

VILLE TOIVONEN

Suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouskäytäntö

TIIVISTELMÄ

Tutkimukseni tavoitteet ovat kaksiosaiset. Ensinnäkin, tavoitteenani on luoda mahdollisimman tarkka ja monipuolinen yleiskuvaus suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouskäytännöstä vuosina 1999–2004 käyttäen pääasiallisena tietolähteenä tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Toiseksi, tulen testaamaan tilastollisesti kohdeyhtiöiden taloudellisen menestyksen ja omistusrakenteen sekä yhtiökokouskäytännön välisiä riippuvuussuhteita. Tutkimusaineistoni keskeinen osa muodostuu 56 pörssiyhtiön 315 yhtiökokouspöytäkirjasta vuosilta 1999–2004. Lisäksi olen kerännyt kohdeyhtiöiden taloudellisia ja omistusrakennetta kuvaavia tunnuslukuja Talouselämä -lehden yritystietokannasta, kohdeyhtiöiden internetsivuilta ja vuosikertomuksista. Tulokset osoittavat, että osakkaiden läsnäolomäärät yhtiökokouksissa ovat nousussa lukumääräisesti mitattuna. Kohdeyhtiön suuri koko, ääniomistuksen keskittyminen sekä laaja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus vähentävät yhtiökokoukseen osallistuvien osakkaiden suhteellista määrää. Kohdeyhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys lisää osakkaan yhtiökokouksessa tekemän ehdotuksen saamaa kannatusta. Lisäksi kohdeyhtiön suuri koko, osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo, äänen pienempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön pieni hallintarekisteriomistus lisäävät osakkaan ehdotuksen kannatusta. Kohdeyhtiön suuri koko, yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys ja osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo lisäävät kaikkien yhtiökokoustahtumien todennäköisyyttä. Äänen suurempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön huono oman pääoman tuotto lisäävät äänestysten ja osakkaiden tekemien ehdotusten todennäköisyyttä. Merkittävä vastustusten todennäköisyyttä lisäävä tekijä on yhtiön suuri hallintarekisteriomistus.

VILLE TOIVONEN, KTM

• e-mail: ville.m.toivonen@welho.com

1. JOHDANTO

Yhtiökokous on merkittävä tilaisuus usealle eri tavoin yhtiöön sidoksissa olevalle taholle. Osakkeenomistajille se merkitsee ainoaa lakisääteistä tilaisuutta osallistua päätöksentekoon yhtiön asioista. Yhtiön johto saa yhtiökokoukselta nimityksen ja vastuuvapauden sekä esittää sille tilinpäätöksen. Tilintarkastajalle yhtiökokous on valitsija ja raporttien vastaanottaja. Heidän lisäksi yhtiökokous kiinnostaa monia muitakin osakeyhtiön sidosryhmiä kuten työntekijöitä ja tiedotusvälineitä.

Pelkistetysti ilmaistuna yhtiökokouksen tavoitteena on selvittää osakkaiden enemmistön tahto ja tehdä sen mukaiset päätökset. Yhtiökokouksen tehtävät määräytyvät osakeyhtiölain ja yhtiöjärjestyksen mukaan. Yhtiökokouksen säännölliset tehtävät ovat (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998): tilinpäätöksen vahvistaminen, voitonjakopäätös, päätös johdon vastuuvapaudesta, hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenten valitseminen, sekä tilintarkastajien valitseminen. Muita yhtiökokouksen tärkeimpiä tehtäviä ovat yhtiöjärjestyksen ja osakepääoman sekä yritysrakenteen muutoksista päättäminen.

Osakkeenomistajan osallistumisoikeus voidaan laissa säädetyt poikkeukset tiivistäen ilmaista seuraavalla pääsäännöllä: osallistumisoikeus on jokaisella asianmukaisesti omistuksensa rekisteröineellä kantaosakkeen omistajalla, paitsi yhtiöllä itsellään sekä sen määräysvallassa olevalla yhteisöllä tai säätiöllä (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Yhtiön johdon läsnäolo-oikeudesta ei ole erillistä säännöstä, mutta se on edellytyksenä usealle osakeyhtiölain säännöksen, kuten osakkaan kyselyoikeuden, toteutumiselle. Hallituksen ei tarvitse olla paikalla kokonaisuudessaan, sillä osakeyhtiölain mukaan hallitus on toimintakykyinen, kun yli puolet sen jäsenistä on saapuvilla. Toimitusjohtajan tai hänen sijaisensa tulisi aina olla yhtiökokouksessa läsnä. Tilintarkastajan läsnäolo-oikeudesta on säädetty Tilintarkastuslain 21 §:ssä. Jos tilintarkastajan läsnäolo on tarpeen yhtiökokouksessa käsiteltävien asioiden vuoksi, hänellä on myös velvollisuus olla läsnä.

Yhtiökokouksessa asioiden käsittely etenee käsittelyjärjestyksen mukaan. Kunkin asian käsittely jakaantuu yleensä selvästi kolmeen osaan: esittely, keskustelu ja päätöksenteko (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Yleensä asioiden käsittely on alkanut kokoukselle esitetyllä päätösehdotuksella, useimmin hallituksen tekemällä (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Jos keskustelu ei ole sisältänyt uusia voimaanjääneitä päätösehdotuksia, puheenjohtaja ilmoittaa tulkitsevansa kokouksen hyväksyvän aluksi tehdyn päätösehdotuksen. Jos kukaan ei tätä vastusta, puheenjohtaja julistaa ehdotuksen kokouksen päätökseksi. Jos kokouksessa esitetään useampia päätösehdotuksia, puheenjohtajan on muotoiltava tehdyt päätösehdotukset niin selkeiksi, että niistä äänestäminen on mahdollista. Pääsääntö on, että äänestettäessä muista kuin vaaliasioista (henkilövalinnoista) noudatetaan yksinkertaisen enemmistön periaatetta.

Tutkimukseni on tietääkseni ensimmäinen laaja yhtiökokouskäytäntötutkimus Suomessa. Käytän ulkomaisten tutkimusten tuloksia ja päätelmiä rakentaessani tutkimushypoteeseja ja laajennan tutkimusaluetta myös muun muassa kysymykseen siitä, mitkä seikat selittävät osakkuuksien ja äänten osallistumisaktiivisuutta yhtiökokouksissa. Tutkimuksen tavoitteet ja sisällön voi jakaa kahteen osaan. Ensinnäkin, tavoitteenani on luoda mahdollisimman tarkka ja monipuolinen yleiskuvaus suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouskäytännöstä vuosina 1999–2004 käyttäen pääasiallisena tietolähteenä tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Toiseksi, tulen testaamaan tilastollisesti kohdeyhtiöiden taloudellisen menestyksen ja omistusrakenteen sekä yhtiökokouskäytännön välisiä riippuvuussuhteita.

Yhdysvalloissa yhtiökokouksia ja varsinkin osakkaiden äänestyskäyttäytymistä on tutkittu paljon. Gordon ja Pound (1993) tutkivat, miten informaatio ja omistusrakenne vaikuttavat osakkaiden tekemien päätösehdotusten äänestystuloksiin. Johnson ja Shackell (1997) tutkivat johdon palkkiojärjestelmiä koskevia osakkaiden tekemiä päätösehdotuksia. Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) käsitelivät tutkimuksessaan osakkeenomistajien aloitteita vuosilta 1987–1990 ja niiden vaikutusta yhtiön tuloksen ja markkina-arvon kehitykseen. Maug ja Rydqvist (2004) keskittyivät tutkimuksessaan osakkaiden strategisen äänestyskäyttäytymiseen ja sen vaikutuksiin muun muassa yhtiön arvoon. Strickland, Wiles ja Zenner (1996) tutkivat pienosakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia United Shareholders Associationin (USA) kautta.

De Jong, Mertens ja Roosenboom (2004) loivat tutkimuksessaan yleiskuvaa hollantilaisesta yhtiökokouskäytännöstä ja testasivat yhtiön taloudellisten tekijöiden, omistusrakenteen ja yhtiökokouksessa tehdyn päätösehdotuksen aiheen vaikutuksia päätösehdotuksen hyväksymisen todennäköisyyteen ja äänestystuloksiin. Tutkimus on aineiston laajuuden ja testimenetelmien osalta paljon oman tutkimukseni kaltainen ja se on toiminut hyvänä lähtökohtana käsillä olevan tutkimuksen suunnittelussa ja toteutuksessa.

Suomalaisesta kvantitatiivisesta yhtiökokoustutkimuksesta mainittakoon Yhtiökokouskäytäntö-kirjassa (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998) julkaistu SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n toteuttama haastattelututkimus suomalaisten pörssiyhtiöiden kevään 1998 yhtiökokouksista. Oma tutkimukseni täydentää kyseistä tutkimusta huomattavasti käsittelemällä kuuden vuoden ajanjaksoa ja tutkimalla tilastollisin menetelmin yhtiön taloudellisten lukujen, omistusrakenteen ja osallistumisaktiivisuuden ja yhtiökokouskäytännön välisiä riippuvuuksia.

Osakkuuksien ja äänten läsnäolon sekä osakkaiden yhtiökokouksessa tekemien päätösehdotusten saamien puoltoäänten osalta käytän tutkimusmenetelmänä lineaarista regressiomallia. Äänestysten sekä osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten (yhtiökokoustopahtumat) todennäköisyyttä tutkin logistisen regression avulla. Selittävinä muuttujina käytän kohdeyhtiöiden taloudellisia tunnuslukuja, omistusrakennetta kuvaavia muuttujia sekä osakkaan

päätösehdotuksen saamien puoltoäänten ja yhtiökokoustapahtumien osalta myös osakkuuksien ja äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa.

Kappaleessa 2 esittelen lyhyesti tutkimukseni lähdeaineiston ja sen hankintatavat. Edelleen kappaleessa 2 esittelen tutkimusaineistoa kuvailevia tunnuslukuja ja luon niiden avulla yleiskuvaa suomalaisesta yhtiökokouskäytännöstä. Testihypoteesit rakennan kappaleessa 3. Kappale 4 esittelee tekemieni keskiarvo- ja mediaanitestien tulokset. Kappaleessa 5 esittelen suorittamieni regressioanalyysien tulokset ja kappaleessa 6 kertaan tutkimukseni keskeisimmät havainnot ja johtopäätökset.

2. KUVAILEVIA TUNNUSLUKUJA

Tutkimukseni keskeisen lähdeaineiston muodostavat tutkimukseen osallistuneiden yhtiöiden (kohdeyhtiöt) varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjat vuosilta 1999–2004. Lähetin tietopyynnön, joko sähköpostitse tai kirjeitse, kaikille Helsingin pörssissä listatuille yhtiöille lukuun ottamatta Nordea Pankki Oyj:tä, OMX Oyj:tä ja TeliaSonera Oyj:tä, koska ne ruotsalaisuutensa ja siten osin erilaisen lainsäädäntönsä vuoksi olisivat poikenneet muista kohdeyhtiöistä.

Kaikkiaan 56 yhtiötä 133 yhtiöstä luovutti kopiot yhtiökokouspöytäkirjoista tutkimukseni käyttöön osallistumisprosentin ollessa siten kohtuullinen 42 %. Liitteessä 1 tutkimukseen osallistuneet yhtiöt on listattu aakkosellisessa luettelossa. Tutkimukseen osallistumattomat yhtiöt olivat liikevaihdolla mitattuna keskimäärin selvästi pienempiä kuin tutkimukseen osallistuneet yhtiöt, mutta yhtiöiden kannattavuudessa tai omavaraisuudessa ei ollut merkittäviä eroja näiden kahden ryhmän välillä.

Tutkimukseni kohdeyhtiöt jakautuvat tutkimuksen tekohetken mukaisen Helsingin pörssin toimialalistauksen perusteella seuraavasti: tietoliikenne ja elektroniikka 10 kpl, metalliteollisuus 7 kpl, viestintä ja kustannus 3 kpl, pankit ja rahoitus 3 kpl, muut palvelut 3 kpl, metsäteollisuus 3 kpl, rakennusteollisuus 2 kpl, elintarviketeollisuus 2 kpl, sijoitus 2 kpl, muu teollisuus 2 kpl, kemianteollisuus 2 kpl, kauppa 2 kpl, monialayritykset 1 kpl, kuljetus ja liikenne 1 kpl, vakuutus 1 kpl, energia 1 kpl, Nm-lista 7 kpl ja I-lista 4 kpl.

Mahdollisimman tarkan yleiskuvauksen luomiseksi suomalaisten pörssiyhtiöiden yhtiökokouksista vuosina 1999–2004 käytin pöytäkirjojen lisäksi tietolähteenä yhtiökokouskutsuja, muita pörssitiedotteita, yhtiöiden internetsivuja, vuosikertomuksia ja yhtiöjärjestyksiä.

