

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>TIIVISTELMÄ</b>	7
<b>1. JOHDANTO</b>	9
1.1. Tutkielman ongelma ja lähestymistapa	11
1.2. Tutkielman kulku	12
1.3. Aikaisempia aiheeseen liittyviä tutkimuksia	13
1.4. Suomessa aiemmin käyty keskustelu	18
<b>2. OMISTAJIEN JA JOHDON VÄLINEN SUHDE JA ETURISTIRIIDAT</b>	20
2.1. Agenttiteoria	20
2.2. Agenttikustannus	23
2.3. Päämiehen ja agentin erilainen suhde riskiin	26
2.4. Omistajajohtajuudesta ratkaisu?	26
<b>3. CORPORATE GOVERNANCE</b>	28
3.1. Corporate governancen erot eri kulttuureissa	29
3.2. Cadburyn komitea	31
3.3. Omistajalähtöinen johtaminen	32
3.4. Omistajaohjauksen kehitys	35
3.5. Omistaja-arvon ensisijaisuuden kiritiikki	37
3.6. Optiot vs. Osakkeet johdon kannustimina	38
3.7. Valtio omistajana	39
3.8. Omistaja johtajana	40
<b>4. TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄ</b>	42
4.1. Tutkimusaineisto	42
4.2. Tutkielmassa käytettävät tunnusluvut	46
4.3. Tutkielman hypoteesit	48
4.4. Tutkimusmenetelmät	48
4.4.1. T-testi	48
4.4.2. Regressioanalyysi	51
<b>5. TULOKSET</b>	53
5.1. T-testin tulokset	53
5.2. Regressioanalyysin tulokset	55



<b>6. LOPPUSANAT</b>	57
<b>LÄHDELUETTELO</b>	60
<b>LIITTEET</b>	64



**KUVIOLUETTELLO****sivu**

<b>Kuvio 1.</b>	Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus (Jensen & Meckling 1976)	14
<b>Kuvio 2.</b>	Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus (Morck, Shleifer & Vishny 1988)	15
<b>Kuvio 3.</b>	Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus (McConnell & Servaes 1990)	16
<b>Kuvio 4.</b>	Osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välinen suhde	21
<b>Kuvio 5.</b>	Omistajien vaikutus yritykseen kolmea kautta	23
<b>Kuvio 6.</b>	Johdon osakkeenomistuksen keskiarvo vuosina 2001–2006	42
<b>Kuvio 7.</b>	Liikevaihdon kasvu % aineiston yrityksissä 2002–2006	43
<b>Kuvio 8.</b>	Liikevaihdon kasvu omistusosuuden ollessa > 5 % ja < 5 %	44
<b>Kuvio 9.</b>	Oman pääoman tuotto ( <i>ROE</i> ) 2002–2006	44
<b>Kuvio 10.</b>	( <i>ROE</i> ) omistusosuuden ollessa > 5 % ja < 5 %	45
<b>Kuvio 11.</b>	P/B-luku 2002–2006	45
<b>Kuvio 12.</b>	( <i>P/B-luku</i> ) omistusosuuden ollessa > 5 % ja < 5 %	46
<b>Kuvio 13.</b>	Hajontakuvio sekä regressiosuora	51

**TAULUKKOLUETTELO**

<b>Taulukko 1.</b>	Sidosryhmien merkitys yritysten tarkoitusperänä yritysjohtajien mukaan	34
<b>Taulukko 2.</b>	Sidosryhmien merkitys kun kaikkien tarpeita ei voida tyydyttää	34
<b>Taulukko 3.</b>	T-testin tulokset (liikevaihdon kasvu %)	53
<b>Taulukko 4.</b>	T-testin tulokset (oman pääoman tuotto)	54
<b>Taulukko 5.</b>	T-testin tulokset (P/B-luku)	54
<b>Taulukko 6.</b>	Muuttujien regressiokertoimet	55
<b>Taulukko 7.</b>	Regressiotunnusluvut	56



---

**VAASAN YLIOPISTO****Kauppätieteellinen tiedekunta**

<b>Tekijä:</b>	Jussi Korhonen	
<b>Tutkielman nimi:</b>	Johdon osakkeenomistuksen vaikutus sijoittajan tuottoon	
<b>Ohjaaja:</b>	Paavo Yli-Olli	
<b>Tutkinto:</b>	Kauppätieteiden maisteri	
<b>Laitos:</b>	Laskentatoimen ja rahoituksen laitos	
<b>Oppiaine:</b>	Laskentatoimi ja rahoitus	
<b>Linja:</b>	Laskentatoimen yleinen linja	
<b>Aloitusvuosi:</b>	1999	
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2008	<b>Sivumäärä: 69</b>

---

Tutkielman lähtökohtana oli selvittää voidaanko sijoittajan ja yrityksen johdon intressit yhdistää toisiinsa yrityksen toimivan johdon osakkeenomistuksen avulla ja tätä kautta ratkaista sijoittajan agenttiongelman. Tutkielmassa tätä ongelmaa lähestytään suomalaisen aineiston kautta. Aikaisemmissa kansainvälisissä tutkimuksissa näiden tekijöiden välillä oli havaittu positiivinen korrelaatio.

Tutkielman teoriaosassa käydään läpi aiempia kansainvälisiä tutkimuksia sekä perehdytään sijoittajan ja yrityksen johdon väliseen agenttiongelmahan. Teoriaosassa käsitellään myös nykyaikaisen omistajaohjausjärjestelmän kehitys ja tuodaan esille sen erityispiirteitä. Tutkielman empiirisessä osassa esitellään ensin tutkielman aineisto ja menetelmät ja lopussa saadut tulokset sekä niiden perusteella tehdyt johtopäätökset.

Tutkielman aineisto koostui 64:stä Helsingin arvopaperipörssissä listatusta yrityksestä. Tutkielman aineisto on koottu vuosilta 2002–2006. Muuttujina käytettiin yrityksen liikevaihdon kasvu %:a, oman pääoman tuottoa sekä P / B-lukua. Toimivan johdon osakkeenomistus oli kerätty yritysten vuosikertomuksista ja kattoi vuodet 2001–2006. Tutkielman tilastollisena menetelmänä käytettiin t-testiä ja pienimmän neliösumman regressioanalyysia. Aineisto jaettiin toimivan johdon suoran osakkeenomistuksen perusteella kahteen joukkoon josta tehtiin perinteinen t-testi. Testin tulosten perusteella voitiin todeta, että suomalaisissa pörssiyrityksissä ei voida havaita positiivista korrelaatiota johdon osakkeenomistuksen ja tutkielmassa käytettyjen tunnuslukujen välillä.

---

**Avainsanat:** Johdon osakkeenomistus, agenttiteoria, corporate governance, t-testi





## 1. JOHDANTO

Keskustelu jota nykyaikaisessa taloustieteessä on käyty yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmien ympärillä on keskittynyt pitkälti yrityksen omistajien ja johdon välisiin suhteisiin. Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on sijoittajalle ensiarvoisen tärkeää, että yrityksen johto on omaksunut omistajalähtöisen johtamistavan, jonka päällimmäisenä tavoitteena on yrityksen omistaja-arvon maksimointi. Omistajalle on myös tärkeää, että johdolla on riittävät kannustimet sitoutua yritykseen ja sen kehittämiseen, sekä ottaa harkittuja riskejä kehittäessään yritystä. Omistajille tuottaa kuitenkin haasteita valvoa, että yrityksen johto todella toimii omistaja-arvo periaatteen mukaisesti. Johto saattaa myös käyttää yrityksen resursseja toisarvoisiin kohteisiin tai keskittyä jopa oman hyötynsä maksimoimiseen.

Erityisesti 2000-luvun alun suuret yritysskandaalit ovat herättäneet sijoittajapiireissä voimakasta keskustelua niin hyvästä johtamisesta, yritysten riskienhallinnasta, omistajaohjauksesta, yritysten valvonnasta, sekä niistä keinoista joilla vastaavat skandaalit pystyttäisiin tulevaisuudessa estämään. Näiden tekijöiden pettämisestä ja laiminlyönnistä voidaan mainita tunnetumpana esimerkkinä amerikkalaisen energiayhtiön Enronin tapaus, joka oli ennen konkurssia Yhdysvaltojen seitsemänneksi suurin yritys. Ongelmien taustalla oli useiden vuosien ajan jatkunut tuloksen vääristely, velkaantuneisuuden peittäminen, sekä suoranaisten virheellisten tietojen antaminen

Enronin tapaus on ääriesimerkki siitä mihin valvonnan pettäminen saattaa pahimmillaan johtaa. Se on kuitenkin laajemmassa mittakaavassa herättänyt sijoittajat kiinnittämään huomiota siihen, miten tärkeä merkitys toimivalla corporate governance -järjestelmällä on nykyaikaisessa liiketoiminnassa. Ja ennen kaikkea mitkä ovat ne keinot, millä omistajien ja yrityksen johdon intressit saadaan integroitua toisiinsa niin, että omistaja voi olla varma siitä, että johto ei toimi tavalla, joka vakavasti vahingoittaa omistajien etua.

Nykyaikaisessa taloustieteessä tätä yrityksen omistamisen ja johdon eriytymisestä nousevaa problematiikkaa on käsitelty ennen muuta niin sanotun agenttiteorian pohjalta. Hirvonen, Niskakangas & Steiner (2003: 29–30) tuovat esille kirjassaan, Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely, että agenttiteoria lähtee siitä, että omistaja on päämies ja yritysjohtaja hänen agenttinsa. Valta osakeyhtiössä on viime kädessä omistajilla, mutta omistaja kuitenkin delegoi olennaisen osan vallastaan yritysjohtajille, koska he tarvitsevat tämän erityisosaamista yrityksen johtamiseen. Omistajilla on rahat, mutta yritysjohtajalla on se liiketoiminnallinen osaaminen, jota tarvitaan yrityksen tulokselliseen kehittämiseen. Tämä yrityksen johdon ja omistuksen eriytyminen johtaa samalla valvontaon-

gelman syntymiseen. Päämies haluaa valvoa, että hänen agenttinsa työskentelee hänen intressiensä eteen.

