

**Lappeenrannan teknillinen yliopisto**

**Kandidaatin tutkielma**

**Laskentatoimi**

**YRITYSJOHDON OSAKEOMISTUKSEN VAIKUTUS  
YRITYKSEN TULOKSEEN**

**The Impact of Managerial Ownership on a Firm's Performance**

Laatija: Minna Anttila

Ohjaaja: Satu Pätäri

## Sisällysluettelo

1. Johdanto .....	2
1.1 Tutkimuksen taustaa.....	2
1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma .....	3
1.3 Tutkimuksen rajaukset .....	4
1.4 Tutkimusmenetelmä ja aineisto.....	6
1.5 Työn rakenne.....	8
2. Johdon osakeomistus agenttiteorian näkökulmasta .....	9
2.1 Päämies-agenttisuhte ja agenttikustannukset .....	9
2.2 Keinoja agenttiongelman ratkaisemiseksi .....	12
3. Johdon osakeomistuksen vaikutukset yrityksen tulokseen .....	16
3.1 Johtajien osakeomistuksen vaikutus mitattuna taloudellisilla tunnusluvuilla.....	16
3.2 Johdon omistuksen vaikutus suoriutumiseen yksityistämisen jälkeen.....	19
3.3. Johdon omistus ja yrityksen taloudellinen suoriutuminen listautumisessa.....	20
3.4 Johdon omistus ja yrityksen taloudellinen suoriutuminen tuottavuuden näkökulmasta	23
4. Johtopäätökset.....	26
5. Yhteenveto .....	31
Lähdeluettelo .....	33

# 1. Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Johdon osakeomistuksen vaikutus yrityksen tulokseen on mielenkiintoinen tutkimusaihe, sillä se liittyy yritysjohdon ja osakkeenomistajien intressien lähentämiseen. Aihe liittyy läheisesti myös johdon sitouttamiseen ja motivointiin. Aihealueen tutkiminen on myös ajankohtaista, sillä erityisesti julkisesti noteeratuissa yrityksissä omistus ja johtaminen ovat eriytyneet, mutta yritysjohdon tulee toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti.

Yksi mahdollinen ja usein käytetty keino vaikuttaa yritysjohdon toimintaan on johtajien osakeomistus johtamassaan yrityksessä. Johdon osakeomistuksen tulosvaikutusten tutkimuksen avulla voidaan lisätä tietoa siitä, kuinka tehokas keino johdon osakeomistus on johdon motivoinnin ja johdon ja osakkeenomistajien intressien yhdenmukaistamisen kannalta. Aiheesta on tehty lukuisia teoreettisia tutkimuksia (mm. Jensen & Meckling 1976, Fama 1980) ja empiirisiä tutkimuksia (mm. Morck et al. 1988, Jain & Kini 1994, Mikkelsen et al. 1997, Himmelberg 1999, Coles et al. 2001, Griffith et al. 2002, Li et al. 2007). Saatavalla tiedolla on merkitystä erityisesti osakkeenomistajille. Lisäksi tutkielman avulla pyritään saamaan tietoa siitä, onko johdon osakeomistuksen suuruudella vaikutusta yrityksen tulokseen.

Johdon osakeomistuksen vaikutusta yrityksen tulokseen on tutkittu pääasiassa USA:ssa (Palia & Lichtenberg 1999, Coles et al. 2001, Griffith et al. 2002, Core & Larcker 2002 ja Jahmani & Ansari 2006) ja Aasian maissa (Kutsuna et al. 2002, Kim et al. 2004, Sheu & Yang 2005 ja Li et al. 2007). Tutkimusaihe liittyy läheisesti agenttiteoriaan ja tähän liittyen Jensen ja Meckling (1976, 312-313) ovat urauurtavassa agenttiongelmää käsittelevässä tutkimuksessaan esittäneet, että johdon omistuksen suuruus vaikuttaa johdon käyttäytymiseen siten, että mitä suuremman osuuden johto omistaa yrityksestä sitä enemmän se pyrkii maksimoimaan yrityksen etua. Jensenin ja Mecklingin tutkimuksen julkaisua seurasi lukuisa joukko yritysjohdon omistuksen ja yrityksen tuloksen yhteyttä selvittäneitä empiirisiä tutkimuksia (mm. Morck et al. 1988, Loderer & Martin 1993, Jain & Kini 1994, Mikkelsen et al. 1997, Himmelberg

1999, Zhou 2001 ja Sheu & Yang 2005). Näiden tutkimusten tulokset ovat kuitenkin olleet ristiriitaisia. Muun muassa Himmelberg (1999, 381) on tutkinut johdon omistuksen vaikutusta yrityksen arvoon ja päätenyt siihen johtopäätökseen, ettei johdon omistusosuuksissa tapahtuvilla muutoksilla ole yhteyttä yrityksen suoriutumiseen. Zhou (2001, 560-561) on kritisoinut Himmelbergin tutkimustulosta tuomalla esiin, että tutkimalla vuosittaisia toimitusjohtajan omistuksen muutoksia ei saada oikeaa kuvaa omistuksen vaikutuksista yrityksen suoriutumiseen, sillä omistuksen kannustinvaikutus riippuu johtajan pitkän aikavälin intressien ja yrityksen pitkän aikavälin suoriutumisen odotteen välisestä yhteydestä. Johdon omistusosuuden vaikutusta yrityksen tulokseen on selvitetty myös tutkimalla listautuneiden yritysten tulosten kehitystä ennen ja jälkeen listautumisen. Mikkelsen et al. (1997, 303-304) ovat tutkineet listautuvien yhdysvaltalaisyriyten tuloskehitystä ROA:n (Return on Assets) avulla ja todenneet, että vaikka johdon omistusosuus pienenee listautumisen yhteydessä ja sen jälkeen ja vaikka yritysten tulokset huononevat listautumisen jälkeen, ei yhteyttä johdon omistusosuuden ja tuloskehityksen välillä voida osoittaa. Toisaalta Jain ja Kini (1994, 1725) ovat tutkiessaan johdon omistuksen ja yrityksen tuloskehityksen yhteyttä yhdysvaltalaisten listautuvien yritysten osalta saaneet todisteita siitä, että yrityksen omistajayrittäjän omistusosuuden ja listautumisen jälkeisen tuloskehityksen välillä on positiivinen riippuvuus.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää Yhdysvalloissa ja Aasian maissa tehtyjen tutkimusten perusteella yritysjohton osakeomistuksen vaikutusta yrityksen tulokseen. Aihetta koskeva tutkimus on keskittynyt Yhdysvaltoihin ja Aasiaan. Tutkielman avulla selvitettävänä pääongelmana on se, **vaikuttaako johdon osakeomistus yrityksen laskentatoimen mittareilla mitattuun suoriutumiseen.**

Mikäli johdon osakeomistuksen tulosvaikutuksia on tehtyjen tutkimusten perusteella osoitettavissa, pyritään tutkielmassa löytämään vastausta ensimmäiseen alaongelmaan, joka on **johdon omistuksen vaikutuksen suunta.** Käytännössä tutkielmassa pyritään löytämään vastaus siihen, parantaako johdon omistusosuuden kasvu yrityksen suoriutumista.

Mikäli johdon omistusosuudella on yrityksen suoriutumista parantava vaikutus, pyritään löytämään vastaus toiseen alaongelmaan, joka on **johdon omistusosuuden suuruuden mahdollinen vaikutus yrityksen tulokseen**. Tällöin pyritään selvittämään minkä suuruisilla johdon omistusosuuksilla on vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen.

### 1.3 Tutkimuksen rajaukset

Johdolla tarkoitetaan tässä tutkielmassa yrityksen päivittäiseen toimintaan osallistuvia yrityksessä työskenteleviä johtajan asemassa olevia henkilöitä, mukaan lukien toimitusjohtajat. Joissakin aineiston tutkimuksissa (Coles et al. 2001, Kutsuna et al. 2002 ja Sheu & Yang 2005) on johdon omistusosuuden lisäksi tutkittu myös hallituksen jäsenten ja suurimpien osakkeenomistajien omistusosuuden vaikutusta yrityksen suoriutumiseen. Eri tahojen omistuksen vaikutusta on kuitenkin käsitelty tutkimuksissa erillään toisistaan siten, että johdon omistuksen vaikutuksia koskevat tulokset on voitu erottaa tutkimustuloksista. Muiden tahojen kuin johdon omistusosuuksien tarkastelu on tarkoituksella rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Rajauksen avulla pyritään saamaan kuva nimenomaan yrityksen sisällä päivittäin työskentelevien johtajien osakeomistuksen vaikutuksesta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen.

Tutkimusaihetta on mahdollista tarkastella agenttiteorian, stewardship-teorian ja transaktiokustannusteorian näkökulmista. Agenttiteoria ja stewardship-teoria ovat vastakohtaisia teorioita, sillä ne pohjautuvat toisilleen vastakohtaisiin käsityksiin ihmisten toiminnan motiiveista (Le Breton-Miller & Miller, 2009, 1174). Agenttiteorian taustalla on käsitys sopimuksen perusteella toimivan agentin toiminnasta omien etujensa mukaisesti ja agentin käyttäytymiseen pyritään vaikuttamaan valvonnan ja erilaisten kannustimien keinoin pyrkimyksenä lähentää agentin ja päämiehen intressejä (Pirie & McCuddy, 2007, 971). Päämies-agenttisuhteen ja sopimuksen taustalla oletetaan myös olevan epäsymmetristä informaatiota (Mas-Connell et al., 1995). Stewardship-teorian mukaan edustajan toimintaa voi ohjata myös altruismi ja palvelualttius (Le Breton-Miller & Miller, 2009, 1174). Stewardship-teorian näkökulmasta tarkasteltuna edustajana toimiva henkilö toimii synnynnäisten arvojen, moraalisen

omantunnon, sosiaalisen vastuuntunnon sekä sovitun mukaisesti ilman suoraa sopimussuhdetta (Pirie & McCuddy, 2007, 971). Agenttiteorian näkökulmasta johdon ja omistuksen eriytymisen nähdään aiheuttavan osakkeenomistajien ja johdon välille päämies-agentti –suhteen, jossa johtaja toimii osakkeenomistajien agenttina ja jossa päämiehellä ja agentilla on erilaiset intressit. (Jensen & Meckling, 1976, 309). Tässä tutkielmassa stewardship-teorian mukainen lähestymistapa on rajattu pois, sillä johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteys saadaan esiin agenttiteoriaan pohjautuvan lähestymistavan avulla. Aineiston tutkimukset myös perustuvat agenttiteoreettiseen lähestymistapaan.

