja valvoo rahojen käyttökohteiden kannattavuutta. Zhangin lähtökohtana sen sijaan ovat suuromistajan omat preferenssit ja suuromistajan aktiivinen rooli yrityksen päätöksenteossa. Angloamerikkalaisiin tutkimuksiin verrattuna vastaavasti Zhang esitti, että omistajuuden keskittymisen ja yrityksen velanoton välillä vallitsee positiivinen korrelaatio. Mitä suurempi omistusosuus on suurimmalla osakkeenomistajalla, sitä suurempaa on yrityksen velanotto. Hänen perustelunaan velanoton kasvulle kuitenkin on, että suuromistajat välttävät riskiä ja näin ollen haluavat lisätä velkarahoituksen osuutta. Tutkimuksen mukaan näin on erityisesti silloin, jos suurin osakkeenomistaja on yksityinen sijoittaja (*individual investor*), sillä yksityisen sijoittajan varat ovat usein vähemmän hajautettuja kuin yritysten ja institutionaalisten sijoittajien varat. Zhangin tuloksia tukevat myös aiemmat empiiriset tutkimukset (Friend & Lang, 1988 ja Mehran, 1992).

Zhang (1998) tuo esille keskeisen ongelman, joka linkittää omistajuuden keskittymisen, yrityksen pääomarakenteen ja suorituskyvyn kiinteästi toisiinsa. Ongelma syntyy, kun riskiä karttava yrityksen omistaja-johtaja hajauttaa omistustaan ja listaa yrityksensä pörssiin. Listautumisannin jälkeen jossain vaiheessa yritykselle tarjoutuu investointimahdollisuus. Jos joku yrityksen uusista osakkeenomistajista käyttää resurssejaan ja hankkii informaatiota investoinnin kannattavuudesta, voi siitä olla apua päätettäessä toteutetaanko investointi. Jos yrittäjällä itsellään on intressi huolehtia siitä, että investointipäätökset ovat hyviä, säilyttää hän riittävän osuuden yrityksessä.

Yrittäjän tai jonkin muun kontrolloivan osakkeenomistajan laaja omistusosuus yrityksessä aiheuttaa kuitenkin ristiriitatilanteen hänen ja muiden osakkeenomistajien kanssa. Kontrolloiva osakkeenomistaja altistuu epäsystemaattiselle riskille, sillä hän ei ole hajauttanut omistustaan kuten muut yritykseen sijoittaneet. Hajautusero johtaa erilaisiin riskipreferensseihin ja kontrolloivalla osakkeenomistajalla on taipumus hylätä liian paljon tarjoutuvista investointimahdollisuuksista muiden sijoittajien näkökulmasta. (Zhang, 1998)

Rationaalisten odotusten vallitessa yrittäjä kantaa listautumisvaiheessa kustannukset siitä, jos hän ei hajauta omistustaan riittävästi, sillä osakkeen antihinta heijastaa myös odotukset tulevista investointipäätöksistä. Ali-investointitilanne johtaa väistämättä pitkällä aikavälillä yrityksen suorituskyvyn ja arvon laskuun. Näin ollen yrittäjällä on intressi sitoutua vähemmän riskiä karttavaan investointikäyttäytymiseen, jotta osakkeen arvo nousisi. Tämä sitoutuminen voidaan tehdä ottamalla velkaa, sillä velan ottaminen vähentää yrittäjän ali-investointitaipumusta. (Zhang, 1998)

Edellä esitetystä mallista voidaan johtaa (ainakin) kaksi oletusta. Ensimmäiseksi kontrolloivan osakkeenomistajan läsnäolo voi lisätä yrityksen velanottoa, sillä kontrolloiva osakkeenomistaja haluaa hajauttaa riskiään ottamalla velkaa. Toiseksi kontrolloivan osakkeenomistajan läsnäolo voi laskea yrityksen arvoa, sillä hänen epäsystemaattinen riskinsä on korkea, mikä puolestaan voi vaikuttaa investointipäätösten tekoon ja johtaa ali-investointitilanteeseen.

4 Analyysi

Tutkimuksen empiirisen osuuden keskeisin osa on omistajuuden keskittymisen ja yrityksen odotetun suorituskyvyn välinen suhde, jota on analysoitu luvussa 4.2. Lisäksi luvussa 4.3. analysoidaan omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen pääomarakenteeseen.

4.1 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen empiirinen analyysi perustuu Talouselämä-lehden julkaisemaan tietokantaan Suomen 500 suurimmasta yrityksestä vuosilta 1999-2000 sekä yritysten vuosikertomuksiin. Tutkimukseen on sisällytetty ainoastaan teollisuusyrityksiä, jotka ovat julkisesti listattuja pörssiyrityksiä, sillä niiden tilinpäätöstiedot sekä tiedot suurimmista omistajista ja omistusosuuksista ovat saatavilla. Analyysissä ovat mukana kaikki HEX:n Päälistalla molempina vuosina 1999-2000 noteeratut yritykset, joiden liikevaihto vuonna 2000 ylitti 50 miljoonaa euroa. Analyysistä on karsittu pois pankit sekä sijoitus- ja vakuutusyhtiöt. Tutkimusaineisto sisältää täten 77 yritystä, jotka edustavat 13 eri teollisuudenalaa (Liite 1). Teollisuusalojen luokitus perustuu HEX:n Päälistan luokitteluun.

Omistajuuden keskittymistä mitataan suurimman omistajan yhteisomistuksella sekä ns. Herfindahlin indeksillä (H), jolla tarkoitetaan omistusosuuksien neliöiden summaa (Demsetz & Lehn, 1985). Tässä tutkimuksessa H :n arvo lasketaan ainoastaan viiden äänimäärältään suurimman osakkeenomistajan äänivallan perusteella, sillä sitä pienempien omistajien käytännön merkitys indeksin muodostamisen kannalta on hyvin pieni. Oletetaan, että \mathbf{a}_1 :lla tarkoitetaan suurimman omistajan omistusosuutta, \mathbf{a}_2 :lla toiseksi suurimman jne.

$$\text{Herfindahlin indeksi} = H = \sum_{i=1}^5 \mathbf{a}_i^2$$

Tutkimuksessa käytettävät muuttujat on esitelty taulukossa 2 ja muuttujien keskeiset tunnusluvut on kirjattu taulukkoon 3. Otoksen lyhyen ajanjakson vuoksi tutkimuksessa on käytetty muuttujien nimellisiä arvoja.

Taulukko 2. Analyysissä käytettyjen muuttujien esittely

Yrityksen arvoa ja suorituskykyä kuvaavat muuttujat

EP^a = Nettotulos / Yrityksen markkina-arvo (*earnings / price*)

Q^a = Yrityksen markkina-arvo / Tasesubstanssi ;
tasesubstanssilla tarkoitetaan oman pääoman kirja-arvoa

$GROWTH^a$ = Liikevaihdon kasvu ;

$$GROWTH = \frac{1}{N} \sum_{T=1}^N \frac{Liikevaihto_T}{Liikevaihto_{T-1}}$$

Omistusosuutta ja äänivaltaa kuvaavat muuttujat

$VOTE^a$ = Äänivallaltaan suurimman omistajan ääniosuus

$SHARE^a$ = Osakemäärältään suurimman omistajan omistusosuus

$LVOTE^a$ = Hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan osuus äänimäärästä (ilman optio-oikeuksia)*

$VHERF^a$ = Äänivallan herfindahlin indeksi (H-indeksi) ; Viiden äänimäärältään suurimman osakkeenomistajan ääniosuuksien neliöiden summa

$SHERF^a$ = Osakeosuuden herfindahlin indeksi (H-indeksi) ; Viiden osakemäärältään suurimman osakkeenomistajan osakeosuuksien neliöiden summa

$VOTE_A^a$ = Äänivallaltaan suurimman omistajan ääniosuus,
jos ko. ääniosuus < 0.25
= 0.25, jos ääniosuus = 0.25

$VOTE_B^a$ = 0, jos äänivallaltaan suurimman omistajan ääniosuus < 0.25
= Äänivallaltaan suurimman omistajan ääniosuus – 0.25,
jos ko. ääniosuus = 0.25

$HVOTSHA^a$ Kontrollioikeuksien ja kassavirtaoikeuksien ero
(*Control rights vs. Cash-flow rights*) ;
Muuttujalla erotellaan muista yrityksistä ne yritykset, joissa 'yksi osake –
yksi ääni -periaate' rikkoutuu selvästi ; dummy-muuttuja
= 0, jos äänivallan H-indeksi ~ omistusosuuden H-indeksi (äänivallan ja
omistusosuuden herfindahlin indeksien erotus alle 3 prosenttiyksikköä)
= 1, jos äänivallan H-indeksi > omistusosuuden H-indeksi (äänivallan ja
omistusosuuden herfindahlin indeksien erotus yli 3 prosenttiyksikköä)

Yrityksen pääomarakennetta kuvaavat muuttujat

DEBT^a = Korolliset velat / Taseen loppusumma

GEAR^a = Nettovelkaantumisaste (*gearing*) ;
 $100 \times ((\text{Korolliset velat} - \text{Likvidit varat}) / \text{Oma pääoma})$

Muut tutkimuksessa käytetyt muuttujat

SECTOR^c Toimiala ; dummy-muuttuja
 = 0, jos toimialan yritysten
 keskimääräiset T&K-menot / Liikevaihto < 2%
 = 1, jos toimialan yritysten
 keskimääräiset T&K-menot / Liikevaihto = 2%

^a Keskiarvo vuosilta 1999-2000 (painottamaton, aritmeettinen)

^b Laskennassa käytettyjen herfindahlin indeksien (H-indeksien) arvot ovat keskiarvoja vuosilta 1999-2000 (painottamaton, aritmeettinen)

^c Toimialaluokittelu perustuu HEX:n Päälistan toimialajakoon ;

Yritysten keskimääräiset T&K-menot on keskiarvo saman toimialan yritysکوhtaisista T&K-menoista vuosilta 1999-2000 (painottamaton, aritmeettinen)

* Vuosikertomusten raportointitavasta riippuen joidenkin yritysten osalta luku ilmoittaa hallituksen ja johtokunnan jäsenten osuuden äänimäärästä

Useissa aiemmissä tutkimuksissa yrityksen arvoa on mitattu Tobinin *q*-muuttujalla. Koska *q*-muuttujan täsmällinen määrittäminen on kuitenkin vaikeaa jälleenhankintakustannustiedon puutteellisuuden vuoksi, laskennassa on yleensä käytetty oman pääoman markkina-arvon ja tasearvon suhdetta. *q*-muuttujan käyttöä on kritisoitu sen vuoksi, että *q*:n määrittämisessä joudutaan arvioimaan yrityksen varojen arvoja (Zeckhauser & Pound, 1990).

Tässä tutkimuksessa yrityksen suorituskykymittarina käytetään E/P-lukua (*earnings / price*), joka lasketaan jakamalla yrityksen tuotot ja markkina-arvolla. Vaikka E/P-luvun käyttäminenkin ei ole täysin ongelmaton, Zeckhauserin ja Poundin (1990) mukaan sen käyttäminen takaa yhtenäisemmän ja luotettavamman kuvan tulevaisuuden odotuksista kuin *q*-muuttujan käyttö. Koska tuotot voivat joinakin vuosina olla lähellä nollaa tai negatiivisia, P/E-luvun käyttö saattaisi aiheuttaa suuria ja tutkimuksen kannalta haitallisia heittoja. Sen sijaan käytettäessä E/P-lukua hajonta on huomattavasti pienempi. Jos yrityksen nettotulos on negatiivinen, jätetään tutkimuksessa kyseisen vuoden luku huomioimatta, sillä myös E/P-lukujen negatiiviset arvot häiritsevät

tutkimustuloksia. Negatiivisen nettotuloksen tehneen yrityksen tulevaisuuden suorituskykyodotukset voivat todellisuudessa olla korkeat tai matalat, mutta testauksessa negatiiviset E/P-luvut sekoittuisivat alhaisiin E/P-lukuihin ja viittaisivat siten molemmissa tapauksissa korkeisiin tulevaisuuden odotuksiin.