Enronin tapauksessa voidaan havaita, että omistajilla ei ole ollut minkäänlaista käsitystä johdon tekemisistä, sen tavoitteista ja skandaalin voidaan katsoa olleen se lopullinen yksittäinen tekijä, joka havahdutti sijoittajat tiedostamaan puutteet ja ongelmat jota liittyy yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin.

Useissa kansainvälisissä tutkimuksissa ja artikkeleissa on haettu vastausta siihen mitä ovat ne keinot, joilla omistajat kykenevät sovittamaan yhteen omistajien ja johdon tavoitteet ja intressit. Mutta myös haettu keinoja, joilla sijoittajat pystyisivät estämään Enronin kaltaiset tapaukset tulevaisuudessa. Johdon suoran osakkeenomistuksen vaikutusta yrityksen kannattavuuteen on tutkittu kansainvälisesti verrattain paljon, mutta Suomessa vastaavia tutkimuksia ei juuri ole tehty. Tutkimusten pääpaino osakeomistuksen jakautumisen vaikutuksesta on ollut viime vuosina ulkomaisen osakkeenomistuksen lisääntymisessä ja pääomamarkkinoiden kansainvälistymisessä ja suomalaisen omistajaohjauksen kehitystä on tarkkailtu suurelta osin juuri tästä näkökulmasta. Omistuksen kansainvälistyminen on johtanut myös siihen, että yritysjohton rooli omistajien agenttina on korostunut ja korostuu edelleen

Tutkielmassa lähestytään tätä tärkeää päämies-agentti ongelmaa juuri omistajajohtajuuden kautta. Osakeomistuksen ollessa hyvin pirstoutunutta voivat yksittäiset osakkeenomistajat olla haluttomia uhraamaan suuria resursseja johdon valvontaan ja tällöin omistajajohtajuus tarjoaa keinon omistajien ja yrityksen toimivan johdon intressien tehokkaaseen yhteensovittamiseen. Lisäksi voidaan kysyä, että vapauttaako omistajajohtajuus intressien yhteensovittamisen avulla muut omistajat siitä valvontavastuusta yritysten johtoa kohtaan, joka yritysten omistajille kuuluu. Yrityksen johdon ja osakkeenomistajien etujen yhteensovittaminen omistajajohtajuuden avulla ja näiden vaikutukset yrityksen kykyyn tuottaa lisäarvoa osakkeenomistajille ovat tutkimuskohteina hyvin mielenkiintoisia. Tutkielman perustavaa laatua olevana kysymyksenä esille nousee se parantaako toimivan johdon suora osakeomistus yrityksessä johdon halukkuutta toimia omistaja-arvo ajattelun mukaisesti. Parantaako suora omistus johdon kykyä maksimoida yrityksen suorituskykyä ja tätä kautta saada aikaan paras mahdollinen tuotto yrityksen osakkeenomistajille? Ja näkyykö se yrityksen tunnusluvuissa ja tätä kautta mahdollisesti markkina-arvon myönteisenä kehityksenä?

Kansainväliset markkinat suosivat mahdollisimman tehokasta ja yrityksen suorituskykyä parantavaa corporate governance – järjestelmää. Markkinoiden yhtenä lähtökohtana

on viime aikoina ollut kasvavassa määrin se, että johdon omistaessa yrityksen osakkeita päästään lähelle sitä johtamis- ja valvontajärjestelmää, jolla on yrityksen markkina-arvoa maksimoiva vaikutus. Tutkielmassa ongelmaa lähestytään suomalaisesta näkökulmasta ja tutkitaan vapauttaako johdon suora osakkeenomistus muut omistajat heille kuuluvasta valvontavastuusta.

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos julkaisi keväällä 2006 tutkimuksen: Omistajuus ja yritysten menestyminen – analyysia suomalaisella aineistolla. Siinä tutkittiin omistajuuden ja omistusmuodon välisiä yhteyksiä yrityksen menestymiseen. Aineistona käytettiin Talouselämä-lehden julkaisemaa suuryritysaineistoa vuosilta 1986–2004. Tutkielmassa haettiin vastausta tilastollisin menetelmin miten omistusmuoto vaikuttaa yritysten menestymiseen ja sitä kautta niiden kannattavuuteen, vakavaraisuuteen ja näiden vaihteluun. Tutkimuksessa havaittiin, että perheyrietykset ovat kannattavuudeltaan ja vakavaraisuudeltaan vähintään yhtä hyviä kuin ulkomaalaisomisteiset sekä hajautetusti omistetut pörssi- ja valtionyritykset. Myös ulkomaalaisten yritysten havaittiin olevan keskimäärin kannattavampia kuin pörssi- ja valtionyritykset. (Pajarinen & Ylä-Anttila 2006)

Tutkimuksen tekee haastavaksi myös institutionaaliset erot, joita on erilaisessa toimintaympäristössä toimivilla yrityksillä. Yhtenä kysymyksenä esiin nousee myös se, voidaanko Euroopassa toimivia yrityksiä arvioida samoilla mittareilla kuin yhdysvaltalaisia yrityksiä. Lainsäädäntö saattaa poiketa maiden välillä esimerkiksi rajoittaen ja sallien erilaisia toimenpiteitä, joita yrityksen johdon on mahdollista suorittaa. Johdon kannustimien, jotka sitovat toimitusjohtajan palkan omistaja-arvon luomiseen, on sanottu olevan suurin keino johdon ja omistajien intressien yhteensovittamiseksi. Myös monet muut tekijät saattavat olla mahdollisten erojen takana, kuten esimerkiksi pääomamarkkinoiden suuruus tai osakemarkkinoiden likvidisyys.

### **1.1. Tutkielman ongelma ja lähestymistapa**

Tutkielman tarkoituksena on perehtyä suomalaisten julkisesti listattujen yritysten mahdollisiin eroihin liikevaihdon kasvussa, oman pääoman tuottoasteessa ja P/B-luvun kehityksessä silloin kuin yrityksen toimiva johto omistaa suoraan yrityksen osakkeita ja verrata sitä yrityksiin, joissa johdolla ei ole merkittävään omistusta. Tutkielman tavoitteena on myös perehtyä tätä kautta ajankohtaiseen corporate governance -teemaan yleisemmin ja sen viimeaikaiseen kehitykseen. Tutkielmassa perehdytään myös niihin muutoksiin, joita suomalaisten yritysten omistuksen voimakas kansainvälistymiseen on tuonut ja tätä kautta lisääntyneeseen omistaja-arvo ajatteluun yrityksen päätöksenteossa.

Tutkielman pohjana käytetään Short & Keaseyn vuonna 1999 tekemää tutkimusta englantilaisten yritysten ja johdon suoran osakkeenomistuksen vaikutusta yrityksen kannattavuuteen sijoittajan näkökulmasta. Tutkielman tarkoituksena on myös selvittää löytyykö suomalaisten ja ulkomaalaisten yritysten välillä eroja ja pyrkiä myös mahdollisesti selvittämään tekijöitä, jotka vaikuttavat saatuihin tutkimustuloksiin.

Tutkielmassa käytettävä aineisto koostuu Helsingin arvopaperipörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena vuosien 2002–2006 välillä olevista yrityksistä. Tutkielman aineistosta on rajattu pois pankit, vakuutusyhtiöt sekä monopolistisessa tilanteessa olevat yritykset. Myös yritykset jotka ovat listautuneet pörssiin vuoden 2000 jälkeen, jätetään tutkielman aineiston ulkopuolelle. Tutkielmassa yritysten kykyä tuottaa lisäarvoa omistajilleen mitataan liikevaihdon kasvun, omanpääoman tuoton ja P/B-lukujen perusteella.

Tutkielman lähtökohtana on johdon suora osakeomistus johtamassaan yrityksessä. Usein tällöin tulee kysymykseen erilaiset perheyhtiöt, joissa omistus saattaa olla hyvin keskittynyttä muutamille avainhenkilöille. Tällöin nousee esille myös muita kysymyksiä, kuten voiko omistuksen liiallinen keskittyminen olla myös haitallista yrityksen kannattavuudelle. Tämä voi tulla esiin sillä tavoin, että yrityksissä joissa toimivalla johdolla on hyvin suuri omistus yrityksessä, niin he eivät koe olevan vastuussa suoraan omistajille koska omistajia ovat he itse.

Tutkielmassa saatavien tutkimustulosten odotan pääsääntöisesti olevan samassa linjassa aikaisempien kansainvälisissä tutkimuksissa saatujen tutkimustulosten kanssa. Tutkimustulosten mahdollisiin eroihin verrattuna kansainvälisiin tuloksiin, yritetään tutkielman pohjalta löytää vastauksia.

## **1.2. Tutkielman kulku**

Tutkielman ensimmäisessä luvussa käydään läpi tutkielman taustoihin liittyviä seikkoja, tutkielman lähestymistapa sekä kulku. Ensimmäisessä luvussa perehdytään myös aikaisempiin kansainvälisiin ja suomalaisiin tutkimuksiin, luodaan katsaus tutkimustulosten taustalla oleviin tekijöihin ja näiden tekijöiden mahdollisesta vaikutuksesta saatuihin tutkimustuloksiin. Tutkielman toisessa luvussa perehdytään syvemmin yrityksen johdon ja omistajien välisiin eturistiriitoihin, sen aiheuttamiin kustannuksiin ja keinoihin joiden avulla omistajan on mahdollista vaikuttaa yrityksen johdon toimintaan. Corporate governance -käsite tuodaan esille kolmannessa luvussa, perehdytään tarkemmin corporate

governance -käsitteeseen sisältöön, siihen mitä on hyvä corporate governance ja eroihin eri yrityskulttuurien välillä.