Transaktiokustannusteoria olettaa agenttiteorian tavoin ihmisten käyttäytyvän oman etunsa mukaisesti (Eisenhardt, 1989, 64). Transaktiokustannusteoria kuitenkin painottaa hieman eri asioita kuin agenttiteoria. Transaktiokustannusteorian mukaan organisatorisen tarkastelun perusyksikkö on transaktio, joka tarkoittaa tavaran tai palvelun vaihtoa teknisesti erillisellä pinnalla (Oviatt, 1988, 215). Transaktiokustannusteoria tarkastelee sopimuksia yritysten rajojen näkökulmasta, kun taas agenttiteoria korostaa yhteistyötä tekevien osapuolten välisiä sopimuksia ja tarkastelee päämiehen ja agentin suhtautumista riskiin, lopputuloksen epävarmuutta ja informaatiojärjestelmää (Eisenhardt, 1989, 64). Transaktiokustannusteoria on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle, koska kaikki tutkimusaineiston tutkimukset perustuvat agenttiteoreettiseen lähestymistapaan. Agenttiteoreettinen lähestymistapa sopii taustateoriaksi myös siksi, että tutkielmassa on haluttu nähdä yritysjohdon ja osakkeenomistajien välinen suhde yhteistyötä tekevien osapuolten suhteena.

Listamattomissa yrityksissä päämies-agenttisuhte ei korostu samalla tavoin kuin listayhtiöissä, sillä niissä omistus ja johto ovat yleensä vähemmän eriytyneet. Näin ollen tarkastelu on rajattu julkisesti noteerattuihin yrityksiin.

Tarkastelunäkökulma on rajattu koskemaan johdon osakeomistuksen vaikutuksia tulokseen. Vaikka aihe liittyy myös johtajien sitouttamiseen ja osakepalkitsemiseen, on se rajattu selvyiden vuoksi itsenäiseksi tutkimusalueeksi. Näin ollen optioiden ja muiden osakeperusteisten palkitsemisjärjestelmien vaikutusten tarkastelu on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle.

Suurin osa tehdyistä toimitusjohtajan osakeomistuksen tulosvaikutuksia selvittäneistä tutkimuksista on tehty käyttäen hyväksi markkinaperusteisia mittareita. Puhtaasti laskentatoimen mittareita hyödyntäneitä tutkimuksia on tehty huomattavasti vähemmän, minkä vuoksi aihealue sisältää runsaasti tilaa uudelle tutkimukselle. Lisäksi laskentatoimen mittareiden voidaan olettaa antavan luotettavamman kuvan yrityksen suoriutumisesta kuin markkinaperusteisten mittareiden, koska laskentatoimen mittarit perustuvat toteutuneeseen eikä odotettuun suoriutumiseen (Jahmani & Ansari, 2006, 93). Tämän vuoksi osakeomistuksen tulosvaikutuksen tarkastelun keskiössä ovat tutkimukset, joissa tulosvaikutuksia on mitattu laskentatoimen mittareilla.

Tutkimukset ovat vuosilta 1999-2007. Tutkimuksen avulla pyritään saamaan kuva uusimmista tutkimuksista 2000-luvulta. Tutkimusaineisto sisältää kuitenkin yhden vuonna 1999 julkaistun tutkimuksen (Palia & Lichtenberg 1999), joka on otettu mukaan siksi, että johdon omistuksen vaikutuksesta yrityksen tuottavuuteen saadaan enemmän tietoa. Parhaan tiedon mukaan kyseisellä aikavälillä on tehty vain yhdeksän tutkimusta, joissa johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välistä yhteyttä on tutkittu laskentatoimen mittareilla.

Alueet poikkeavat toisistaan muun muassa yritysten omistuksen hajautuneisuuden ja maiden taloudellisen kehittyneisyyden osalta. Aasian maissa, lukuun ottamatta Japania, omistus ja kontrolli ovat keskittyneempää, kun taas Yhdysvalloissa ja Japanissa omistus on hajautunutta (La Porta et al., 1999, 493 ja 496). Yhdysvaltalais- ja japanilaisyrietykset poikkeavat toisistaan muun muassa erilaisen johtajien kontrollointimekanismin osalta (Basu, 2007, 58). Tutkimusaineistossa olevien yritysten toimintaympäristöt poikkeavat siten toisistaan melko paljon.

#### **1.4 Tutkimusmenetelmä ja aineisto**

Tutkimusaineistona on käytetty tutkimuksia, joissa on tutkittu julkisesti noteerattujen yhtiöiden johtajien osakeomistusten vaikutusta yritysten operatiiviseen suoriutumiseen. Aineisto koostuu yhdeksästä vuosina 1999-2007 julkaistusta tutkimuksesta, joissa on tutkittu yrityksen johdon osakeomistuksen vaikutuksia yrityksen tulokseen.

Seuraava taulukko 1 kuvaa aineistoon kuuluvien tutkimusten jakautumista tutkittujen yritysten sijaintimaittain ja julkaisuajankohdittain.

**Taulukko 1 Tehdyt tutkimukset yritysten sijaintimaittain ja julkaisuajankohdittain**

Vuosi	Artikkelin nimi	Kirjoittajat	Julkaisun nimi	Maa
2007	Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from China's Privatizations	Li Donghui, Moshirian Fariborz, Nguyen Pascal ja Tan Li Wen	Research in International Business and Finance, 21 (2007)	Kiina
2006	Managerial Ownership, Risk and Corporate Performance	Jahmani Yusuf ja Ansari Mohammed	International Journal of Commerce and Management, vol. 16, no. 2, 2006	USA
2005	Insider Ownership Structure and Firm Performance: A Productivity Perspective Study in Taiwan's Electronics Industry	Sheu Her-Yiun ja Yang Chi-Yih	Corporate Governance, vol. 13, no. 2, March 2005	Taiwan
2002	CEO Ownership, Corporate Control and Bank Performance	Griffith John M., Fogelberg Lawrence ja Weeks H. Shelton	Journal of Economics and Finance, vol. 26, no. 2, summer 2002	USA
2004	Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms	Kim Kenneth A., Kitsabunnarat Pattanaporn ja Nofsinger John R.	Journal of Corporate Finance, 10 (2004)	Thaimaa
2002	Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies	Kutsuna Kenji, Okamura Hideo ja Cowling Marc	Pacific-Basin Finance Journal 10(2002)	Japani
2002	Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership	Core John E. ja Larcker David F.	Journal of Financial Economics, 64 (2002)	USA
2001	An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance	Coles Jerilyn W., McWilliams Victoria B. ja Sen Nilanjan	Journal of Management, 27 (2001)	USA
1999	Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement	Palia Darius ja Lichtenberg Frank	Journal of Corporate Finance, 5 (1999)	USA

Tutkielma perustuu aikaisemmin tehtyihin tutkimuksiin, joita tarkastelemalla tutkimuskohteesta pyritään saamaan mahdollisimman monipuolinen kuva. Tutkielmaa varten aineistoon sisältyvät tutkimukset on käyty läpi ja niissä käytetyt mittarit ja saadut tulokset on taulukoitu. Aineiston tutkimusten tuloksia on verrattu maittain ja käytettyjen menetelmien perusteella mahdollisten yhtäläisyyksien ja erojen löytämiseksi. Tulos-



ten yhtäläisyyksiä ja eroja on tarkasteltu pyrkimyksenä löytää niitä selittäviä tekijöitä. Tutkimustulosten perusteella on pyritty löytämään vastaus tutkimuksen kohteena oleviin kysymyksiin johdon osakeomistuksen vaikutuksesta yrityksen operatiiviseen tulokseen.

## **1.5 Työn rakenne**

Luvussa 2 käsitellään tutkielman taustateorianä olevaa agenttiteoriaa lähtien liikkeelle Jensenin ja Mecklingin (1976) tutkimuksesta. Luvussa käsitellään teoreettista keskustelua, jota agenttiteoriasta ja agenttikustannuksista on käyty. Luku 3 rakentuu tutkielman aineistona olevien agenttiteorian pohjalta tehtyjen tutkimusten esittelystä, minkä jälkeen luvussa 4 analysoidaan syvemmin tuloksia. Luku 5 kokoaa yhteen johdopäätökset, joita tutkielman aineiston ja sen analyysin avulla voidaan tehdä.

## **2. Johdon osakeomistus agenttiteorian näkökulmasta**

Informaatiotaloustieteen piirissä syntynyt agenttiteoria jakautuu kahteen suuntaukseen, positivistiseen agenttiteoriaan ja päämies-agentti -tutkimukseen. Ensimmäinen on keskittynyt lähes yksinomaan tutkimaan suuryritysten johtajien ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa ilmeneviä agenttiongelmia ja niiden ratkaisuja. Jälkimmäinen teoriasuuntaus tarkastelee agenttiongelmia laajemmin erilaisissa mahdollisissa päämies-agentti -suhteissa (Eisenhardt, 1989, 59-60). Agenttiongelmia voi ilmetä yritysjohdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen lisäksi muun muassa vakuutusyhtiön ja vakuutettujen, pankin ja lainansaajien ja yrityksen ja työntekijöiden välisissä suhteissa (Mas-Colell, 1995, 478). Tässä luvussa tarkastellaan nimenomaan yritysjohdon ja osakkeenomistajien välisessä suhteessa ilmenevää agenttiongelmia.

### **2.1 Päämies-agenttisuhte ja agenttikustannukset**

Johdon osakeomistuksen ja yrityksen suoriutumisen suhde liittyy agenttiteoriaan. Johdon osakeomistuksen vaikutuksia yrityksen tulokseen on tutkittu kansainvälisellä tasolla vuosikymmeniä ja siitä on käyty tutkijoiden piirissä runsaasti keskustelua (mm. Jensen & Meckling 1976, Fama 1980 ja Eisenhardt 1989). Jensen ja Meckling (1976, 308-309) ovat teoreettisella tutkimuksellaan vuonna 1976 aloittaneet aiheesta uudenlaisen keskustelun tuomalla esiin omistajuuden ja johdon eriytymisestä aiheutuvan agenttiongelman kustannukset ja esittämällä niihin ratkaisunsa. Agenttisuhteessa henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentin) toimimaan ja tekemään päätöksiä puolestaan. Osakeyhtiössä johdon ja osakkeenomistajien välinen suhde täyttää määritelmällisesti agenttisuhteen tunnusmerkit, sillä johtajien voidaan ajatella toimivan osakkeenomistajien agenteina käyttäen yritystoimintaan liittyvää päätösvaltaa.