2.1. Yhtiökokouksen päätökset

Yhtiökokouksessa voidaan tehdä päätöksiä vain niissä asioissa, jotka on mainittu kokouskutsussa tai joista yhtiöjärjestyksen mukaan päätetään varsinaisessa yhtiökokouksessa. Poikkeuksena on osakkeenomistajien mahdollisuus vaatia erityisen tarkastuksen järjestämistä yhtiössä. Tällainen

TAULUKKO 1. Kohdeyhtiöiden varsinaisten yhtiökokousten päätösten lukumäärät vuosina 1999–2004.

Vuosi	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä vuosittain	42	50	55	56	56	56	315
Yhtiökokouksen puheenjohtajan valinta	42	50	55	56	56	56	315
Kokouksen laillisuuden toteaminen	42	50	55	56	56	56	315
Tilinpäätöksen ja tilintark.kertomuksen esittely	42	50	55	56	56	56	315
Yk:n pöytäkirjantarkastajan valinta	42	50	55	56	56	56	315
Erillisten ääntenlaskijoiden valinta	17	16	22	22	26	27	130
Tilinpäätöksen vahvistaminen	42	50	55	56	55	56	314
Voitonjako	42	50	54	55	54	56	311
Vastuuvapaus	42	49	55	56	56	56	314
Hallintoneuv. jäsenten lukumäärä	11	11	8	8	6	6	50
Hallintoneuv. jäsenten valinta	11	11	8	7	5	5	47
Hallintoneuv. jäsenten palkkiot	11	11	8	7	5	5	47
Hallintoneuv. puheenjohtajan valinta	3	3	3	2	2	2	15
Hallituksen jäsenten lukumäärä	32	40	46	50	51	52	271
Hallituksen jäsenten valinta	32	40	47	50	51	52	272
Hallituksen jäsenten palkkiot	32	41	48	51	52	53	277
Hallituksen puheenjohtajan valinta	4	5	6	8	9	10	42
Tilintarkastajien lukumäärä	19	21	21	22	21	21	125
Tilintarkastajien valinta	41	47	51	50	50	51	290
Tilintarkastajien palkkiot	37	42	48	49	50	52	278
Splitti	2	5	1	0	1	4	13
Rahastoanti	9	17	7	1	3	2	39
Uusmerkintä	0	4	2	1	2	1	10
Valtuutus osakepo:n korottamiseksi	6	17	19	26	27	29	124
Optioiden myöntäminen avainhenkilöille	5	8	9	9	12	7	50
Yhteistilillä olevien osakkeiden myynti	0	7	4	1	1	1	14
Osakepo:n alentaminen (osakk. mitätöinti)	3	6	7	10	9	8	43
Ylikurssirahaston alentaminen	0	0	0	0	0	2	2
Osakkeen nimellisarvosta luopuminen	5	3	3	1	0	0	12
Valtuutus hankkia omia osakkeita	11	22	26	26	28	28	141
Valtuutus luovuttaa omia osakkeita	10	19	24	27	29	28	137
Sulautuminen	3	4	3	1	0	0	11
Lahjoitus yleishyödylliseen tarkoitukseen	13	14	11	9	5	4	56
Nimitysvaliokunnan asettaminen	0	0	0	0	0	5	5
Yhtiöjärjestyksen muutos	15	28	50	13	18	17	141
Osakepo:n muuttaminen euromääräiseksi	12	14	7	1	0	0	34
Optioiden ehtojen muuttaminen	5	3	1	2	3	3	17
Muuta	15	13	15	11	19	20	93
Yhteensä							4985

vaatimus voidaan aina esittää varsinaisessa yhtiökokouksessa, vaikka asiaa ei olisi mainittu kokouksutsussa (Lindholm, Rasinaho ja Virtanen, 2004).

Osakeyhtiölain ja tilintarkastuslain mukaan yhtiökokoukselle kuuluu tietyt tehtävät, jotka on listattu mm. kirjassa Yhtiökokouskäytäntö (Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Taulukkoon 1 olen kerännyt kaikki tutkimusmateriaalini 315 yhtiökokouspöytäkirjaan merkityt

päätökset. Taulukossa ovat omana ryhmänään kaikki ne Yhtiökokouskäytäntö-kirjassa listatut tehtävät, joista kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004 on tehty päätöksiä. Lisäksi taulukossa 1 on listattu muutamia muita olennaisia päätöksiä tai teknisluonteisia asioita, kuten nimitysvaliokunnan asettaminen, kokouksen laillisuuden toteaminen tai tilinpäätöksen ja tilintarkastuskertomuksen esittely.

Kuten taulukosta 1 voimme todeta, tilinpäätös vahvistettiin jokaisessa yhtiökokouksessa yhtä vuoden 2003 yhtiökokousta lukuun ottamatta. Siinä kokouksessa tilinpäätöksen vahvistamispäätös siirrettiin ylimääräiseen yhtiökokoukseen. Tästä syystä kyseisessä yhtiökokouksessa ei myöskään voitu tehdä voitonjakopäätöstä. Ainoa puuttuva vastuuvapauspäätös on vuodelta 2000 ja se liittyy yhtiökokoukseen, jossa osalle yhtiön johdosta myönnettiin vastuuvapaus ja muiden osalta päätös siirrettiin ylimääräiseen yhtiökokoukseen.

Hallintoelinten valinnasta voidaan todeta, että yhtiökokous ei kovinkaan usein valitse hallintoneuvoston tai hallituksen puheenjohtajaa, vaan tämä valitaan heti yhtiökokouksen jälkeen pidettävässä järjestäytymiskokouksessa. Muutamien yhtiöiden yhtiöjärjestyksen mukaan tilintarkastaja valitaan tehtäväänsä toistaiseksi ja tällöin varsinaista päätöstä tilintarkastajasta ei välttämättä tehdä joka vuosi, yhtiökokouksessa ikään kuin vain todetaan, kuka toimii tilintarkastajana.

Yhtiöjärjestyksen muutokset olen kirjannut pöytäkirjoista esityskohdittain, joten jos pöytäkirjan esityskohdassa on muutettu useampaa pykälää yhtiöjärjestyksestä, olen merkinnyt sen yhdeksi yhtiöjärjestyksen muutokseksi. Muiden kuin lakisäätelisesti juuri varsinaiselle yhtiökokoukselle kuuluvien tehtävien osalta on huomioitava, että monet teknisluontoiset päätökset, päätökset yrityskaupoista tai osakepääoman korottamisista tehdään ylimääräisissä yhtiökokouksissa.

2.2. Osakkuuksien, äänen ja osakkeiden läsnäolo yhtiökokouksissa

Taulukossa 2 on esitelty osakkuuksien, äänen ja osakkeiden läsnäolo varsinaisissa yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004. Läsnäolotiedot on kerätty yhtiökokouspöytäkirjoista ja kokonaisosakas-, kokonaisääni- ja kokonaisosakemäärät kohdeyhtiöiden internetsivuilta ja vuosikertomuksista, osittain myös suoraan pöytäkirjoista. Noin kymmenestä pöytäkirjasta ei selvinnyt osallistujatietoja. Osakkuuksien läsnäolo eroaa osakkaiden henkilökohtaisesta läsnäolosta siinä, että yhtiökokoukseen osallistumaan estynyt osakas voi valtakirjalla valtuuttaa itselleen edustajan paikanpäälle. Tämä edustaja (asiamies) voi edustaa kokouksessa useampaa osakasta ja muun muassa äänestää heidän ohjeidensa mukaisesti. Tarkastelen nimenomaan osakkuuksien eikä osakkaiden läsnäoloa, koska pöytäkirjoissa läsnäolotiedot oli usein ilmoitettu osakkuuskohtaisesti ja mielestäni osakkuuksien läsnäolo kuvaa paremmin osakkaiden halua vaikuttaa yhtiökokouksissa kuin kuvaavana tunnuslukuna rajoittavampi osakkaiden henkilökohtainen läsnäolo. Muutamassa kohdeyhtiössä pienosakkaiden äänen kerääminen valtakirjoilla on varsin yleistä ja tämä näkyy taulukossa suurina osakkuuksien maksimiläsnäolomäärinä (jopa yli 30 % kaikista osakkuuksista).

TAULUKKO 2. Osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004. Taulukossa esitellään osakkuuksien, äänten ja osakkeiden läsnäolo kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004. Osakkuuksien läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiön rekisteröityneiden osakkaiden kokonaismäärästä. Äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiöiden kokonaisääni- ja osakemäärästä, eikä yhtiökokoukseen osallistumisoikeutetusta ääni- ja osakemäärästä.

Vuosi		1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä vuosittain		42	50	55	56	56	56	315
Osakkuuksien läsnäolo								
	keskiarvo	266	273	301	282	300	318	292
lkm	mediaani	85	101	94	104	122	125	108
	minimi	6	3	8	9	8	7	3
	maksimi	3014	4145	4636	4016	3063	2832	4636
	keskiarvo	4,8 %	4,0 %	3,2 %	3,1 %	3,3 %	3,2 %	3,5 %
%	mediaani	2,4 %	2,3 %	1,9 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %
	minimi	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
	maksimi	27,8 %	23,3 %	26,1 %	25,4 %	33,6 %	32,3 %	33,6 %
	Äänten läsnäolo							
	keskiarvo	58,5 %	58,9 %	57,0 %	55,6 %	56,0 %	53,1 %	56,3 %
%	mediaani	57,9 %	58,8 %	60,7 %	57,1 %	57,8 %	54,6 %	57,7 %
	minimi	17,4 %	13,0 %	10,5 %	8,3 %	12,6 %	14,2 %	8,3 %
	maksimi	92,9 %	92,9 %	92,9 %	92,9 %	92,8 %	92,0 %	92,9 %
	Osakkeiden läsnäolo							
	keskiarvo	50,2 %	50,8 %	51,0 %	48,8 %	49,7 %	46,4 %	49,4 %
%	mediaani	51,0 %	54,0 %	52,7 %	52,7 %	51,0 %	49,7 %	52,1 %
	minimi	11,7 %	13,0 %	10,5 %	8,3 %	12,6 %	14,2 %	8,3 %
	maksimi	82,6 %	84,7 %	80,7 %	78,9 %	86,2 %	74,7 %	86,2 %

Taulukossa 2 äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit on laskettu kohdeyhtiöiden kokonaisääni- ja kokonaisosakemäärästä, eikä osallistumisoikeutetuista määristä. Yhtiöiden hallintarekisteröidyillä osakkailla ei ole osallistumisoikeutta yhtiökokoukseen ja siten laajasti hallintarekisteriomisteisten yhtiöiden äänten ja osakkeiden läsnäoloprosentit jäävät luonnollisesti melko alhaisiksi. Vertailun vuoksi, tarkastelujaksolla osallistumisoikeutettujen (eli pois lukien hallintarekisteriomistukset) äänten keskimääräinen läsnäoloprosentti oli 65 ja osakkeiden 60, eli noin 10 prosenttiyksikköä korkeammat kuin taulukossa 2 esitetyt luvut.

Taulukosta 2 näemme, että tarkastelujaksolla osakkuuksien lukumääräinen läsnäolo yhtiökokouksissa on ollut melko tasaisesti pienessä kasvussa, mutta kokonaisosakasmäärään suhteutettu läsnäolo ei ole juurikaan muuttunut. Tämä johtunee siitä, että vaikka kiinnostus yhtiökokousta kohtaan on yksityisijoittajien joukossa ollut kasvussa, niin yhtiöiden kokonaisosaksmäärät

TAULUKKO 3. Yhtiökokoustapahtumat vuosina 1999–2004. Taulukossa on esitelty äänestysten sekä osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten lukumäärät kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004.

Vuosi		1999	2000	2001	2002	2003	2004	Yhteensä
Yhtiökokousten lukumäärä		42	50	55	56	56	56	315
Yhtiökokoukset, joissa äänestyksiä	lkm	8	5	5	11	11	15	55
	%	19	10	9	20	20	27	17
Äänestysten lukumäärä		11	7	5	22	17	18	80
Yhtiökokoukset, joissa osakkaiden ehdotuksia	lkm	8	4	5	11	13	15	56
	%	19	8	9	20	23	27	18
Osakkaiden ehdotusten lukumäärä		12	9	8	25	20	26	100
Yhtiökokoukset, joissa osakkaiden puheenvuoroja	lkm	11	13	18	16	20	28	106
	%	26	26	33	29	36	50	34
Puheenvuorojen lukumäärä		25	33	33	40	60	64	255
Yhtiökokoukset, joissa osakkaiden vastustuksia	lkm	4	4	10	8	9	17	52
	%	10	8	18	14	16	30	17
Osakkaiden vastustusten lukumäärä		6	11	32	23	40	100	212

ovat kasvaneet vielä voimakkaammin pörssisijoittamisen suosion kasvun johdosta. Muutamissa kohdeyhtiöissä yhtiökokouksiin osallistuvat vain pääomistajat (usein operatiivisessa johdossakin olevia henkilöomistajia) sekä ehkä jonkun sijoitusrahaston edustaja ja aktiivisimmat yksityis-sijoittajat.