Neljännessä luvussa esitellä tutkielman aineisto ja perehdytään sen erityispiirteisiin. Myös muuttujat sekä niiden valintakriteerit käydään yksityiskohtaisesti läpi. Neljännessä luvussa esitellään myös tutkielmassa käytettävät menetelmät. Tutkielman aineistosta saadut tulokset esitellään luvussa viisi. Kuudes luku käsittää tutkielman yhteenvedon, siinä tuodaan esille tulosten perusteella esille nousseet kysymykset.

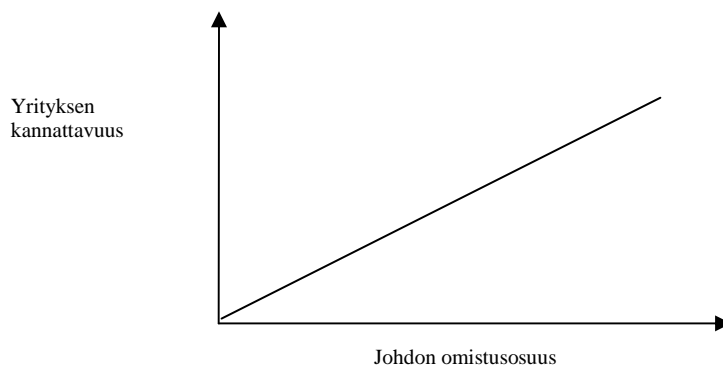
### **1.3. Aikaisempia aiheeseen liittyviä tutkimuksia**

Se miten yrityksen omistajien ja johdon eriytyminen vaikuttaa yrityksen kannattavuuteen, yrityksen arvoon, sekä siitä aiheutuviin agenttikustannuksiin, on ollut useiden kansainvälisten tutkimusten mielenkiinnon kohteena. Aihepiirin tekee hyvin mielenkiintoiseksi myös aivan viimeisen vuosikymmenen aikana tapahtunut pääomamarkkinoiden voimakas kansainvälistyminen sekä Yhdysvalloista peräisin olevan omistaja-arvo ajattelun leviäminen maailmanlaajuisesti käytännöksi.

Hirvonen ym. (2003) kirjoittaa, että traditionaalisessa neoklassisessa taloustieteessä ei erotettu toisistaan yrityksen johtoa ja omistajia. Yritys nähtiin yhtenä homogeenisenä kokonaisuutena, jonka tehtävänä oli yksinkertaisesti maksimoida voitto. 1930-luvulla taloustieteilijät alkoivat kuitenkin kiinnittää huomiota siihen, että yrityksen johdolla ja omistajilla saattoi olla erilaisia tavoitteita siinä, kuinka yrityksen niukkoja resursseja käytetään ja mikä on yrityksen tärkein sidosryhmä. Ensimmäinen tätä ongelmaa käsittelevä artikkeli, johon taloustieteessä viitataan, on Berle & Meansin vuonna 1932 julkaissama artikkeli, joka käsitteli omistusta ja kontrollia amerikkalaisissa listatuissa yrityksissä. Taloustieteessä alettiin myös puhua niin sanotusta managerivallankumouksesta, jolla tarkoitettiin sitä, että yrityksissä joissa omistus oli pirstoutunut, johto otti kaiken vallan omistajilta. Berle ym. (1932) tutkivat yrityksen johdon ja osakkeenomistajien välisiä intressiristiriitoja, jotka nousevat esiin silloin kun yrityksen toimiva johto ei omista johtamansa yrityksen osakkeita ja muun omistuksen ollessa laajalle hajautunutta. Miten osakkeenomistajat voivat tällöin olla varmoja, että heidän yritykseensä sijoittamiaan varoja ei käytetä tuottamattomiin investointeihin.

Vaikka Berle & Means toivat esille agenttiteorian perimmäisen ajatuksen jo 1930-luvulla, kehittyi teoria laajemmin eteenpäin vasta vuosikymmeniä myöhemmin. Jensen & Meckling (1976) julkaisivat artikkelin, jossa he päättelivät, että omistajien ja johdon

edut muuttuvat yhdenmukaisemmiksi mitä enemmän johto omistaa yrityksen osakkeista. Tätä teoriaa he kutsuivat konvergenssihypooteesiksi. Teorian mukaan omistajien ja yrityksen johdon intressit voidaan yhdistää johdon osakkeenomistuksen avulla. Omistussuuden kasvaessa johtajien oma varallisuus on enemmän riippuvainen yrityksen kannattavuudesta. Tällöin pienenee mahdollisuus siihen, että johto ryhtyy hankkeisiin, joilla tuhhlataan yrityksen varoja. Näin ollen Jensen ym. (1976) mukaan yrityksen kannattavuuden ja johdon osakkeenomistuksen välillä on lineaarinen riippuvuussuhde.

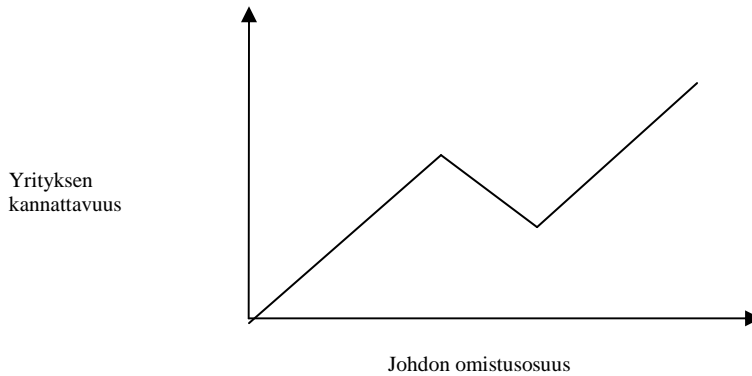


**Kuvio 1.** Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus. (Jensen & Meckling 1976)

Myöhemmissä tutkimuksissa havaittiin kuitenkin, että riippuvuus yrityksen kannattavuuden ja osakkeenomistuksen välillä ei välttämättä kasva lineaarisesti. Morck, Shleifer & Vishny (1988) toivat tämän artikkelissaan esille, jossa tutkittiin yrityksen johdon suoran osakkeenomistuksen ja yrityksen markkina-arvon välistä suhdetta. Tutkimuksen aineistona he käyttivät Fortune 500 -listan yrityksiä ja tarkasteluvuotena oli 1980. He havaitsivat, että johdon omistuksen kohotessa tietyllä tasolla ja tämän yli, on sillä negatiivinen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Tämän he tulkitsivat johtuvan siitä, että yrityksen ulkoiset (*outsiders*) osakkeenomistajat kokevat yrityksen johdon valvonnan tällöin ongelmalliseksi, koska yrityksen johto voi ajaa tällöin omaa etuaan ilman, että heidän tarvitsee välittää muiden osakkeenomistajien reaktioista. Muut osakkeenomistajat saattavat tällöin käyttää niin sanottua exit-vaihtoehtoa eli myydä yrityksen osakkeet mikä näkyy yrityksen markkina-arvon laskuna. Morck ym. (1988) käyttivät tästä ilmiöstä nimitystä ”*entrenchment*”, jolla tarkoitetaan sitä, että johto ”linnoittautuu”, ja tämä johtaa siihen, että konvergenssi-hypoteesi ei enää päde.

Yrityksen kannattavuuden mittaamiseen Morck ym. (1988) käyttivät Tobinin Q:ta ja he havaitsivat, että johdon omistusosuuden että johdon omistuksen ollessa 0 % ja 5 % välillä lähenevän intressin vaikutus dominoi. Näin käy myös johdon omistuksen ylittäessä

25 %, mutta omistuksen ollessa 5 % ja 25 % välillä vaikutus yrityksen suorituskykyyn on negatiivinen. He havaitsivat myös, että vanhoissa yrityksissä missä johtajana toimii perustajaperheen jäsen, on Tobinin Q:n arvo pienempi verrattuna niihin vanhoihin yrityksiin, jonka johtajana toimii perustajaperheeseen kuulumaton johtaja.

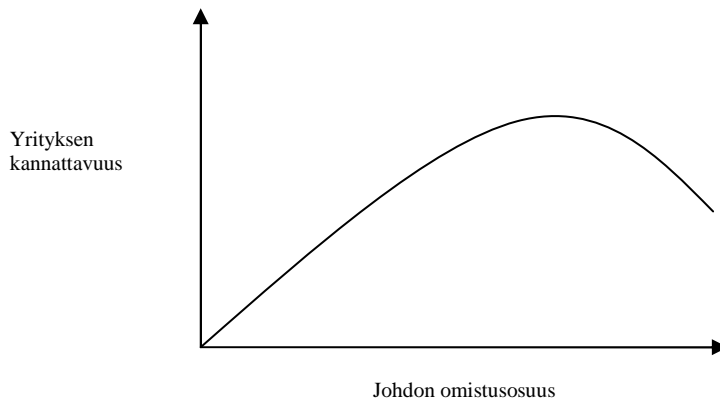


**Kuvio 2.** Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus (Morck, Shleifer & Vishny 1988)

Leyland & Pyle (1977) toivat artikkelissaan keskusteluun signaalihypoteesin. Heidän mukaansa sijoittajien ja yhtiön johdon välillä vallitsee informaatiokuilu. Heidän mukaansa tämä johtaa siihen, että sijoittajien tiedot yrityksen mahdollisista projekteista tai investoinneista ovat epätäydellisiä ja joissain tapauksissa saattaa estää niiden toteuttamisen. Leyland ym. (1977) toivat esille myös, että mikäli yrityksen johto sijoittaa omia rahojaan yritykseen, antaa tämä markkinoille positiivisen signaalin. Se osoittaa, että yrityksellä on korkeatasoisia projekteja ja johto uskoo niiden toteuttamiskelpoisuuteen. Näin johdon suora osakkeenomistus johtaisi heidän mukaansa yrityksen korkeampaan markkina-arvoon.