Päämiehellä ja agentilla on usein erilaiset päämäärät ja he haluavat erilaisia asioita. Tämän lisäksi päämiehen on vaikeaa tai kallista varmistua siitä, että agentti toimii päämiehen edun mukaisesti. Päämies-agentti -teorian ydin on kompromissi niiden kustannusten välillä, jotka yritykselle aiheutuvat agentin käyttäytymisen mittaamis-

ta, lopputuloksen mittaamisesta ja riskin siirtämisestä agentille. (Eisenhardt, 1989, 58 ja 61).

Ang et al. (2000, 82-83) ovat todenneet, että agenttikustannukset ovat korkeammat niillä yrityksillä, joissa johto ei omista koko yritystä ja agenttikustannukset myös kasvavat johtaja-omistajan omistusosuuden pienetessä. Agenttikustannuksia syntyy, kun yrityksen omistajien ja johtajien intressit eivät ole yhteneväisiä ja ne syntyvät usein johdon nauttiessa yrityksestä erilaisia etuuksia, laiskotellessa tai tehdessä oman etunsa mukaisia päätöksiä osakkeenomistajien vahingoksi. Agenttikustannukset muodostuvat muun muassa erilaisista neuvottelu-, valvonta- ja sopimuksentekokustannuksista (Oviatt, 1988, 215). Agenttikustannusten voidaan olettaa kasvavan erityisesti yrityksen listautumisen myötä, koska listautumisen johdosta johdon omistusosuudet alenevat (Jain & Kini, 1994, 1700). Kim et. al. ovat esittäneet, että näitä agenttikustannuksia voidaan pienentää siten, että listautumisen jälkeen alkuperäiset yrityksen perustajajohtajat ja muu johto säilyttävät suuremman omistusosuuden (Kim et al., 2004, 359).

Mikäli agentin ja päämiesten intressit poikkeavat toisistaan ja kummatkin pyrkivät maksimoimaan omaa etuaan, on mahdollista, ettei agentti toimi päämiestensä etujen vaan omien intressiensä mukaisesti (Jensen & Meckling, 1976, 308). Ongelmia esiintyy erityisesti tilanteissa, joissa päämiehen ja agentin intressit ovat erilaiset eikä päämies kykene valvomaan mitä agentti tekee (Eisenhardt, 1989, 58). Agenttiongelmia siis syntyy, mikäli agentti toimii omia etujaan maksimoiden päämiestensä etujen kustannuksella (Jensen & Meckling, 1976, 308).

Omistuksen ja vallan eriytymisen nähdään aiheuttavan agenttiongelmia (Jensen & Meckling, 1976, 309 ja 313). Omistus ja valta ovat erityisesti osakeyhtiöissä eriytyneet eri tahoille. Agenttisuhteeseen liittyviä konflikteja voi syntyä useasta syystä. Jensen ja Meckling ovat tuoneet esiin merkittävimpänä agenttisuhteeseen liittyvän konfliktin aiheuttajana sen, että yritysjohtaja ei oman omistusosuutensa pienentyessä enää panosta samalla tavalla yritystoiminnan kannalta tärkeisiin asioihin, kuten uusien tuottavien liiketoimintaratkaisujen etsimiseen. Tällöin johtajalla ei ole kannustinta työskennellä lujasti yrityksen menestymisen eteen, vaan hän saattaa välttää tuottoisiin liiketoimiin ryhtymisen mukavuussyistä. Toisena agenttisuhteen konflikteja luo-

vana seikkana Jensen ja Meckling tuovat esiin johtajan pyrkimykset ottaa yrityksestä varallisuutta itselleen erilaisten luontoisetujen muodossa oman omistusosuuden pientymisen jälkeen. Johtajien lisätessä luontoisetujen nauttimista yrityksen operatiivinen suoriutuminen saattaa huonontua (Kim et al., 2004, 359). Omistusosuuden väheneminen vaikuttaa omistaja-johtajan tuotto-odotuksia pienentävästi (Jensen & Meckling, 1976, 313). Kummassakin konfliktitilanteessa johtajan käyttäytymisen taustalla voidaan siis nähdä johtajan sitoutumisen väheneminen omistusosuuden pienenemisen johdosta.

Toinen keskeinen agenttiongelman liittyvä asia on riskien jakaminen (Eisenhardt, 1989, 58). Päämiehellä ja agentilla on yleensä erilainen asennoituminen riskiin, millä on vaikutusta heidän käyttäytymiseensä. Agentti oletetaan agenttiteoriassa enemmän riskiä kaihtavaksi kuin päämies. Olettamaa on perusteltu yrityksen johdon ja omistajien välisissä agenttisuhteiden osalta sillä, että agenteina toimivat johtajat eivät voi hajauttaa työpanostaan yritykseen, kun taas osakkeenomistajat voivat hajauttaa sijoituksensa useisiin yrityksiin (Eisenhardt, 1989, 60). Tätä olettamaa vasten agenttina toimivat johtajat suosivat todennäköisesti vähäriskisempiä ja matalatuottoisia ratkaisuja, kuin osakkeen omistajat sekä välttävät riskinottoa, joka voisi johtaa omistajien kannalta tuottoisampaan lopputulokseen.

Johdon omistuksen vaikutuksesta sen sitoutumiseen ja sitä kautta yrityksen tulokseen on käyty keskustelua tutkijoiden piirissä. Morck et al. (1988, 294 ja 313) ovat katsoneet, että sitoutuminen ei ole seurausta päätäntävällästä yrityksessä. Heidän väittämänsä perustuu siihen, että on johtajia, jotka ovat esimerkiksi työskennelleet pitkään yrityksessä tai ovat yrityksen alkuperäisiä perustajia ja omistavat vain pienen osan osakkeista, mutta ovat hyvin sitoutuneita yritykseen. Toisaalta Morck et al. esittävät, että johtajat voivat suuresta omistusosuudestaan huolimatta olla heikosti kiintyneitä yritykseen. Morck et al. esittävät, että voiton maksimointiin tähtäämätön käyttäytyminen on hallitsevaa niissä yrityksissä, joissa johdolla on merkittävä kontrolli, mutta samanlaista käyttäytymistä voi olla myös niissä yrityksissä, joissa johto saa paljon etua itselleen kontrolliasemastaan. Morck et al. olettavat epäsuorasti, että sopimusten hienosäädöstä aiheutuu niin suuria kustannuksia etteivät yritykset voi tehdä optimaalisia sopimuksia johdon kanssa (Morck et al. 1988, 313 ja Core & Larcker, 2002, 318). Toisaalta Demsetz ja Lehn (1985, 1175-1176) ovat esittäneet, että omis-

tuksen ja yrityksen suoriutumisen välillä ei ole yhteyttä, kun omistustasot on määritelty optimaalisesti.

## **2.2 Keinoja agenttiongelman ratkaisemiseksi**

Erityisesti suuryritysten agenttiongelmia tarkasteleva positivistinen agenttiteoria, jota myös muun muassa Jensen ja Meckling (1976) edustavat, on pyrkinyt löytämään agenttiongelman ratkaisuja hallinnollisista mekanismeista. Positivistinen agenttiteoria tarkastelee agentin ja päämiehen suhdetta sopimuksen näkökulmasta. Agenttiongelmia on pyritty ratkaisemaan kehittämällä päämiehen ja agentin suhteen kannalta tehokas sopimus. Agenttiongelman ratkaisemiseksi on tämän teoriasuuntauksen suunnalta esitetty informaatiojärjestelmiin liittyvää valvontaa tai lopputulokseen perustuvaa palkitsemista agentin ja päämiehen intressien yhdenmukaistamiseksi (Eisenhardt, 1989, 58-59 ja 68).

Lopputulokseen perustuvia sopimuksia ja palkitsemista on pidetty positivistisen agenttiteorian piirissä tehokkaina päämiesten ja agenttien intressien yhdenmukaistajina ja agenttien epälojaalin käytöksen hillitsijöinä. Tätä on perusteltu sillä, että tietynlaiseen lopputuloksen saavuttaminen koituu sekä agenttien että päämiesten hyödyksi. Tällöin agentit todennäköisimmin toimivat päämiesten etujen mukaisesti. (Eisenhardt, 1989, 60).

Toinen positivistisen agenttiteorian esittämä tapa pienentää agenttiongelmia liittyy informaatiojärjestelmiin ja tietoon. Informaatiojärjestelmillä tarkoitetaan muun muassa budjetointijärjestelmää ja raportointia. Agenttien tietäessä, että päämiehet saavat tiedon heidän toimistaan agentit ymmärtävät, että päämiehiä ei voi petkuttaa paljastumatta, mikä todennäköisesti hillitsee agenttien itsekästä käytöstä. Näin ollen päämiehen mahdollisuus valvoa agentin toimintaa saa agentin toimimaan päämiehen edun mukaisesti (Eisenhardt, 1989, 60-61).

Jensen ja Meckling (1976) ovat yhdistäneen johdon valvonnan ja riskinkannon ehdottamalla agenttiongelman ratkaisuksi johdon osakeomistusta (Fama, 1980, 294-295). Jensen ja Meckling (1976) ovat tutkineet erityisesti johdon osakeomistuksen vaiku-

tusta osakkeenomistajien ja johdon intressien lähentämisessä. Heidän mukaansa yritysjohton omistusosuuden kasvattaminen vähentää johdon opportunistista käyttäytymistä (Eisenhardt, 1989, 60). Kim et al. (2004, 356) ovat erityisesti korostaneet johdon omistuksen merkitystä kehittyvillä markkinoilla, sillä niillä markkinat ovat rakenteeltaan kehittymättömät ja informaation asymmetria on suuri.

Osakkeenomistajat ovat pyrkineet saamaan yritysjohton toimimaan sijoittajan kannalta parhaalla mahdollisella tavalla tarjoamalla yritysjohtolle osakeomistusta yrityksestä. Toisaalta kuitenkin yrityksen hyvä suoriutuminen voi kasvattaa johdon osakeomistusta (Jahmani & Ansari, 2006, 87). Esimerkiksi Lorderer ja Martin (1997, 251) ovat tuoneet esiin, että yrityksen suoriutumisen ja johdon omistuksen välinen yhteys voi olla samanaikainen, sillä johdon osakeomistus parantaa yrityksen taloudellista suoriutumista ja samalla hyvä taloudellinen suoriutuminen kasvattaa johdon omistusta. Johto saattaa siten haluta omistaa hyvin menestyvän yrityksen osakkeita, jolloin johdon omistusosuuden ja yrityksen suoriutumisen välillä on havaittavissa yhteys.