Tutkimuksessa käytetyt yritysten tunnusluvut perustuvat oikaistuihin tuloslaskelmiin. Sekä omistajuuden keskittymisen ja E/P-luvun laskennassa käytetään yrityskohtaisia painottamattomia keskiarvoja vuosien 1999 ja 2000 tiedoista. E/P-luvun laskennassa käytetty nettotulos on varsinaisen toiminnan oikaistu tulos, jossa satunnaisten erien vaikutus on huomioitu. Se on laskettu seuraavasti:

Liiketulos

+ korko- ja muut rahoitustuotot (ml. kurssivoitot)

- korko- ja muut rahoituskulut (ml. kurssitappiot)

- varsinaisen toiminnan välittömät verot

+ säännölliset muut tuotot

- säännölliset muut kulut

= Nettotulos

Yritysten vuosittaiset E/P-luvut on laskettu jakamalla yritysten nettotulokset kyseisten vuosien viimeisen pörssipäivän markkina-arvoilla. Lopullinen tutkimuksessa käytetty E/P-luku on saatu laskemalla keskiarvo vuosien 1999 ja 2000 E/P-luvuista kuitenkin siten, että mukaan on otettu ainoastaan positiiviset E/P-luvut.

Analyysissä käytettyjen muuttujien keskeiset tunnusluvut on esitelty taulukossa 3. Taulukosta voidaan havaita, jos verrataan EP- ja Q-muuttujan keskiarvoja ja keskihajontaa, että EP-muuttujan hajonta on suhteessa huomattavasti pienempi. Q-muuttujan arvoissa on muutamia suuria heittoja, jotka heikentävät mahdollisuuksia käyttää Q:ta tilastollisessa testauksessa.

Taulukko 3. Analyysissä käytettyjen muuttujien keskeiset tunnusluvut

Muuttuja ^a	Keskiarvo	Mediaani	Keski-hajonta	Minimi	Maksimi
<i>EP</i>	0.0775	0.0645	0.0538	0.002	0.291
<i>Q</i>	4.1973	1.7457	7.0716	0.181	38.835
<i>GROWTH</i>	1.2095	1.1383	0.2689	0.871	2.424
<i>VOTE</i>	0.2778	0.2241	0.2078	0.003	0.892
<i>SHARE</i>	0.2373	0.1905	0.1785	0.006	0.731
<i>LVOTE</i>	0.1117	0.0143	0.1935	0.000	0.898
<i>VHERF</i>	0.1449	0.0833	0.1608	0.000	0.796
<i>SHERF</i>	0.1072	0.0598	0.1223	0.000	0.539
<i>DEBT</i>	0.2623	0.2663	0.1521	0.001	0.761
<i>GEAR</i>	0.5232	0.4505	0.8732	-0.967	5.716

^a Muuttujat on määritelty taulukossa 2.

Tutkimuksessa analysoidaan myös toimitusjohtajan ja hallitusten jäsenten ääniosuuden (*LVOTE*) vaikutusta. Suurin osa omistajuuteen liittyvästä tutkimuksesta maailmalla, erityisesti angloamerikkalaisissa maissa, liittyy toimivan johdon osakeomistuksen vaikutuksiin. Tässä tutkimuksessa lähtökohta on kuitenkin hieman toinen, sillä suurimman omistajan oletetaan toimivan lähellä yrityksen sisäpiiriä. Suomessa omistajuus on keskittynyt niin voimakkaasti, että suuromistajan oletaminen pelkästään ulkopuoliseksi johdon monitoroijaksi ei ole perusteltua. Samasta syystä johdon ei voida olettaa toimivan kaikissa tapauksissa täysin itsenäisesti. Näin ollen tutkimuksen lähtöoletukset omistajuuden keskittymisen vaikutuksista eroavat angloamerikkalaisista tutkimuksista. Eroavuuksia on tarkasteltu luvussa 3.

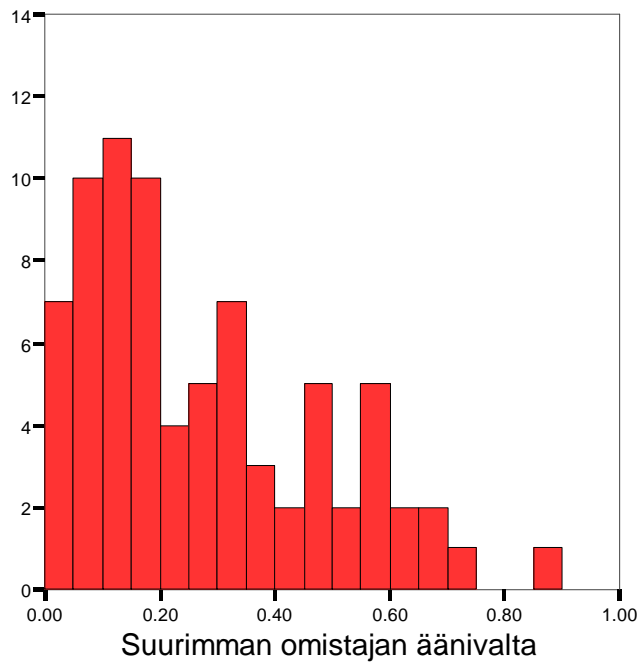
Zeckhauserin ja Poundin (1990) mallin mukaan tässä tutkimuksessa teollisuudenalat jaetaan kahteen luokkaan riippuen siitä, kuinka suuri on alan yritysten painottamaton keskimääräinen tutkimus- ja kehitysmenojen osuus yritysten liikevaihdosta. Jaolla pyritään muodostamaan kaksi ryhmää sen mukaan, kuinka yrityskohtaisia alan

investointien ja pääomien arvioidaan olevan. T&K-menoja voidaan pitää investointeina, joiden ulkopuolinen monitorointi on vaikeaa menojen yrityskohtaisten piirteiden vuoksi. Näin ollen suurten osakkeenomistajien monitorointivaikutuksen voidaan arvioida oleva erilainen eri teollisuusaloilla.

Taulukko 4. Toimialojen keskimääräiset tutkimus- ja kehitysmenot yritysten liikevaihdosta (keskiarvo vuosilta 1999-2000).

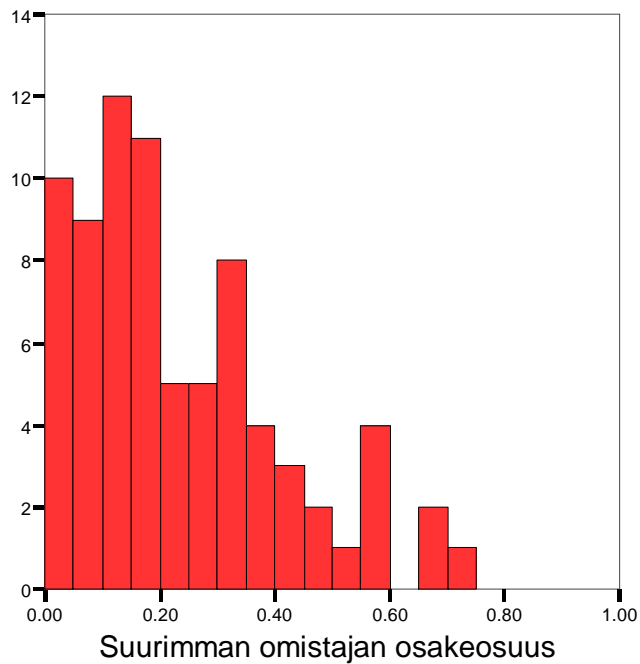
TOIMIALA	Keskiarvo	N	Keski-hajonta
Kuljetus ja liikenne	.0000		.
Kauppa	.0000		.
Muut palvelut	.0085	1	.
Metalliteollisuus	.0188	13	.00924
Metsäteollisuus	.0058	4	.00121
Monialayritykset	.0280	1	.
Energia	.0070	1	.
Elintarviketeollisuus	.0076	7	.00659
Rakennusteollisuus	.0075	1	.
Tietoliikenne ja elektroniikka	.0571	13	.03011
Kemianteollisuus	.0375	3	.03292
Viestintä ja kustannus	.0165	3	.00507
Muu teollisuus	.0379	6	.03965
Total	.0273	53	.02830

Tässä tutkimuksessa T&K-menojen raja-arvona käytetään 2% osuutta (Zeckhauser & Pound: 1%). Toimialat, joilla yritysten keskimääräiset T&K-menot ovat alle 2% liikevaihdosta, luokitellaan informaatorakenteeltaan avoimiksi. Kuten taulukosta 4 voidaan havaita näitä teollisuusdenaloja ovat Kuljetus ja liikenne, Kauppa, Muut palvelut, Metalliteollisuus, Metsäteollisuus, Energia, Elintarviketeollisuus, Rakennusteollisuus sekä Viestintä ja kustannus. Sen sijaan Monialayritykset, Tietoliikenne ja elektroniikka, Kemianteollisuus sekä Muu teollisuus lasketaan informaatorakenteeltaan suljettujen alojen joukkoon. Tutkimusaineiston 77 yrityksestä 53 raportoi T&K-menoistaan vuosikertomuksissaan ja joidenkin alojen osalta yksikään yritys ei raportoinut T&K-menojaan, mutta syntyneitä toimialajakoa voi intuitiivisesti pitää järkevänä. Lisäksi verrattaessa jakoa Zeckhauserin ja Poundin (1990) jakoon voidaan todeta, että jaon tulos on lähes täysin sama.



Kuva 3. Yritysten suurimman omistajan äänivallan jakautuminen; Aineisto: 77 HEX:n Päälistan teollisuusyritystä

Kuvissa 3 ja 4 on esitetty suurimpien osakkeenomistajien omistusosuuksien jakautuminen. Kuvassa 3 on esitetty suurimman äänivallan omistajan ääniosuuden jakautuminen ja kuvassa 4 on vastaava jakauma osakemäärien perusteella tutkimusaineiston yrityksissä. Kuvien pystyakseleilla on esitetty ko. luokkaan kuuluvien yritysten lukumäärä. Vertailemalla kuvia voidaan havaita, että yritysten äänivalta näyttää olevan hieman voimakkaammin keskittynyttä kuin osakeosuudet, sillä äänivaltajakauma ei ole yhtä selvästi painottunut pienten osuuksien puolelle. Suurimman äänivallan omistajan ääniosuus lähestyy 90 prosenttia, kun puolestaan vastaava osakemäärän osuus on hieman yli 70 prosenttia. Suuromistajat omistavat tyypillisesti suuren osuuden myös niistä osakesarjoista, joiden äänivalta on korkeampi. Kuvasta 3 voidaan laskea, että suurimman omistajan äänivalta on 28 yrityksessä alle 15 prosenttia. Yrityksiä, joissa suurimman omistajan äänivalta ylittää 20 prosenttia, on sen sijaan 39.



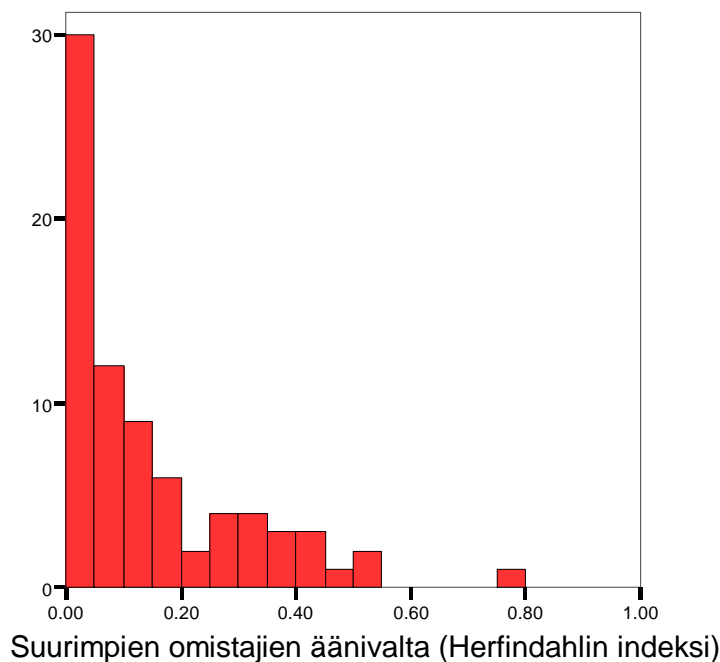
Kuva 4. Yritysten suurimman omistajan osakeosuuden jakautuminen; Aineisto: 77 HEX:n Päälistan teollisuusyritystä

Tämän työn myöhemmissä vaiheissa, kun tutkitaan omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen arvoon ja pääomarakenteeseen, suurimman osakkeenomistajan äänivalta ja osakeosuus luokitellaan. Luokittelussa käytetään raja-arvoina osuuksia 0.15 ja 0.2 niin äänivallan kuin osakemääränkin osalta. Jos suurimman omistajan ääniosuus (osakeosuus) on alle 0.15, äänivallan (omistajuuden) oletetaan olevan hajutunut. Jos suurimman omistajan ääniosuus (osakeosuus) on yli 0.2, äänivallan (omistajuuden) oletetaan olevan keskittynyt.