McConnell & Servaes (1990) tutkivat osakkeenomistuksen jakauman ja yhtiön markkina-arvon välistä suhdetta. Aineistona he käyttivät tutkimuksessaan 1173 yrityksen tietoa vuodelta 1976, sekä 1093 yrityksen tietoa ja tarkasteluvuotena 1986. Yritykset joita he tutkivat olivat julkisesti listattuja, joko New York Stock Exchangessa (NYSE) tai American Stock Exchangessa (AMEX). Tutkimus lähti hypoteesista, että yrityksen markkina-arvo riippuu osakkeenomistuksen jakautumisesta yrityksen sisäpiirin, piensijoittajien (*block share holders*) ja institutionaalisten sijoittajien kesken. Tutkimuksessaan he havaitsivat, että pienillä johtajan omistusosuuden määrillä yrityksen agenttikustannukset laskevat, mutta johdon omistusosuuden kasvaessa tiettyyn pisteeseen ja tämän yli alkavat myös agenttikustannukset kasvaa. Riippuvuus johdon omistusosuuden ja yrityksen arvon välillä oli heidän tutkimuksensa mukaa epälineaarinen. Alussa yrityksen

arvo kasvaa, mutta (omistuksen ollessa 0 % ja 40–50% välillä), mutta omistuksen alkaessa keskittyä johdolle alkaa yrityksen arvo vähitellen laskea.



**Kuvio 3.** Johdon omistusosuuden ja yrityksen kannattavuuden välinen riippuvuus (McConnell & Servaes 1990)

Positiivinen yhteys johdon omistuksen ja yrityksen arvon välillä oli heidän tutkimuksensa mukaan havaittavissa omistuksen ollessa 0 % ja noin 40–50 % välillä. He havaitsivat myös, että Tobinin Q:n arvo pienenee osakkeenomistuksen keskittyessä. Tutkimuksessa tuli myös esille positiivinen yhteys Tobinin Q:n ja institutionaalisen sijoitus-suhteen välillä.

Stulz (1988) tarkasteli tutkimuksessaan yrityksen sisäpiirin omistuksen ja markkina-arvon välistä suhdetta mahdollisten vihamielisten yritysvahtausten näkökulmasta. Hänen mukaansa sisäpiirin omistusosuuden kasvaessa mahdollisten yritysvahtausten onnistumisen mahdollisuus pienenee ja tämä johtaa yrityksen markkina-arvon kasvuun. Johdon omistusosuuden ollessa suuri joudutaan osakkeesta maksamaan huomattavaa ylihintaa, jotta valtaus onnistuisi ja johdon omistusosuuden saavuttaessa 50 % tulee valtaus lähes mahdottomaksi. Hän tosin havaitsi myös, että sisäpiirin omistuksen saavuttaessa tietyn pisteen (50 %) alkaa yrityksen markkina-arvo vähitellen laskea.

Palia & Lichtenberg (1999) tutkivat yrityksen tuottavuuden ja omistajajohtajuuden välistä suhdetta. He käyttivät tutkimuksen aineistona 255 satunnaisesti valittua teollisuus-yritystä 12 vuoden ajalta (1982–1993). He havaitsivat positiivisen, tilastollisesti merkitävän riippuvuuden yrityksen tuottavuuden ja johdon omistusosuuden välillä. Tutkimuksessa tuli esille myös, että mitä enemmän johdon omistusosuus kasvoi yrityksessä tarkastelujakson aikana, sitä enemmän kasvoi myös yrityksen tuottavuus.



Kuten voidaan havaita, tutkimus on suurelta osin perustunut Yhdysvaltalaiseen aineistoon, mutta vastaavia tutkimuksia on tehty myös Euroopassa. Short ym. (1999) perehtyivät tutkimuksessaan vaikutukseen, joka yrityksen johdon suoralla osakkeenomistuksella on yrityksen kannattavuuteen. Aiemmin pääosin yhdysvaltalaiseen aineistoon perustuvista tutkimuksista poiketen tutkimuksen kohteena olivat englantilaiset yritykset. Tutkimuksessa tuli esille myös erilaiset omistajaohjausmenetelmät yhdysvaltalaisen ja englantilaisen yrityskulttuurin välillä. Tutkimuksessa perehdyttiin myös omistussuhteiden eroihin englantilaisten ja yhdysvaltalaisen yritysten välillä ja syihin näiden taustalla. Aineisto koostui London Stock Exchangessa kaupankäynnin kohteena olevista yrityksistä vuosien 1988 ja 1992 välillä. Otoksesta oli rajattu pois yritykset joiden voitiin katsoa toimivan epänormaaleilla markkinoilla. Näitä ovat esimerkiksi monopoli tai siihen verrattavissa oleva markkinatilanne. Lopullinen aineisto koostui sattumanvaraisesti edellä mainitusta joukosta poimitusta 225 yrityksestä.

Tutkimuksen perushypoteesina oli, ei-lineaarinen riippuvuussuhde yrityksen kannattavuuden ja johdon omistuksen välillä. Tutkimusmenetelmänä he käyttivät regressioanalyysiä, jossa muuttujien arvoja verrattiin laskentaperusteiseen osaketuottoon sekä markkinaperusteiseen osaketuottoon. Tutkimuksen tulokset vahvistivat pääpiirteissään aikaisemmissa tutkimuksissa saatuja tutkimustuloksia. He havaitsivat kuitenkin, että yhdysvaltalaisen ja englantilaisten yritysten omistajarakenne ja maiden institutionaaliset vaikutukset johtavat joihinkin eroihin saaduissa tutkimustuloksissa mm. siihen, että Yhdysvalloissa johdon ”linnoittautuminen” tapahtuu alemmilla omistuksen tasoilla kuin Englannissa. Heidän tulostensa mukaan yrityksen suorituskyky kääntyy laskuun johdon omistuksen ylittäessä 15,58 % ja kääntyy uudelleen nousuun omistuksen saavuttaessa 41,89 %:n tason (Short ym. 1999).

Vaikka Yhdysvaltalainen omistajaohjausjärjestelmä ja sen vaatimukset ovat vähitellen levinneet myös Eurooppaan, niin eroja on edelleen havaittavissa Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä. Näitä eroja tuovat esille Black (1990) ja Roe (1991), jotka toteavat, että Yhdysvalloissa lainsäädäntö rajoittaa institutionaalisten sijoittajien omistusta yksittäisissä yhtiöissä ja tämä osaltaan vaikuttaa niiden mahdollisuuksiin vaikuttaa yhtiöiden johtoon ja sen toimintaan. Lainsäädäntö on osaltaan vaikuttanut siihen, että esimerkiksi englannissa institutionaalisten sijoittajien omistusosuus yrityksissä on suurempi kuin yhdysvalloissa.

Tutkimusten mielenkiinnon kohteena on pääosin ollut yrityksen omistajuuden ja suorituskyvyn välinen suhde ja sen vaikutus yrityksen markkina-arvoon. Tutkimuksissa on myös pyritty selvittämään millä toimivan johdon omistuksen tasoilla on suurimmat vai-

kutukset yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksista ei varsinaisesti ole löydettävissä mitään suoraa vastausta siihen, onko suora johdon omistus paras keino sijoittajille päästä siitä valvontavastuusta joka heille kuuluu ja takaako se heille yksiselitteisesti sijoittamalleen pääomalleen paremman tuoton. Useat tutkimukset näyttävät kuitenkin tukevan käsitystä, että varsin pienellä johdon omistusosuudella olisi positiivinen vaikutus yrityksen tunnuslukuihin ja sijoittajien tuottoon. Johtajan omistusosuuden kasvaessa muut osakkeenomistajat kokevat tilanteen ongelmalliseksi juuri ”linnoittautumisen” takia. Johdon omistusosuuden kasvaessa saavutetaan jossain omistuksen määrässä piste, jonka jälkeen linnoittautumisella ei ole enää vaikutusta. Tutkimuksissa pisteen on havaittu olevan suunnilleen omistuksen saavuttaessa 50 %.

#### **1.4. Suomessa aiemmin käyty keskustelu**

Suomalaisessa corporate governance – keskustelussa suuri osa huomiosta, mikä liittyy johdon sitouttamiseen, on keskittynyt lähinnä johdon optio-ohjelmiin. Keskustelu on yleensä koskenut optio-ohjelmien hinnoittelua ja oikeudenmukaisuutta. Pia Järvinen (2000) toteaa omassa, omistajavetoiseen johtamiseen – suomalaisten suuryritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa tutkimuksessaan, että optio-ohjelmien pitkän aikavälin taloudellisten vaikutusten pohdintaan ei keskustelussa ole kiinnitetty juurikaan huomiota. Suomalaisessa keskustelussa optio-ohjelmiin on katsottu liittyvän sekä myönteisiä, että ei-toivottuja vaikutuksia, mutta optioita pidetään oikein käytettynä hyvänä kannustimena, joka yhdistää omistajan ja henkilöstön intressit.

Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila (1999: 3-25.) kävivät selvityksessään läpi suomalaisessa corporate governance ajattelussa tapahtuneita muutoksia ja he pohtivat mitä vaikutuksia omistusrakenteen kansainvälistymisellä on ollut yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmiin. Ulkomaalaisomistuksen kasvamisen he näkevät kasvattaneen vaatimuksia siihen, että uusien omistajien vaatimuksia on kuunneltava entistä tarkemmin ja nykyään monet pörssiyritykset ilmoittavat miten suuren osan voitostaan ne pyrkivät tulevana vuosina maksamaan omistajilleen. He toivat selvityksessään myös esille, että ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen mukanaan tuoma ajattelutavan muutos näkyy myös yritysten tavoitteissa. Aiempi yritysveroetus suosi investointien rahoittamista velkarahalla joka oli johtanut suomalaisten yritysten korkeaan velkaantumisasasteeseen ja siihen, että yritysten keskeinen tavoite 1990-luvun alussa oli vielä omavaraisuusasteen nostaminen. 1990-luvun lopulla nähtiin pörssiyritysten nostavan vähitellen tavoitteekseen omistajien sijoituksen arvon kasvattamisen ja taloudellisen lisäarvon luomisen omistajille.