Jahmani ja Ansari (2006, 87) ovat esittäneet, että johdon osakeomistus voi aiheuttaa kustannuksia esimerkiksi siten, että johto jättää huomioimatta tuottoisia hankkeita, koska se arvioi hankkeita mieluummin kokonaisriskin, kuin systemaattisen riskin kannalta. Jahmanin ja Ansarin mukaan tämä on seurausta yrityksen päätöksenteon kontrolloinnista. Laaja johdon omistusosuus saattaa myös vaikuttaa siten, että johto tekee sellaisia ratkaisuja, joiden avulla se siirtää varoja itselleen peiteltyä osingonjaon kautta tai tekee muihin liiketoimiinsa liittyviä, niitä edesauttavia ratkaisuja johtamansa yrityksen kustannuksella.

Päämies-agentti -tutkimuksessa agenttiongelmia pyritään ratkaisemaan tarjoamalla optimaalisin sopimus juuri kulloinkin kyseessä olevaan agenttisuhteeseen liittyvän agenttiongelman ratkaisemiseksi. Päämies-agentti -tutkimuksessa katsotaan, että valvontaa koskevalla tiedolla voidaan vaikuttaa agenttien käyttäytymiseen, jolloin sopimus ja palkitseminen ovat käyttäytymisperusteisia. Toisaalta päämies-agentti -tutkimuksen piirissä katsotaan, että lopputulokseen perustuvalla sopimuksella ja palkitsemisella lähennetään agentin ja päämiesten intressejä, mutta riskiä aiheuttaa kuitenkin se, että lopputulos syntyy vain osittain agentin toiminnasta, sillä monet liiketoimintaan vaikuttavat ulkoiset tekijät, kuten esimerkiksi yleinen taloudellinen suh-

danne ja politiikka voivat vaikuttaa tulokseen. Kuitenkin sillä miten tarkkaan agentin toivottava käytös ja työtehtävät kyetään määrittelemään etukäteen on merkitystä sille, minkälaiselle palkitsemiselle agentin ja päämiehen sopimus kannattaa rakentaa. Mikäli agentin työtehtäviä ja toivottavaa menettelyä ei kyetä ennakolta kovinkaan tarkkaan määrittelemään, on toiminnan mittaaminen ja vertaaminen sovittuun vaikeaa ja lopputulokseen perustuva palkitseminen on tällöin houkutteleva vaihtoehto (Eisenhardt, 1989, 61-62 ja 69).

Toisin kuin esimerkiksi Jensen ja Meckling (1976), Fama (1980) on tuonut esiin erityisesti tehokkaiden työmarkkinoiden vaikutuksen agenttien oman edun tavoittelun hillitsijänä. Taustalla on Faman (1980, 291-292) mukaan ajatus siitä, että johtajat vuokraavat yritykselle henkistä pääomaansa ja johdon työmarkkinat viestittävät vuokran suuruuden. Työmarkkinoiden heijastama vuokran suuruus riippuu johdettavana olevan yrityksen menestyksestä tai epäonnistumisesta ja johtajaan liitettävä yrityksen menestyminen tai epäonnistuminen nähdään osoituksena hänen kyvyistään. Johtajan henkisen pääoman ja kykyjen arvo välittyy Faman mukaan työmarkkinoille arvo-paperimarkkinoiden kautta, jolloin sijoittajien arvostuksilla ja luottamuksella markkinoiden toimintaan on merkitystä johtajan henkisen pääoman arvon muodostumisessa. Myös Loderer ja Martin (1997, 250-251) ovat esittäneet, että johdon työmarkkinat samoin kuin esimerkiksi yrityksen menestykseen liittyvä julkinen arvostus ja työaseman arvostus osaltaan pakottavat johtoa toimimaan osakkeenomistajien etujen mukaisesti. Faman (1980, 292) mukaan johtajat eivät saa välitöntä hyötyä tai kärsi välitöntä tappiota palkassaan, vaan onnistuminen tai epäonnistuminen heijastuu hänen tuleviin palkkoihinsa, mikä saa johtajat panostamaan johtamansa tiimin tai yrityksen menestykseen.

Toisaalta Fama (1980, 293-294) tuo esiin myös yrityksen sisällä tapahtuvan johtajien välisen valvonnan. Johtajien ymmärtäessä, että sekä heidän yläpuolellaan että alapuolellaan olevien johtajien työpanoksella on vaikutusta yrityksen tulokseen, heillä on kannustin valvoa sekä yläpuolisia että alapuolisia johtajia. Fama tuo lisäksi esiin hallituksen roolin perimmäisenä yrityksen sisäisenä valvojana ja ylimpien päätösten tarkastajana.

Toisin kuin Jensenin ja Mecklingin (1976) teoria, Faman teoria erottaa johdon kontrolloinnin ja riskinkannon toisistaan ja tarkastelee riskinkantamista portfolioteorian näkökulmasta, jossa sijoittajat hajauttavat riskinsä eivätkä ole kiinnostuneita valvomaan tarkasti yhden yrityksen johdon toimintaa (Fama, 1980, 295).

Yleisesti agenttiteorian pohjalta voidaan sanoa, että päämiesten tiedonsaantiin perustuvan agentin toiminnan ohjaamisen kannalta on tärkeää, että yrityksissä panostetaan tietojärjestelmiin ja valvontaan. Yhtenä tärkeänä informaatiokanavana on pidetty hallitusta, joka valvoo osakkeenomistajien etua. Erityisesti valvonnan ja tiedonsaannin kannalta pidetään tärkeänä hallituksen säännöllisiä kokoontumisia, pitkäaikaisten hallituksen jäsenten lukumäärää ja hallituksen jäsenten kokemusta sekä erityisiä omistajaryhmiä edustavia hallituksen jäseniä (Eisenhardt, 1989, 64-65).

Agrawal ja Knoeber (1996, 394) ovat huomauttaneet, että tietyn agenttiongelman torjumisessa eri keinojen välillä voi olla keskinäistä riippuvuutta, jolloin tietyn keinon käyttäminen saattaa riippua muiden vaihtoehtoisten keinojen käyttämisestä. Tällöin yhden keinon vaikutuksen arviointi voi olla harhaanjohtavaa. Agrawal ja Knoeber ovat kuitenkin tutkiessaan yksittäisten keinojen vaikutusta yrityksen suoriutumiseen käyttäen suoriutumisen mittarina Tobin Q:ta löytäneet merkittävän riippuvuuden yrityksen suoriutumisen ja sisäisen omistuksen, hallituksessa olevan ulkopuolisen edustuksen, velkarahoituksen ja yrityksen valvonnan aktiivisuuden välillä. Heidän tutkimuksensa mukaan yrityksen sisäinen omistuksen kasvun ja yrityksen suoriutumisen välillä oli positiivinen yhteys. Kuitenkin laajemmassa regressiossa yhteys hävisi.



### **3. Johdon osakeomistuksen vaikutukset yrityksen tulokseen**

Seuraavassa johdon omistusosuuden vaikutusta yrityksen suoriutumiseen analysoidaan eri näkökulmista. Omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välistä yhteyttä tarkastellaan seuraavaksi erityisesti pakotetun osakeomistuksen näkökulmasta, yrityksen listautumisen näkökulmasta, yksityistämisen näkökulmasta ja tuottavuuden näkökulmasta.

#### **3.1 Johtajien osakeomistuksen vaikutus mitattuna taloudellisilla tunnusluvuilla**

Johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on tutkittu käyttäen tuottoa kuvaavia mittareita ja suhdelukumittareita. Jahmani ja Ansari (2006, 88, 89 ja 91) ovat käyttäneet mittareina voittomarginaalia (verojen jälkeen), liikevoittomarginaalia, ROA:a sekä pääoman tuottoa (ROE, Return on Equity). He ovat perustelleet kyseisten mittareiden valintaa sillä, että ne korreloivat toimivilla markkinoilla osakkeen hinnan kanssa. He ovat käyttäneet tutkimuksessaan lisäksi riskinoton mittaamisen osalta proxy -muuttujana betaa ja velkaantumisastetta. He ovat edellä mainittuja laskentatoimen mittareita ja korrelaatioanalyysiä käyttäen tutkineet johdon omistuksen ja riskinoton ja yrityksen suoriutumisen välistä yhteyttä USA:laisissa yrityksissä.

Yritysjohdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on tutkittu myös pakotetun osakeomistuksen tilanteissa. Core ja Larcker (2002, 318-319 ja 334) ovat tutkineet johtajia koskevan tavoiteomistussuunnitelman vaikutusta yrityksen suoriutumiseen käyttäen mittarina ROA:a. Tavoiteomistussuunnitelmassa johtajat velvoitetaan tietyn ajan kuluessa hankkimaan johtamansa yrityksen osakkeita vähintään tietty minimimäärä. Koska johdon omistuksen lisääminen ei ole vapaaehtoista, voidaan helpommin päätellä mahdollisen omistuksen ja yrityksen tuloksen välisen yhteyden suunta. Toisin sanoen osakkeiden hankkimisen pakollisuus sulkee pois sitä mahdollisuutta, että johtajat ostavat hyvin menestyvän yrityksen osakkeita eikä johdon omistuksella sinänsä olisi vaikutusta yrityksen suoriutumiseen. Näin on saatu suljettua pois myös Lodererin ja Martinin (1997, 251) esittämää vaikutuksen samanaikaisuutta, jolloin johdon omistus vaikuttaisi sinänsä yrityksen suori-

tumiseen, mutta lisäksi johdon sijoitusvalinnalla olisi vaikutusta johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen väliseen yhteyteen. Core ja Larckerin (2002, 318-319, 325 ja 338) tutkimusaineiston yrityksissä oli hyväksytty johtajia koskeva tavoiteomistussuunnitelma, jonka mukaan johtajien tuli hankkia tietyn ajan kuluessa minimimäärä johtamansa yrityksen osakkeita. Tavoiteomistussuunnitelman avulla johtoa veloitettiin lisäämään omistustaan johtamassaan yrityksessä ja minimiomistus määriteltiin useimmissa suunnitelmissa prosenttiosuutena palkasta. Suurimmassa osassa yrityksiä toimitusjohtajien minimiomistuosuus oli 4 kertaa peruspalkan verran ja muiden ylimpien johtajien 2.5 kertaa peruspalkan verran. Tutkittavien tavoiteomistussuunnitelman hyväksyneiden yritysten osaketuotto oli matala ja johdon omistusosuus oli alhainen verrattuna muihin saman alan yrityksiin. Johtajien omistusosuudet kasvoivat merkittävästi kahden vuoden kuluessa siitä, kun hallitus oli hyväksynyt tavoiteomistussuunnitelman.