Luokittelun raja-arvot on valittu siten, että luokkien suuruudet olisivat lähes yhtä suuret. Lisätukea raja-arvoalinnoille saadaan arvostetusta La Portan et al. (1999) tutkimuksesta, jossa omistajuutta pidettiin keskittyneenä, jos suurimman omistajan omistusosuus ylitti 20 (tai vaihtoehtoisesti 10) prosenttia. Tutkimusaineistosta saatu jakauma on näin ollen lähes samanlainen La Portan et al. tutkimuksen kanssa, jonka mukaan 35 prosenttia suomalaisista suuryrityksistä oli laajasti omistettuja (*widely held*) vuoden 1995 lopussa. Tutkimuksessa huomioitiin kuitenkin ainoastaan 20 markkina-

arvoltaan suurinta yritystä. Tässä tutkimuksessa saadun jakauman mukaan suomalaisista suuryrityksistä on laajasti omistettuja 49 prosenttia.

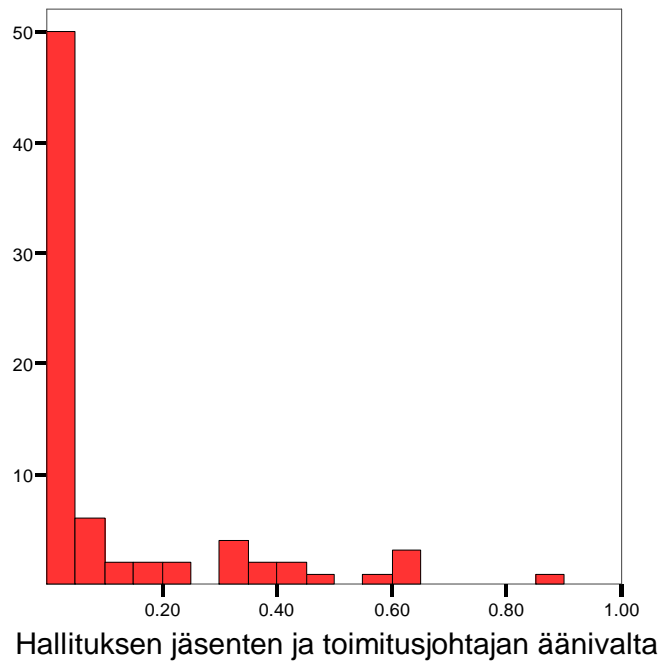
Kuvasta 4 voidaan havaita, että suurimman omistajan osuus kokonaisosakemäärästä on 31 yrityksessä alle 15 prosenttia. Sen sijaan 35 yrityksessä osuus on yli 20 prosenttia. Kuvat 3 ja 4 vahvistavat oletuksen ja aiemmat tutkimustulokset, joiden mukaan suomalaisten suuryritysten omistajuus on erittäin keskittynyttä. Äänivalta on hajautunut ainoastaan 7 yrityksessä niin laajalti, että suurimman omistajan osuus alittaa 5 prosenttia. Kokonaisosakemäärästä puolestaan vain 10 yrityksen suurimmalla omistajalla on alle 5 prosentin osuus.



Kuva 5. Yritysten suurimpien omistajien äänivallan jakautuminen; Aineisto: 77 HEX:n Päälistan teollisuusyritystä (Herfindahlin indeksi; 5 suurinta osakasta huomioitu).

Kuvassa 5 on esitetty suurimpien omistajien äänivallan jakautuminen herfindahlin indeksillä mitattuna. Koska indeksi lasketaan äänivaltaosuuksien neliöiden perusteella, korostuvat jakaumassa eri yritysten omistajakuntien väliset erot. 30 yrityksellä indeksin arvo on alle 0.05.

Tutkittaessa äänivallan keskittymistä suurimpien osakkeenomistajien käsiin Herfindahlin indeksin avulla H :n raja-arvoina ovat 0.05 ja 0.1. Jos $H < 0.05$, äänivallan oletetaan olevan hajautunut, ja jos $H > 0.1$, äänivalta oletetaan keskittyneeksi. Luokiteltaessa indeksi osakemääräosuuksien perusteella raja-arvot ovat samat. Raja-arvot on valittu siten, että syntyvien luokkien suuruudet olisivat lähes yhtä suuret.



Kuva 6. Hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan äänivallan jakautuminen – Aineisto: 77 HEX:n Päälistan teollisuusyritystä

Kuvassa 6 on esitetty hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan äänivallan jakautuminen HEX:n Päälistan teollisuusyrityksissä. Kuvasta havaitaan, että 50 yrityksessä heidän ääniosuutensa alittaa 5 prosenttia. Jos tilannetta analysoidaan tarkemmin selviää, että 40 yrityksessä hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan äänivalta alittaa 2 prosenttia ja mediaani on hieman alle 1.5 prosenttia. Tutkittaessa äänivallan keskittymistä hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan käsiin $LVOTE$:n raja-arvoina ovat 0.02 ja 0.05. Jos $LVOTE < 0.02$, hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan äänivalta oletetaan vähäiseksi, ja jos $LVOTE > 0.05$, heidän äänivaltansa oletetaan suureksi.

4.2 Omistajuuden keskittyminen ja pääomarakenne: empiirinen analyysi

Omistajuuden keskittymisen vaikutuksia pääomarakenteeseen tutkitaan yritysakohtaisella aineistolla. Tutkimuksessa pyritään selvittämään, vaikuttaako omistajuuden keskittyminen yrityksen velkaantumisasteeseen. Yritysten velkaantumisastetta kuvataan korollisten velkojen suhteella taseen loppusummaan sekä gearing-luvulla (nettovelkaantumisaste), joka lasketaan $100 \times (\text{nettovelat}/\text{oma pääoma})$. Yrityksen nettovelat saadaan vähentämällä korollisista veloista likvidit varat.

Empiirisen osuuden muodostamisessa on käytetty osittain mallina Zeckhauserin ja Poundin (1990) tutkimusta omistusrakenteesta ja yrityksen velkaisuusasteesta. Yritykset jaetaan kahteen eri ryhmään sen mukaan, onko yritysten omistajuus keskittyntä vai hajautunutta. Ryhmien velkaantumisasteiden keskiarvojen yhtäsuuruuden testaukseen käytetään t-testiä. Testattavan H_0 -hypoteesin mukaan ryhmien velkaantumisasteiden välillä ei ole eroa ja H_1 -hypoteesin mukaan velkaisuusasteet ovat yhtä suuret. Analyysitulosten p-arvo ilmaisee pienimmän riskitason, jolla H_0 -hypoteesi voidaan hylätä.

Omistajuuden keskittymisen yhteyttä velanottoon analysoidaan suurimman äänivallan omistajan äänimäärän sekä hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan äänimäärän perusteella. Analyysitulokset on koottu taulukkoon 5. Aineistosta saadut tulokset viittaavat kahteen havaintoon: 1) Jos yrityksellä on suuren äänivallan omaava osakkeenomistaja, yrityksen velkaisuusaste on keskimäärin korkeampi kuin niillä yrityksillä, joiden äänivalta on hajautunutta. 2) Jos sen sijaan toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten ääniosuus on huomattava, yrityksen velkaisuusaste on keskimäärin alhaisempi kuin niillä yrityksillä, joilla toimivan johdon ääniosuus on pieni. Toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten ääniosuuden suhde yrityksen velanottoon on kuitenkin suurelta osin selitettävissä sillä, että pienten yritysten velanotto on vähäisempää kuin suurten ja että pienissä yrityksissä toimivan johdon omistusosuus on yleensä suurempi. Ensimmäistä havaintoa tämä ei häiritse, sillä suuromistajan läsnäololla ja yrityksen koolla ei aineistossa ole merkitsevää yhteyttä (Liite 2).

Taulukko 5. Äänivallan keskittymisen suhde yrityksen velanottoon.

1. a) Suurimman omistajan äänivalta ja korollisten velkojen osuus taseesta

Suurin omistaja	<i>DEBT</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>VOTE</i> < 0.15	0.231	28	0.1253	0.093*
<i>VOTE</i> = 0.2	0.295	38	0.1657	

1. b) Suurimman omistajan äänivalta ja gearing

Suurin omistaja	<i>GEAR</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>VOTE</i> < 0.15	0.302	28	0.4697	0.043**
<i>VOTE</i> = 0.2	0.754	38	1.0805	

2. a) Suurimpien omistajien äänivalta (Herfindahlin indeksi) ja korollisten velkojen osuus taseesta

Suurin omistaja	<i>DEBT</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>VHERF</i> < 0.05	0.237	30	0.1295	0.068*
<i>VHERF</i> = 0.1	0.307	34	0.1679	

2. b) Suurimpien omistajien äänivalta (Herfindahlin indeksi) ja gearing

Suurin omistaja	<i>GEAR</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>VHERF</i> < 0.05	0.324	30	0.4906	0.031**
<i>VHERF</i> = 0.1	0.812	34	1.1212	

3. a) Hallituksen jäsenten sekä toimitusjohtajan äänimäärä ja korollisten velkojen osuus taseesta

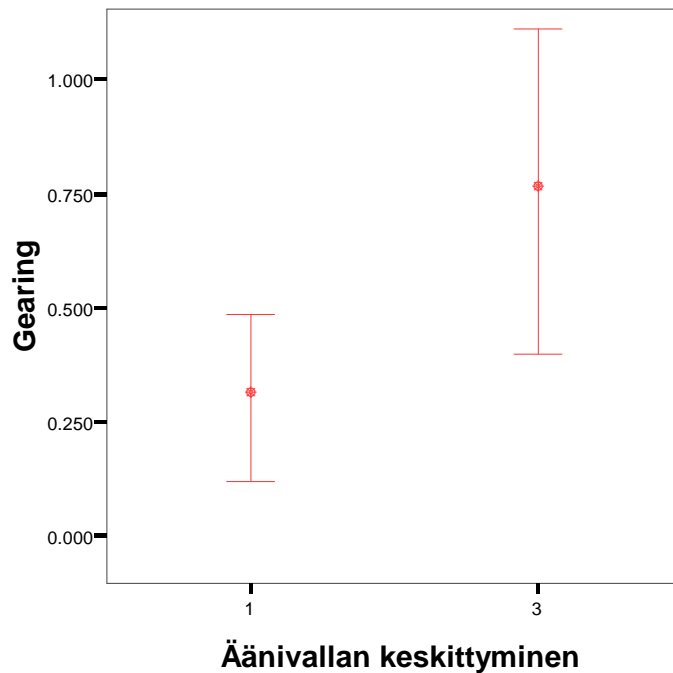
Suurin omistaja	<i>DEBT</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>LVOTE</i> < 0.02	0.289	40	0.1570	0.086*
<i>LVOTE</i> = 0.05	0.225	26	0.1304	

3. b) Hallituksen jäsenten sekä toimitusjohtajan äänimäärä ja gearing

Suurin omistaja	<i>GEAR</i>	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
<i>LVOTE</i> < 0.02	0.690	40	1.0103	0.042**
<i>LVOTE</i> = 0.05	0.252	26	0.4442	

***, **, * osoittavat vastaavasti 1%, 5% ja 10% merkitsevyystasoja

Tutkimuksessa ei ole suurimman äänivallan omistajien joukosta eroteltu toimivaan johtoon kuuluvia ja sen ulkopuolisia suurosakkaita, mikä periaatteessa voi lisätä saatujen tulosten merkitsevyyttä. Jos yrityksellä on suuren äänivallan omaava omistaja, yrityksen velanotto on keskimääräistä korkeampaa, vaikka suuren äänivallan omistajien joukkoon on luettu myös yrityksen johdossa toimivat suuromistajat, joiden omistusosuus saattaa laskea yritysten velanottoa.