Myös Pajarinen & Ylä-Anttila (2006) toivat esille, että keskustelu, jota Suomessa on käyty, on pohjautunut ulkomaalaisomistuksen lisääntymisen mukanaan tuomista huolista ja sen vaikutuksesta suomalaisten yritysten toimintaan. Tutkimusten keskeinen johtopäätös on ollut, että ulkomaalaisomisteiset, monikansalliset yritykset menestyvät yleensä kotimaisesti omistettuja paremmin. Ulkomaalaisissa yrityksissä kannattavuus (pääoman tuottoaste) on yleensä parempi ja tuottavuus korkeampi.

Pajarinen ym. (2006) tutkivat omistajuuden ja omistusmuodon välistä yhteyttä yrityksen kannattavuuteen. Tutkimuksen kohteena olevia yrityksiä tarkasteltiin omistajaryhmien mukaan, joita olivat perheyrietykset, valtion yritykset, hajautetusti omistetut pörssiyritykset ja ulkomaalaisomisteiset yritykset. Tutkimuksen empiirinen aineisto perustui pääosiltaan *Talouselämä*-lehden suuryritysaineistoon vuosilta 1986–2004. Heidän saamien tulosten mukaan perheyrietykset ovat olleet kannattavuudeltaan ja vakavaraisuudeltaan vähintään yhtä hyviä kuin ulkomaalaisomisteiset yritykset, hajautetusti omistetut pörssiyritykset ja valtionyritykset.

## 2. OMISTAJIEN JA JOHDON VÄLINEN SUHDE JA ETURISTIRIIDAT

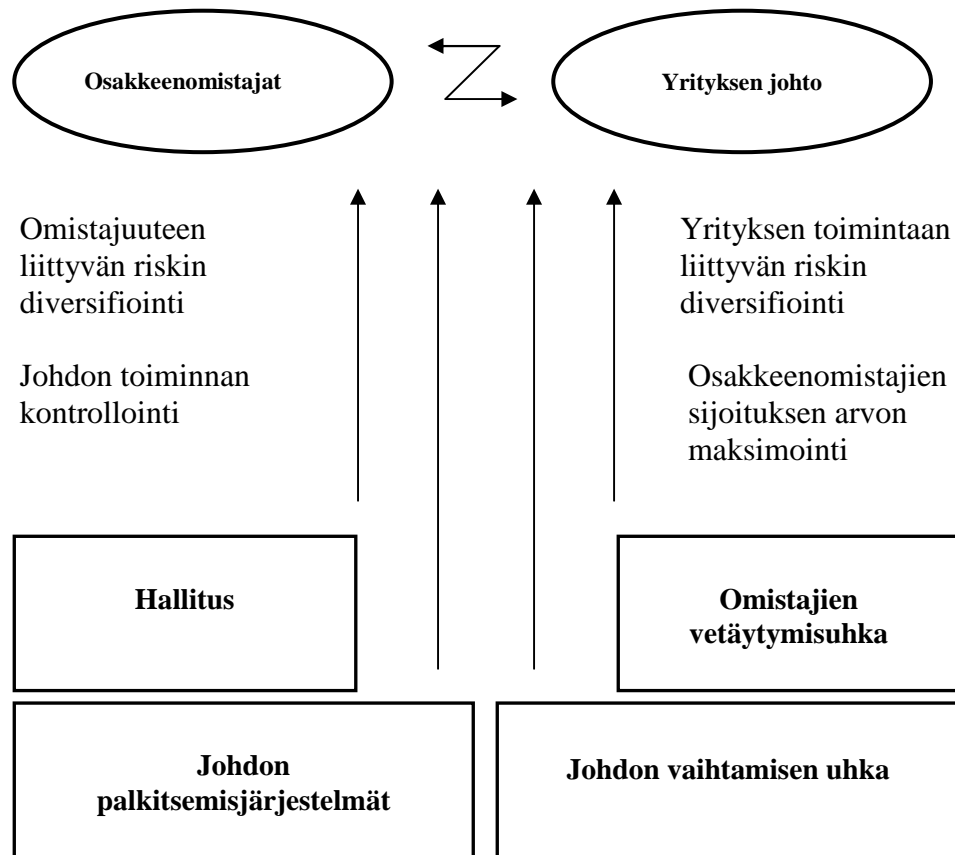
### 2.1. Agenttiteoria

Agenttiteorian kehitys on johdettu usein vuoteen 1932, jolloin Berle & Means julkaisivat tutkimuksensa ”*The Modern Corporation and Private Property*”. Kuitenkin eräissä yhteyksissä on mainittu, että teorian historiassa voidaan mennä niinkin pitkälle kuin vuoteen 1776, jolloin Adam Smith teoksessaan ”*The Wealth of Nations*” toi esille näkemyksen, että yrityksen johtajat eivät todennäköisesti ole yhtä varovaisia muiden ihmisten rahojen kanssa verrattuna tilanteeseen jolloin kyseessä ovat hänen omat varansa. (Robert Wearing 2005: 7)

Päämies-agenttiongelma juontaa omistuksen (*ownership*) ja vallan (*control*) eriytymisestä yrityksessä. Yrityksen omistajilla ei välttämättä ole tarvittavia taitoja tai resursseja yrityksen menestykselliseen johtamiseen, jolloin he tarvitsevat johdon erikoistunutta henkistä pääomaa luomaan sijoitukselleen tuottoa. Omistajien kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että yrityksen johdolla on tällöin riittävät kannustimet sitoutua työsuoritukseen, innovoida yrityksen kehittämiseksi ja ottaa harkitusti riskejä. Omistajien on kuitenkin vaikea valvoa, ettei yrityksen johto käytä sille uskottuja resursseja omistaja-arvo -periaatteen vastaisesti. Erityisesti tämä kysymys nousee esille suurissa yrityksissä, joissa johdon toiminnan yhteensovittaminen omistajien päämäärien kanssa voi olla hankalaa. Ylin johto voi ryhtyä toimenpiteisiin ja tehdä päätöksiä, jotka ovat ristiriidassa osakkeenomistajien edun kanssa. Toimitusjohtaja voi keskittyä valtansa kasvattamiseen ja kalliiden lisäetujen hankkimiseen omistaja-arvon kasvattamisen sijaan. (Rämä 1998: 8.)

Yrityksessä, joiden osakkeenomistajat eivät osallistu toiminnan johtamiseen, esille nousee kysymys operatiivisen johdon toiminnan koordinoinnista ja siten, että se vastaa osakkeenomistajien toiveita. Erityisen tärkeä rooli valvonnan toteuttamisessa on yrityksen hallituksella ja hallitus voi johtoa valvomalla lieventää päämies-agentti -ongelmaa. Toimitusjohtajan työtehtävien moniulotteinen luonne kuitenkin hankaloittaa johdon valvontaa. Hallituksen jäsenien on vaikea arvioida etukäteen, mitkä toimenpiteet tulevat maksimoimaan yrityksen arvoa – juuri tätä tehtävää varten he palkkasivat toimitusjohtajan. Hallitus ei aina jälkikäteen pysty arvioimaan johdon tekemiä päätöksiä. Se ei ehkä esimerkiksi tiedä kaikkia johdolle päätöksentekohetkellä avoimena olleita vaihtoehtoja. Myöskään osakkeenomistajilla ei aina ole kannustimia valvoa johdon toimia. Osakkeenomistuksen ollessa hajautunutta yksittäiset osakkeenomistajat voivat olla haluttomia uhraamaan resursseja johdon valvontaan, koska he joutuvat jakamaan siitä koituvat hyödyt

muiden osakkeenomistajien kanssa (*nk. vapaamatkustaja-ongelma*). (Huolman, Walden, Pulkkinen, Ali-Yrkkö, Tainio & Ylä-Anttila 2000: 10–11.)



**Kuvio 4.** Osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välinen suhde. (Huolman ym. 2000)

Timonen (2000) tuo kirjassaan esille, että tästä eriytymisestä aiheutuu intressiristiriita osakkeenomistajien ja yritysjohton välille silloin, kun vaihtoehtoiset ratkaisut ovat eriarvoisia osakkeenomistajien ja yritysjohton näkökulmasta, tai tilanteessa jossa yritysjohdolla on mahdollisuus edistää omaa etuaan osakkeenomistajia vahingoittavalla tavalla. Intressiristiriidan vuoksi välttämätön valvonta ja siitä aiheutuvat valvontakustannukset näin ollen aiheuttavat merkittävän osan yhtiön sisäisistä transaktiokustannuksista. Timonen (2000: 41) määrittelee osakkeenomistajien ja yritysjohton välisiksi intressiristiriidan aiheuttajiksi seuraavat seikat:

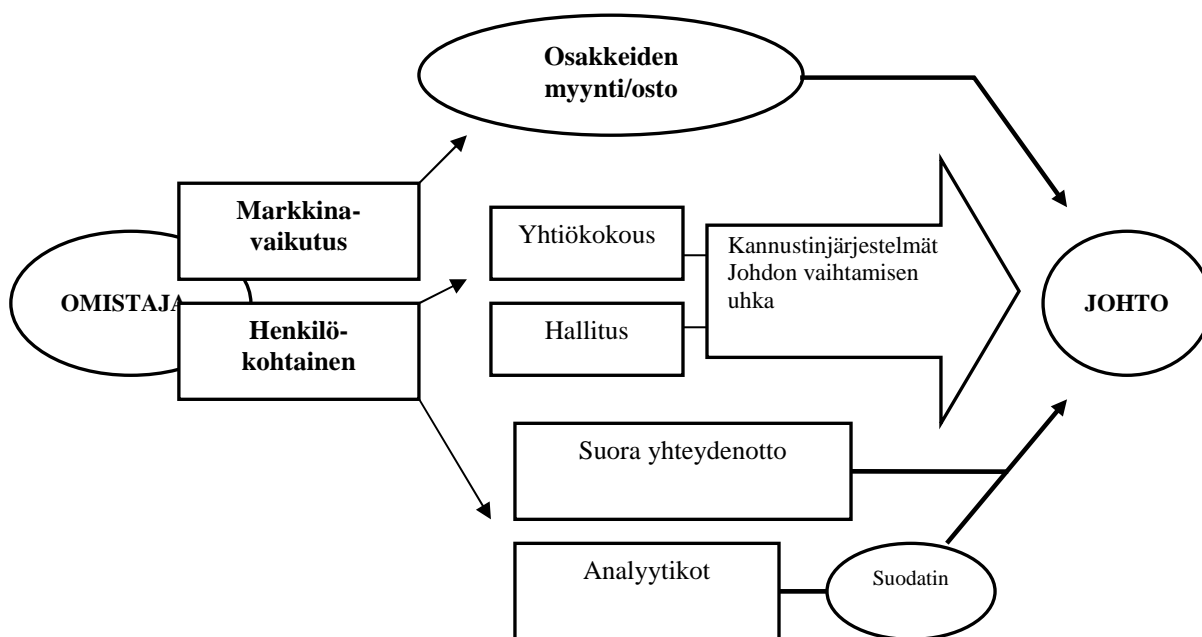
- Molemmat kilpailevat saman tuotoksen jakamisesta.
- Investoinnit tai panokset ovat luonteeltaan erilaisia, sillä yritysjohtajalta vaaditaan yrityksessä henkilökohtaisia panoksia, jotka voivat olla vaikeasti hyödynnettävissä muissa yrityksissä.

- Osakkeenomistajilla on sijoituksilleen erilaisia tavoitteita ja tuotto-odotuksia, periaatteessa rajaton sijoitusten hajauttamismahdollisuus sekä markkinoiden likvidisyyden määräämä mahdollisuus sijoituskohteiden realisoimiseen ja vaihtamiseen.
- Edellisessä kohdassa lueteltujen erojen vuoksi yritysostotilanteen aiheuttama epävarmuus, riskit sekä voitto- tai tappio-odotukset ovat erilaisia sekä osakkeenomistajien kesken ja erityisesti osakkeenomistajien ja yritysjohton välillä.

Timonen (2000: 41–42.) lisää vielä, että ristiriita eri etutahojen välillä ei ole välttämättöä vaan ainoastaan mahdollista. Ristiriidat eivät myöskään aktualisoidu kaikissa yhtiöissä, sillä yritystoiminnan institutionaalinen ympäristö, etenkin omistusrakenne ja rahoitusjärjestelmä, vaikuttavat olennaisesti koko ristiriita -argumentin merkitykseen. Olennaista kuitenkin on, että omistuksen ja vallan eriytyminen luo päämies-agentti tilanteen, että mahdollistaa niihin liittyvät eturistiriidat.

Suurissa pörssiyhtiöissä suuria omistajia ovat usein kasvottomat instituutiot kuten kotimaiset ja ulkomaiset eläkerahastot, vakuutusyhtiöt sekä sijoitusrahastot. Tällöin omistajakunta on hyvin hajautunutta, mikä johtaa siihen, että päätösvalta ei ole yrityksessä millään yksittäisellä tekijällä. Näissä tapauksissa omistajille on usein tärkeintä sijoituksen tuotto, eivätkä institutionaaliset sijoittajat ole yleensä aktiivisia päätäntävällän käyttäjiä yhtiökokouksissa. Tämä myös osaltaan voi johtaa siihen, että omistajat ja yrityksen johto ovat hyvin etäällä toisistaan ja omistajilla ei ole tarkkaa kuvaa yritysjohton tavoitteista.

Agenttiteorian perusolettamuksena on, että omistajien ja yritysjohton tavoitteet saattavat olla monissa tilanteissa keskenään ristiriidassa. Samalla Omistajalähtöisessä johtamisessa lähdetään siitä, että tätä ristiriitaa pyritään poistamaan sopeuttamalla yritysjohton tavoitteita samansuuntaisiksi omistajien tavoitteiden kanssa. Omistajalähtöisellä johtamisella (*value based management*) tarkoitetaan sellaista johtamiskulttuuria, jossa osakkeenomistajien varallisuuden kasvattaminen on asetettu yrityksen toiminnan ensisijaiseksi tavoitteeksi. Omistajalähtöisessä toimintatavassa tavoitellaan sitä, että johto ajattelisi yrityksen tavoitteista samalla tavalla kuin omistajat. Omistajalähtöisen johtamisen yksi avainkysymyksistä on, millä tavoin omistajien tahto siirtyy yritysjohton tahdoksi. Tämä ongelma on osiltaan yksinkertainen silloin, kun yksi omistaja päättää yhtiössä. Sen sijaan se on monimutkainen ja hyvin haasteellinen yhtiöissä, joissa omistus on hyvin pirstoutunut. (Hirvonen ym. 2003: 44 -55.)



**Kuvio 5.** Omistajien vaikutus yritykseen kolmea kautta (Huolman ym. 1999: 48)

## 2.2. Agenttikustannus

Yritysjohdon ja osakkaiden intressien välisestä erosta aiheutuu siten tehokkuustappioita, joita kutsutaan agenttikustannuksiksi. Yritysjohdon valvonnasta ja muista agenttikustannuksista johtuu, että oman pääoman sijoittajan ja johtajan roolit yhtiössä eriytyvät vain, jos hyödyt tästä erosta ovat suuremmat kuin siitä aiheutuvat agenttikustannukset. Kaisanlahti (2001) toteaa, että rahoitusteoria kiinnittää erityistä huomiota yritysjohtajan mahdollisuuteen ”takeiden” antamiseen ahkeran työskentelynsä vakuudeksi. Takeilla tarkoitetaan jotakin taloudellista etuutta, jonka johtaja menettää, jollei hänen työnsä tulos vastaa sitä mitä ennalta sovittiin. Tällä voidaan Kaisanlahden mukaan perustella esimerkiksi se, miksi johdon palkkauksesta osa koostuu osakkeista tai niihin oikeuttavista osakeoptioista. Mahdollisuus hyötyä osakkeiden tai optioiden arvonnoususta on se ”vakuus” jonka johtaja menettää, jos yhtiön pörssikurssissa kuvastuva liiketoiminnan tulos ei ole niin hyvä kuin mihin näitä palkkakannustimia asetettaessa pyrittiin. Uhka osakkeisiin tai optioihin perustuvan edun periaatteessa rajoittamattoman taloudellisen hyödyn menettämisestä yllyttää yritysjohtoon kuuluvia henkilöitä ponnistelemaan tulokseen enemmän, kuin mihin he olisivat valmiita kiinteää kuukausikorvausta vastaan. (Kaisanlahti 2001: 12.)

Jensen ym. (1976) joita pidetään varsinaisina agenttiteorian kehittäjinä tuovat esille, että yritykset muodostuvat lukemattomista kirjallisista ja kirjaamattomista sopimuksista eri osapuolten välillä. He toteavat kuitenkin, että niin täydellistä sopimusverkkoa ei päämiehen ja agentin välille pystytä rakentamaan, ettei ongelmia ilmenisi. Käytännössä päämiesten on pakko jättää johdolle liikkumavaraa itsenäisen päätöksenteon tueksi ja juuri tämä liikkumavara johtaa mahdollisten agenttikustannusten syntyymiseen. Jensen ym. (1976) jakavat tällöin syntyvät agenttikustannukset kolmeen kategoriaan:

1. **Valvontakustannukset**, jotka syntyvät kun päämies valvoo, että agentti toimii päämiehen etujen mukaisesti. Näihin kuuluvat esimerkiksi tarkastuskustannukset, budjettirajoitukset sekä kannustinjärjestelmästä aiheutuneet kustannukset.
2. **Rajoittamiskustannukset** ovat menoja, jotka muodostuvat agentin ja päämiehen tekemistä sopimuksista joiden tehtävänä on rajata tietyt asiat agentin päätätävällän ulkopuolelle.
3. **Suorat ja epäsuorat kustannukset**, joita agentin toimet aiheuttavat. Kyseessä ovat siis kustannukset, joita ei kahdesta edellä mainituista toimista huolimatta pystytä karsimaan pois.

Valvontamekanismeja tulisi käyttää siihen saakka, jolloin niistä syntyvä rajakustannus muodostuu yhtä suureksi päämiehen toiminnasta syntyvä tappio (Jensen ym. 1976: 212–213.)

Valvontakustannukset koostuvat rahallisista panoksista sekä ajasta ja vaivasta mitä agentin työpanoksen tarkkailu vaatii. Yhdysvalloissa pyrittiin aina 1970-luvulle asti valvonta hoitamaan tarkkailemalla sitä kuinka suuria johdon antamat suorat työpanokset yritykselle olivat. Näitä olivat mm. suoritettu työaika sekä -teho. Tämän jälkeen yrityksen johdon toiminnan tarkkailussa on keskitytty enemmän saavutettuihin tuloksiin. (Grinblatt & Titman 1998: 620.)

Omistajien ja johdon edut muuttuvat yhdenmukaiseksi mitä enemmän johtaja omistaa yrityksestä. Tämän ajatuksen mukaan agenttikustannukset riippuvat negatiivisesti yhtiön johtajan omistusosuudesta ja ääritapauksessa, jossa yrityksen johto omistaa sata prosenttia yrityksestä - agenttikustannuksia ei ole. (Jensen ym. 1976.)