Jahmani ja Ansari (2006, 92-93) eivät löytäneet merkittävää yhteyttä johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen eivätkä riskinoton ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä. Core ja Larcker (2002, 334 ja 338) puolestaan havaitsivat, että ROA:lla mitattuna lisätuotot verrattuna vertailuaineistona oleviin yrityksiin olivat huomattavasti suuremmat kahden tavoiteomistussuunnitelman käyttöönottoa seuraavan vuoden aikana ja että osaketuottojen lisäys oli huomattavasti suurempi suunnitelman käyttöönotosta ilmoittamisen jälkeen samana vuonna kuuden ensimmäisen kuukauden ajan. Core ja Larcker ovat päätyneet siihen, että kun johtajia, joiden omistusosuudet ovat tasapainon alapuolella, painostetaan lisäämään omistusosuuttaan, yrityksen suoriutuminen paranee.

Jahmanin ja Ansarin tutkimustulokset eivät tue edellä luvussa 2 kuvattua Jensenin ja Mecklinin (1976) esittämää teoriaa, jonka mukaan johdon osakeomistuksen kasvattaminen olisi keino agenttiongelman ratkaisemiseksi johdon ja osakkeenomistajien välillä. Core ja Larckerin tutkimustulokset puolestaan antavat viitteitä siitä, että johdon omistusosuuden kasvun ja yrityksen suoriutumisen välillä on yhteys.

Johdon omistuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen on tutkittu myös taloudellisen lisäarvon EVA:n (Economic Value Added) kannalta. Griffith et al. (2002, 171 ja 174) ovat tutkineet toimitusjohtajan omistuksen ja yhdysvaltaisten

liikepankkien suoriutumisen välistä yhteyttä käyttäen mittareina MVA:a (Market Value Added), EVA:a ja Tobinin q:ta. He ovat määrittäneet EVA:n alla olevan kaavan mukaisesti:

$$\text{EVA} = \text{operatiivinen liiketulos verojen jälkeen} - \text{pääomaveloitukset} \quad (1)$$

Griffith et al. (2002, 173) kritisoivat tavallisesti johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyden tutkimisessa käytettyjä mittareita kuten nettotuloja, ROE:a ja ROA:a siitä, että ne eivät kerro sitä, miten johto on lisännyt osakkeenomistajien varakkuutta/vaurautta. Tavanomaiset mittarit eivät heijasta riskiä ja voivat muun muassa tukea palkkioita maksimointiin pyrkivää käytöstä. Nämä tuottoa kuvaavat mittarit ja suhdelukumittarit osittavat vain keskimääräisen tuottavuuden eivätkä sisällä arviota siitä miten johto on luonut lisäarvoa osakkeenomistajille.

Griffith et al. (2002, 171 ja 178) havaitsivat EVA:n kasvavan kunnes toimitusjohtajan omistusosuus lähestyi 12%:a ja sen jälkeen vähenevän kunnes omistusosuus oli 67%:n tasolla. Muun johdon omistuksen ja EVA:n välillä ei ollut merkityksellistä yhteyttä. Tutkimustulosten perustella toimitusjohtajan omistuksella on ensisijainen ja merkittävä vaikutus yrityksen arvoon.

Coles et al. (2001, 23, 38, 45 ja 47) ovat tutkineet yhdysvaltalaisyriyten omistusrakenteen, toimitusjohtajan palkitsemisen, toimitusjohtajan toimessaoloajan, hallituksen koostumuksen, hallituksen omistusosuutta ja johdon rakenteen vaikutusta EVA:an sekä MVA:an. Toimitusjohtajien mediaaniomistus aineiston yrityksissä oli pieni, 0,1 %. Tutkimus ei antanut mitään näyttöä siitä, että toimitusjohtajan omistusosuuden kasvu parantaisi yrityksen suoriutumista. Itse asiassa tämän yhteyden poissaolo saattaa antaa lisäpontta sille, että oikeaoppisten hallinnollisten struktuurien vaikutus johdon saamiseksi aloittamaan pitkän tähtäimen arvoa kasvattavia projekteja ei välttämättä näy EVA:n arvossa. Coles et al. ovat todenneet, että tämän yhteyden puuttuminen saattaa tukea sitä ajatusta, että EVA:n arvossa ei välttämättä näy niiden oikeaoppisten hallinnollisten struktuurien vaikutus, joilla johto pyritään saamaan aloittamaan pitkän tähtäimen arvoa kasvattavia projekteja

Griffith et al. saamat tutkimustulokset tukevat luvussa 2 esitettyä Jensenin ja Mecklingin (1976) teoriaa vain siltä osin kuin toimitusjohtajan omistuksen kasvu 12 %:iin asti vaikuttaa yrityksen taloudellisen lisäarvon kasvuun. Tulos ei kuitenkaan tue Jensenin ja Mecklinin teoriaa muilta osin. Coles et al. tutkimustulokset eivät tue Jensenin ja Mecklinin teoriaa lainkaan.

### **3.2 Johdon omistuksen vaikutus suoriutumiseen yksityistämisen jälkeen**

Johdon osakeomistuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen on tutkittu Kiinassa valtion omistamien yritysten yksityistämisen jälkeen. Kiinassa on vuodesta 1993 lähtien modernisoitu valtion omistamien yhtiöiden toimintaprosesseja tavoitteena parantaa niiden tehokkuutta ja yhtenä osana modernisointia on ollut valtion omistamien yhtiöiden yksityistäminen (M. Firth et al., 2006, 696). Yksityistämisen jälkeenkin valtio on kuitenkin säilyttänyt yrityksissä merkittävän, noin 60 %:n, omistuosuuden (Kato & Long, 2006, 959). Yksityistämisen myötä yritykset ovat kuitenkin voineet paremmin keskittyä liiketoimintaansa ja kilpailukykyä parantamiseen kun niiden ei tarvitse enää ottaa toiminnassaan huomioon sosiaalisia ja poliittisia tavoitteita samalla tavoin kuin ollessaan kokonaan valtion omistamia. Etenkin Kiinassa yritysten yksityistämällä on pyritty yritysten tehokkuuden parantamiseen, mikä on arvioitu varsinkin pitkän aikavälin kasvun kannalta tärkeäksi (Li et al., 2007, 397-398).

Yksityistämisen myötä tulee mahdolliseksi käyttää johdon osakeomistusta johdon kannustimena. Li et al. (2007, 400-401) ovat tutkineet yritysten yksityistämisen ja johtajien osakeomistuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen kiinalaisissa yrityksissä. Tutkimus on käsittänyt pääosin tuotantoyrityksiä. Mittareina he ovat käyttäneet tulos- ja suhdelukmittareina varallisuuden tuottoa (ROA) ja myynnin tuottoa (ROS, Return on Sales) sekä lisäksi liiketulosta. Johdon osakeomistus on kuitenkin kiinalaisissa yrityksissä vähäistä verrattuna esimerkiksi yhdysvaltalaisiin ja thaimaalaisiin yrityksiin. Li et al.: n aineiston yritysten osalta johdon omistusosuus oli maksimissaan 3 %, kun Kim et al. (2004, 361) aineiston thaimaalaisissa yrityksissä johdon omistusosuus oli noin 35 % ja Jain ja Kinin (1994, 1703) tutkimissa yhdysvaltalaisissa yrityksissä vastaava omistusosuus oli jopa 71 %. Erot johdon omistusosuuksien suuruudessa selittyvät sillä, että thaimaalaisten ja yhdysvaltalaisen

yri­tysten osalta johtajat ovat yrityksen perustajia, kun taas Kiinassa yksityistet­yt yri­tykset ovat olleet aikaisemmin valtion täysin omistamia.

Li et al. (2007, 411-412) löysivät positiivisen yhteyden johdon omistuksen ja erityises­ti toimitusjohtajan omistuksen ja yrityksen suoriutumisen muutoksen välillä. Heidän tutkimuksensa mukaan yritykset, joissa on suurempi johdon osakeomistus, ovat suo­riutuneet operatiivisella ja netto-ROA:lla mitattuna 2-3 % paremmin, kuin yritykset, joilla on ollut alhainen johdon osakeomistus. Yrityksillä, joilla on ollut korkea johdon omistusosuus, on kasvu käyttökatteen ja nettotuloksen (Operating and Net Profits) osalta ollut jopa 70 % suurempi verrattuna yrityksiin, joilla on matala johdon osake­omistus. Li et al. havaitsivat, että toimitusjohtajan osalta osakeomistuksen vaikutus yrityksen suoriutumiseen on tehokkaampi, kun omistusosuus on alhainen. Toimitus­johtajan osalta korkeammilla omistusosuustasoilla omistusosuuden kasvamisen ja yrityksen suoriutumisen paranemisen välillä ei ole nähtävissä enää yhteyttä. Tältä pohjalta Li et al. ehdottavat, että toimitusjohtajan omistusosuus voisi olla enintään 0,5 % yrityksen osakekannasta, jotta osakeomistus olisi tehokasta yrityksen suoriutumi­sen parantamisen kannalta. Toisin sanoen korkeintaan 0,5 %:n omistusosuudella toimitusjohtaja työskentelee tehokkaimmin yrityksen suorituksen parantamiseksi, tä­män jälkeen omistuksen lisääminen ei enää paranna suoriutumista. Erikoista sinänsä on, että muiden johtajien kuin toimitusjohtajan osalta omistusosuuden kasvun ja yri­tyksen suoriutumisen välillä näyttää olevan lineaarinen yhteys. Muiden johtajien omistusosuuksien kasvu siis näyttäisi parantavan jatkuvasti yrityksen suoriutumista. Tutkimustulokset tukevat luvussa 2 esiteltyä Jensenin ja Mecklinin (1976) teoriaa, mutta toimitusjohtajan osalta osakeomistuksen vaikutus on tehokas vain pienellä omistusosuudella.

### **3.3. Johdon omistus ja yrityksen taloudellinen suoriutuminen listautumisessa**

Yri­tysten listautumiset tarjoavat tilaisuuden johdon osakeomistuksen ja yrityksen suo­riutumisen välisen yhteyden tutkimiseen. Agenttiongelman syntyy todennäköisesti muun muassa yrityksen listautuessa, kun yrityksen johto ja omistus eriytyvät ja joh­don omistusosuus alenee (Kim et al., 2004, 359).

Kim et al. (2004, 360-362 ja 374) ovat tutkineet thaimaalaisten yritysten taloudellisen operatiivisen suoriutumisen ja johdon osakeomistuksen yhteyttä listautumisten jälkeen käyttäen mittareina tulosta ennen korkoja ja veroja jaettuna kokonaisvarallisuudella (EBIT/TA, Earnings Before Interest and Taxes / Total Assets) ja kassavirtaa jaettuna kokonaisvarallisuudella (CF/TA, Cash Flow / Total Assets). Thaimaassa yritykset ovat pääosin yksityisten ihmisten ja perheiden omistuksessa ennen listautumista ja yksittäisillä perheillä on huomattava kontrolli thaimalaisissa yrityksissä (Claessens et al., 2000, 82). Informaation epäsymmetria on myös suurta markkinoiden kehittymättömyyden vuoksi ja asymmetrisen informaation vuoksi Thaimaassa, kuten muissakin kehittyvissä maissa, yritysten omistusrakenteilla on kehittyneisiin maihin verrattuna suurempi merkitys niiden taloudellisen suoriutumisen kannalta. Otaen huomioon, että tutkimus on tehty listautuneista yrityksistä, on informaation asymmetria tutkittujen yritysten osalta merkittävä.