Osakkeiden ja äänten läsnäolo yhtiökokouksissa on ollut viime vuosina hienoisessa laskussa, varsinkin vuonna 2004, jolloin lasku oli jopa kolmen prosenttiyksikön luokkaa. Tätä havaintoa tukevat SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n vuoden 1998 yhtiökokouksista tekemä tutkimus, jossa osakkeiden läsnäoloprosentti oli 53 ja äänten 60, eli hieman korkeammat kuin taulukossa 2 esitetyt keskiarvot vuosilta 1999–2004.

2.3. Yhtiökokoustapahtumat ja niiden aiheet

Taulukossa 3 on listattu kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa vuosina 1999–2004 esiintyneiden äänestysten sekä osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten lukumäärät (yhtiökokoustapahtumat). Osakkaalla tarkoitetaan tässä yhteydessä yksityis-sijoittajaa, eikä niinkään yhteistyössä yhtiön johdon kanssa toimivaa pääomistajaa tai muita suuria institutionaalisia omistajia. Osakkaan päätösehdotuksella tarkoitetaan edellä kuvatun kaltaisen osakkaan yhtiökokouksessa tekemää ehdotusta yhtiökokouksen päätökseksi. Lukumäärät perustuvat kohdeyhtiöiden yhtiökokouspöytäkirjoihin ja niiden varsin kirjavaan kyseisten tapahtumien kirjaamiskäytäntöön.

Osakeyhtiölain 9:11.3:n mukaan yhtiökokouksessa suoritettujen äänestysten tulokset, hyväksyvät päätökset ja hylkäävät päätökset tulee merkitä pöytäkirjaan. Ehdotusta, jota ei ole otettu päätöksenteon kohteeksi, puheenvuoroja tai eriäviä mielipiteitä (vastustuksia) ei pöytäkirjaan lain mukaan tarvitse kirjata. Käytännössä on usein tarkoituksenmukaista kirjata pöytäkirjaan muutakin tietoa, sillä lisätietojen ansiosta pöytäkirjan todistusarvo kasvaa. Jatkossa esiteltäviä tilastoja tutkiessa edellä mainitut lainmukaiset vaatimukset on kuitenkin hyvä pitää mielessä.

Taulukossa 3 kuhunkin vuoteen liittyvien yhtiökokousten lukumäärät on ilmoitettu vuosiluvun alla. Äänestykseksi olen määritellyt sekä äänilipuilla suoritettua äänestyksen että seisomaan nousten tai kättä nostaen suoritettua koeäänestyksen. Osakkaiden päätösehdotukset ovat joko sellaisia, joiden kannatus on mitattu äänestyksellä, tai sellaisia, jotka on hyväksytty yhtiökokouksen päätökseksi suoraan ilman äänestystä tai keskustelun jälkeen, tai sellaisia, jotka on käsitelty yhtiökokouksessa, mutta joista ei ole voitu tehdä päätöstä ehdotuksen puutteellisuuden tai yhtiökokouksen päätösvaltaan kuulumattomuuden takia. Osakkaan päätösehdotukseksi en siis ole laskenut pelkkiä mielipiteitä tai toivomuksia, ne kuuluvat puheenvuorojen ryhmään. Puheenvuoroihin kuuluvat muun muassa myös keskustelut, kysymykset ja lausumat. Vastustukset ovat tapauksia, joissa osakas vastustaa käsiteltävää asiaa tai siitä tehtävää päätösehdotusta, mutta ei vaadi asiasta äänestystä. Vastustus on käytännössä eriävän mielipiteen kirjauttamista pöytäkirjaan.

Äänestyksiä ja osakkaiden päätösehdotuksia on tarkastelujaksolla ollut keskimäärin noin joka kuudennessa yhtiökokouksessa, viime vuosina jo noin joka neljännessä yhtiökokouksessa. Äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten lukumäärä ei vuoden 2002 hyppäyksen jälkeen ole kasvanut samassa määrin. Osakkaiden päätösehdotusten osalta vuoden 2002 kasvua verrattuna vuoteen 2001 selittää suurimpina yksittäisinä tekijöinä vastuuvapaudesta ja hallituksen jäsenistä tehdyt lukuisimmat päätösehdotukset. Vastaavaa lisäystä äänestyksissä jo edellä mainittujen lisäksi selittää äänestysinnostus hallituksen palkkioista.

Puheenvuorojen lukumäärä on kasvanut voimakkaasti läpi tarkastelujakson. Vastustusten lukumäärä on kasvanut jopa räjähdysmäisesti, varsinkin vuonna 2004. Osaltaan ilmiötä selittänee kohdeyhtiöiden kansainvälistyminen sekä omistuspohjan että operatiivisen toiminnan suhteen, joka aiheuttaa sen, että ulkomaiset omistajat esittävät herkemmin eriävän mielipiteensä päätöksistä taatakseen oman laillisen asemansa mahdollisissa vastuukysymyksissä. Toinen selittävä seikka on suomalaisten yksityisijoittajien aktivoituminen: he haluavat usein esittää eriävän mielipiteensä vaatimatta kuitenkaan äänestystä, joka olisikin monissa tilanteissa vain ajanhukkaa äänestyksen lopputuloksen ollessa selvillä jo ennen äänestystä. Yhteenvetona taulukosta 3 voimme todeta, että osakkaiden ja nimenomaan yksityisijoittajien aktiivisuus yhtiökokouksissa on kasvanut tarkasteluajanjaksona.

Taulukossa 4 on esitelty äänestysten, osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten aiheet. Suosituimmat äänestyksen aiheet olivat yhtiön johdon palkkiot ja avain-

TAULUKKO 4. Äänestysten, osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten aiheet. Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa olleiden äänestysten, osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten aiheet vuosina 1999–2004.

	Päätösehd. lkm	Äänestysten lkm	Puheen- vuorojen lkm	Vastustusten lkm		
				Ulkom.	Suom.	Yhteensä
Vastuuvapaus	12	7	9	18	7	25
Optiot	11	11	14	8	7	15
Hallituksen jäsenten valinta	10	10	16	14	1	15
Voitonjako	8	5	28	18	0	18
Palkkiot	7	7	15	15	0	15
Hallituksen jäsenten lukumäärä	7	5	10	0	0	0
Hallintoneuv. lakkauttaminen	7	5	4	5	0	5
Hallintoneuv. jäsenten lukumäärä	5	4	4	0	0	0
Valtuutus hankkia omia osakkeita	3	3	5	12	2	14
Hallintoneuv. jäsenten valinta	2	2	5	1	0	1
Ylimäär. tilintarkastajan valitseminen	2	2	0	0	0	0
Valtuutus osakepo:n korottamiseksi	3	3	0	18	2	20
Osakelajien yhdistäminen	2	2	1	0	0	0
Muut yhtiöjärjestyksen muutokset	2	4	11	9	1	10
Suunnattu anti	2	2	9	0	0	0
Valtuutus luovuttaa omia osakkeita	1	1	2	13	4	17
Tilinpäätöksen vahvistaminen	0	0	0	19	2	21
Tilintarkastajan valinta	0	0	12	16	0	16
Osakepääoman alentaminen	0	0	0	6	0	6
Nimitysvaliokunnan asettaminen	0	0	5	5	0	5
Yhtiön toiminta / tilinpäätös	0	0	79	0	0	0
Muuta	18	7	27	8	1	9
Yhteensä	102	80	256	185	27	212

henkilöiden optiojärjestelmät. Yhtiökokouksen ehkä tärkeimmästä päätöksestä eli hallituksen jäsenten valinnasta suoritettiin äänestys 10 yhtiökokouksessa. Osakkaiden edustama kanta voitti 7 äänestystä 80:sta ja näiden äänestysten aihealueet olivat: yhtiöjärjestyksen muutos (osakelajien yhdistäminen, osakkaan vastustus), hallituksen jäsenten lukumäärä, hallituksen jäsenten vaali, hallintoneuvoston jäsenmäärän vähentämistä tutkivan työryhmän asettaminen (osakkaan kannatus), hallintoneuvoston jäsenten lukumäärä, vastuuvapauspäätöksen siirtäminen jatkokokoukseen (osakkaan kannatus) ja vähimmäisosinkovaatimus. Suoritetuista 80 äänestyksestä 65 oli sellaisia lippuäänestyksiä, joista pöytäkirjaan oli kirjattu tarkka äänestystulos. Osakkaan tekemän päätösehdotuksen puolesta tai hallituksen alkuperäistä esitystä vastaan annettiin keskimäärin 9,64 % kaikista annetuista äänistä mediaanin ollessa vain 1,1 %. Vähimmillään osakkaan päätösehdotusta kannatti vain ehdotuksen tehnyt osakas itse minimaalisen pienellä ääniosuudella ja enimmillään osakkaan päätösehdotuksen kannalla oli peräti 98,9 % annetuista äänistä. Tämä tapaus oli kuitenkin

kin sikäli erityinen, että alkuperäistä hallintoneuvoston päätösehdotusta jouduttiin muuttamaan osakkaiden painostuksesta jo ennen äänestystilannetta, jossa siten lähes kaikki osakkaat olivat muutetun ja heidän mieleisensä päätösehdotuksen kannalla. Todellisessa vastakkainasettelutilanteessa osakkaan päätösehdotuksen voidaankin katsoa enimmillään saaneen 56,3 % kannatuksen. Tämä äänestys koski hallituksen jäsenten lukumäärää, jossa osakkaan vastaehdotus tuli yhtiökokouksen päätökseksi. Ryhmään ”Muuta” sisältyy äänestyksiä muun muassa vahingonkorvauskauteen nostamisesta emoyhtiötä vastaan, pöytäkirjantarkastajan valinnasta, kokouksen laillisuudesta, ylimääräisen tilintarkastajan valinnasta ja erityistilintarkastuksen järjestämisestä.

Eniten osakkaat tekivät päätösehdotuksia luonnollisesti samoista aiheista joista äänestettiin, sillä kuten todettua, osakkaan tekemä hallituksen päätösehdotuksesta poikkeava päätösehdotus johtaa usein äänestykseen asiasta. Osakkaan tekemä päätösehdotus tuli yhtiökokouksen päätökseksi 12 tapauksessa 100:sta ja näistä 5 ilman varsinaista äänestystä hyväksytyä päätösehdotusta liittyivät seuraaviin aihealueisiin: hallintoneuvoston lakkauttaminen (valtio kannatti osakkaan päätösehdotusta), hallituksen puheenjohtajan valinta, Säätiön peruspääoman korottamissumma, ylimääräisen tilintarkastajan asettaminen ja erityisen tarkastuksen toimittaminen.

Ulkomaalaisten, lähinnä hallintarekisteröityjen osakkaiden edustajat esittivät lähes 90 % eriaivista mielipiteistä. Kuten aikaisemmin on todettu, erivät mielipiteet ovat vastustuksia vaatimatta äänestystä ja niillä halutaan lähinnä suojata omaa asemaa mahdollisissa vastuukysymyksissä sekä tuoda erivä mielipide esille ja kirjauttaa se pöytäkirjaan viemättä kuitenkaan yhtiökokoukseen osallistuvien osakkaiden aikaa niin sanotuilla turhilla äänestytymisillä. Optiot näyttävät tässäkin suhteessa olevan suomalaisille osakkaille vastustuksen paikka. Omien osakkeiden luovutusvaltuutus liittyy sekin johdon palkitsemiseen, sillä usein kyseinen valtuutus antaa mahdollisuuden omien osakkeiden luovuttamiseen myös osana johdon palkitsemisjärjestelmiä.

Ylivoimaisesti eniten puheenvuoroja pidettiin yhtiön operatiiviseen toimintaan ja tilinpäätökseen liittyvistä asioista. Nämä puheenvuorot esitettiin yleensä toimitusjohtajan katsauksen tai tilinpäätöksen vahvistamisen yhteydessä. Useissa tapauksissa pöytäkirjaan on merkitty, että asiasta käytiin keskustelua, eikä yksittäisiä puheenvuoroja ole kirjattu. Tällaisissa tapauksissa olen laskenut merkinnän keskustelusta yhdeksi puheenvuoroksi.

2.4. Yhtiökokouksen ajankohta, paikka ja puheenjohtaja

Osakeyhtiölain 9:5.1:n mukaan varsinainen yhtiökokous on pidettävä viimeistään kuuden kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Tutkimuksen tarkasteluajanjakson kohdeyhtiöiden tilikausista noin 97 % oli yhteneväisiä kalenterivuoden kanssa, jolloin tilikausi päättyi joulukuun lopussa. Suosituin varsinaisen yhtiökokouksen pitoviikko oli viikko 13, jolla pidettiin noin 22 % kokouksista. Viikoilla 12, 13 ja 14 järjestetyt varsinaiset yhtiökokoukset kattoivat yhdessä yli puo-

let kaikista kokouksista. Kyseiset viikot ajoittuvat maaliskuuhun vaihteeseen. Aikaisimmillaan varsinainen yhtiökokous järjestettiin viikolla 6 ja myöhäisimmillään viikolla 23.