Kuva 7. Äänivallan keskittymisen suhde yritysten gearing-lukuun – gearing-lukujen keskiarvot ja keskiarvojen 95% luottamusväli (1=Äänivalta hajautunut, 3=Äänivalta keskittynyt)

Kuvasta 7 voidaan myös havaita, että äänivallan keskittyminen näyttää lisäävän yritysten velanottoa. Kuvassa on esitetty taulukon 7 kohta 1.b. graafisesti. Pylväiden ylä- ja alarajat kuvaavat ryhmien keskiarvojen 95% luottamusväliä ja pisteet keskiarvoja. Ryhmien gearing-lukujen keskiarvot eivät mahdu toistensa 95%:n luottamusväleille. Näin ollen ryhmien keskiarvoilla voidaan katsoa olevan tilastollisesti merkisevä ero.

Analyysitulokset ovat yhteneviä aiempien tutkimusten tulosten kanssa. Kontrollioivan suuromistajan läsnäolo näyttää lisäävän yrityksen velanottoa. Selityksenä tälle voivat olla ensinnäkin, että kontrolloiva osakkeenomistaja haluaa hajauttaa riskiään ottamalla velkaa. Toiseksi yrityksen sisäpiiri voi käyttää velanottoa keinona oman äänivaltansa lisäämiseen yrityksessä. Ja kolmanneksi suuromistajalla voi olla halu säilyttää valtansa, mutta rajallinen varallisuus, minkä vuoksi yrityksen on tarvittaessa hankittava lisärahoitus ottamalla velkaa.

4.3 Omistajuuden keskittyminen ja yrityksen arvo: empiirinen analyysi

Omistajuuden keskittymistä ja sen suhdetta yritysten arvoon tutkitaan samalla yritysکوhtaisella aineistolla, jolla tutkittiin luvussa 4.2. omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen pääomarakenteeseen. Tarkkaan ottaen yrityksen arvo rinnastetaan tässä tutkimuksessa yrityksen tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. Tutkimuksessa pyritään selvittämään, onko omistajuuden keskittymisen ja yrityksen arvon välillä havaittavissa positiivista tai negatiivista relaatiota.

4.3.1 Suuret osakkeenomistajat ja yrityksen odotettu suorituskyky

Empiirisen osuuden muodostamisessa on käytetty osittain mallina Zeckhauserin ja Poundin (1990) tutkimusta omistusrakenteesta ja yrityksen suorituskyvystä. Tutkittaessa laajasti omistettujen yritysten odotetun suorituskyvyn eroa niihin yrityksiin, joilla on suuromistaja, työssä analysoidaan omistuksen keskittymisen suhdetta E/P-lukuun.

Analyysit tehdään riippumattomien otosten t-testillä ja testaus suoritetaan kahdessa vaiheessa. Yritykset jaetaan kahteen eri ryhmään sen mukaan, onko yritysten omistajuus keskittynyttä vai hajautunutta. Ryhmien E/P-lukujen keskiarvojen yhtäsuuruuden testaukseen käytetään t-testiä. Testattavan H_0 -hypoteesin mukaan ryhmien E/P-lukujen välillä ei ole eroa. Analyysitulosten p-arvo ilmaisee pienimmän riskitason, jolla H_0 -hypoteesi voidaan hylätä.

Ensimmäisessä vaiheessa tutkitaan suurimman äänivallan omistajan sekä suurimman osakemäärän omistajan läsnäolon suhdetta yrityksen E/P-lukuun. Lisäksi tutkitaan vielä äänivallan keskittymisen suhdetta yrityksen E/P-lukuun suurimmista äänivallan omistajista muodostetun herfindahlin indeksin avulla. Testauksen ensimmäisen vaiheen tulokset (Taulukko 6) osoittavat, että E/P-luku on tilastollisesti merkitsevästi korkeampi niiden yritysten osalta, joilla on suuren äänivallan omaava osakkeenomistaja. Tilanne on vastaava, kun käytetään suurista ääniosuuksista muodostettua herfindahlin indeksiä omistajuuden keskittymistä kuvaavana muuttujana.

Sen sijaan suuren osakemäärän omistajan läsnäolo ei näyttäisi vaikuttavan yrityksen arvoon, vaikka E/P-luvut näyttävät olevan keskimäärin hieman korkeampia niiden yritysten joukossa, joita omistaa suuri osakkeenomistaja. Keskiarvojen ero ei kuitenkaan ole tilastollisesti merkitsevää. Tilanne on vastaava, jos osakemäärien keskittymisestä muodostetaan herfindahlin indeksi ja verrataan niitä yritysten E/P-lukuihin.

Taulukko 6. Äänivallan ja omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen E/P-lukuun (riippumattomien otosten t-testi)

1. Äänivallan keskittyminen

Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
VOTE < 0.15	0.0634	26	0.02874	0.024**
VOTE = 0.2	0.0915	38	0.06565	

2. Omistajuuden keskittyminen

Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
SHARE < 0.15	0.0681	29	0.04215	0.259
SHARE = 0.2	0.0834	34	0.06087	

3. Äänivallan keskittyminen (Herfindahlin indeksi)

Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
VHERF < 0.05	0.0626	28	0.02893	0.014**
VHERF = 0.1	0.0942	34	0.06432	

4. Omistajuuden keskittyminen (Herfindahlin indeksi)

Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
SHERF < 0.05	0.0715	34	0.04508	0.172
SHERF = 0.1	0.0903	29	0.06242	

***, **, * osoittavat vastaavasti 1%, 5% ja 10% merkitsevyystasoa

Saadut tulokset viittaavat siihen, että äänivallan keskittyminen laskee yrityksen arvoa, kun tilannetta analysoidaan yhteisesti kaikkien yritysten osalta. Sen sijaan suuren osakemäärän omistajan läsnäolo ei vaikuta yrityksen arvoon suuntaan eikä toiseen. Saatu tulos viittaa tilanteeseen, jossa yrityksen äänivalta on keskittynyt enemmän kuin omistajuus ja huomattavan äänivallan omaavat osakkeenomistajat ajavat omia etujaan. Jos ääni- ja omistusosuus yrityksestä eivät oikeuta samaan osuuteen yrityksen tuotoista, kasvavat suur- ja pienosakkaiden väliset intressierot. Näin ollen äänioikeuksien

keskittyminen ilman osinko-oikeuksien vastaavaa keskittymistä saattaa laskea yrityksen arvoa. (Tilannetta tutkitaan tarkemmin luvussa 4.3.2.)

Toisessa vaiheessa suoritetaan ensimmäistä vaihetta vastaavat testit kuitenkin siten, että yritykset on jaettu toimialan perusteella kahteen osaan: informaatorakenteeltaan avoimiin (T&K-menot matalat) ja informaatorakenteeltaan suljettuihin (T&K-menot korkeat). Toimialajako on kuvattu tarkemmin luvussa 4.1. Toisen vaiheen testien tulokset on kerätty taulukkoon 7.

Tutkittaessa suurimman äänivallan omistajan läsnäolon suhdetta E/P-lukuun havaitaan, että avoimen informaatorakenteen aloilla äänivallan keskittymisen ja yrityksen arvon välillä vallitsee selvä negatiivinen relaatio. Niiden yritysten E/P-luku on erittäin merkittävästi korkeampi, joiden omistajarakenteessa on äänivaltakeskittymä. Tilanne on päinvastainen suljetun informaatorakenteen aloilla, joilla äänivallan keskittymisen ja yrityksen arvon välillä vallitsee positiivinen relaatio – joskaan ei yhtä selvä.

Suurimman osakemäärän omistajan läsnäolon relaatio E/P-lukuun näyttäisi myös olevan merkittävästi negatiivinen suljetun informaatorakenteen aloilla eli osakeomistuksen keskittyminen ja yrityksen arvon välillä vallitsee positiivinen relaatio. Sen sijaan avoimen informaatorakenteen aloilla osakeomistuksen keskittymisen ja yrityksen arvon välillä ei havaita niin positiivista kuin negatiivistakaan merkittävää relaatiota.

Kun äänivallan (omistajuuden) keskittymistä mitataan herfindahlin indeksillä, tilanne on jälleen lähes täysin vastaava kuin käytettäessä äänivaltamuuttujana (osakeosuusmuuttujana) ainoastaan suurimman osakkaan äänivaltaa (osakemäärää).

Taulukko 7. Äänivallan ja omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen E/P-lukuun, yritykset jaettu informaatorakenteensa mukaan avoimiin (alhaiset T&K-menot) ja suljettuihin (korkeat T&K-menot) ; (riippumattomien otosten t-testi)

1. Äänivallan keskittyminen

Toimiala	Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
Avoin informaatorakenne	VOTE < 0.15	0.0747	14	0.00727	0.004***
	VOTE = 0.2	0.1183	26	0.01207	
Suljettu informaatorakenne	VOTE < 0.15	0.0503	12	0.00739	0.100*
	VOTE = 0.2	0.0334	12	0.00651	

2. Omistajuuden keskittyminen

Toimiala	Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
Avoin informaatorakenne	SHARE < 0.15	0.0853	15	0.04876	0.198
	SHARE = 0.2	0.1082	23	0.05777	
Suljettu informaatorakenne	SHARE < 0.15	0.0497	14	0.02372	0.065*
	SHARE = 0.2	0.0316	11	0.02275	

3. Äänivallan keskittyminen (Herfindahlin indeksi)

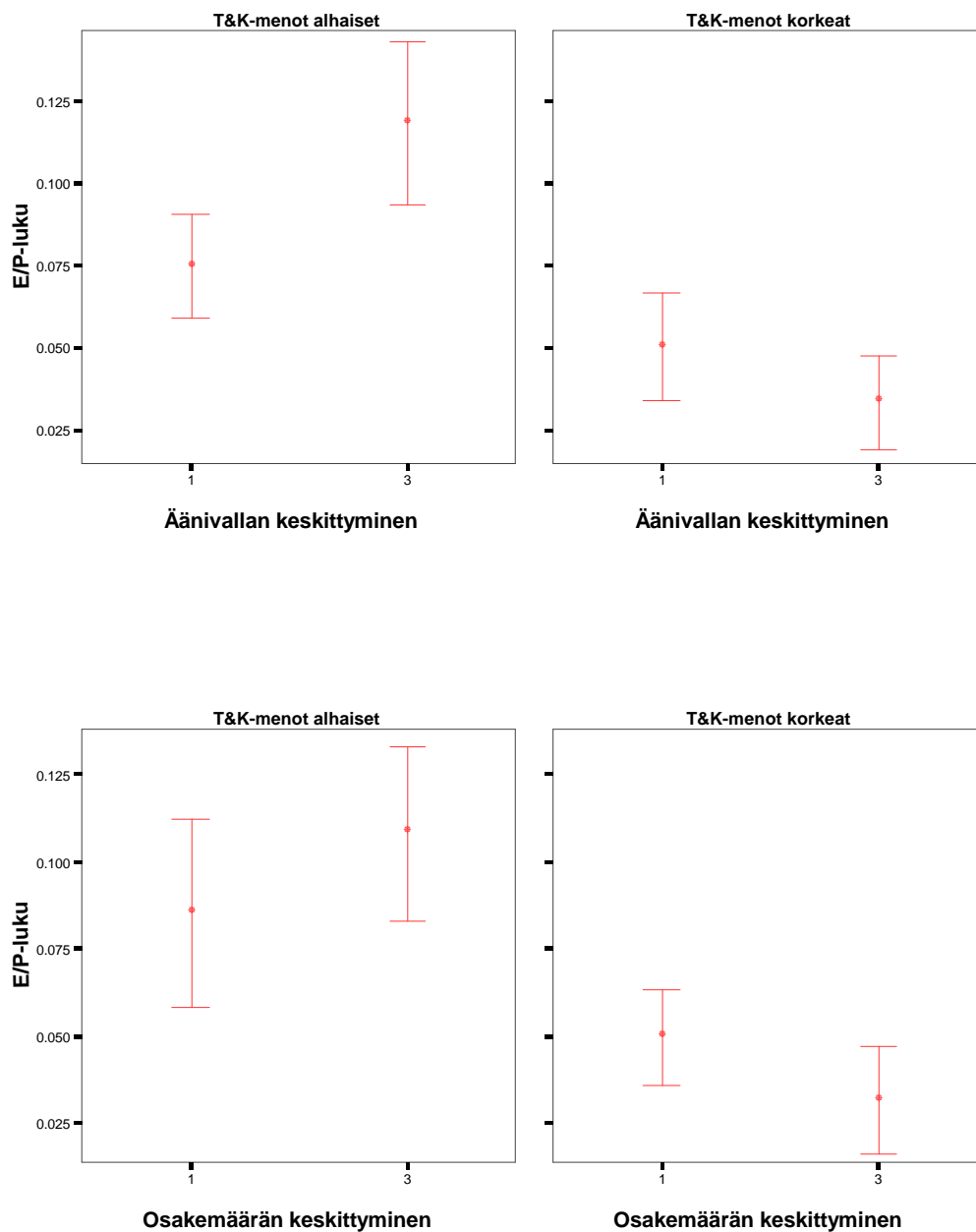
Toimiala	Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
Avoin informaatorakenne	VHERF < 0.05	0.0710	15	0.02929	0.006***
	VHERF = 0.1	0.1190	24	0.05975	
Suljettu informaatorakenne	VHERF < 0.05	0.0530	13	0.02632	0.089*
	VHERF = 0.1	0.0346	10	0.02167	

4. Omistajuuden keskittyminen (Herfindahlin indeksi)

Toimiala	Suurin omistaja	E/P	N	Keskihajonta	p-arvo (2-puol.)
Avoin informaatorakenne	SHERF < 0.05	0.0868	19	0.05189	0.111
	SHERF = 0.1	0.1156	20	0.05785	
Suljettu informaatorakenne	SHERF < 0.05	0.0521	15	0.02459	0.088*
	SHERF = 0.1	0.0340	9	0.02289	

***, **, * osoittavat vastaavasti 1%, 5% ja 10% merkitsevyystasoa

Kuvan 8 ylärivillä on esitetty äänivallan keskittymisen suhde yritysten E/P-lukuun nopeasti (T&K-menot korkeat) ja hitaasti kasvavilla (T&K-menot alhaiset) toimialoilla. Pylväiden ylä- ja alarajat kuvaavat keskiarvojen 95% luottamusväliä ja pisteet keskiarvoja. Alarivillä on vastaava tilanne, mutta äänimäärän keskittymisen tilalla on osakemäärän keskittyminen. Kuvat ovat graafisia esityksiä taulukon 7 kohtien 1 ja 2 analyysituloksista.