Japanin osalta Kutsuna et al. (2002, 166-167) ovat tutkineet omistusrakenteen muutosten vaikutuksia JASDAQ:ssa listautuneiden yritysten operatiiviseen suoriutumiseen ennen listautumista ja sen jälkeen. Erityispiirteenä JASDAQ:iin listattujen yritysten osalta on, että ne ovat pääosin melko vanhoja yrityksiä (yritysten iän keskiarvo oli 31 vuotta) Heidän tutkimusaineistonsa käsitti pääosin päivittäistavara- ja vähittäismyynnissä sekä palvelualalla toimivia yrityksiä. Thaimaasta poiketen Japanissa yritysten omistus on hajautunutta (La Porta et al., 1999, 497) ja yksittäisten perheiden kontrollin merkitys on japanilaisissa yrityksissä vähäistä (Claessens et al., 2000, 83). Yrityksen perustajaosakkaat kuitenkin säilyttävät Japanissa vahvan omistuksen ja kontrollioikeudet (Basu et al., 2007, 58).

Kutsuna et al. (2002, 169-171) ovat tutkineet listattujen yritysten operatiivista tulosta viideltä talousvuodelta ennen listautumista ja neljältä talousvuodelta listautumisen jälkeen. Mittareina he ovat käyttäneet jokaiselta talousvuodelta liikevaihtoa, liiketoiminnan tuottoja ja voittoa sekä näiden kasvuvauhtia. Näiden lisäksi he ovat käyttäneet mittarina liiketoiminnan tuottoja samoin kuin voittoa jaettuna liikevaihdolla vuoden lopussa. Kutsuna et al. tekemä tutkimus käsitti johdon omistuksen lisäksi myös suurimpien osakkeenomistajien, pankkien ja venture capital –yritysten omistuksen muutoksen vaikutuksen yritysten suoriutumiseen. Ennen listautumista johtajien omistuosuuden mediaani oli aineistossa 32,1% mikä on pienempi kuin esimerkiksi Mik-

kelson et al. (1997, 287) yhdysvaltalaisyhtiöitä käsittelevässä tutkimuksessaan raportoima 67,9%:n omistusosuus.

Kim et al. (2004, 355-356) löysivät positiivisen yhteyden johdon osakeomistuksen ja yrityksen suoriutumisen muutoksen välillä alhaisilla ja korkeilla omistustasoilla, mutta keskitasoisella johdon omistuksella ja yrityksen suoriutumisen muutoksella sen sijaan näytti olevan negatiivinen yhteys. Kim. et al. huomasivat tutkimuksessaan, että yritysten taloudellinen suoriutuminen aleni heti listautumisen jälkeen. Verrattaessa ROA:n arvoa vuotta ennen listautumista ja kolme vuotta listautumisen jälkeen, oli ROA alentunut listautumisen jälkeen 70%. Jain ja Kini (1994, 1705) huomasivat aikaisemmin USA:ssa tekemänsä tutkimuksen osalta vastaavan ROA:n aleneman olleen USA:ssa vain 9%.

Kim et al. (2004, 375) tutkimustulosten mukaan yritysten taloudellinen suoriutuminen paranee johdon omistusosuuden kasvaessa, kun omistusosuus on alueilla 0-31% ja 71-100%. Väliin jäävällä alueella, 31-71%:n omistusosuuksilla, johdon omistusosuuden kasvun ja yrityksen suoriutumisen paranemisen välillä on negatiivinen yhteys. Lisäksi Kim et al. havaitsivat, että listautumisen jälkeen vanhemmat yritykset ja kasvavat yritykset suoriutuivat taloudellisesti muita yrityksiä paremmin. Samoin listautumisen yhteydessä suoriutuminen aleni eniten niillä yrityksillä, joilla oli vähemmän pankkilainaa. Kutsuna et al. (2002, 171) puolestaan havaitsivat, että operatiivinen suoriutuminen voittojen mediaanilla mitattuna pyrkii alenemaan listautumisen jälkeen. Samoin liiketoiminnan tuottojen ja voiton kasvuvauhti pyrkivät alenemaan listautumisen jälkeen. Suurimpien osakkeenomistajien omistusosuudella on läheinen yhteys yritysten listautumisen jälkeiseen suoriutumiseen. Samoin suurimpien osakkeenomistajien omistusosuudella on positiivinen vaikutus liiketoiminnan tuottojen ja voittojen kasvuvauhtiin. Tulokset antavat tukea väittämälle, että yrityksen suoriutumisen muutokset listautumisen jälkeen johtuvat osittain johdon omistuksen vähenemisestä.

Sekä Kim et al. että Kutsuna et al. tutkimustulokset antavat viitteitä siitä, että johdon osakeomistus ja yrityksen taloudellinen suoriutuminen ovat yhteydessä toisiinsa. Kuitenkin Kim et al. saama tutkimustulos, jonka mukaan johdon omistuksen yrityksen suoriutumisen välinen yhteys on negatiivinen omistusosuuksien ollessa välillä 31%-71 %on ristiriidassa luvussa 2 kuvatun Jensenin ja Mecklinin (1976) teorian kanssa.

### 3.4 Johdon omistus ja yrityksen taloudellinen suoriutuminen tuottavuuden näkökulmasta

Yritysjohdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen yhteyttä voidaan tutkia myös yrityksen tuottavuuden näkökulmasta. Tuottavuutta voidaan mitata TFP:n (Total Factor Productivity) avulla. Taustalla on ajatus, että erilaiset tuotantopanokset voidaan muuttaa tuotoksiksi. TFP kuvaa kokonaistuotoksen suhdetta yhdistettyjen tuotannontekijöiden määrään (työhön ja pääomaan) seuraavan kaavan mukaisesti (Sheu & Yang, 2005, 329):

$$TFP = Y/f(L,K) \quad (2)$$

Kaavassa Y kuvaa kokonaistuotosta,  $f(L,K)$  kokonaispanoksen määrää, L työvoimaa ja K pääomaa. TFP:a voidaan laskea joko kansantaloudelle tai joukolle yrityksiä (McMorrow et al., 2010, 166). Kaava voidaan muuttaa tuotantofunktion muotoon seuraavasti (Sheu & Yang, 2005, 329):

$$Y = TFP \cdot f(L,K) \quad (3)$$

Sheu ja Yang (Sheu & Yang, 2005, 329 ja 331) ovat tutkineet johdon osakeomistuksen vaikutuksia yrityksen suoriutumiseen taiwanilaisten elektroniikka-alalla toimivien listattujen yhtiöiden osalta. He ovat käyttäneet mittarina tuottavuutta mittaavaa TFP:ta ja luokitelleet johdon toimitusjohtajiin, johtajiin ja suuriin osakkeenomistajiin. He ovat tutkineet sekä yleisesti sisäisen omistuksen yhteyttä tuottavuuden kasvuun että toimitusjohtajan omistuksen ja sisäisen omistuksen suhteen yhteyttä tuottavuuden kasvuun. Sisäinen omistus on määritelty heidän tutkimuksessaan käsittämään toimitusjohtajien lisäksi hallituksen jäsenet ja suuret osakkeenomistajat. Kunkin sisäisen omistajaryhmän osalta he ovat jakaneet sen omistamien osakkeiden määrän koko sisäisessä omistuksessa olevien osakkeiden määrällä ja tutkineet näin saadun suhdeluvun yhteyttä tuottavuuden kehitykseen.



Palia ja Lichtenberg (1999, 327) ovat tutkineet yhdysvaltalaisien tuotantoyritysten johdon omistusosuuden muutosten yhteyttä yritysten tuottavuuden muutoksiin. TFP:n laskennassa Sheun ja Yangin (2005, 331) ja Palian ja Lichtenbergin tutkimuksissa käytetyt tiedot poikkesivat toisistaan siten että työpanosten osalta Sheu ja Yang ovat käyttäneet palkkakuluja kun taas Palia ja Lichtenberg ovat käyttäneet työtunteja.

Sheu ja Yang (2005, 331, 333-334) ovat pyrkineet sulkemaan pois päinvastaisen kausaalisuhteen omistuksen ja tuottavuuden välillä ottamalla sisäisen omistuksen muuttujan arvot aina vuoden alusta. Tutkimuskaudella toimitusjohtajien omistusosuus suhteessa koko sisäiseen omistusosuuteen nousi 14 %:sta 24 %:iin. Mittarina käytetty TFP laski ensin, mutta nousi sitten toimitusjohtajien omistusosuuden kasvaessa muodostaen U:n muotoisen yhteyden. Sheu ja Yang havaitsivat, että toimitusjohtajan osakeomistuksen kasvun ja yrityksen tuottavuuden välillä oli tämä U:n muotoinen yhteys kun taas muiden sisäisten osakkeenomistajien omistusten ja yrityksen tuottavuuden välillä ei ollut yhteyttä havaittavissa. Palia ja Lichtenberg (1999, 331, 333 ja 335) puolestaan havaitsivat positiivisen yhteyden johdon omistusosuuksien muutoksen ja yrityksen tuottavuuden muutosten välillä. Johdon omistusosuuksien muutokset vaikuttivat herkemmin sellaisten yritysten tuottavuuteen, joilla johdon omistusosuus muuttui mediaania enemmän. Yritykset, joiden johtajien omistusosuus kasvoi keskimääräistä enemmän vuoden aikana, paransivat tuottavuuttaan enemmän seuraavana vuonna. Yhteys johdon omistusosuuden kasvun ja yrityksen tuottavuuden parantumisen välillä oli lineaarinen.

Sheu ja Yang (2005, 334) esittävät, että toimitusjohtajan omistusosuuden kasvaessa yli tietyn prosenttiosuuden, omistuksen lisääntyminen parantaa tuottavuutta ja auttaa alentamaan agenttikustannuksia. He katsovat tutkimustulostensa kertovan taiwani-laisten elektroniikka-alan yritysten toimitusjohtajien sitoutumisesta yritysten tehokkuuden parantamiseen. Mahdollisena selittävä tekijänä Sheu ja Yang mainitsevat lisääntyneen epäsymmetrisen informaation määrän osakkeenomistajien ja toimitusjohtajien välillä. Toimitusjohtajilla on huomattavasti sellaista korkean teknologian osaamista, jota esimerkiksi hallituksen jäsenillä ei ole ja toimitusjohtajat voivat käyttää tätä osaamistaan ja ammattitaitoaan yrityksen strategiaa ja selviytymistä koskevia päätöksiä tehdessään omistusosuutensa kasvettua yli tietyn rajan.