Yhtiökokouksen alkamisajankohta oli ilmoitettu 270 yhtiökokouspöytäkirjassa 315:stä. Alkamisajankohta painottui selvästi iltapäivän puolelle ja lähes neljännes yhtiökokouksista alkoi kello 14 alkavan tunnin aikana. Lounasaika ei ole suosittu kokouksen aloitushetki, sillä kello 11–13 aloitettiin ainoastaan noin 10 % kaikista kokouksista. Aikaisin hetki yhtiökokouksen aloitukselle oli kello 9 ja myöhäisin kello 18.10. Yhtiökokoukset kestivät keskimäärin 1 tunnin ja 20 minuuttia minimikeston ollessa 20 minuuttia ja maksimikeston 2 tuntia 55 minuuttia. Suosituin viikonpäivä yhtiökokouksen järjestämiselle on torstai (31,7 %) ja selkeästi vähiten yhtiökokouksia pidettiin maanantaisin (7,3 %).

OYL 9:9.1:n mukaan kutsu yhtiökokoukseen on toimitettava aikaisintaan kaksi kuukautta ja viimeistään viikkoa ennen yhtiökokousta. Tarkastelujaksolla kohdeyhtiöiden yhtiökokouskutsun ja varsinaisen yhtiökokouspäivän välinen aika oli keskimäärin 24 päivää maksimivälin ollessa 57 päivää. Yhdessä yhtiökokouksessa kutsun ja yhtiökokouksen välinen aika oli vain kuusi päivää, jolloin yhtiöjärjestyksen ja osakeyhtiölain mukaisesta kutsumismenettelystä poikettiin kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella.

Osakeyhtiölain mukaan yhtiökokous on pidettävä yhtiön kotipaikkakunnalla tai muulla yhtiöjärjestyksessä mainitulla paikkakunnalla. Yli 70 % tarkasteluajanjakson 315 yhtiökokouksesta järjestettiin pääkaupunkiseudulla. Suosituin paikka yhtiökokoukselle oli yhtiön omat toimitilat, joissa pidettiin 31 % yhtiökokouksista. Kaikilla yhtiöillä ei kuitenkaan ole riittävän suuria tai teknisesti sopivia tiloja esimerkiksi pääkonttorinsa yhteydessä, joten lähes 70 % yhtiökokouksista järjestettiin muissa kuin yhtiön omissa tiloissa. Kokouspaikoista kolme suosituinta olivat Finlandia-talo, Messukeskus ja Marina Congress Center, kaikki 7–8 % osuudella.

Valtaosassa (71,6 %) yhtiökokouksista kokouksen avaajana toimi hallituksen puheenjohtaja. Muita kokouksen avaajia olivat hallintoneuvoston puheenjohtaja, toimitusjohtaja, hallituksen tai hallintoneuvoston varapuheenjohtaja ja hallituksen jäsen. Mielenkiintoisena kirjausteknisenä seikkana voidaan huomioida, että yhden yhtiön yhtiökokouspöytäkirjoihin (5 kpl) ei ollut lainkaan merkitty, kuka toimi kokouksen avaajana.

Kohdeyhtiöt vaihtoivat yhtiökokouksen puheenjohtajaa melko harvoin, vain noin joka viidennessä kokouksessa. Monissa kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa olikin sama puheenjohtaja koko tarkasteluajan ajan. Ylivoimaisesti suosituin yhtiökokouksen puheenjohtaja oli laamanni Pekka Merilampi, joka toimi puheenjohtajana 56 yhtiökokouksessa, eli lähes 20 % tarkasteluajan yhtiökokouksista. Seuraavaksi työllistetyimpiä olivat laamanni Martti Ikonen ja asianajaja Tomas Lindholm, molemmat 13 yhtiökokouksella. Kokouspaikkaa kohdeyhtiöt vaihtoivat hieman useammin kuin joka neljännessä kokouksessa.

2.5. Kohdeyhtiöiden ylimääräiset yhtiökokoukset tarkasteluajanjaksolla

Useat tutkimukseen osallistuneet yhtiöt lähettivät ensisijaisesti pyytämieni varsinaisten yhtiökokousten pöytäkirjojen lisäksi tarkasteluajanjaksolla pidettyjen ylimääräisten yhtiökokousten pöytäkirjoja. Kaiken kaikkiaan 36 yhtiötä lähetti 89 ylimääräisen yhtiökokouksen pöytäkirjat vuosilta 1999–2004. Muutamalla yhtiöllä, jotka eivät lähettäneet ylimääräisen yhtiökokouksen pöytäkirjoja, on tarkasteluajanjaksolla ollut ylimääräisiä yhtiökokouksia, joten seuraavaksi esitelmäni kuvailevat tunnusluvut ovat suuntaa-antavia, mutta eivät täysin kattavia kohdeyhtiöiden ylimääräisten yhtiökokousten osalta.

Kohdeyhtiöiden varsinaisiin yhtiökokouksiin osallistui keskimäärin 292 osakkuutta, joka suhteessa kokonaisosakasmäärään merkitsi noin 3,5 % läsnäoloa. Ylimääräisiin yhtiökokouksiin osallistui keskimäärin noin 1,2 % yhtiöiden kokonaisosakasmäärästä eli noin kolmasosa varsinaisiin yhtiökokouksiin osallistuneista osakkuuksista. Äänten ja osakkeiden suhteellinen läsnäolo ylimääräisissä yhtiökokouksissa oli keskimäärin noin 5–6 prosenttiyksikköä alempi kuin varsinaisissa yhtiökokouksissa. Ylimääräisten yhtiökokousten kesto oli keskimäärin noin 35 minuuttia lyhyempi kuin varsinaisten yhtiökokousten. Tämä johtuu lähinnä siitä, että varsinaisissa yhtiökokouksissa on lain mukaan päätettävä tietyistä asioista, kuten tilinpäätöksen vahvistamisesta, vastuuvapauden myöntämisestä ja voitonjaosta. Toinen varsinaisten yhtiökokousten kestoa suhteessa ylimääräisten yhtiökokousten keston selvästi pidentävä asia on toimitusjohtajan usein varsin seikkaperäinenkin katsaus, joka saattaa hyvin kestää puolikin tuntia.

Keskimäärin ylimääräisissä yhtiökokouksissa tehtiin hieman yli kuusi päätöstä kokousta kohden. Näinkin suuri lukumäärä johtuu siitä, että ylimääräisessäkin yhtiökokouksessa on valettava kokoukselle puheenjohtaja ja pöytäkirjantarkastaja sekä todettava kokous laillisesti koollekutsutuksi ja päätösvaltaiseksi. Voidaan kuitenkin todeta, että monessa tapauksessa ylimääräinen yhtiökokous kutsuttiin koolle vain yhden tai kahden päätettävän asian, kuten lisäosingon, yhtiöjärjestyksen muutoksen, optioiden tai osakeannin, takia. Muista päätöksistä mainittakoon yksi tilinpäätöksen vahvistamispäätös, joka osakkaiden aloitteesta siirrettiin varsinaiselta yhtiökokoukselta ylimääräiselle yhtiökokoukselle. Yhdessä ylimääräisessä yhtiökokouksessa ei voitu tehdä päätöstä omien osakkeiden hankinta- ja luovutusvaltuudesta, koska yhtiökokouskutsua ei lain vaatimalla tavalla lähetetty kirjallisesti kaikille osakkaille.

Ylimääräisissä yhtiökokouksissa on keskimäärin selvästi vähemmän äänestyksiä sekä osakkaiden päätösehdotuksia, puheenvuoroja ja vastustuksia kuin varsinaisissa yhtiökokouksissa. Tarkastelujakson 89 ylimääräisessä yhtiökokouksessa oli 8 äänestystä, 11 osakkaiden päätösehdotusta, 32 osakkaiden puheenvuoroa ja 13 osakkaiden eriävää mielipidettä. Osakkaiden 11 päätösehdotuksesta kolme hyväksyttiin suoraan ilman äänestystä. Niistä kaksi koski pöytäkirjantarkastajan valintaa ja yksi kokouksen käsittelyjärjestyksen muutosta. Kaikki kahdeksan äänestystä päättyivät hallituksen päätösehdotuksen voittoon.

3. HYPOTEESIT

Tässä kappaleessa esittelen testihypoteesit, jotka tutkivat osakkuuksien ja äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksissa, osakkaan tekemien päätösehdotusten saamia puoltoääniä suhteessa kaikkiin annettuihin ääniin sekä äänestysten, osakkaiden päätösehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten todennäköisyyttä yhtiökokouksissa.

Tutkimuksen taloudellisten tunnuslukujen valinta perustuu aikaisemmissa yhtiökokoustutkimuksissa käytettyihin tunnuslukuihin, tunnuslukujen saatavuuteen ja luotettavuuteen tämän tutkimuksen käsittävältä aikajaksolta sekä tutkijan omaan harkintaan. Liikevaihdon muutosta äänestystulosta selittävästä muuttujana ovat käyttäneet Johnson ja Shackell (1997) sekä osakkaan päätösehdotuksen todennäköisyyttä selittävästä muuttujana Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996). Oman pääoman tuotto prosenttia (ROE) ovat tutkimuksessaan käyttäneet muun muassa Strickland, Wiles ja Zenner (1996), Crespi-Cladera ja Renneboog (2003) sekä de Jong, Mertens ja Roosenboom (2004). Yhtenä osakkaan päätösehdotuksen todennäköisyyttä selittävästä yhtiön taloudellista kehitystä kuvaavana muuttujana Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) käyttävät liikevoittoprosenttia ja velkaantumisasastetta. Tässä tutkimuksessa yhtiön taloudellisen tilan mitarina käytetään velkaantumisasasteen sijaan omavaraisuusastetta lähinnä tunnusluvun paremman saatavuuden ja luotettavuuden vuoksi.

Herfindahl-indeksi kuvaa tutkimuksessa omistuksen hajaantuneisuutta. Indeksia käytetään yleisesti esimerkiksi kuvaamaan tulojen jakautumista yhteiskunnassa tai tietyn toimialan keskittyneisyyttä markkinaosuuksilla mitattuna. Indeksien arvo saadaan summaamalla havaintoarvojen neliöt. Tässä tutkimuksessa havaintoarvoina ovat kohdeyrityksen ääniosuuksilla mitattuna 10 suurimman osakkaan omistusosuudet. Herfindahl-indeksi saa aina arvon, joka on suurempi kuin nolla ja pienempi tai yhtä suuri kuin yksi. Jos yhtiöllä on vain yksi omistaja, indeksi saa silloin arvon 1, koska $1^2 = 1$. Jos yhtiöllä on 10 omistajaa ja jokaisella on 10 % omistusosuus, indeksi saa arvon 0,1. Indeksillä on siis sitä suuremman arvon, mitä keskittyneempää kohdeyrityksen ääniosuuksilla mitattu omistus on. Tästä johtuen muutamien tutkimuksissa mukana olevien niin sanottujen valtionyhtiöiden Herfindahl-indeksi on melko korkea. Vastaavasti laaja rekisteröimätön omistus (hallintarekisteriomistus) alentaa Herfindahl-indeksin arvoa.

3.1. Osakkuuksien ja äänten suhteelliseen läsnäoloon liittyvät hypoteesit

Aikaisemmissa yhtiökokoustutkimuksissa ei ole juurikaan tutkittu sitä, mikä saa osakkaat osallistumaan yhtiökokoukseen. Tästä syystä joudun rakentamaan hypoteesit lähinnä loogisen päättelyn avulla.

Yhtiön kokoa mittaavien tunnuslukujen kasvaessa osakkuuksien suhteellinen läsnäolo yhtiökokouksessa laskee, koska tällöin laajasti omistetuilla yhtiöillä kokouksen tilarajoitukset tulevat

vastaan. Yhtiön kokoa kuvaavana muuttujana käytän luonnollista logaritmia yhtiön kokonaisosaksmäärästä, koska se ei ole yhtä vahvasti toimialasidonnainen kuin yhtiön liikevaihto tai taseen loppusumma.

Koska ulkomaalaiset osakkaat eivät osallistu aktiivisesti yhtiökokouksiin, yhtiön suuri ulkomaalais- tai hallintarekisteriomistus alentaa varsinkin äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa. Pysyminen hallintarekisterissä on jo sinänsä selkeä merkki siitä, ettei kyseinen osakas ole halukas osallistumaan päätöksentekoon yhtiökokouksessa. Herfindahl-indeksillä mitattu yhtiön äänimistuksen keskittyneisyys lisää äänten läsnäoloa yhtiökokouksessa, mutta toisaalta vähentää osakkuuksien läsnäoloa, koska yksityisjoittajat eivät ehkä usko omiin vaikutusmahdollisuuksiinsa yhtiökokouksessa, eivätkä siten viitsi siihen osallistua.