Kuva 8. Yläriivi: Äänivallan keskittymisen suhde yritysten E/P-lukuun nopeasti ja hitaasti kasvavilla toimialoilla – E/P-lukujen keskiarvot ja keskiarvojen 95% luottamusväli (1=Äänivalta hajautunut, 3=Äänivalta keskittynyt)
Alarivi: Osakemäärän keskittymisen suhde yritysten E/P-lukuun nopeasti ja hitaasti kasvavilla toimialoilla – E/P-lukujen keskiarvot ja keskiarvojen 95% luottamusväli (1=Osakemäärä hajautunut, 3= Osakemäärä keskittynyt)

Kuvasta 8 voi myös havaita, että alhaisten T&K-menojen aloilla osakemäärän keskittyminen ei vaikuta niin voimakkaasti yritysten E/P-lukuihin kuin äänivallan keskittyminen. Kuvan ylemmällä rivillä 95% luottamusvälit eivät ole lainkaan päällekkäisiä, mutta alemmalla rivillä ryhmien luottamusvälit ulottuvat toistensa keskiarvojen yli. Toisin sanoen ryhmäkeskiarvot mahtuvat toistensa luottamusväleille. Sen sijaan korkeiden T&K-menojen aloilla ryhmäkeskiarvot eivät mahdu toistensa luottamusväleille kummassakaan tapauksessa. Näin ollen ryhmien keskiarvoilla voidaan katsoa olevan tilastollisesti merkisevä ero.

Äänivallan keskittymisen relaatio E/P-lukuun on erittäin merkittävästi positiivinen avoimen informaatorakenteen aloilla. Näin ollen äänivallan keskittymisen voidaan todeta liittyvän selvästi yrityksen arvon laskuun perinteisillä teollisuudenaloilla.

Perinteisillä eli informaatorakenteeltaan avoimilla teollisuudenaloilla yrityksen sisäpiirillä ei ole suuria mahdollisuuksia saavuttaa huomattavaa liiketoiminnan kasvua ja sitä kautta korkeita tuottoja. Aloilla vallitsee erittäin voimakas kilpailu, mikä on johtanut katteiden laskuun, ja omien uusien innovaatioiden keksiminen ei ole kovin todennäköistä. Sen sijaan innovaatio (esim. substituuttihyödyke) saattaa tulla ulkopuolelta ja pahimmassa tapauksessa syrjäyttää oman toiminnan markkinaosuutta.

Koska yrityksen sisäpiiriin lukeutuva suuromistaja on usein ilmeisen halukas pitämään kiinni äänivallastaan, voidaan olettaa hänen saavan yrityksestä hyötyjä joillain muilla tavoin kuin pelkästään oikeudesta kassavirtaan – erityisesti, jos äänioikeus ei ole tasavertaisessa suhteessa osinko-oikeuksiin. Myös markkinat huomioivat suuromistajien mahdollisen omien etujen tavoittelun ja sisällyttävät nämä odotukset osakkeen arvoon. Toisin sanoen muut sijoittajat tulkitsevat suuromistuksen signaaliksi heikkenevästä tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon perinteisillä teollisuudenaloilla.

Sen sijaan suljetun informaatorakenteen aloilla omistajuuden keskittymisen relaatio E/P-lukuun näyttäisi olevan merkittävästi negatiivinen huolimatta siitä, miten omistajuuden keskittymistä mitataan. Tämä viittaa siihen, että yrityksen sisäpiirillä voi olla mahdollisuus vaikuttaa yrityksen päätösten tekoon informaatorakenteeltaan suljettujen yritysten osalta. Näin ollen juuri kyseisillä uusilla teollisuudenaloilla suurilla

sisäpiiriomistajilla saattaisi olla positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja arvoon.

Uusilla teollisuudenaloilla sisäpiiri voi odottaa saavansa huomattavia hyötyjä liiketoiminnan kasvusta, sillä alan kehittyminen on vielä kesken. Jos sisäpiiri onnistuu ratkaisuihinsa, mahdollisuus yrityksen tuottojen voimakkaaseen kasvuun on olemassa. Lisäksi sisäpiiri haluaa pitää kiinni omistuksestaan, sillä suljetun informaatorakenteen aloilla muilla tahoilla on minimaaliset mahdollisuudet monitoroida yritystä tehokkaasti. Myös markkinat huomioivat suuromistajien odotetun vaikutuksen yrityksen suorituskykyyn ja sisällyttävät nämä odotukset osakkeen arvoon. Toisin sanoen uusilla ja kehittyvillä teollisuudenaloilla muut sijoittajat tulkitsevat suuromistuksen signaaliksi paremmasta tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon.

4.3.2 Regressiomalli äänivallan keskittymisen vaikutuksesta yrityksen arvoon

Tässä luvussa esitetään regressiomalli, jolla tutkitaan omistusrakenteen suhdetta yrityksen arvoon. Omistusrakenteen tutkimisen keskeisessä osassa on ääni- ja osinko-oikeuden eron mahdollinen negatiivinen vaikutus arvoon, mistä saatiin jo alustavia viitteitä edellisessä luvussa 4.3.1. Mallin muodostuksen lähtökohtana on käytetty Morckin et al. (1988) regressiomallia sisäpiiriomistuksen vaikutuksesta yrityksen arvoon. Heidän mallissaan ei kuitenkaan analysoitu ääni- ja osinko-oikeuden eron vaikutusta yrityksen arvoon.

Seuraavassa esitetään estimoitava paloittain jatkuva PNS:n lineaarinen regressiomalli (*piecewise OLS linear regression model*). Mallin muuttujat on esitelty aiemmin taulukossa 2.

$$EP = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_1 GROWTH + \mathbf{a}_2 DEBT + \mathbf{a}_3 LVOTSHA + \mathbf{a}_4 SECTOR + \mathbf{a}_5 LVOTE + \mathbf{a}_6 VOTE_A + \mathbf{a}_7 VOTE_B$$

Selitettävänä muuttujana mallissa on yrityksen E/P-luku ja selittäjinä liikevaihdon kasvu, korollisten velkojen suhde taseen loppusummaan, ääni- ja osinko-oikeuksien ero

(dummy-muuttuja), toimiala (dummy-muuttuja), sekä omistajuuden keskittymistä kuvaavat muuttujat. Morck et al. (1988) mallin mukaan oletetaan, että äänivallan keskittymisen ja E/P-luvun välillä vallitsee lineaarinen relaatio, joka muuttuu omistajuuden keskittymisen kasvaessa tiettyjen pisteiden yli. Tämän vuoksi malliin on sisällytetty paloittain jatkuvia muuttujia. Esitetystä mallista omistajuuden keskittymistä kuvaavista muuttujista ensimmäinen (*VOTE_A*) estimoii regressiosuoran, jos suurimman omistajan äänivalta on alle 25 prosenttia, ja toinen (*VOTE_B*), jos äänivalta on yli 25 prosenttia. Esimerkiksi, jos suurimman omistajan ääniosuus yrityksestä olisi 0.27, muuttujat saisivat arvot $VOTE_A = 0.25$ ja $VOTE_B = 0.02$. Jos suurimman omistajan ääniosuus yrityksestä olisi puolestaan 0.17, muuttujien arvot olisivat $VOTE_A = 0.17$ ja $VOTE_B = 0.00$.

Morck et al. (1988) esittivät, että sisäpiirin omistusosuuden ja yrityksen arvon välillä vallitsee paloittain jatkuva lineaarinen regressio. He käyttivät tutkimuksessaan 5 prosentin ja 25 prosentin sisäpiiriomistuksen raja-arvoja pisteinä, joissa regressiosuoran kulmakerroin muuttuu. Koska laajasti omistettuja yrityksiä on kuitenkin Suomessa hyvin vähän, 5 prosentin äänivaltaraja-arvoa on käytännössä vaikea käyttää tilastollisessa testauksessa. Sen sijaan 25 prosentin raja-arvo sopii käytettävään suomalaiseen aineistoon. Se jakaa aineiston karkeasti ottaen kahteen yhtä suureen joukkoon. Morckin et al. perustelut kyseisten raja-arvopisteiden valinnalle eivät olleet kovin vahvoja. Suurimpana syynä pisteiden valintaan olikin, että kyseisten pisteiden käyttäminen testauksessa antoi korkeimman selityksasteen estimoitavalle mallille. Tässä tutkimuksessa käytettävä raja-arvopiste on valittu käytännössä samoin perustein. Tosin tukena oli Morckin et al. mallin ohella myös Stulzin (1988) esittämä malli, jossa valitut raja-arvopisteet ovat lähes samat.

Mallin yhtäläisyyksiä Morck et al. (1988) tutkimuksen kanssa lisää myös se, että suomalaisia suuromistajia voidaan perustellusti pitää sisäpiiriomistajina. Suomessa yritysten omistajuus on niin voimakkaasti keskittynyttä, että suurimpien omistajien olettaminen täysin ulkopuoliseksi omistajiksi olisi vaikea hyväksyä. Lisäksi Suomessa yritysten suurimmalla omistajalla on lähes poikkeuksetta edustus yritysten hallituksissa.

Taulukossa 8 on esitetty regressiomallin estimoitujen parametrien arvot. Ensimmäisessä sarakkeessa ovat mallin estimointitulokset, kun mallista jätettiin pois omistajuuden keskittymistä kuvaavat paloittain jatkuvat muuttujat (*VOTE_A* ja *VOTE_B*) sekä toimivan johdon äänivalta (*LVOTE*). Toisessa sarakkeessa paloittain jatkuvat muuttujat ovat mukana, mutta ei toimivan johdon osuutta, ja kolmanteen malliin on sisällytetty kaikki muuttujat.

Mallin keskeisin parannus verrattuna Morckin et al. (1988) malliin on ääni- ja osinko-oikeuden eron (*HVOTSHA*) vaikutuksen lisääminen estimoitavien parametrien joukkoon. Muuttujan vaikutus E/P-lukuun on tilastollisesti erittäin merkitsevästi positiivinen. Äänioikeuksien keskittymisellä ilman osinko-oikeuksien vastaavaa keskittymistä näyttäisi siis olevan selvä laskeva vaikutus yrityksen arvoon. Sisäpiirin intressit verrattuna muiden sijoittajien intresseihin ovat erilaiset, koska ääni- ja osinko-oikeudet eivät ole tasavertaisessa asemassa. Markkinat huomioivat odotetun vaikutuksen yrityksen suorituskykyyn ja sisällyttävät nämä odotukset osakkeen arvoon. Toisin sanoen muut sijoittajat tulkitsevat epätasaisesti jakautuneen ääni- ja osinko-oikeuden signaaliksi heikommasta tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon.