Sheun ja Yangin ja Palian ja Lichtenbergin tutkimustulokset osoittavat, että johdon osakeomistuksen ja yrityksen suoriutumisen välillä on yhteys. Sheun ja Yangin saamien tulosten mukainen U:n muotoinen yhteys omistuksen ja yrityksen tuottavuuden välillä on kuitenkin ristiriitainen luvussa 2 esitetyn Jensenin ja Mecklinin (1976) teorian kanssa.

#### 4. Johtopäätökset

Edellisessä luvussa esitetyllä tavalla johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on aineiston tutkimuksissa tutkittu käyttäen niin tulosta kuvaavia mittareita, tuottavuutta kuvaavaa mittaria, suhdelukmittareita kuin taloudellista lisäarvoa kuvaavaa EVA:a. Keskeisimmät tutkimustulokset on koottu alla olevaan taulukkoon 2.

**Taulukko 2 Tutkimustulokset tutkimuksittain**

Tutkijat	Tutkitut yritykset	Käytetyt mittarit	Tulokset
Li Donghui, Moshirian Fari-borz, Nguyen Pascal ja Tan Li Wen	kiinalaisia yksityistettyjä tuotantoyrityksiä.	ROA, myynnin tuotto, liiketulos	Muiden kuin toimitusjohtajien osakeomistuksella omistuksen kasvu parantaa suoriutumista, yhteys lineaarinen, toimitusjohtajan osalta omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välillä on yhteys kun omistusosuus on maksimissaan 0,5 %:n omistusosuudella, suuremmilla omistuksilla ei yhteyttä suoriutumisen parane- nemisen kanssa.
Jahmani Yusuf ja Ansari Moham-med	yhdysvaltalaisia energia-, rahoitus-, terveydenhuolto- ja teknologia-alan yrityksiä	voittomarginaali, liikevoittomarginaali, ROA, pääoman tuotto	Ei merkittävää yhteyttä johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen eikä johdon osakeomistuksen ja johdon riskinoton välillä.
Sheu Her-Yiun Yang Chi_yih	taiwanilaisia elektroniikka-alan yrityksiä	TFP	Toimitusjohtajien osalta tuottavuus laski ensin, mutta nousi omistusosuuden kasvamisen myötä muodostaen U:n muotoisen yhteyden. Muun johdon osalta ei omistuksen ja tuottavuuden välillä yhteyttä.
Griffith John M., Fogelberg Lawrence ja Weeks H. Shelton	yhdysvaltalaisia suuria liikepankkeja	EVA (MVA) (Tobin Q)	Toimitusjohtajan omistuksella on määräävä vaikutus yrityksen arvoon. EVA kasvaa toimitusjohtajan omistusosuuden kasvaessa 12 %:in tasoon ja laskee kunnes toimitusjohtajan omistusosuus saavuttaa 67 %:n tason. Muun johdon osakeomistuksen ja EVA:n välillä ei ole merkittävää suhdetta.
Kim Kenneth A., Kitsabunnarat Pattanaporn ja Nofsinger John R.	thaimaalaisia yrityksiä	EBIT / kokonaispääoma, kassavirta / kokonaispääoma	Yrityksen taloudellinen suoriutuminen paranee, kun johdon omistusosuus on joko alle 31 % tai yli 71 %. Omistusosuuden ollessa 31-71 % omistusosuuden kasvun ja yrityksen suoriutumisen välinen yhteys on negatiivinen.

**Taulukko 2 jatkuu**

Kutsuna Kenji, Okamura Hideo ja Cowling Marc	japanilaisia päivittäistavara-, vähittäismyynti- ja palvelualalla toimivia yrityksiä	liikevaihto ja sen kasvuvauhti, liiketoiminnan tuotot ja niiden kasvuvauhti, voitto ja sen kasvuvauhti, liiketoiminnan tuotot/liikevaihto ja voitto/liikevaihto	Operatiivinen suoriutuminen voittojen mediaanilla mitattuna sekä liiketoiminnan tuottojen ja voiton kasvuvauhti alenivat listautumisen jälkeen. Suurimpien osakkeenomistajien omistusosuudella on läheinen yhteys yritysten listautumisen jälkeiseen suoriutumiseen. Tulokset antavat tukea väittämälle, että yrityksen suoriutumisen muutokset listautumisen jälkeen johtuvat osittain johdon omistuksen vähenemisestä.
Core John E. ja Larcker David F.	195 yhdysvaltalaisista yritystä 40 eri teollisuudenaloilta	ROA	ROA:lla mitattuna lisätuotot verrattuna vertailuaineistona oleviin yrityksiin olivat huomattavasti suuremmat kahden tavoiteomistussuunnitelman käyttöönottoa seuraavan vuoden aikana.
Coles Jerilyn W., McWilliams Victoria B. ja Sen Nilanjan	yhdysvaltalaisia yrityksiä	EVA (MVA)	Ei näyttöä siitä, että toimitusjohtajan omistusosuuden kasvu parantaisi yrityksen suoriutumista.
Palia Darius ja Lichtenberg Frank	yhdysvaltalaisia tuotantoyrityksiä	TFP	Positiivinen yhteys johdon omistusosuuksien ja yrityksen tuottavuuden paranemisen välillä, suoriutuminen muuttui herkemmin niissä yrityksissä, joissa omistusosuus muuttui mediaania enemmän.

Tulokset ovat osittain ristiriitaisia. Useimmat aineiston tutkimukset antavat viitteitä siitä, että johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä on yhteys. Tutkimuksista vain kahdessa (Jahmani & Ansari 2006 ja Coles et al. 2001) on todettu, ettei johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välillä ole yhteyttä. Muissa seitsemässä tutkimuksessa on jonkinlainen yhteys havaittavissa.

Kahdessa aineiston tutkimuksessa (Core & Larcker 2002 ja Palia & Lichtenberg 1999) yhteys johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä oli selvä eikä eroja toimitusjohtajan ja muun johdon omistuksen vaikutuksissa ollut. Näiden tutkimusten mukaan yrityksen suoriutuminen parani johdon omistusosuuden kasvessa. Coen ja Larckerin pakotetun omistusosuuden kasvattamisen tulosvaikutuksia koskevassa tutkimuksessa on poissuljettu se, että johtajat olisivat vapaaehtoisesti ostaneet hyvin menestyvän yrityksen osakkeita ja tämä vaikuttaisi tutkimustulokseen

sitä väärin. Toisaalta tulokset kertovat siitä, että pakotetullakin johdon omistussuuden kasvattamisella voidaan saada tulosvaikutuksia. Palian ja Lichtenbergin tutkimustulokset osoittavat johdon omistuksen kasvun ja tuottavuuden paranemisen välisen yhteyden. Lisäksi Kutsuna et al. (2002) tutkimustulokset tukevat sitä väittämää, että johdon omistussuudella ja yrityksen suoriutumisen välillä on yhteys.

Merkittävää tutkimustulosten kannalta on, että neljän tutkimuksen (Li et al. 2007, Sheu & Yang 2005, Kim et al. 2004 ja Griffith 2002) tulosten mukaan johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välinen yhteys ei ole lineaarinen. Toinen merkittävä tutkimustuloksista ilmenevä seikka on ero toimitusjohtajan omistuksen ja muun johdon omistuksen vaikutuksessa yrityksen suoriutumiseen. Li et al. tekemän tutkimuksen tulokset osoittivat kiinalaisten yksityistettyjen yritysten johdon omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välisen yhteyden olevan lineaarinen muiden johtajien kuin toimitusjohtajan osalta. Toimitusjohtajan osalta omistuksen ja yrityksen suoriutumisen välinen yhteys on havaittavissa vain, kun toimitusjohtaja omistaa maksimissaan 0,5 % yrityksen osakkeista. Griffith et al. puolestaan havaitsivat, että yrityksen EVA kasvaa toimitusjohtajan omistussuuden ollessa alle 12 % ja sen jälkeen laskevan kunnes omistussuus on 67 %. Heidän tulostensa mukaan toimitusjohtajan omistussuudella on ratkaiseva merkitys, kun taas muun johdon omistuksella ei ollut yhteyttä yrityksen EVA:n kehitykseen. Samoin Sheu ja Yang havaitsivat toimitusjohtajan omistussuuden ja yrityksen tuottavuuden välillä U:n muotoisen yhteyden, kun taas muun johdon omistuksen ja yrityksen tuottavuuden välillä ei ollut havaittavissa yhteyttä. Kim et al. puolestaan havaitsivat, että yrityksen taloudellinen suoriutuminen paranee johdon omistuksen ollessa joko pienempi kuin 31 % tai suurempi kuin 71 % ja omistussuuden ollessa välillä 31-71 % omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välinen yhteys on negatiivinen.

Kiinassa johdon osakeomistus on yksityistämisen jälkeenkin ollut huomattavasti alhaisempaa kuin muissa maissa (Li et al., 2007, 401). Tämä ei kuitenkaan nähdäkseen selitä eroa toimitusjohtajan ja muun johdon omistuksen erilaisista vaikutuksista yrityksen tulokseen. Thaimaassa informaation epäsymmetria on suurta (Kim et al. 2004, 374). Tällöin Jensenin ja Mecklinin (1976) esittämän teorian mukaan johdon osakeomistuksen kasvattamisen tulisi lähentää johdon ja osakkeenomistajien intressejä ja vaikuttaa johdon käyttäytymisen kautta yrityksen tulokseen. Näin ei kuitenkaan Kim et

al. tutkimuksen mukaan ole tapahtunut johdon omistusosuuden ollessa välillä 31- 71 %. Sheu ja Yang (2005, 334) ovat esittäneet tutkimustulostensa kertovan taiwanilaisten elektroniikka-alan yritysten toimitusjohtajien sitoutumisesta yritysten tehokkuuden parantamiseen. Toimitusjohtajien omistusosuuden kasvaessa yli tietyn rajan omistusosuuden kasvun lisääntyminen parantaa tuottavuutta ja auttaa alentamaan agenttikustannuksia. Mahdollisena selittävä tekijänä Sheu ja Yang mainitsevat lisääntyneen epäsymmetrisen informaation määrän osakkeenomistajien ja toimitusjohtajien välillä. Vaikuttaa siltä, että toimitusjohtajan omistusosuuden kasvattamisen avulla voidaan Sheun ja Yangin tutkimustulosten perusteella vaikuttaa taiwanilaisten yritysten toimitusjohtajien ja osakkeenomistajien intressien lähentymiseen ja sen myötä yrityksen tuottavuuteen. Kun toimitusjohtajan omistusosuus ylittää tietyn rajan, tulokset tukevat Jensenin ja Mecklinin (1976) teoriaa. Griffith et al. ovat esittäneet selityksenä EVA:n arvon laskulle toimitusjohtajan omistustason ylitettyä 12 %, että suuremman osan yrityksestä omistava toimitusjohtaja ei välttämättä yritä maksimoida osakkeenomistajien etua, sillä toimitusjohtaja saattaa pyrkiä pienentämään omien sijoitustensa puutteellisesta hajautuksesta aiheutuvaa yrityskohtaista riskiä ja tyytyä pienempään tuottoon johtamastaan yrityksestä (Griffith et al., 2002, 182).