Yhtiön historiallisen taloudellisen kehityksen vaikutuksen suunta on epäselvä. Yhtäältä, taloudellisesti hyvin sujuneiden vuosien jälkeen osakkaat osallistuvat yhtiökokoukseen juhliakseen menestystä muiden osakkaiden ja yhtiön johdon kanssa, mutta toisaalta, pitkään kestänyt tappioiden sarja saattaa rohkaista montaa osakasta esittämään kysymyksiä ja pistämään yhtiön johtoa tiukoille – jopa vaihtamaan sitä – yhtiökokouksessa.

- H1: Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttavat
 - o yhtiön pienempi koko
 - o yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus
 - o yhtiön äänimistuksen suurempi hajaantuneisuus
- H2: Äänten suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttavat
 - o yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus
 - o yhtiön äänimistuksen suurempi keskittyneisyys

3.2. Osakkaan päätösehdotuksen saamaan kannatukseen liittyvät hypoteesit

Gordon ja Pound (1993) osoittavat, että osakkaiden tekemät päätösehdotukset saavat suuremman kannatuksen yhtiökokouksessa kun yhtiön pitkän aikavälin osakekurssin kehitys on ollut huono. Käytän tässä taloudellisen menestyksen mittarina osakekurssin sijaan yhtiön tilinpäätöstunnuslukuja. Tämän lisäksi oletan, että osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo sekä yhtiön äänimistuksen hajaantuneisuuden kasvu lisäävät osakkaan päätösehdotuksen saamaa kannatusta. Lisäksi oletan, että suurempi hallintarekisteriomistus vähentää osakkaan päätösehdotuksen saamaa kannatusta kahdesta syystä: ensinnäkin, jos hallintarekisteröidyt osakkaat eivät osallistu yhtiökokoukseen he eivät ainakaan anna ääntänsä osakkaan päätösehdotuksen puolesta, ja toiseksi, jos hallintarekisteröity osakas rekisteröityy yhtiökokouksen ajaksi ja osallistuu kokoukseen, turvataksaan omat oikeutensa hän tuskin kannattaa osakkaan tekemää, usein yleisestä käytännöstä poikkeavaa ja joskus radikaaliakin päätösehdotusta.

Äänten suhteellisen läsnäolon vaikutuksen suunta on epäselvä. Yhtäältä, edellä hypoteesissa H2 oletan, että äänten suhteellisen läsnäolon kasvuun vaikuttaa yhtiön ääniomistuksen suurempi keskittyneisyys, jonka puolestaan oletan vähentävän osakkaan päätösehdotuksen saamaa suhteellista kannatusta. Siten voisi edelleen olettaa, että äänten suuri suhteellinen läsnäolo vähentää osakkaan päätösehdotuksen saamaa kannatusta, koska suuret osakkaat ovat yleensä hallituksen päätösehdotuksen kannalla ja pienemmät osakkaat eivät ehkä koe omaavansa todellisia vaikutusmahdollisuuksia. Toisaalta, äänten suhteellinen läsnäolo on suurinta suoraan kotimaisesti omistetuissa yhtiöissä eli siis ei-ulkomaalais- tai hallintarekisteriomisteisissa yhtiöissä, koska – kuten todettua – ulkomaalaiset ja hallintarekisteröidyt osakkaat eivät juuri osallistu yhtiökokouksiin. Koska edellä kuvatuin perusteluin oletan, että pieni hallintarekisteriomistus lisää osakkaan päätösehdotuksen saamaa kannatusta, tästä johtuen voisi perustellusti olettaa, että myös suuri äänten suhteellinen läsnäolo lisää osakkaan päätösehdotuksen saamaa kannatusta.

- H3: Osakkaan tekemän päätösehdotuksen saamien puoltoäänten suhteellisen osuuden kasvuun vaikuttavat
- o yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
 - o osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo
 - o yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
 - o yhtiön pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus

3.3. Yhtiökokoustapahtumiin liittyvät hypoteesit

Aikaisemmat yhtiökokoustutkimukset ovat keskittyneet äänestystulosten ohella lähinnä osakkaan tekemän päätösehdotuksen todennäköisyyden analysointiin. Sovellan tämän tutkimuksen hypoteesien rakentamisessa aikaisempia tutkimustuloksia osakkaan päätösehdotuksen todennäköisyyden osalta myös muihin yhtiökokoustapahtumiin, eli äänestyksiin sekä osakkaan puheenvuoroihin ja vastustuksiin.

John ja Klein (1995) havaitsivat, että todennäköisyys osakkaan tekemälle päätösehdotukselle yhtiökokouksessa kasvaa yhtiön koon kasvaessa, ja jos yhtiö on tehnyt huonoa tulosta. Karpoff, Malatesta ja Walkling (1996) saivat omassa tutkimuksessaan samansuuntaisia tuloksia. Oletan kokonaisosakasmäärällä mitatun yhtiön suuremman koon lisäävän kaikkien yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä. Todennäköisyyttä lisää myös yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys, paitsi puheenvuorojen kohdalla. Osakkaiden puheenvuorojen osalta yhtiön taloudellisen menestyksen vaikutuksen suunta on epäselvä, koska puheenvuorot eivät luonteeltaan ole yksipuolisesti negatiivissävytteisiä, kuten osakkaiden vastustukset, päätösehdotukset ja niistä seuraavat äänestykset pääsääntöisesti ovat. Osakkaiden puheenvuorot voivat esimerkiksi olla yhtiön johtoa kiitteleviä lausuntoja tai vaihtoehtoisesti hyvinkin kriittisiä ja johdon kannalta kiusallisia kysymyk-

siä. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvu oletettavasti lisää yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä, koska mitä useampi osakas on läsnä yhtiökokouksessa, sitä todennäköisempää on, että joku heistä käyttää lain suomia oikeuksiaan itse kokouspaikalla. Samansuuntainen vaikutus lienee myös yhtiön ääniomistuksen hajaantuneisuudella. Vastustusten todennäköisyyden kasvuun vaikuttaa oletettavasti merkittävästi yhtiön suuri ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus.

H4: Äänestysten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- o yhtiön suurempi koko
- o yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- o yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- o osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H5: Osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- o yhtiön suurempi koko
- o yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- o yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- o osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H6: Osakkaiden puheenvuorojen todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- o yhtiön suurempi koko
- o yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- o osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo

H7: Osakkaiden vastustuksien todennäköisyyttä yhtiökokouksessa lisäävät

- o yhtiön suurempi koko
- o yhtiön huono historiallinen taloudellinen kehitys
- o yhtiön ääniomistuksen suurempi hajaantuneisuus
- o osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo
- o yhtiön suurempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus

4. KESKIARVO- JA MEDIAANITESTIEN TULOKSET

Liitteessä 2 on esitelty regressiomallien selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet. Äänten suhteellinen läsnäolo ja yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyyttä mittaava Herfindahl-indeksi ovat varsin vahvasti (0,64) positiivisesti korreloituneita. Tämä on odotettua, sillä hypoteesissa 2 oletan yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyyden lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa, koska yhtiön suuret osakkaat pääsääntöisesti aina osallistuvat yhtiökokoukseen. Toisaalta, äänten suhteellinen läsnäolo ja yhtiön hallintarekisteriomistus ovat varsin vahvasti (-0,63) negatiivisesti korreloituneita. Vahva negatiivinen riippuvuus on odotettua, sillä niin ikään

hypoteesissa 2 oletan yhtiön suuren hallintarekisteriomistuksen vähentävän kokonaisäänimäärään suhteutettua äänten läsnäoloa, koska hallintarekisteröidyt osakkaat eivät pääsääntöisesti osallistu yhtiökokouksiin.

Regressiomalleissa niin selittävänä kuin selitettävänäkin muuttujana käyttämälläni osakkuuksien suhteelliselle läsnäololle olen tehnyt niin sanotun logaritmisin muunnoksen, koska osakkuuksien läsnäoloprosentti on rajoitettu nollan ja yhden välille ja sen jakauma on vahvasti vasemmalle vino (havaintoarvot ovat lähellä nollaa). Muuttujan logaritmisin muunnosta ovat käyttäneet tutkimuksessaan muun muassa Lakhal (2003) sekä Bethel ja Gillan (2002). Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kohdalla muunnos tapahtuu seuraavasti: $\log \left(\frac{\text{osakkuudet\%}}{100 - \text{osakkuudet\%}} \right)$. Regressioanalyysin yhteydessä teen logaritmisin muunnoksen vertailun vuoksi myös selitettävänä muuttujana toimivalle äänten suhteelliselle läsnäololle. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon logaritminen muunnos ja kokonaisosakasmäärän luonnollinen logaritmi ovat melko vahvasti (-0,42) negatiivisesti korreloituneita. Edellä hypoteesissa 1 oletan, että yhtiön suuri kokonaisosakasmäärä vähentää osakkuuksien suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa, koska suurten lukumääraisten osallistujamäärien ollessa kyseessä yhtiökokouspaikan tilat toimivat usein osallistumista rajoittavana tekijänä.

4.1. Keskiarvo- ja mediaanitestit

Jaoin kohdeyhtiöiden yhtiökokoukset kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa kunakin vuonna äänestyksiä, osakkaiden päätösehdotuksia, puheenvuoroja tai vastustuksia vai ei. Tämän jälkeen laskin taloudellisten tunnuslukujen, osallistumisaktiivisuutta mittaavien tunnuslukujen ja omistusrakennetta kuvaavien tunnuslukujen keskiarvot molempien ryhmien sisällä ja tarkastelin kaksisuuntaisen t-testin ja Mann-Whitneyn mediaanitestin avulla, eroavatko keskiarvot tilastollisesti merkitsevästi toisistaan näiden kahden ryhmän välillä. Seuraavaksi esittelen keskiarvo- ja mediaanitestien tulokset taulukoissa, joissa t-testin t-arvon ja mediaanitestin z-arvon yhteydessä kolme tähteä (***) tarkoittaa eron olevan merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla.

Taulukossa 5 on esitelty tunnuslukujen keskiarvot jaoteltuna kahteen yhtiöryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa äänestyksiä tai osakkaiden päätösehdotuksia vai ei. Yhtiön kokoa kuvaavien tunnuslukujen keskiarvot ovat merkitsevästi suurempia niiden kohdeyhtiöiden yhtiökokousten ryhmässä, jossa oli äänestyksiä tai osakkaiden päätösehdotuksia. Hypoteeseissa 4 ja 5 oletan, että yhtiön suuri koko lisää äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyttä, koska suurien yhtiöiden yhtiökokouksiin osallistuu oletettavasti lukumääräisesti enemmän osakkuuksia kuin pienien yhtiöiden yhtiökokouksiin. Keskimääräinen oman pääoman tuotto on t-testin perusteella merkitsevästi pienempi ryhmässä, jossa oli äänestyksiä tai osakkaiden päätösehdotuksia. Mediaanitestin tulosten perusteella tämä ero ei ole tilastollisesti merkitsevä.