Taulukko 8. Pienimmän neliösumman regressiot E/P-luvulle, jossa selittävinä muuttujina liikevaihdon kasvu, korollisten velkojen suhde taseen loppusummaan, ääni- ja osinko-oikeuksien ero (dummy), toimiala (dummy), sekä omistajuuden keskittymistä kuvaavat muuttujat. Aineistona 77 teollisuusyritystä HEX:n Päälistalta 1999-2000.

Selittävät muuttujat ^a	Selitettävä muuttuja		
	EP	EP	EP
(Vakio)	0.110*** (4.094) ^b	0.103*** (3.713)	0.098*** (3.350)
GROWTH	-0.0346 (-1.610)	-0.0412* (-1.910)	-0.0356 (-1.505)
DEBT	0.0703** (2.155)	0.0789** (2.350)	0.0586* (1.675)
HVOTSHA	0.0517*** (3.758)	0.0590*** (3.879)	0.0675*** (3.724)
SECTOR	-0.0421*** (-3.762)	-0.0387*** (-3.395)	-0.0372*** (-3.104)
LVOTE	-	-	-0.0496* (-1.707)
VOTE_A	-	0.0983 (1.256)	0.163** (2.103)
VOTE_B	-	-0.0790* (-1.852)	-0.107** (-2.314)
N (yritysten lukumäärä)	77	77	77
Adj. R ²	0.395	0.409	0.398
F ^b	12.775***	9.317***	7.694***

^a Muuttujat on määritelty taulukossa 2.
^b Muuttujien parametrien t-luvut on esitetty suluissa
***, **, * osoittavat vastaavasti 1%, 5% ja 10% merkitsevyystasoja

Paloittain jatkuvan lineaarisen regression parametrien estimointi osoittaa, että suurimman omistajan äänivallan kasvaessa nolasta 25 prosenttiin (*VOTE_A*) yrityksen E/P-luku kasvaa. Kolmannessa sarakkeessa esitetystä mallista havaitaan, että äänivallan kasvaessa 1 prosenttiyksikön verran E/P-luku kasvaa keskimäärin 0.0016 ($t = 2.103$) yksikköä. Kasvu on tilastollisesti merkitsevä 5% riskitasolla. Näin ollen suurimman omistajan äänivallan kasvu välillä 0-25% näyttäisi laskevan yrityksen arvoa.

Toisen sarakkeen mallissa kyseisen muuttujan (*VOTE_A*) vaikutus ei ole tilastollisesti merkitsevä. Tilastolliseen merkitsevyyteen voitaisiin vaikuttaa, jos mallia muutettaisiin lisäämällä suurimman omistajan äänivallan muuttujaan toinen raja-arvopiste 10 prosentin kohdalle. Uusi malli vastaisi vielä lähemmin Morckin et al. (1988) mallia. Uuden mallin selitysaste laskisi kuitenkin huomattavasti, sillä välillä 0-10% äänivallan keskittymisellä ei ole tutkimusaineistossa tilastollista merkitsevyyttä.

Suurimman omistajan äänivallan kasvaessa 25 prosentista ylöspäin (*VOTE_B*) E/P-luku laskee, mikä puolestaan viittaa yrityksen arvon kasvuun kyseisellä alueella. Kolmannessa sarakkeessa esitetystä mallista havaitaan, että äänivallan 1 prosenttiyksikön kasvu laskee E/P-lukua keskimäärin 0.0011 ($t = -1.852$) yksikköä. E/P-luvun lasku on myös tilastollisesti merkitsevä sekä toisessa että kolmannessa mallissa.

Estimoinnissa saadut tulokset ovat periaatteessa täysin yhteneviä Morck et al. (1988) saamien tulosten kanssa, jos suomalaisten pörssiyritysten suurimman äänivallan omistaja rinnastetaan amerikkalaisen yrityksen sisäpiiriin: johtoon ja hallituksen jäseniin. Suurimman äänivallan omistajan ääniosuuden kasvu voi lisätä toimivan johdon valtaa ja urautumista vanhoihin kaavoihin, korottaa johdon statusta ja äänivaltaa, vähentää ammattimaisten yritysjohtajien käyttöä sekä ulkopuolisten hallitusten jäsenten valtaa. Mikä tahansa edellisistä tai kaikki yhdessä saattavat aiheuttaa yrityksen arvon laskua, jos suurimman äänivallan omistajan ääniosuus on alle 25 prosenttia. Toisin sanoen linnoittautumishypoteesi näyttää dominoivan yhtenevien intressien hypoteesiä.

Kun suurimman äänivallan omistajan ääniosuus saavuttaa 25 prosentin raja-arvon tai ylittää sen, sisäpiirin valta on jo niin korkea, että ääniosuuden kasvaminen lisää ei enää vahvasta linnoittautumisvaikutusta. Sen sijaan yhtenevien intressien vaikutus kasvaa edelleen, koska omistusosuuden kasvu kasvattaa yhä suuromistajan osuutta yrityksen kassavirrasta ja kassavirtavaikutus yhdentää suuromistajan intressejä muiden sijoittajien kanssa. Tämän vuoksi erittäin suuri sisäpiiriomistus (yli 25 prosentin osuus äänivallasta) saattaa heijastaa puhtaasti yhtenevien intressien vaikutusta ja siten vaikuttaa positiivisesti yrityksen arvoon. Tosin laajasti omistettujen yritysten arvostustasolle erittäin suurikaan sisäpiiriomistus ei yllä. Siihen voi puolestaan olla syynä omistajuuden keskittymisen likviditeettivaikutus, sillä yrityksen osakkeen

alhainen likviditeetti laskee yrityksen arvoa. Omistajuuden huomattava keskittyminen laskee väistämättä osakkeen likviditeettiä ja useiden suomalaisyritysten osakkeiden alhainen likviditeetti painaa yrityksen arvoa.

Toimivan johdon äänivallan kasvu näyttää laskevan E/P-lukua. Näin ollen johdon osakeosuuden ja yrityksen arvon välillä vallitsee positiivinen relaatio. Markkinat tulkitsevat toimivan johdon osakeomistuksen signaaliksi korkeasta tulevaisuuden suorituskyvystä. Toimivan johdon omistus on suhteellisen vähäistä, joten arvoa laskeva linnoittautumisvaikutus ei ole näkyvää, jollei suuromistajan valta ole toimivan johdon äänivallan tukena. Sen sijaan toimivan johdon intressien voidaan arvioida yhtenevän muiden osakkeenomistajien kanssa, jos johdon osakeomistus kasvaa.

Mallin mukaan velanoton kasvu laskee yrityksen arvoa. Laman jälkeisessä Suomessa velanottoon on kenties suhtauduttu kansainvälisesti vertaillen keskimääräistä kriittisemmin ja on mahdollista, että sama asenne heijastuu sekä yritysten pääomarakenteista että markkinoiden arvostuksesta. Velanoton taustalla voivat olla lisäinvestointien rahoitustarve, vaikka markkinoiden kannalta tehokkaampaa saattaisi olla toiminnan rationalisointi. Korkea investointiaste hitaasti kasvavilla teollisuudenaloilla saattaa laskea yrityksen arvoa. Toisaalta korkeasta velkaisuudesta aiheutuva konkurssiriskin kasvu tai pakkosaneerauksen uhka laskevat myös yrityksen arvoa.

Muodostettujen mallien selitysasteet ovat suhteellisen korkeita. Käytetyt muuttujat selittävät mallista riippumatta noin 40% yritysten E/P-lukujen vaihtelusta. Verrattaessa niitä aiempien tutkimusten tasoon ne ovat jopa huomattavan korkeita. Regressiomallin tarkemmat tulokset ja perusoletusten tarkistus on esitetty liitteessä 3.

Estimointitulosten luotettavuus herättää kuitenkin useita kysymyksiä: 1) Ovatko saadut tulokset stabiileja yli ajan ja onko tutkimusaineiston koko riittävän suuri tukemaan tehtyjä päätelmiä? 2) Huomoidaanko regressiomallissa riittävästi yrityksen kasvu-mahdollisuuksien vaikutusta yrityksen arvoon? 3) Vaikuttaako sisäpiirin rajallinen varallisuus siihen, kuinka suuren osuuden he yrityksestä omistavat?

Tutkimusaineisto on kerätty vuosilta 1999-2000, mikä on ajanjaksona lyhyt. Lisäksi kyseisinä vuosina pörssikurssit nousivat Suomessa erittäin voimakkaasti, mikä ei voi olla vaikuttamatta tutkimustuloksiin, sillä omistusrakenteet eivät muuttuneet pörssikurssien kanssa samassa tahdissa. Koska omistusrakenteet näyttävät olevan suhteellisen vakaat ja pörssikurssit puolestaan epävakait, voidaan olettaa, että pidemmän aikavälin tulokset saattaisivat erota jossain määrin nyt saaduista tuloksista. Suurimmilta heilahteluilta on kuitenkin pyritty välttymään käyttämällä laskennassa tunnuslukujen keskiarvoja kyseisten vuosien 1999-2000 ajalta. Tutkimusaineisto on myös yritysten määrän osalta suhteellisen pieni, mutta käsittää suomalaisista suuryrityksistä erittäin merkittävän osan. Mukana ovat kaikki HEX:n Päälistalla olevat suuret teollisuusyritykset. Perheyriyten tilinpäätöstietojen rajallinen saatavuus ja erityisesti arvonmäärityksen vaikeus muodostivat luonnollisen rajauksen aineiston koolle.

Yrityksen kasvumahdollisuuksia on mallissa kuvattu T&K-menoihin perustuvalla toimialajakoilla sekä edellisten vuosien liikevaihdon kasvulla. Toimialajakoa ei aineiston pienuuden vuoksi voi tarkentaa, sillä eri alojen yritysten määrä jäisi liian alhaiseksi. Liikevaihdon kasvun ohella malliin kokeiltiin myös yritysten nettotuloksen kasvun sisällyttämistä, mutta nettotulosten heilahteluiden vuoksi muuttujan merkitsevyys oli heikko.

Yrityksen sisäpiirin rajallinen varallisuus voi vaikuttaa osaltaan omistusosuuden suuruuteen eri tavalla, jos yrityksen arvo on korkea tai matala. Tätä vaikutusta tutkimuksessa ei ole voitu huomioida, sillä sisäpiirin varallisuus ei ollut tiedossa. Jos yrityksen pääoman arvo on matala, sisäpiirillä on paremmat edellytykset hankkia suurempi omistusosuus yrityksestä.

Kaiken kaikkiaan mallin eroavaisuudet aiempiin malleihin verrattuna ovat vähäisiä. Keskeisimmät tutkimuserot ovat aineiston pienehkö koko ja sen vuoksi epätarkempi toimialajako aiempiin malleihin verrattuna. Toisaalta mallin toimivuutta Suomen oloissa on parannettu huomioimalla ääni- ja osinko-oikeuksien eron vaikutus yrityksen arvoon.

5 Päätelmät

Tässä tutkimuksessa selvitettiin teoreettisesta ja empiirisestä näkökulmasta, miten yritysten omistajuuden keskittyminen ja arvo liittyvät toisiinsa. Yhteyttä analysoitiin aiemmissa tutkimuksissa esitettyjen argumenttien pohjalta ja ne huomioiden muodostettiin käsitys omistajuuden keskittymisen vaikutuksista myös manner-eurooppalaisesta ja samalla suomalaisesta näkökulmasta. Lisäksi työssä tutkittiin omistajuuden keskittymisen yhteyttä yrityksen pääomarakenteeseen.

Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen velkarahoitukseen viittaisi siihen, että suuromistajat haluavat vähentää oman riskirahoituksensa osuutta yrityksen kokonaispääomasta lisäämällä yrityksen velanottoa. Omistajuuden keskittymisen vaikutus velkaisuusasteeseen on osittain selitettävissä osakkeenomistajien erilaisilla riskipreferensseillä. Kontrolloivan osakkeenomistajan läsnäolo voi lisätä yrityksen velanottoa, sillä hän haluaa hajauttaa riskiään ottamalla velkaa. Kontrolloivalla osakkeenomistajalla on intressi sitoutua vähemmän riskiä karttavaan investointikäyttäytymiseen, jotta osakkeen arvo nousisi. Tämä sitoutuminen voidaan tehdä ottamalla velkaa, sillä velanotto siirtää osan oman pääoman sijoittajien riskistä vieraan pääoman sijoittajien kannettavaksi.