Ang, Cole & Wuh Lin (2000) tutkivat myös agenttikustannusten ja omistusrakenteen välistä suhdetta. He tekivät samansuuntaisia havaintoja Jensen ym. (1976) kanssa, että johdon omistusosuuden pienentyminen johtaa suurempiin agenttikustannuksiin ja päinvastoin. He tukivat yritysten absoluuttista ja suhteellisia agenttikustannuksia eri omistusrakenteen omaavissa yrityksissä. He käyttivät agenttikustannusten mittarina kiinteitä kuluja vähennettynä johdon palkoilla suhteessa liikevaihtoon ja liikevaihdon suhdetta taseeseen. Tutkimuksen lähtökohtana heillä oli 1708 pienyritystä, vuoden 1992 aikana. Tutkimuksen tuloksena oli agenttikustannusten alempi taso yrityksissä joiden johtajana toimii henkilö, jolla on huomattava omistusosuus kyseisessä yrityksessä verrattuna tilanteeseen jossa johtajana toimii täysin ulkopuolinen henkilö. He toivat myös esille ajatuksen, että yrityksen johto saattaa kuluttaa yrityksen varoja etuisuuksiin, joista johto pääsee nauttimaan riippumatta heidän omistusosuudestaan johtamassaan yrityksessä.

Myös Demsetz & Lehn (1985) esittivät artikkelissaan ajatuksen, että johtaja ei välttämättä tavoittele omistajien varallisuuden maksimointia, vaan ensisijaisena pyrkimyksenä johdolla on oman hyödyn maksimointi. Toisaalta he myös tuovat esille, että omistajajohtajat eivät tässä suhteessa tee poikkeusta. Hänen mukaansa omistajajohtajan hyöty koostuu kolmesta tekijästä: palkkatulosta, työpaikalla kuluttamisesta sekä yrittäjätulosta. Omistajajohtaja pyrkii hänen mukaansa näiden kolmen tekijän muodostaman kokonaisyödyn maksimointiin, eikä välttämättä pelkää yrittäjätulon maksimointiin. Omistajajohtaja saattaa sijoittaa yrityksen varoja luksustuotteisiin, golf-osakkeisiin tai muihin kohteisiin joilla ei ole välttämättä mitään tekemistä yrityksen toiminta-ajatuksen kannalta ja vielä vähemmän omistaja-arvo ajatuksen kanssa. Mikäli johtaja on yrityksen ainoa omistaja, hänen on erittäin helppoa säädellä näiden kolmen hyötytekijän välistä suhdetta ja muodostaa näin kokonaisyöty omien mieltymystensä mukaan. Tämä toimii niin kauan kun yrityksellä on yksi omistaja. Heti kun omistajajohtaja luopuu osasta omistustaan, hän kohtaa välittömästi uuden omistajan vaatimukset ja häneen kohdistuvan valvonnan, jolla uusi omistaja pyrkii varmistumaan siitä, että johtaja toimii tavalla jolla on yritystuloa maksimoiva vaikutus.

Demsetzin ym (1985) esittämä ajatus sopii hyvin yhteen aiemmin esitettyjen teorioiden mm McConnel ym. (1990) kanssa, jossa yrityksen johdon osakkeenomistuksen ja yrityksen kannattavuuden välillä havaittiin ei-lineaarinen suhde. Ensin yrityksen kannattavuus kasvaa, mutta johdon omistuksen kasvaessa 50 prosenttiin ja siitä eteenpäin alkaa yrityksen kannattavuus vähitellen laskea. Samansuuntaisia tuloksia, jossa havaittiin epälineaarinen suhde yrityksen kannattavuuteen, esittivät jo aiemmin esillä ollut Morck ym. (1988), jotka käyttivät tästä ilmiöstä nimitystä ”*entrenchment hypothesis*” jolla tarkoitetaan eräänlaista ”*linnoittautumista*”. Tällöin johtajan omistaessa vain pienen osuuden

yrityksestä on muilla omistajilla mahdollisuus pakottaa johtaja mahdollisten sanktioiden (mm. erottaminen) uhalla toimimaan omistajien varallisuutta maksimoivalla tavalla. Johtajan omistusosuuden kasvaessa tulee hänen erottamisensa vaikeaksi ja mahdottomaksi tilanteessa, jossa johtajalla on ehdoton osake-enemmistö ja riippumatta siitä, että johtaja saattaisi mahdollisesti toimia omistajien etua vahingoittavalla tavalla.

### **2.3. Päämiehen ja agentin erilainen suhde riskiin**

Omistajien ja johdon suhde riskiin voi olla lähtökodiltaan hyvin erilainen. Omistaja kykenee ottamaan huomattavasti suurempia riskejä hajauttamallaan omistustaan useisiin eri sijoituskohteisiin ja tätä kautta saavuttaa jopa riskineutraalin tilanteen. Agenttiteorian mukaan johto taas pyrkii lähtökohtaisesti karttamaan riskiä, sillä hänen tavoitteena saattaa olla oman työpaikkansa säilyttäminen, mikä ei välttämättä johda toimiin joilla on omistajien varallisuutta maksimoiva vaikutus. Tämä nostaa omistajien kannalta esille tärkeän kysymyksen, että miten he onnistuvat motivoimaan agenttia toimimaan osakkeenomistajien päämäärien ja riskipreferenssien mukaisesti. (Gray & Cannella 1997.)

Fama & Jensen (1983) tuovat myös esille tilanteen, jossa yrityksen johtaja omistaa huomattavan osuuden yrityksessä ja tällöin huomattava osa hänen varallisuudestaan on sidottu kyseiseen yritykseen. Tämä omistuksen hajautumisen puute johtaa pienempien riskien ottoon kuin mikä olisi osakkeenomistajien kannalta optimaalista. Tämä saattaa johtaa yritysten tuottojen laskuun, koska johto luultavasti karttaa riskejä ja valitsee vähäriskisiä projekteja mahdollisten tuottavampien, mutta enemmän riskiä sisältävien projektien sijaan.

### **2.4. Omistajajohtajuudesta ratkaisu?**

Agenttiteorian esille tuomat erot johdon ja omistajien riskipreferensseissä puoltavat erilaisten kannustinjärjestelmien luomista. Näin omistajat pystyvät ohjamaan johtoa ottamaan riskejä ja tekemään valintoja, joilla on omistajien hyötyä maksimoivat vaikutus. Vaikka edellä on esitetty lukuisia tilanteita, jossa johdon omistusosuuden kasvaminen saattaa tietyn pisteen johtaa pahimmillaan negatiiviseen vaikutukseen yrityksen kannattavuudessa, voidaan johdon osakkeenomistusta pitää suurimpana keinona, jolla yhdistetään omistajien ja yrityksen johdon intressit. Mm Nokialla on käytössä suositus, jonka mukaan yrityksen ylimmän johdon tulisi hankkia yhtiön osakkeita neljän vuoden kuluessa, tai kahden vuoden bruttoansioita vastaavalla summalla. Osakesidonnaisten palkit-

semisjärjestelmien perimmäisenä tavoitteena on suunnata yrityksen johdon huomiota tulevaisuuteen, sekä kannustaa ja sitoa sitä pitkäjänteiseen ja -aikaiseen toimintaan yrityksen hyväksi. Johdon huomio pyritään palkitsemisjärjestelmien avulla kiinnittämään entistä tehokkaammin omistajan etuihin ja tavoitteisiin. Osakesidonnaisen palkkaustavan ytimenä on siten osakekurssi. Yritysjohdo pyrkii kaikin tavoin nostamaan osakekurssia, ja kurssinousu näkyy johdon omissa palkoissa. Näin omistajan ja ylimmän johdon taloudelliset edut kytetään tehokkaasti toisiinsa. (Ikäheimo, Löyttyniemi & Tainio. 2003: 109–110.)

Osakkeenomistus on luonnollisin tapa yhdistää ylimmän johdon ja osakkeenomistajien tavoitteet yhdensuuntaisiksi. Omistajavetoisen yritystoiminnan ydintavoite on osakkeen hyvä arvonnousu suhteessa arvon heilahteluihin. Mitä lähemmin omistajan ja johdon intressit pystytään yhdistämään toisiinsa, sitä paremmin onnistuu myös omistajan tavoitteen saavuttaminen. Osakkeenomistuksen myötä yrityksen johto kokee saman arvonnousun ja arvonnousun kuin osakkeenomistajakin. Kuten myös muilla palkitsemismuodoilla, osakeomistuksella on etunsa ja haittansa. Toisin kuin työsuhdeoptioon, joka annetaan ilmaiseksi, osakeomistukseen tarvitaan rahaa. Osakkeen hankintahinta on keskeinen ero ja usein myös haitta muihin osakesidonnaisiin palkitsemismuotoihin nähden. Osakkeet joudutaan hankkimaan omilla varoilla tai velkarahalla, ja sijoitus on usein merkittävä suhteessa johtajan taloudelliseen asemaan. Osakeomistukseen liittyy aikaa myöten hyvät tuottomahdollisuudet mutta myös suuri riski. (Ikäheimo ym. 2003: 166.)

Ylimmän johdon merkittävä osakeomistus isoissa pörssiyrityksissä on kuitenkin melko harvinaista. Suuren riskin ottaminen johtamassaan yhtiössä omalla rahalla ei välttämättä aina ole yritysjohdolle kiintoisa vaihtoehto. Pörssiyrityksessä osakkeen arvo määräytyy osakemarkkinoilla ja osake on ostettavissa pörssin kautta. Johdon pitäisi hankkia osake samalla hinnalla kuin muut sijoittajat hankkivat sen pörssissä. Sijoitettava määrä ja siihen liittyvä taloudellinen riski voivat olla johdon kannalta kohtuuttoman suuria. Tämä ei välttämättä palvele muiden omistajien tavoitteita, että johto ottaa harkittuja riskejä kehittääkseen yritystä. Yksi vaihtoehtoinen muoto sitouttaa ylin johto osakeomistukseen, olisi ostaa osakkeita johdolle. Näin voitaisiin tehdä esimerkiksi tulospalkkion maksamisen yhteydessä ja asettaa osakkeille myyntirajoite. Tulospalkkio maksettaisiin jos asetetut tavoitteet saavutettaisiin. Tulospalkkiosta 40 %:lla johto ostaisi yhtiön osakkeita. Näille osakkeille voidaan asettaa myyntirajoite. Loput 60 % käytetään veron maksuun. Näin ylimmästä johdosta tehdään vähitellen merkittäviä osakkeenomistajia. (Ikäheimo ym. 2003: 166–168.)