TAULUKKO 5. Keskiarvo- ja mediaanitestit, äänestykset ja osakkaiden ehdotukset. Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden taloudellisten tunnuslukujen sekä omistusrakennetta ja osakkuuksien ja äänten läsnäoloa kuvaavien lukujen keskiarvot sekä niiden tilastollinen merkitsevyys. Kohdeyhtiöt ja niiden yhtiökokoukset on jaettu kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa äänestyksiä tai osakkaiden päättäehdotuksia. Keskiarvotesti on kaksisuuntainen t-testi, jonka t-arvo on merkitty sarakkeeseen "t-testi". Mediaanitesti on Mann-Whitneyn U-testi, jonka z-arvo on merkitty sarakkeeseen "Mann-Whitney". Kolme tähteä (*) tarkoittaa keskiarvojen eron olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla.**

	Onko äänestyksiä, ei = 0 on = 1	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney	Onko ehdotuksia, ei = 0 on = 1	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney
Herfindahl-indeksi	0	232	0,13	-0,59	-0,60	0	228	0,13	-1,19	-0,43
	1	48	0,14			1	52	0,15		
Suora ulkomaalaisomistus (%)	0	230	3,81	-0,16	-0,94	0	228	4,02	0,71	-0,38
äänistä	1	54	4,01			1	56	3,14		
Hallintarekisteriomistus (%)	0	240	13,46	-1,53	-2,16**	0	237	13,00	-2,34**	-2,73***
äänistä	1	50	18,11			1	53	19,93		
Läsnäolo (%) osakkuuksista	0	235	3,38	-0,67	-0,03	0	233	3,50	0,18	-0,51
	1	49	3,92			1	51	3,35		
Läsnäolo (%) äänistä	0	247	57,34	1,86*	-1,73**	0	245	57,64	2,37**	-2,15**
	1	55	51,82			1	57	50,72		
Kokonaisosakasmäärä	0	241	12392	-3,66***	-4,46***	0	239	11450	-5,40***	-5,23***
	1	53	23434			1	55	27128		
Liikevaihto M€, viimeisin vuosi	0	257	1617	-3,85***	-3,61***	0	255	1428	-5,55***	-4,80***
	1	55	4065			1	57	4825		
Taseen loppusumma M€, viimeisin vuosi	0	230	1777	-3,34***	-3,71***	0	228	1583	-4,85***	-4,49***
	1	50	4179			1	52	4941		
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	0	255	8,00	2,30**	-1,63	0	253	7,85	2,09**	-1,43
	1	55	-4,44			1	57	-3,33		
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0	256	18,36	1,01	-0,98	0	254	18,48	1,08	-1,02
	1	54	10,95			1	56	10,65		
Omaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	0	251	49,17	0,53	-0,75	0	249	49,31	0,76	-1,09
	1	55	47,39			1	57	46,82		

Mahdollinen keskiarvojen ero tukee kuitenkin oletusta, että yhtiön huono taloudellinen menestys lisää äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa. Yhtiön hallintarekisteriomistus on keskimäärin tilastollisesti merkitsevästi suurempaa varsinkin niiden yhtiöiden ryhmässä, joissa oli osakkaiden päätösehdotuksia. Äänen suhteellinen läsnäolo on keskimäärin pienempää niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli äänestyksiä tai osakkaiden päätösehdotuksia. Hypoteeseissa ei tehty oletusta yhtiön hallintarekisteriomistuksen tai äänen suhteellisen läsnäolon vaikutussuunnasta äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyteen.

Taulukossa 6 on esitelty tunnuslukujen keskiarvot jaoteltuna kahteen yhtiöryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Samoin kuten edellä äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten yhteydessä, yhtiön kokoa kuvaavat tunnusluvut ovat keskimäärin selvästi suurempia niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Puheenvuorojen osalta muiden tunnuslukujen yhtiöryhmien keskiarvot eivät eroa tilastollisesti merkitsevästi toisistaan. Hypoteesin 7 oletusta tukien, liikevaihdon kasvuprosentti on keskimäärin pienempi niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa osakkaat esittivät eriäviä mielipiteitä. Muiden taloudellisten tunnuslukujen ryhmäkeskiarvot eivät eroa tilastollisesti merkitsevästi toisistaan. Äänen ja osakkuuksien suhteellinen läsnäolo on keskimäärin merkitsevästi pienempää niiden yhtiöiden ryhmässä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden vastustuksia. Äänen suhteellisen läsnäolon vaikutussuunnasta osakkaiden vastustusten todennäköisyyteen ei tehty oletusta hypoteeseissa. Osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvun oletin lisäävän osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä, joten tässä hypoteesin 7 oletus ja keskiarvotestin tulos ovat hienoisessa ristiriidassa.

Yhtiön hallintarekisteriomistus on erittäin selvästi suurempaa niissä yhtiöissä, joiden yhtiökokouksissa osakkaat esittivät vastustuksia. Kuten edellä kappaleessa 2.3. vastustusten käsittelyn yhteydessä on todettu, valtaosan yhtiökokouksissa tehdyistä vastustuksista esittävät hallintarekisteröityjen ulkomaalaisten osakkaiden edustajat. Alempaa äänen läsnäoloprosenttia vastustusten ryhmässä voidaan selittää myös sillä, että laajasti hallintarekisteriomisteisessa yhtiössä äänen läsnäoloprosentti on yleisestikin alhaisempi, koska ulkomaalaiset eivät kovin aktiivisesti osallistu yhtiökokouksiin (mm. Karhu, Miettinen, Reinikainen ja Wahlroos, 1998). Yhtiön suora ulkomaalaisomistus vaikuttaisi t-testin tulosten perusteella olevan pienempää niissä yhtiöissä, joiden yhtiökokouksissa oli osakkaiden vastustuksia. Koska tutkimusaineiston suoran ulkomaalaisomistuksen jakauma on kuitenkin vahvasti vasemmalle vino (havaintoarvot ovat lähellä nollaa, ei noudata normaalijakaumaa), normaalijakaumaoletukseen nojautuvan t-testin tulosta ei voida pitää tässä yhteydessä kovin luotettavana. Ei-parametrisen mediaanitestin (ei nojaudu aineiston normaalijakaumaoletukseen) tulosten perusteella ero ei ole tilastollisesti merkitsevä.

TAULUKKO 6. Keskiarvo- ja mediaanitestit, osakkaiden puheenvuorot ja vastustukset. Taulukossa on esitelty kohdeyhtiöiden taloudellisten tunnuskukujen sekä omistustrakennetta ja osakkuuksien ja äänten läsnäoloa kuvaavien lukujen keskiarvot sekä niiden tilastollinen merkittävyys. Kohdeyhtiöt ja niiden yhtiökokoukset on jaettu kahteen ryhmään sen perusteella, oliko yhtiökokouksissa osakkaiden puheenvuoroja tai vastustuksia. Keskiarvotestit on kaksisuuntainen t-testi, jonka t-arvo on merkitty sarakkeeseen "t-testi". Mediaanitestit on Mann-Whitney U-testi, jonka z-arvo on merkitty sarakkeeseen "Mann-Whitney". Kolme tähteä (*) tarkoittaa keskiarvojen eron olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla.**

	Onko puheenvuoroja,	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney	Onko vastustuksia, ei=0 on=1	N	Keskiarvo	t-testi	Mann-Whitney
Herfindahl-indeksi	0	186	0,13	0,11	-1,26	0	227	0,13	-0,04	-1,64
	1	94	0,13			1	53	0,13		
Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	0	186	4,36	1,43	-0,63	0	235	4,38	2,37**	-0,39
	1	98	2,88			1	49	1,30		
Hallintarekisteriomistus (%) äänistä	0	189	13,01	-1,50	-1,44	0	241	10,31	-8,49***	-6,82***
	1	101	16,62			1	49	33,72		
Läsnäolo (%) osakkuuksista	0	192	3,39	-0,39	-0,01	0	233	3,77	2,05**	-2,57**
	1	92	3,64			1	51	2,13		
Läsnäolo (%) äänistä	0	198	57,62	1,54	-1,07	0	248	58,38	3,89***	-3,31***
	1	104	53,89			1	54	46,93		
Kokonaisosakasmäärä	0	197	11118	-4,03***	-4,23***	0	240	9133	-11,12***	-8,22***
	1	97	21013			1	54	37716		
Liikevaihto M€, viimeisin vuosi	0	208	1212	-4,96***	-4,47***	0	258	973	-11,26***	-8,43***
	1	104	3722			1	54	7188		
Taseen loppusumma M€, viimeisin vuosi	0	186	1392	-4,21***	-4,35***	0	231	973	-11,63***	-8,61***
	1	94	3817			1	49	8019		
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	0	207	5,99	0,13	-0,68	0	256	4,98	-0,85	-0,18
	1	103	5,41			1	54	9,64		
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0	206	16,93	-0,07	-1,19	0	257	19,41	1,86*	-2,59***
	1	104	17,33			1	53	5,73		
Omavaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	0	202	49,89	1,13	-0,50	0	252	49,68	1,40	-1,92*
	1	104	46,83			1	54	44,97		

5. REGRESSIOANALYYSIN TULOKSET

Osakkuuksien ja äänten suhteellisen läsnäolon sekä osakkaan tekemän päätösehdotuksen saamien puoltoäänien mallintamisessa käytän lineaarista regressiota. Koska äänestykset sekä osakkaiden päätösehdotukset, puheenvuorot ja vastustukset ovat niin sanottuja 0–1 – muuttujia (onko yhtiökoukussa kyseinen tapahtuma vai ei), niin käytän tapahtuman todennäköisyyden ennustamisessa logistista regressiota.

Yhtiön kokoa kuvaavana muuttujana käytän luonnollista logaritmia liikevaihdosta, koska se ei ole niin toimialariippuvainen kuin yhtiön liikevaihto tai taseen loppusumma. Taloudellisten tunnuslukujen osalta käytän selittävinä muuttujina yhtiökokousvuotta edeltävän vuoden tunnuslukuja, jotta käytössä olisi mahdollisimman tuoreet ja ajantasaiset luvut. Suoritan regressiot myös yhtiökokousvuotta edeltävien kolmen vuoden tunnuslukujen keskiarvoilla ja raportoin tekstissä tulosten mahdolliset eroavuudet verrattuna viimeisimmän vuoden taloudellisiin tunnuslukuihin.

5.1. Osakkuuksien ja äänten läsnäolo sekä osakkaan päätösehdotusten saamat puoltoäänät

Taulukossa 7 on esitelty lineaaristen regressioiden tulokset. Mallien selityksasteet ovat kohtalaisia tai hyviä, ne vaihtelevat 31 % ja 64 % välillä. Multikollineaarisuutta mittaava VIF-arvo on regressiomalleissa (1), (2) ja (3) kaikilla selittäville muuttujilla alle 1,3. Regressiomallissa (4) Herfindahl-indeksin ja äänten suhteellisen läsnäolon VIF-arvot ovat yli 3 mutta alle 3,6. Peukalosääntönä voidaan pitää, että multikollineaarisuus on ongelma, jos selittävien muuttujien VIF-arvot ovat yli 10 (mm. Belsely (1991) ja Kennedy (1998)). Siten voidaan todeta, että selittävien muuttujien multikollineaarisuus ei tässä tapauksessa ole ongelma.

Hypoteesin 1 mukaisesti yhtiön suuri koko sekä yhtiön laaja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus vähentävät yhtiökokoukseen osallistuvien osakkuuksien suhteellista määrää. Herfindahl-indeksillä kuvatun yhtiön ääniomistuksen keskittyminen näyttää myös vähentävän osakkuuksien läsnäoloa. Osakkuuksien suhteellista läsnäoloa ennustavan hypoteesin 1 määrittämisen yhteydessä todettiin, että taloudellisten tunnuslukujen vaikutussuunta on epäselvä ja siten sekä negatiivinen että positiivinen vaikutus on perusteltavissa. Taloudellisten tunnuslukujen osalta tulosten tulkinta ei olekaan aivan yksiselitteistä. Korkea oman pääoman tuotto prosentti näyttäisi lisäävän osakkuuksien suhteellista läsnäoloa ja saavan siten tyytyväiset osakkaat osallistumaan yhtiökokoukseen. Toisaalta yhtiön liikevaihdon alempi – jopa negatiivinen – kasvuprosentti ja alempi omavaraisuusaste näyttäisivät lisäävän osakkaiden osallistumisaktiivisuutta. Tämä voi kertoa siitä, että jos yhtiö on taloudellisessa kriisissä, osakkaat osallistuvat yhtiökokoukseen kuullakseen yhtiön johdon toimenpiteistä yhtiön kurssin kääntämiseksi.

Yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys ja pienempi ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus

TAULUKKO 7. Lineaaristen regressiomallien tulokset. Taulukossa on esitelty osakkuuksien suhteellista läsnäoloa, äänen suhteellista läsnäoloa ja osakkaiden ehdotusten saamia puoltoääniiä ennustavat lineaariset regressiomallit. Tilastollista merkisevyyttä kuvaavat t-arvot on ilmoitettu suluissa kulmakertoimen alapuolella. Kolme tähtää (*) kertoo muuttujan olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähtää (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla. "Odotettu etumerkki"-sarakkeessa on ilmoitettu hypoteesin mukainen odotettu kulmakertoimen etumerkki, tai "+/-"-merkki, jos selittävän muuttujan oletettu vaikutuksen suunta on epäselvä ja etumerkki voi perustellusti olla plus tai miinus, tai kysymysmerkki, jos etumerkistä ei ole tehty oletusta.**

Selittävä muuttuja	Lineaarinen regressio (1)		Lineaarinen regressio (2)		Lineaarinen regressio (3)		Lineaarinen regressio (4)	
	Osakkuuksien läsnäolo%, log muunnos	Äänen läsnäolo%	Äänen läsnäolo%, log muunnos	Osakkaan ehdotuksen puoltoäänien%, log muunnos	Odotettu etumerkki	Odotettu etumerkki	Odotettu etumerkki	Odotettu etumerkki
Selittävät muuttujat								
Vakio	0,15 (0,30)	0,70*** (10,95)	0,95*** (3,15)	0,30 (1,02)				0,30 (1,02)
Herfindahl-indeksi	-3,65*** (-6,99)	0,79*** (12,12)	3,64*** (11,90)	0,03 (0,12)	+	+	-	0,03 (0,12)
Hallintarekisteriomistus%, äänistä	-0,86*** (-2,59)	-0,47*** (-11,43)	-2,30*** (-11,83)	-0,38*** (-2,67)	-	-	-	-0,38*** (-2,67)
Ulkomaalaisiomistus%, äänistä	-2,26*** (-3,01)	-0,30*** (-3,19)	-1,39*** (-3,11)	-0,21 (-0,60)	-	-	-	-0,21 (-0,60)
Osakkuuksien läsnäolo%, log muunnos								0,13*** (2,77)
Äänen läsnäolo%								-0,46*** (-2,12)
Ln kokonaisosakasmäärä	-0,32*** (-6,38)	-0,02** (-2,57)	-0,07** (-2,42)	?	?	?	?	0,07*** (3,15)
Liikevaihdon muutos%, viimeisin vuosi	-0,27** (-2,27)	-0,01 (-0,65)	-0,03 (-0,41)	?	?	?	-	0,05 (0,61)
Oman pääoman tuotto%, viimeisin vuosi	0,41** (2,53)	0,06*** (2,74)	0,28*** (2,89)	?	?	?	-	-0,02 (-0,48)
Oman varaisuusaste%, viimeisin vuosi	-1,23*** (-3,09)	-0,06 (-1,12)	-0,36 (-1,51)	?	?	?	-	-0,18 (-1,05)
F-arvo	16,90	64,16	64,92	4,45				4,45
Adjusted R ²	0,31	0,64	0,64	0,38				0,38
Havaintojen lukumäärä	247	248	248	51				51

lisäävät hypoteesin 2 oletusten mukaisesti äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa. Yhtiön koon vaikutuksesta äänten suhteelliseen läsnäoloon ei tehty oletusta hypoteeseissa, mutta yhtiön suurempi koko näyttäisi lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa. Yhtiön taloudellisen menestyksen vaikutuksesta ei myöskään tehty oletusta, mutta korkea oman pääoman tuotto näyttäisi selkeästi lisäävän äänten suhteellista läsnäoloa yhtiökokouksessa. Käytettäessä äänten suhteellisen läsnäolon logaritmita muunnosta selitettävänä muuttujana mallissa (3) tuloksissa ei ole merkittäviä eroja verrattuna malliin (2).

Mallin (4) tuloksista voidaan havaita, että osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo ja yhtiön pienempi hallintarekisteriomistus lisäävät osakkaan tekemän päätösehdotuksen saamia puoltoääniä hypoteesin 3 mukaisesti. Yhtiön koon vaikutuksesta puoltoääniin ei tehty oletusta, mutta yhtiön suurempi koko näyttäisi selvästi lisäävän suhteellisten puoltoäänten määrää. Hypoteesin 3 rakentamisen yhteydessä todettiin, että äänten suhteellisen läsnäolon sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus puoltoääniin on perusteltavissa. Tulosten perusteella äänten suurempi suhteellinen läsnäolo vähentää osakkaan päätösehdotuksen saamia puoltoääniä. Siten voidaan todeta, että suuri äänten suhteellinen läsnäolo kertoo suurien osakkaiden osallistuvan yhtiökokoukseen ja äänestävän hallituksen päätösehdotuksen puolesta ja osakkaiden tekemää päätösehdotusta vastaan. Liikevaihdon muutosta lukuun ottamatta yhtiön huono taloudellinen menestys lisää osakkaan päätösehdotuksen saamia suhteellisia puoltoääniä, mutta mikään taloudellisista tunnusluvusta ei ole tilastollisesti merkitsevä selittävä muuttuja.

5.2. Yhtiökokoustapahtumat

Taulukossa 8 on esitelty yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyttä ennustavien logististen regressiomallien tulokset. Mallien selitysasteet vaihtelevat 16:sta % 62:een %. 0-tapahtumista (kyseistä tapahtumaa ei yhtiökokouksessa) mallit luokittelevat oikein keskimäärin yli 90 %, mutta 1-tapahtumista (kyseinen tapahtuma on yhtiökokouksessa) vain hieman yli 40 %.

Jokaisessa mallissa yhtiön suurempi koko ja osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo lisäävät oletetusti tapahtumien todennäköisyyttä yhtiökokouksessa. Yhtiön ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistuksen vaikutuksesta äänestyksien, osakkaiden ehdotusten ja puheenvuorojen todennäköisyyteen ei tehty oletusta, eivätkä kyseiset selittävät muuttujat näissä kolmessa yhtiökokoustapahtumassa olekaan tilastollisesti merkitseviä. Sen sijaan, yhtiön suuri hallintarekisteriomistus lisää merkittävästi osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä hypoteesin 7 mukaisesti. Äänten suhteellisen läsnäolon vaikutuksesta yhtiökokoustapahtumien todennäköisyyteen ei tehty oletusta, mutta äänten suurempi suhteellinen läsnäolo näyttäisi vähentävän varsinkin osakkaiden ehdotusten todennäköisyyttä. Tulos tukee väitettä, että osakkaat tekevät vähemmän ehdotuksia tilanteessa, jossa he eivät usko ehdotuksensa läpimenoon. Tuloksesta voidaan myös päätellä, että osakkaat eivät selvässä tilanteessa väkisin tee hallituksen ehdotusta vastustavaa ehdotusta ja

TAULUKKO 8. Logististen regressiomallien tulokset. Taulukossa on esitelty äänestysten sekä osakkaiden ehdotusten, puheenvuorojen ja vastustusten todennäköisyyttä yhtiökokouksessa ennustavat logistiset regressiomallit. Tilastollista merkitsevyyttä kuvaavat t-arvot on ilmoitettu suluissa kulmakertoimen alapuolella. Kolme tähteä (*) kertoo muuttujan olevan tilastollisesti merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla. "Odotettu etumerkki"-sarakeissa on ilmoitettu hypoteesien mukainen odotettu kulmakertoimen etumerkki, tai "+/-"-merkki, jos selittävän muuttujan oletettu vaikutuksen suunta on epäselvä ja etumerkki voi perustellusti olla plus tai miinus, tai kysymysmerkki, jos etumerkistä ei ole tehty oletusta.**

Selittävä muuttuja	Logistinen regressio (1)		Logistinen regressio (2)		Logistinen regressio (3)		Logistinen regressio (4)	
	Äänestyksiä on = 1, ei = 0	Odotettu etumerkki	Ehdotuksia on = 1, ei = 0	Odotettu etumerkki	Puheenvuoroja on = 1, ei = 0	Odotettu etumerkki	Vastustuksia on = 1, ei = 0	Odotettu etumerkki
Selittävät muuttajat								
Vakio	-6,04*** (-2,57)		-5,33** (-2,25)		-3,16** (-2,01)		-15,55*** (-3,61)	
Herfindahl-indeksi	6,24*** (2,83)	-	9,20*** (3,91)	-	3,76*** (2,15)	-	6,84** (2,32)	-
Hallintarekisteriomistus% äänistä	-0,48 (-0,41)	?	-0,12 (-0,10)	?	-0,23 (-0,24)	?	7,57*** (3,47)	+
Ulkomaalaisiomistus% äänistä	3,38 (1,41)	?	2,72 (1,09)	?	-0,65 (-0,33)	?	-0,74 (-0,14)	+
Osakkuuksien läsnäolo %, log muunnos	0,66*** (3,02)	+	0,81*** (3,55)	+	0,46*** (2,81)	+	0,90*** (2,71)	+
Äänten läsnäolo %	-2,83* (-1,65)	?	-4,25** (-2,35)	?	-1,52 (-1,21)	?	-0,25 (-0,11)	?
Ln kokonaisosakasmäärä	0,85*** (4,31)	+	0,90*** (4,56)	+	0,56*** (4,16)	+	1,70*** (4,56)	+
Liikevaihdon muutos %, viimeisin vuosi	-0,35 (-0,63)	-	-0,40 (-0,69)	-	0,23 (0,85)	+/-	-3,30** (-2,22)	-
Oman pääoman tuotto %, viimeisin vuosi	-0,82* (-1,80)	-	-0,75* (-1,71)	-	0,06 (0,15)	+/-	2,37 (1,05)	-
Omaraisuisaste %, viimeisin vuosi	0,10 (0,08)	-	-0,26 (-0,21)	-	-0,39 (-0,41)	+/-	-0,46 (-0,23)	-
Nagelkerke R2	0,27		0,35		0,16		0,62	
Havaintojen lukumäärä	241		241		241		241	

siten aloita niin sanottua turhaa äänestystä, vaan kirjauttavat mahdollisesti mieluummin eriävän mielipiteensä pöytäkirjaan.

Yhtiön huonon taloudellisen menestyksen oletettiin lisäävän äänestysten, osakkaiden päätösehdotusten ja vastustusten todennäköisyyttä. Pääsääntöisesti taloudellisten muuttujien vaikutussuunta olikin odotetunkaltainen. Heikko oman pääoman tuotto lisää äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyttä, mutta selittävä muuttuja ei ole tilastollisesti kovin merkitsevä. Tilastollisesti merkitsevämpi on alhaisen liikevaihdon kasvuprosentin osakkaiden vastustusten todennäköisyyttä lisäävä vaikutus. Puheenvuorojen osalta yhtiön taloudellisen menestyksen sekä negatiivinen että positiivinen vaikutus oli perusteltavissa. Taloudellisten tunnuslukujen vaikutus puheenvuorojen todennäköisyyteen eroaakin vaikutuksesta muihin yhtiökokoustahtumiin siinä, että sekä korkeampi oman pääoman tuotto että suurempi liikevaihdon kasvuprosentti lisäävät puheenvuorojen todennäköisyyttä. Kyseiset selittävät muuttujan eivät kuitenkaan ole tilastollisesti merkitseviä.

Yksi merkittävimmistä yhtiökokoustahtumien todennäköisyyttä ennustavien logististen regressiomallien tuloksista on se, että Herfindahl-indeksillä mitattu yhtiön ääniomistuksen keskittyneisyys näyttäisi selvästi lisäävän kaikkien yhtiökokoustahtumien todennäköisyyttä. Tämä tulos on ristiriidassa hypoteeseissa 4–7 tehtyjen oletusten kanssa ja sen tulkinta on melko haasteellista. Yksi mahdollinen selitys tulokselle on, että osakkaat hieman protestinomaisesti tekevät ja vastustavat päätösehdotuksia sellaisten yhtiöiden yhtiökokouksissa, joiden ääniomistus on keskittynyttä, kuten esimerkiksi valtionyhtiöiden. Tulos on kuitenkin sikäli mielenkiintoinen ja yllättävä, että sen jatkotutkimus tulevaisuudessa voisi olla mielekäästä.

Taulukossa 9 on yhteenvedonomaaisesti esitelty selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut etumerkit ja regressioanalyysin toteutuneet etumerkit.

6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Suomalaisten osakkeenomistajien kiinnostus yhtiökokouksia kohtaan on tutkimushavaintojeni mukaan kasvanut viimeisten vuosien aikana. Osakkuuksien lukumäärillä mitattu keskimääräinen läsnäolo kohdeyhtiöiden varsinaisissa yhtiökokouksissa on kasvanut 20 % vuodesta 1999 vuoteen 2004. Kokonaisosakasmäärään suhteutettu osakkuuksien läsnäolo on sen sijaan ollut tarkastelujaksolla jopa hienoisessa laskussa, johtuen pääasiassa kohdeyhtiöiden kokonaisosakasmäärien noin 60 % kasvusta. Äänten ja osakkeiden läsnäolo on tarkastelujaksolla ollut laskussa. Tätä havaintoa tukee SVH PricewaterhouseCoopers Oy:n tekemä tutkimus vuoden 1998 varsinaisista yhtiökokouksista Suomessa, joissa osakkeiden ja äänten keskimääräiset läsnäoloprosentit olivat noin 5 prosenttiyksikköä korkeammat kuin käsillä olevassa tutkimuksessa. Äänten ja osakkeiden

TAULUKKO 9. Selittävien muuttujien odotetut ja toteutuneet vaikutussuunnat. Taulukossa on esitely selittävien muuttujien hypoteesien mukaiset odotetut vaikutussuunnat ja regressioanalyysin toteutuneet kulmakertoimet etumerkki. Sarake "Odotettu etumerkki" kertoo selittävän muuttujan odotetun vaikutuksen suunnan selitettävään muuttajaan. "+/-"-merkki kertoo, että selittävän muuttujan vaikutussuunta on epäselvä ja sekä positiivinen että negatiivinen vaikutus selitettävään muuttajaan on perusteltavissa. Kysymysmerkki kertoo, että vaikutuksen suunnasta ei ole tehty oletusta. Sarakkeessa "Toteutunut etumerkki" on ilmoitettu selittävän muuttujan kulmakertoimen merkin lisäksi muuttujan tilastollinen merkitsevyys. Kolme tähteä (*) kertoo muuttujan olevan merkitsevä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla.**

Selittävä muuttuja	H1: osakkuuksien suhteellinen läsnäolo		H2: äänten suhteellinen läsnäolo		H3: osakkaan ehdotuksen saamat puoltoäänät		H4: äänestysten todennäköisyys		H5: ehdotusten todennäköisyys		H6: puheen-vuorojen todennäköisyys		H7: vastustusten todennäköisyys	
	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki	Odotettu etumerkki	Toteutunut etumerkki
Selittävä muuttuja														
Yhtiön suurempi koko	-	****	?	-**	?	****	+	****	+	****	+	****	+	****
Äänioimistuksen suurempi keskittyneisyys	-	****	+	****	-	+	-	****	-	****	-	****	-	****
Suurempi ulkomaalaisomistus	-	****	-	****	-	-	?	+	?	+	?	-	+	-
Suurempi hallintarekisteriomistus	-	****	-	****	-	****	?	-	?	-	?	-	+	****
Osakkuuksien suurempi suhteellinen läsnäolo			+	****	+	****	+	****	+	****	+	****	+	****
Äänten suurempi suhteellinen läsnäolo			+/-	****	+/-	****	?	-*	?	-**	?	-	?	-
Korkeampi oman pääoman tuottoprosentti	+/-	**	?	****	-	-	-	-*	-	-*	+/-	+	-	+
Korkeampi omavaraisuusaste	+/-	****	?	-	-	-	-	+	-	-	+/-	-	-	-
Suurempi liikevaihdon kasvuprosentti	+/-	****	?	-	-	-	-	-	-	-	+/-	+	-	**

läsnäoloprosentin laskun yhtenä selityksenä on samanaikaisesti tapahtunut, Herfindahl-indeksillä kuvattu kohdeyhtiöiden ääniomistuksen hajaantuminen.