Lisäksi suuromistajalla voi olla halu säilyttää valtansa, mutta rajallinen varallisuus, minkä vuoksi lisärahoitus on tarvittaessa hankittava ottamalla velkaa. Velanotto ei hajauta suuromistajan omistusosuutta eikä äänivaltaa yrityksessä. Suuromistajan monitorointi voi myös laskea velanotosta aiheutuvia agentuurikustannuksia ja samalla vieraan pääoman kustannukset laskisivat. Näin ollen velkaisuusasteen tulisi olla korkeampi niissä yrityksissä, joiden omistajuus on keskittynyttä.

Useissa taloustieteellisissä artikkeleissa on analysoitu omistajuuden keskittymisen suhdetta yrityksen arvoon. Myös empiiristä evidenssiä aiheesta on olemassa, vaikkakin tulokset ovat olleet ainakin jossain määrin ristiriitaisia. Angloamerikkalaiseen malliin keskittyneet tutkimukset korostavat ulkopuolisen suuromistajan monitorointia ja sen tuomaa suorituskyvyn kasvua. Sen sijaan Manner-Euroopassa ja myös Suomessa päämies-agentti -asetelmaa paremmin tilannetta kuvaa sisäpiirin ja ulkopiirin välinen

tasapaino. Yrityksen sisäpiiri voi olla ainoa taho, jolla on mahdollisuus vaikuttaa yrityksen päätösten tekoon nopeasti kehittyvillä teollisuudenaloilla. Suomessa omistus on niin keskittynyttä, että sisäpiirillä voidaan olettaa olevan paljon yrityksen toimintaan liittyvää tietoa. Suuromistajilla on siis riittävä tieto ja kasvumahdollisuuksien myötä myös riittävä intressi tehokkaaseen monitorointiin. Näin ollen juuri kehittyvillä teollisuudenaloilla suurilla sisäpiiriomistajilla voi olla positiivinen vaikutus yrityksen suorituskykyyn ja arvoon. Sen sijaan perinteisillä teollisuudenaloilla suurista sisäpiiriomistajista ei mannereurooppalaisessa mallissa olisi lainkaan hyötyä, sillä monitorointi olisi informaation avoimuuden vuoksi mahdollista kaikille sijoittajille ja markkinoilla pystyttäisiin nopeasti reagoimaan yrityksen toimiin 'oikealla' tavalla. Lisäksi perinteisten alojen niukat kasvumahdollisuudet eivät kannusta suuromistajia monitoroimaan tehokkaasti.

Tässä tutkimuksessa saadut empiiriset tulokset tukevat oletusta, jonka mukaan suuromistajan läsnäolo laskee yrityksen arvoa perinteisillä teollisuudenaloilla. Toisin sanoen suuromistajan läsnäolo tulkitaan signaaliksi heikommasta tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon. Nopeasti kehittyvät alat puolestaan hyötyvät kontrolloivan sisäpiiriomistajan läsnäolosta. Saatujen analyysitulosten mukaan uusilla aloilla suuromistajan läsnäolo tulkitaankin signaaliksi paremmasta suorituskyvystä, mikä kohottaa yrityksen arvoa. Nopeasti kehittyvillä aloilla ulkopuolisen osakkeenomistajan on käytännössä mahdotonta monitoroida yritystä tehokkaasti, sillä riittävän informaation saaminen on työlästä.

Tutkimuksen keskeisin tulos omistusrakenteen ja yrityksen arvon yhteydestä liittyy ääni- ja osinko-oikeuksien suhteeseen. Suhteen vaikutusta tutkittiin regressiomallilla, jossa omistusrakennetta kuvaavilla muuttujilla ja muutamalla kontrollimuuttujalla selitettiin yrityksen E/P-lukua. Mallin olennaisin parannus verrattuna Morckin et al. (1988) malliin oli juuri ääni- ja osinko-oikeuden eron vaikutuksen lisääminen estimoitavien parametrien joukkoon. Muuttujan vaikutus E/P-lukuun oli tilastollisesti erittäin merkitsevästi positiivinen. Näin ollen äänioikeuksien keskittymisellä ilman osinko-oikeuksien vastaavaa keskittymistä näyttäisi siis olevan selvä laskeva vaikutus yrityksen arvoon.

Ääni- ja toimeenpanovaltaa hallitsevan sisäpiirin intressit verrattuna muiden sijoittajien intresseihin ovat erilaiset, koska ääni- ja osinko-oikeudet eivät ole tasavertaisessa asemassa. Sisäpiiri voi hyötyä yrityksestä muulla tavoin kuin pelkästään osuudestaan yrityksen taloudelliseen voittoon – erityisesti, koska heidän osuutensa voitosta ei ole ääniosuuden muikainen. Markkinat huomioivat odotetun vaikutuksen yrityksen suorituskykyyn ja sisällyttävät nämä odotukset osakkeen arvoon. Toisin sanoen muut sijoittajat tulkitsevat epätasaisesti jakautuneen ääni- ja osinko-oikeuden signaaliksi heikommasta tulevaisuuden suorituskyvystä suhteessa sillä hetkellä havaittavaan tuottotasoon.

Saatujen tutkimustulosten luotettavuus herättää kysymyksiä, vaikka tulosten tilastollinen merkitsevyys on huomattavan korkea. Tutkimusaineisto on hyvin kattava suomalaisten pörssiyritysten osalta, mutta tulosten stabiilisuutta pitkällä aikavälillä aineistosta ei voida päätellä. Lisäksi yritysten kasvumahdollisuuksien vaikutukset yritysten arvoon ovat hyvin yrityskohtaisia, mitä ei käytetyissä tutkimusmenetelmissä voitu kovin tarkasti huomioida. Kasvumahdollisuuksien huomiointi perustui T&K-menoihin ja toimialajakoon sekä liikevaihdon kasvuun, vaikka yrityksen arvoon sisältyvät odotukset perustuvat myös muihin tekijöihin. Koska tutkimusaineisto ei sisältänyt tietoa sisäpiirin kokonaisvarallisuudesta, tutkimuksessa ei voitu ottaa kantaa myöskään siihen, vaikuttaako sisäpiirin rajallinen varallisuus heidän omistusosuuteensa.

Jatkotutkimusaihe voisi liittyä omistajuuden keskittymisen ja yrityksen arvon syy-yhteyden empiiriseen testaukseen sekä tässä tutkimuksessa saatujen tulosten testaukseen pitkällä aikavälillä. Tutkimukseen tarvittavan dynaamisen mallin luomiseen olisi välttämätöntä saada laaja paneeliaineisto.

Lähdeluettelo

- Ang, J., Cole, R., Lin, J. (2000) Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, vol 55 no 1, 81-106
- Becht, M., Röell, A. (1999) Blockholdings in Europe: An International Comparison, *European Economic Review*, vol 43, 1049-1056
- Berger, P., Ofek, E., Yermack, D. (1997) Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *The Journal of Finance*, vol 52 no 4, 1330-1358
- Berglöf, E. (1990) *Corporate Control and Capital Structure – Essays on Property Rights and Financial Contracts*, Stockholm School of Economics
- Blair, M. (1995) *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington: Brookings Institution
- Blommestein, H. (1998) Impact of Institutional Investors of Financial Markets, teoksessa *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Pariisi: OECD Publications, 29-106
- Bolton, P., Von Thadden, E-L. (1998) Blocks, Liquidity, and Corporate Control, *The Journal of Finance*, vol 53 no 1, 1-25
- Bruce, A., Buck, T. (1997) Executive Reward and Corporate Governance, teoksessa *Corporate governance – economic, management, and financial issues*, Keasey, K., Thompson, S., Wright, M. (toim.), Oxford University Press, 80-102
- Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, vol 112, 693-728
- Charkham, J. (1994) A Larger Role Institutional Investors, teoksessa *Capital Markets and Corporate Governance*, Dimsdale, N., Prevezer, M. (toim.), Oxford: Clarendon Press
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, vol 93 no 6, 1155-1177
- Fama, E., Jensen, M. (1983) Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, vol 26, 301-325
- Friend, I., Lang, L. (1988) An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, vol 43, 271-282
- Goergen, M., Renneboog, L. (2000) Investment Policy, Internal Financing and Ownership Concentration in the UK, *Center for Economic Research*, Internet, Luettu 15.2.2002, <<http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/dgrkubcen20001116.html>>
- Grossman, S., Hart, O. (1988) One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, vol 20, 175-202
- Gugler, K. (2001) Conclusions and Policy Implications, teoksessa *Corporate Governance and Economic Performance*, Gugler, K. (toim.), Oxford University Press. 201-216

- Hart, O. (1995) Corporate Governance: Some Theory and Implications, *The Economic Journal*, vol 105, 678-689
- Holderness, C., Sheehan, D. (1985) Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors, *Journal of Financial Economics*, vol 14 no 4, 555-579
- Huddart, S. (1993) The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value, *Management Science*, vol 39 no 11, 1407-1421
- Hutton, W. (1995) *The State We're In*, London: Jonathan Cape, 352 s
- Ihamuotila, M. (1994) Corporate Ownership, Capital Structure and Investment: A Theory and Evidence. *Helsinki School of Economics and Business Administration*, A:97
- Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol 76 no 2, 323-329
- Jensen, M.C. (1989) Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review*, vol 67, 61-74
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol 3, 305-360
- Kaisanlahti, T. (2000) Corporate Governance ja valtio-omistaja – kehittämistarpeet, *KTM:n tutkimuksia ja raportteja*, 25/2000, 71 s
- Kay, J., Silberston, A. (1995) Corporate Governance, *National Institute Economic Review*, 84, August, 84-97
- Keasey, K., Thompson, S., Wright, M. (1997) Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions, teoksessa *Corporate governance – economic, management, and financial issues*, Keasey, K., Thompson, S., Wright, M. (toim.), Oxford University Press, 1-17
- Knopf, J., Peterson, S. (1998) The Impact of Large shareholder's and Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure: An Empirical Study of Swedish Firms, teoksessa *Essays on large shareholders and corporate control*, Peterson, S., Ekonomiska studier atgivna av nationalekonomiska institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet 79, Göteborgin yliopisto
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, vol 106, no 6, 1113-1155
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership around the World, *The Journal of Finance*, vol 54, no 2, 471-517
- Maug, E. (1998) Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control, *The Journal of Finance*, vol 53, no 1, 65-98
- McConnell, J., Servaes, H. (1990) Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, vol 27, 595-612
- McConnell, J., Servaes, H. (1995) Equity Ownership and the Two Faces of the Debt, *Journal of Financial Economics*, vol 39, 131-157
- Mehran, H. (1992) Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 27, 539-560

- Mikkelson, W., Ruback, R. (1985) An Empirical Investigation of the Interfirm Equity Investment Process, *Journal of Financial Economics*, vol 14 no 4, 523-553
- Modigliani, F., Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol 48 no 3, 261-297
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. (1988) Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, vol 20, 293-315
- Myers, S. (2001) Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, vol 15 no 2, 81-102
- Myers, S., Majluf, N. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, vol 13 no 2, 187-221
- Novaes, W., Zingales, L. (1995) Capital Structure Choice when Managers Are in Control: Entrenchment Versus Efficiency, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 5384
- Peterson, S. (1998) Large shareholdings and Corporate Control: An Analysis of Block Purchases in Swedish Public Companies, teoksessa *Essays on large shareholders and corporate control*, Peterson, S., Ekonomiska studier atgivna av nationalekonomiska institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet 79, Göteborgin yliopisto
- Pound, J. (1988) Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, vol 20, 237-265
- Shleifer, A., Vishny, R. (1988) Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, vol 94 no 3, 461-488
- Short, H., Keasey, K. (1997) Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom, teoksessa *Corporate governance – economic, management, and financial issues*, Keasey, K., Thompson, S., Wright, M. (toim.), Oxford University Press, 18-53
- Stulz, R. (1988) Managerial Control of Voting Rights, *Journal of Financial Economics*, vol 20, 25-54
- Zeckhauser, R., Pound, J. (1990) Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, teoksessa *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investments*, R. Hubbard (toim.), University of Chicago Press, Chicago, 149-180
- Zhang, G. (1998) Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions, *European Economic Review*, vol 42, 1751-1778

LIITTEET

Liite 1. Tutkimusaineiston yritykset toimialoittain

Kuljetus ja liikenne

Birka Line
Finnair
Finnlines
Silja
Viking Line

Kauppa

Kesko
Rautakirja
Stockmann
Tamro

Muut palvelut

Aldata Solution
Jaakko Pöyry
Lassila&Tikanoja
Novo Group
Rakentajain Konevuokraamo
Ramirent (A-Rakennusmies)
Tietoanator

Metalliteollisuus

Componenta
Fiskars
KCI Konecranes
Kone
Metso
Nordic Aluminium
Outokumpu
Partek
Ponsse
Rautaruukki
Raute
Rocla
Wärtsilä

Metsäteollisuus

Metsä-Serla
Stora Enso
Stromsdal
UPM-Kymmene

Monialayritykset

Aspo
Hackman

Energia

Espoon Sähkö
Fortum

Elintarviketeollisuus

Atria
Chips
HK Ruokatalo
Hartwall
Huhtamäki
Lännen Tehtaat
Olvi
Raisio

Rakennusteollisuus

Lemminkäinen
YIT-Yhtymä

Tietoliikenne ja elektroniikka

Aspocomp Group
Comptel
Eimo
Elcoteq
Elisa Communications
Instrumentarium
JOT Automation Group
KSP Yhtiöt
Nokia
PKC Group
PMJ automec
Perlos
Sonera
Stonesoft
Tampereen Puhelin
Teleste
Vaisala

Kemianteollisuus

Kemira
Orion
Uponor

Viestintä

Alma Media
SanomaWSOY
Talentum

Muu teollisuus

Amer
Kyro
Metsä Tissue
Nokian Renkaat
Rapala
Sanitec
Tamfelt

Liite 2. Omistajuuden keskittymisen suhde yrityksen kokoon

Taulukosta 9 havaitaan, että jos toimivan johdon äänivalta on suuri, yrityksen liikevaihto (luonnollinen logaritmi liikevaihdosta) on alhainen. Voidaan siis todeta, että johdon äänivalta riippuu yrityksen koosta.