Jahmani ja Ansarin (2006) ja Coles et al. (2001) tutkimusten tulosten perusteella näyttää siltä, ettei johdon omistusosuuden ja yrityksen suoriutumisen välillä ole yhteyttä. Jahmani ja Ansari (2006, 92-93) esittävät, ettei johdon osakeomistus lähennä johdon ja osakkeenomistajien intressejä eikä muuta sitä riskitasoa, jonka johtajat ovat valmiita ottamaan. Heidän tutkimustulostensa mukaan näyttää siltä, ettei johdon osakeomistus toimi kannustimena eikä saa johtoa ponnistelemaan enemmän yrityksen suoriutumisen parantamiseksi. Pikemminkin osakeomistus kuvaisi Jahmanin ja Ansarin mukaan sitä tapaa, jolla johtajat saavat hyötyä yrityksestä. Jahmani ja Ansari argumentoivat, että johto tekee päätöksiä pikemminkin omien kuin osakkeenomistajien intressien pohjalta. Heidän mukaansa johdon osakeomistus luo osakkeenomistajille pelkän oletuksen, että johto toimisi osakkeenomistajien intressien mukaisesti. He tuovat esiin myös sen, että johtajat voivat maksimoida omaa etuaan monella muulla tavalla – esimerkiksi omistusosuutensa myynnillä sekä suoran tai epäsuoran palkitsemisen keinoin – kuin yrityksen operatiivisen tuloksen parantamiseen tähtäävillä päätöksillä. Johdolla voi olla muita, operatiivisen suoriutumisen parantamista helpommin saavutettavia tavoitteita, kuten esimerkiksi yritysvaltaus tai laajentaminen.

Jahmani ja Ansarin ja Coles et al. tekemien tutkimusten tulokset eivät tue Jensenin ja Mecklinin teoriaa. Jahmanin ja Ansarin tutkimustulokset ovat ristiriidassa myös Coren ja Larckerin (2002) tutkimustulosten kanssa, mikä on yllättävää, sillä molemmat tutkimusaineistot ovat käsittäneet yhdysvaltalaisia yrityksiä ja molemmissa tutkimuksissa on käytetty ROA:a taloudellisen suoriutumisen mittarina.

## 5. Yhteenveto

Tässä tutkielmassa on tutkittu yritysjohdon osakeomistuksen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen käyttäen aineistona yhdeksää tutkimusta, joista viisi on tehty Yhdysvalloissa ja neljä Aasiassa. Aineiston tutkimuksissa yrityksen taloudellisen suoriutumisen mittareina on käytetty niin tulosta kuvaavia mittareita, suhdelukumittareita, tuottavuutta kuvaavaa mittaria (TFP) sekä taloudellista lisäarvoa kuvaavaa EVA:a. Tutkimustulokset on taulukoitu ja niitä on verrattu maittain ja käytettyjen mittareiden perusteella. Tutkielman avulla on pyritty saamaan vastaus siihen, vaikuttaako johdon osakeomistus yrityksen laskentatoimen mittareilla mitattuun suoriutumiseen. Tutkielmassa on pyritty löytämään lisäksi vastaus siihen, parantaako johdon osakeomistus yrityksen suoriutumista ja siihen, onko johdon osakeomistuksen suuruudella vaikutusta yrityksen tulokseen.

Tässä tutkielmassa saadut tutkimustulokset ovat osittain ristiriitaisia. Suurin osa aineiston tutkimuksista antaa viitteitä siitä, että johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä on yhteys. Vain kahdessa aineiston yhdeksästä tutkimuksesta todettiin, ettei johdon osakeomistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välillä ole yhteyttä. Johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välinen yhteys ei kuitenkaan aineiston valossa näytä aina olevan lineaarinen.

Kolme tutkimusaineistoon kuuluvaa tutkimusta antaa viitteitä siitä, että toimitusjohtajan omistusosuuden suuruudella on vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen. Lisäksi yhden aineistoon kuuluvan tutkimuksen mukaan kaikkien johtajien omistusosuuden suuruudella on vaikutusta yrityksen suoriutumiseen. Näissä tutkimuksissa positiivinen yhteys osakeomistuksen ja yrityksen suoriutumisen välillä oli havaittavissa pienillä ja suurilla omistusosuuksilla.

Tutkimuksen luotettavuutta parantaa se, että aineiston tutkimuksissa johdon omistuksen ja yrityksen taloudellisen suoriutumisen välistä yhteyttä on tutkittu useilla erilaisilla mittareilla eikä mittareista johtuvia eroja tutkimustulosten välillä ollut havaittavissa. Tutkimusta voidaan pitää myös objektiivisena, sillä tutkimuskohdetta on käsitelty ulkopuolisen silmin ja tutkielmassa on keskitytty tutkimuskysymysten ratkaisemiseen.



Tutkimuksen rajoituksena on aineiston rajoittuminen yhdeksään aikaisemmin aiheesta tehtyyn tutkimukseen. Tulosten yleistettävyyttä rajoittaa puolestaan se, että aineiston tutkimukset on tehty Yhdysvalloissa ja Aasian maissa. Näin ollen, vaikka tutkimusten välillä ei ole havaittavissa maanosasta tai maasta aiheutuvia eroja, ei tuloksia voida käsittääkseni varauksetta täysin yleistää esimerkiksi eurooppalaisia yrityksiä koskeviksi.

Jatkotutkimusta tarvitaan erityisesti toimitusjohtajan omistusosuuden tulosvaikutuksen ja sen taustalla olevien seikkojen selvittämiseksi. Lisätutkimus olisi tarpeen myös sen selvittämiseksi, miksi johdon omistusosuuden ja yrityksen suoriutumisen välinen yhteys ei ole aina lineaarinen.

## **Lähdeluettelo**

Agrawal A. & Knober C., 1996.: Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, No 3, 377-397.

Ang J. S., Cole R. A. & Lin J. W., 2000: Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, vol. lv. no.1, 81-106.

Basu S., Hwang L-S., Mitsudome T. & Weintrop J., 2007: Corporate Governance, Top Executive Compensation and Firm Performance in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 56-79.

Claessens S., Djankov S. & Lang L.H.P., 2000: The Separation of Ownership and Control in East-Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), 81-112.

Coles J. W., McWilliams V. B. & Sen N., 2001: An Examination of the Relationship of Governance Mechanism to Performance, *Journal of Management*, 27 (2001), 23-50.

Core J. E. & Larcker D. F., 2002: Performance consequences of mandatory increases in executive stock-ownership, *Journal of Financial Economics*, 64 (2002), 317-340.

Demsetz H. & Lehn K., 1985: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93 (1985), 1155-1177.

Eisenhardt K.M., 1989: Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, vol. 14 no 1, 57-74.

Fama E. F., 1980: Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, vol. 88, 288-307.

Firth M., Fung P. M. Y. & Rui O. M., 2006: Corporate Performance and CEO Compensation in China, *Journal of Corporate Finance*, 12 (2006), 693-714.

Griffith J. M., Fogelberg L. & Weeks H. S., 2002: CEO Ownership, Corporate Control and Bank Performance, *Journal of Economics and Finance*, vol. 26, no 2, 170-183.

Himmelberg C. P., Hubbard R. G. & Palia D., 1999: Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (1999), 353-384.

Jain B. & Kini O., 1994: The Post-issue Operating Performance of IPO Firms, *The Journal of Finance*, vol. XLIX, no. 5, 1699-1726.

Jahmani Y. & Ansari M., 2006: Managerial Ownership, Risk and Corporate Performance, *International Journal of Commerce and Management*, vol. 16 no. 2, 86-94.

Jensen, M. C. & Meckling W. H., 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, 305-360.

Kato T. & Long C., 2006: Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges, *Economic Development and Cultural Change*, 54(4), 945-983.

Kim K. A., Kitsabunnarat P. & Nofsinger J. R., 2004: Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence of Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004), 355-381.

Kutsuna K., Okamura H. & Cowling M., 2002: Ownership Structure Pre- and post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 10 (2002), 163-181.

La Porta R. Lopez-De-Silanes F. & Shleifer A., 1999: Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, vol. LIV, no. 2, 471-517.

Le Breton-Miller I. & Miller D., 2009: Agency vs. Stewardship in Public Family Firms: A Social Embeddedness Reconciliation, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Baylor University.

Li D., Moshirian F., Nguyen P. & Tan L-W., 2007: Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from China's Privatizations, *Research in International Business and Finance*, 21 (2007), 396-413.

Loderer C. & Martin K., 1997: Executive Stock Ownership and Performance, Tracking faint Traces, *Journal of Financial Economics*, 45(1997), 223-255.

Mas-Colell A., Whinston M. D. & Green J. R., 1995: *Microeconomic Theory*, Oxford.

McMorrow K., Röger W. & Turrini A., 2010: Determinants of TFP Growth: A Close Look at Industries Driving The EU-US TFP gap, *Structural Change and Economic Dynamics* 21 (2010) 165–180.

Mikkelson W. H., Partch M. M. & Shah K., 1997: Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public, *Financial Economics*, 44 (1997), 281-307.

Morck R., Shleifer A. & Vishny R., 1988: Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 293-315.

Oviatt B. M., 1988: Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests, *Academy of Management. The Academy of Management Review*, 13 No 2, 214-225.

Palia D. & Lichtenberg F., 1999: Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement, *Journal of Corporate Finance*, 5(1999), 323-339.

Pirie W. L. & Mc Cuddy M. K., 2007: A Preliminary Test of the Validity of a Proposed Intemporal Stewardship Theory, *Managerial Finance*, vol. 33, No. 12, 970-979.

Sheu H-J. & Yang C-Y., 2005: Insider Ownership Structure and Firm Performance: A Productivity Perspective Study in Taiwan's Electronics Industry. *Corporate Governance*, vol.13, number 2, 326-337.

Zhou X., 2001: Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance: comment, *Journal of Financial Economics* 62(2001), 559-571.