Äänestysten ja osakkaiden tekemien päätösehdotusten lukumäärät yhtiökokouksissa ovat olleet kasvussa tarkastelujaksolla. Kyseiset yhtiökokouksetapahtumat ovat myös jakautuneet entistä useamman yhtiökokouksen kesken. Osakkaiden puheenvuorot ja eriävät mielipiteet ovat lisääntyneet vielä äänestyksiä ja päätösehdotuksia nopeammin viime vuosina. Puheenvuorojen osalta kehitysuunta on valtaosin positiivinen, sillä osakkaiden aktiivisuuden lisääntyminen itse kokouspaikalla tekee kokoustilanteista avoimempia ja informatiivisempia kaikille osapuolille. Toisaalta osakkaiden puheenvuorojen lukumäärän kasvu voi myös olla merkinä lisääntyneestä häiriökäyttäytymisestä.¹ Vastustusten lukumäärän kasvu kuvastaa lähinnä hallintarekisterissä olevien ulkomaalaisten osakkaiden tarvetta vastustaa tiettyjä päätöksiä turvatakseen omat oikeutensa mahdollisissa kiistatilanteissa päätösten sisällöstä.

Käsitykseni mukaan yhtiökokouksia ei aiemmin ole Suomessa analysoitu tilastollisin menetelmin. Ulkomaisissakaan yhtiökokoustutkimuksissa ei ole juurikaan keskitytty analysoimaan sitä, mikä vaikuttaa osakkaiden osallistumisaktiivisuuteen. Näistä syistä johtuen seuraavia regressioanalyysin perusteella tehtyjä johtopäätöksiä osakkaiden osallistumisaktiivisuuteen vaikuttavista tekijöistä ei voitu peilata aikaisempiin tutkimustuloksiin.

Regressioanalyysin tulosten valossa voimme todeta, että sekä osakkuuksien että äänten läsnäolon kasvuun vaikuttavat yhtiön pienempi kokonaisosakasmäärä ja ulkomaalais- ja hallintarekisteriomistus sekä korkeampi oman pääoman tuotto. Liikevaihdon kasvu ja korkea omavaraisuusaste vähentävät osakkuuksien läsnäoloa. Yhtiön ääniomistuksen hajaantuneisuus vähentää äänten läsnäoloa, mutta lisää osakkuuksien läsnäoloa kohdeyhtiöiden yhtiökokouksissa.

Osakkaan yhtiökokouksessa tekemän päätösehdotuksen äänestyksessä saama ääniosuus kasvaa yhtiön koon kasvaessa, osakkuuksien suhteellisen läsnäolon lisääntyessä sekä äänten suhteellisen läsnäolon ja yhtiön hallintarekisteriomistuksen vähentyessä. Gordon ja Pound (1993) havaitsivat tutkimuksessaan, että yhtiön pitkän aikavälin osakekurssin huono kehitys lisää osakkaiden tekemien päätösehdotusten saamaa kannatusta yhtiökokouksessa. Omassa tutkimuksessani yhtiön historiallisella taloudellisella kehityksellä ei näyttäisi olevan tilastollisesti merkitsevää vaikutusta osakkaan tekemän päätösehdotuksen saamiin puoltoääniin.

Yhtiön suurempi koko lisää kohdeyhtiöiden yhtiökokouksetapahtumien todennäköisyyttä. Äänestysten ja osakkaiden päätösehdotusten todennäköisyyttä lisääviä tekijöitä ovat yhtiön ääniomistuksen keskittyminen, osakkuuksien suhteellisen läsnäolon kasvu, äänten suhteellisen läsnäolon lasku sekä heikko oman pääoman tuotto. John ja Klein (1995) sekä Karpoff, Malatesta ja

¹ Arviot puheenvuorojen merkityksestä ja niiden lukumäärän kasvusta perustuvat tekemääni Espoon-Kauniaisten osakesäästäjät ry:n toiminnanjohtaja Jaakko Ravaldin haastatteluun, jonka lyhennelmä sisältyy pro gradu- tutkielmaani.

Walkling (1996) havaitsivat tutkimuksissaan, että yhtiön suurempi koko ja yhtiön huono historiallinen kannattavuus lisäävät osakkaan tekemän päätösehdotuksen todennäköisyyttä. Mainitut ulkomaalaiset tutkimustulokset tukevat siten oman tutkimukseni havaintoja. Vastustusten todennäköisyyttä lisäävät yhtiön laaja hallintarekisteriomistus ja alhainen, jopa negatiivinen, liikevaihdon kasvuprosentti.

Tutkimukseni täyttää mielestäni hyvin sille asetetut tavoitteet kattavan yleiskuvan luomisesta suomalaisten pörssi-yhtiöiden yhtiökokouksista ja osallistumisaktiivisuuden, yhtiökokoustahtumien sekä äänestystulosten ja taloudellisten tunnuslukujen sekä yhtiön omistusrakenteen välisten tilastollisten riippuvuuksien analyysistä. Tutkimukseni täydentää nimenomaan suomalaista yhtiökokoustutkimusta merkittäväällä tavalla. Yksi mielenkiintoinen jatkolaajennus tutkimukselle olisi yhtiön osakekurssihistorian käyttäminen yhtiökokoustahtumien todennäköisyyttä ja osallistumisaktiivisuutta selittävänä tekijänä. ■

LÄHDELUETTELO

- BELSELY**, 1991. *Conditioning Diagnostics: Collinearity and Weak Data in Regressions*. New York.
- BETHEL, J.E. ja GILLAN, S.L.**, 2002. *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*. Työpäpaperi. Center for Corporate Governance, University of Delaware.
- CRESPI-CLADERA, R. ja RENNEBOOG, L.**, 2003. *Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the UK*. ECGI Working Paper Series in Finance.
- DE JONG, A., MERTENS, G. ja ROOSENBOOM, P.**, 2004. *Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands*. Työpäpaperi. Erasmus University Rotterdam.
- GORDON, L.A. ja POUND, J.**, 1993. *Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals*. *Journal of Finance* 48, 697–718.
- JOHN, K. ja KLEIN, A.**, 1995. *Shareholder Proposals and Corporate Governance*. Työpäpaperi. New York University.
- JOHNSON, M. ja SHACKELL, M.**, 1997. *Shareholder Proposals on Executive Compensation*. Työpäpaperi. University of Michigan.
- KARHU, K., MIETTINEN, K., REINIKAINEN, M. ja WAHLROOS, J.** *Yhtiökokouskäytäntö*. WSOY, Juva 1998.
- KARPOFF, J., MALATESTA, P. ja WALKLING, R.**, 1996. *Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence*. *Journal of Financial Economics* 42, 365–395.
- KENNEDY, P.**, 1998. *A Guide to Econometrics*, 4th Edition, Cambridge, MA: MIT Press: 190.
- LAKHAL, F.**, 2003. *Earning Voluntary Disclosures and Corporate Governance: Evidence from France*. Institut de Recherche en Gestion and ESA, Université Paris XII.
- LINDHOLM, T., RASINAHO, V. ja VIRTANEN, O.** *Yhtiökokous Corporate Governancen Hengessä*. WS Bookwell Oy, Juva 2004.
- MAUG, E. ja RYDQVIST, K.**, 2004. *Do Shareholders Vote Strategically? Evidence on the Advisory Role of Annual General Meetings*. C.E.P.R., Discussion Papers.
- STRICKLAND, D., WILES, K. ja ZENNER, M.**, 1996. *A Requiem for the USA: Is Small Shareholder Monitoring Effective?* *Journal of Financial Economics* 40, 319–338.

LIITTEET

Liite 1

Tutkimukseen osallistuneet yhtiöt

Alma Media Oyj	OKO Osuuspankkien Keskuspankki Oyj
Amer Sports Oyj	Orion Oyj
Aspo Oyj	Outokumpu Oyj
Aspocomp Group Oyj	PKC Group Oyj
BasWare Oyj	Pohjola-Yhtymä Oyj
Benefon Oyj	Proha Oyj
Capman Oyj	Puuharyhmä Oyj
Citycon Oyj	Raisio Yhtymä Oyj
Componenta Oyj	Rautaruukki Oyj
Efore Oyj	Sampo Oyj
Elcoteq Network Oyj	SanomaWSOY Oyj
eQ Online Oyj	Satama Interactive Oyj
Etteplan Oyj	Saunalahti Group Oyj
Finnair Oyj	Scanfil Oyj
Fiskars Oyj Abp	Solteq Oyj
Fortum Oyj	Sponda Oyj
Incap Oyj	Stockmann Oyj Abp
Jaakko Pöyry Group Oyj	Stora Enso Oyj
KCI Konecranes Oyj	Tamfelt Oyj Abp
Keskisuomalainen Oyj	Tecnomen Oyj
Kesko Oyj	TietoEnator Oyj
Kesla Oyj	Tieto-X Oyj
KONE Oyj	Tulikivi Oyj
Lemminkäinen Oyj	UPM-Kymmene Oyj
Lännen Tehtaat Oyj	Uponor Oyj
Metso Oyj	Vacon Oyj
M-real Oyj	YIT-Yhtymä Oyj
Nokia Oyj	Yomi Oyj

LIITE 2. Korrelaatiomatriisi selittäviä muuttujista. Taulukossa on esitelty regressiomalleissa käytettyjen selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokerroimet. Korrelaatiokerrointen alapuolelle on merkitty havaintojen lukumäärä. Kolme tähteä (*) tarkoittaa korrelaation olevan tilastollisesti merkittävä 1 % tasolla, kaksi tähteä (**) 5 % tasolla ja yksi tähti (*) 10 % tasolla.**

	Herfindahl- indeksi	Suora ulkomaalais- omistus (%)	Hallinta- rekisteri- omistus (%)	Läsnäolo (%) osakkuuk- sista, log muunnos	Läsnäolo (%) äänistä	Ln osakas- lukumäärä	Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	Omaraisuus- aste (%), viimeisin vuosi
Herfindahl-indeksi	1,00 280								
Suora ulkomaalaisomistus (%) äänistä	-0,10* 266	1,00 284							
Hallintarekisteriomistus (%) äänistä	-0,30*** 269	-0,01 279	1,00 290						
Läsnäolo (%) osakkuuksista, log muunnos	-0,30*** 269	-0,09 264	-0,09 266	1,00 284					
Läsnäolo (%) äänistä	0,64*** 272	-0,14** 276	-0,63*** 281	0,06 278	1,00 302				
Ln osakaslukumäärä	0,07 279	-0,15** 274	0,26*** 276	-0,42*** 284	-0,18*** 286	1,00 294			
Oman pääoman tuotto (%), viimeisin vuosi	-0,09 278	-0,13** 282	0,14** 285	0,15** 281	-0,01 298	-0,04 291	1,00 310		
Liikevaihdon muutos (%), viimeisin vuosi	0,00 279	0,15** 283	-0,04 285	-0,10 283	-0,04 298	-0,03 292	-0,02 308	1,00 310	
Omaraisuusaste (%), viimeisin vuosi	-0,10* 274	-0,16*** 278	-0,17*** 281	0,09 277	0,01 294	-0,11* 287	0,27*** 304	0,01 304	1,00 306