Taulukko 9. Toimivan johdon äänivallan (LVOTE) suhde yrityksen liikevaihtoon

Group Statistics										
Lvote		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean					
Lturnover	alhainen	41	13.7265	1.57953	.24668					
	suuri	26	12.3898	1.19686	.23472					

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Lturnover	Equal variances assumed	1.504	.225	3.691	65	.000	1.3367	.36211	.61352	2.05991
	Equal variances not assumed			3.926	62.823	.000	1.3367	.34051	.65622	2.01721

Taulukosta 10 sen sijaan havaitaan, että suurimman omistajan äänivallalla ei ole tilastollista riippuvuutta yrityksen liikevaihdon (luonnollinen logaritmi liikevaihdosta) kanssa.

Taulukko 10. Äänivallan keskittymisen (VOTE) suhde yrityksen liikevaihtoon

Group Statistics										
Vote		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean					
Lturnover	Ääniv. hajautunut	28	13.2158	1.56682	.29610					
	Ääniv. keskittynyt	39	13.1177	1.52399	.24403					

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Lturnover	Equal variances assumed	.018	.895	.257	65	.798	.0981	.38194	-.66473	.86083
	Equal variances not assumed			.256	57.339	.799	.0981	.38370	-.67020	.86631

Liite 3. Lineaarisen regressioanalyysin tarkat tulokset ja perusoletusten tarkistus

Tässä liitteessä on esitetty sivulla 53 esitetyn lineaarisen regressiomallin tarkat tulokset ja perusoletusten tarkistus. Liitteessä esitetyt tulokset perustuvat malliin, jossa kaikki selittävät muuttujat on huomioitu.

Taulukko 11. Mallin selitysaste

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.676 ^a	.457	.398	.041693

a. Predictors: (Constant), Vote_b, Growth, Debt, Lvote, Sector, Hvotsha, Vote_a

b. Dependent Variable: EP

Taulukossa 11 on esitetty mallin selitysvoimaa kuvaavat tunnusluvut. Selitysaste (Adjusted R Square) kertoo, kuinka hyvin ko. malli selittää E/P-luvun vaihtelua.

Taulukko 12. Varianssianalyysi mallin sopivuudesta aineistoon

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.094	7	.013	7.694	.000 ^a
	Residual	.111	64	.002		
	Total	.205	71			

a. Predictors: (Constant), Vote_b, Growth, Debt, Lvote, Sector, Hvotsha, Vote_a

b. Dependent Variable: EP

Varianssianalyysi (Taulukko 12) kertoo, sopiiko malli tutkimusaineistoon. Kyseinen malli näyttää sopivan käytettyyn aineistoon erittäin hyvin (Sig. eli $p < 0.001$).

Taulukko 13. Regressiokertoimet

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.782E-02	.029		3.350	.001
	Growth	-3.56E-02	.024	-.173	-1.505	.137
	Debt	5.855E-02	.035	.164	1.675	.099
	Hvotsha	6.750E-02	.018	.438	3.724	.000
	Sector	-3.72E-02	.012	-.338	-3.104	.003
	Lvote	-4.96E-02	.029	-.181	-1.707	.093
	Vote_a	.163	.081	.243	2.013	.048
	Vote_b	-.107	.046	-.301	-2.314	.024

a. Dependent Variable: EP

Taulukon 13 regressiokertoimien perusteella voidaan kirjoittaa regressioyhtälö, jonka perusteella voidaan laskea yrityksen E/P-luvulle ennustettu arvo selittävien muuttujien perusteella. Kaikilla muilla muuttujilla paitsi liikevaihdon kasvulla (*GROWTH*) näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen E/P-lukuun. Liikevaihdon kasvun merkitsevyyden riskitaso on 0.137. Tilastollisesti erittäin merkitsevästi näyttäisivät vaikuttavan ääni- ja osinko-oikeuksien ero (*HVOTSHA*) sekä toimiala (*SECTOR*).

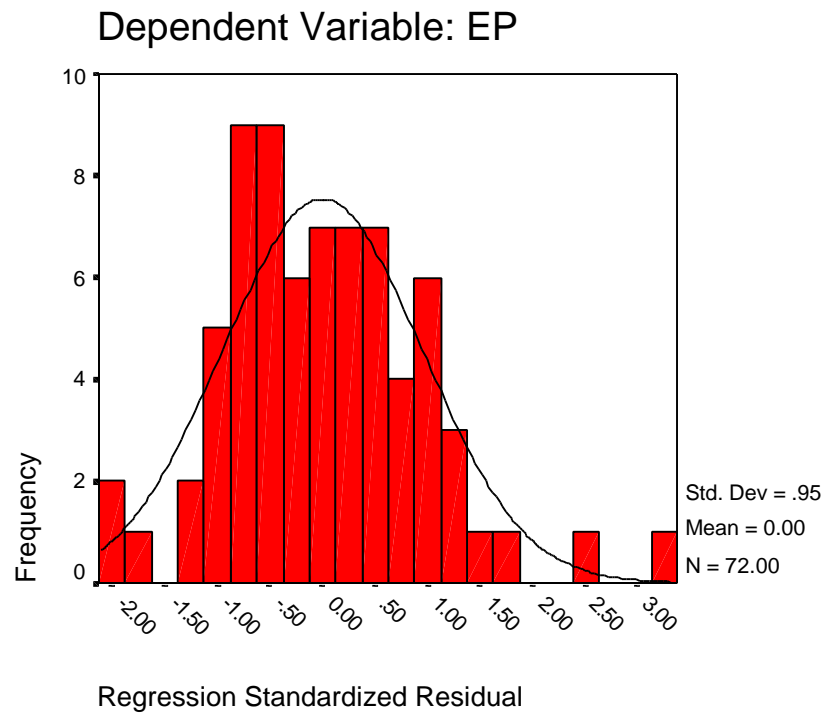
Taulukko 14. Tunnusluvut ennustetuille arvoille ja jäännöksille

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.01226	.19317	.07903	.036312	72
Residual	-.08452	.13182	.00000	.039585	72
Std. Predicted Value	-2.514	3.143	.000	1.000	72
Std. Residual	-2.027	3.162	.000	.949	72

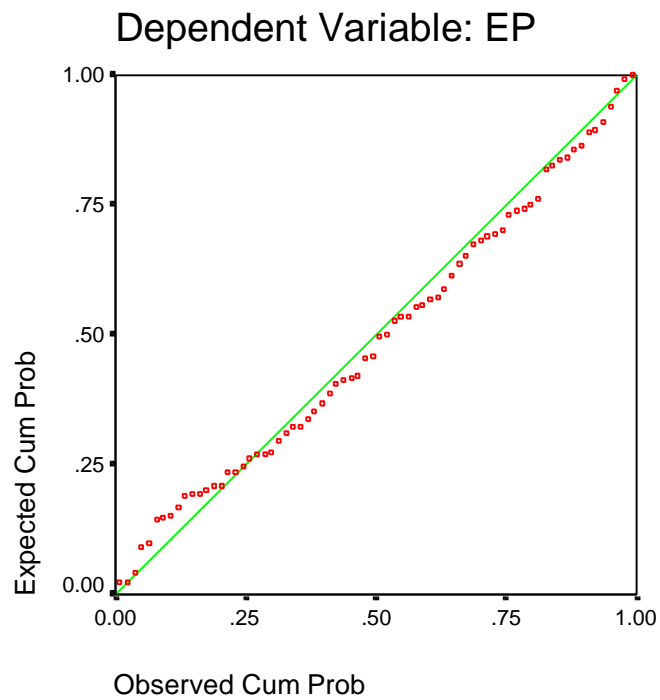
a. Dependent Variable: EP

Regressiomallilla ennustetuille arvoille (Predicted Value) ja jäännöksille (Residual) tulostetaan perustunnusluvut (Taulukko 14).



Kuva 9. Histogrammi standardisoitujen jäännöstermien jakaumasta

Histogrammi (Kuva 9) esittää standardisoitujen jäännösten jakauman suhteessa normaalijakaumaan. Kuvasta nähdään, että residuaalien jakauma on normaalijakauman kaltainen, joten regressioanalyysin perusoletus täyttyy.

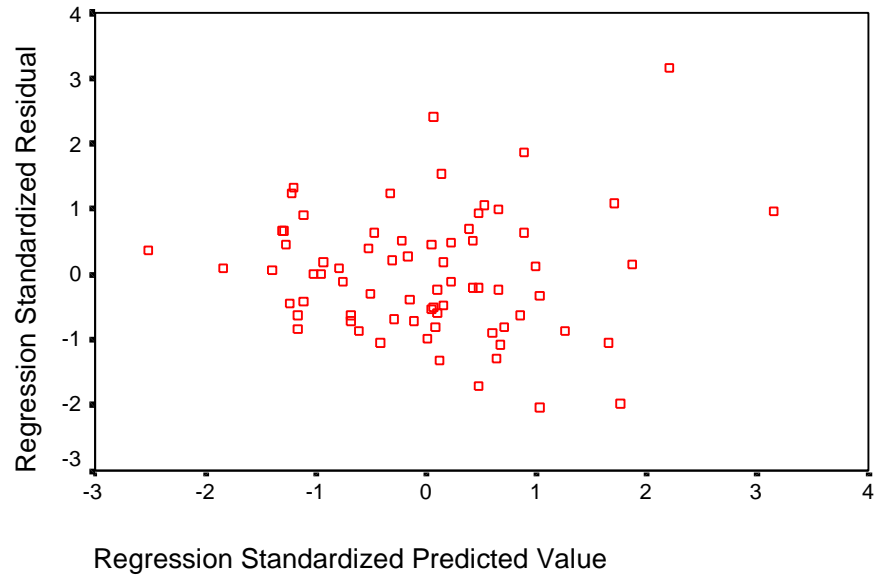


Kuva 10. Jäännöstermien kumulatiivinen prosenttijakauma

Kuva 10 esittää standardoitujen jäännösten kumulatiivista prosenttijakaumaa. Mitä paremmin jäännösten kumuloitumista kuvaava viiva pysyy katkoviivalla, sitä lähempänä jäännösten jakauma on normaalijakaumaa. Käytetty tutkimusaineisto täyttää vaatimuksen erittäin hyvin.

Scatterplot

Dependent Variable: EP



Kuva 11. Hajontakuviot standardoiduista residuaaleista ja ennusteista

Viimeinen hajontakuviot (Kuva 11) esittää standardoitujen jäännösten ja mallin tuottaman standardoidun ennusteen arvojen välistä suhdetta. Kuvasta nähdään, että jäännökset hajaantuvat tasaisesti ennusteen eri arvoilla.