### 3. CORPORATE GOVERNANCE

Edellisessä luvussa esille tuotu agenttiteoria pyrkii selittämään niitä ongelmia ja kustannuksia joita saattaa syntyä omistajien ja johdon eriytymisestä ja heidän mahdollisten tavoitteiden erilaisuudesta. Corporate governance -järjestelmällä tarkoitetaan laajemmin sitä, miten yrityksen hallinto on toteutettu, sekä millaisia ovat yritysjohton valvonnan järjestelmät. Huolman, Pulkkinen, Rissanen, Tainio & Tukiainen (1999) toteavat, että corporate governance tulisi myös mieltää pikemminkin sidosryhmähallinnoimiseksi johon kuuluvat myös yrityksen henkilöstö ja asiakkaat ym. jotka agenttiteoria jättää kokonaan huomiotta. Toisaalta voidaan sanoa, että corporate governance -järjestelmällä pyritään ratkaisemaan ne ongelmat, jotka agenttiteoria nostaa esille. Kansainvälisessä kirjallisuudessa Corporate governancen käsite on määritelty varsin väljästi eikä sille ole vakiintunut yhtä ”oikeaa” määritelmää. Kisanlahti (2001: 14) on määritellyt termin seuraavasti:

*”Omistuksen ja sidosryhmien eriytyessä yritysjohtosta luo tarpeen järjestelmälle, jolla haetaan eri instanssien ”oikeaa” tasapainoa asianomaisessa yrityksessä. Aglosaksinen ”corporate governance” -termi on otettu käyttöön myös englantilaisen kielialueen ulkopuolella tämän järjestelyn kuvaamiseksi. Corporate governance -käsitettä ei voida suomentaa tyhjentävästi. Se on kuitenkin miellättevissä tavoitteiden kautta. Suppeimmillaan corporate governancella tarkoitetaan yritysjohton toiminnan valvontaa. Tällöin corporate governance määrittelee ensinnäkin toimitusjohtajan ja hallituksen sekä muun yritysjohton aseman ja heidän suhteensa omistajiin. Corporate governance merkitsee näin yritysjohton ja omistajien keskinäistä suhdetta.*

*Toiseksi Corporate governance sisältää myös rakenteet, joiden avulla asetetaan yrityksen tavoitteet, sekä määritellään niihin pyrkimisen keinot ja yrityksen toiminnan valvonta. Näin corporate governancen voidaan katsoa kohdentuvan kaikkiin niihin toimiin, joiden avulla yrityksen omistajat pyrkivät varmistumaan siitä, että he saavat sijoitukselleen parhaan mahdollisen tuoton. Vielä laajemmin käsiteltynä corporate governance ottaa huomioon myös muut rahoittajat, kuten lainanantajat. Toimissa, joilla tuotto varmistetaan, on kyse yhteistyöstä ja informaation jakamisesta yritysjohton ja rahoittajien kesken. Corporate governancen päämääränä on näin vähentää tuoton kerryttämisen kannalta huonojen päätösten mahdollisuutta ja lisätä reagointinopeutta huonojen päätösten oikaisemiseen.”*

Corporate governancen määrittelyn ongelmallisuuden tuo esille myös Timonen (2001: 3-4) teoksessaan Corporate governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys, jossa hän on esittänyt viisi eri määrittelyvaihtoehtoa corporate governancen käsitteelle:

*(1) ”Corporate Governance tarkoittaa yrityksen omistajien ja johdon välistä suhdetta. Se määrittelee yritysjohdon eli hallituksen ja palkattujen johtajien, roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin.”*

*(2) ”Corporate governance tarkoittaa yritysjohdon, yrityksen hallituksen, sen osakkeenomistajien ja sen muiden etutahojen välisiä suhteita. Se sisältää myös rakenteet, joiden avulla asetetaan yrityksen tavoitteet sekä määrittämään niihin pyrkimisen keinot ja yrityksen toiminnan valvonta.”*

*(3) ”Corporate governance on järjestelmä jonka avulla yritystoimintaa kontrolloidaan.”*

*(4) ”Corporate governance tarkoittaa rakenteita ja menettelytapoja, joita käytetään ohjaamaan ja johtamaan julkisesti noteeratun osakeyhtiön liiketoimintaa ja hallintoa, tarkoituksenaan osakeyhtiön omistusrvon (shareholder value) lisääminen. Samalla pyritään varmistamaan liiketoiminnan taloudellinen kontrolloitavuus.”*

*(5) ”Corporate governacella tarkoitetaan kaikkia niitä toimintaa ja kontrolloita koskevia sääntöjä, jotka määrittelevät yritysten olemassaoloa annetussa historiallisessa ja maantieteellisessä ympäristössä.”*

Suppeimmillaan corporate governance koskee siis vain osakkeenomistajien ja yritysjohdon välistä suhdetta. Taloustieteellisellä terminologialla näin määritelty corporate governance koostuu ”pelkistä” päämies-agentti -ongelman erilaisten osateemojen tarkastelusta ja niistä koskevista sääntelyratkaisuista (määritelmä 1). Laveimmillaan corporate governance on eräänlainen instituutio ja talousjärjestelmäsidoonainen kokonaisnäkökulma koko yritystoiminnan sääntelyyn (määritelmä 5).

Timonen (2000: 11.) toteaa myös, että Corporate governance tarkoittaa yritystoiminnan ja yritysrahoituksen organisoitumista, niihin liittyviä päätöksenteko- ja valvontamekanismeja sekä yrityksen erilaisten etutahojen aseman ja oikeuksien määrittelyä

### 3.1. Corporate governancen erot eri kulttuureissa

Corporate governancen käsittelyssä on syytä ottaa huomioon eri maissa vallitsevat erilaiset järjestelmät, jotka poikkeavat toisistaan erityisesti tavoitteenasettelun, omistusrakenteen ja ulkoisen valvonnan suhteen. Esimerkiksi amerikkalainen, brittiläinen, saksalainen ja japanilainen yhteiskunta ja kulttuuri tuovat omat erityispiirteensä yritysten hallintoon ja omistajien ja yrityksen johdon väliseen suhteeseen. Erot eri maiden järjestelmien välillä johtuvat pitkälti lainsäädännöstä. Yhdysvalloissa lainsäädäntö esimerkiksi kieltää pankkien merkittävät omistukset yrityksissä. Erojen voidaan selittää myös kumpuavan yritysten erilaisista pääomarakenteista. Euroopassa yritykset ovat tukeutuneet hanakammin lainarahoitukseen, kun taas Yhdysvalloissa on suosittu oman pääoman ehtoista rahoitusta. Tämä on osaltaan johtanut myös siihen, että eurooppalaiset pääomamarkkinat ovat avautuneet ja kehittyneet myöhemmin. Suuri merkitys on myös maiden erilaisilla (yritys)kulttuureilla, historialla sekä yhteiskunnallisilla ja taloudellisilla seikoilla. Kaikissa maissa tavoitteet joihin yritystoiminnalla pyritään, eivät ole samanlaisia. Tällöin myös järjestelmien toteutus saattaa poiketa toisistaan. (Haapanen, Laineva, Lehtinen & Lähdesmäki. 2002: 54.)

Yleisesti puhuttaessa corporate governancen eroista tuodaan esille juuri amerikkalainen ja eurooppalainen traditio. Amerikkalaisessa traditiossa omistajat eivät ole tyytyneet seuraamaan yrityksen toimintaa vain vuosikertomuksista ja muista virallisista tiedotteista, vaan sijoittajat ovat aktiivisesti panostaneet yritysten analysointiin kaikin käytettävissä olevin keinoin. Yhdysvalloissa on nähty, että yksi menestyksekkään sijoitustoiminnan edellytys on ajantasaisen ja oikean tiedon saaminen yhtiön menestymisestä ja kasvunäkymistä. Yhdysvalloissa ei myöskään ole ollut pääoman liikkumisen esteitä eikä muita sääntelytalouden ominaisuuksia. Ei ole valtiota tai ”veljesyhtiötä”, joka viime kädessä kantaisi riskin. Siksi sijoittaja vaatii sijoitukselleen hyvää tuottoa ja siksi omistaja on muutenkin valpas. Eurooppalaisessa traditiossa yrityksen ylimmän johdon asema on ollut vahvempi ja omistajien vaikutusvalta ohuempaa. Taustalla ovat erilaiset omistusrakenteet ja erilainen yhteiskunnallinen kulttuuri. Eurooppalaisissa yritysraakenteissa tyypillisiä ovat olleet ristiinomistukset. Yritysrhyppäät ovat muodostaneet eräänlaisia hyvä veli -järjestöjä. Epäonnistumisen riskit eivät ole välttämättä olleet kovin paljon sijoittajan kannettavana, vaan saman yritysryppään toiset yritykset ovat ottaneet niitä kantakseen ja usein riskinkantamiseen on osallistunut myös valtio. Eurooppalaiselle yritys-kulttuurille on myös ollut ominaista, että yritykset eivät ole joutuneet kilpailemaan pääomasta yhtä aidosti kuin amerikkalaiset yritykset. Investointien rahoitus on hoidettu tulorahoituksen puuttuessa omasta pankista otetulla lainalla ja, että pankki on jopa saat-

tanut mitoitaa luoton koron asiakasyrityksen kantokyvyn mukaan niin, että huono yritys on saanut halvempikorkoista lainaa. (Hirvonen ym. 2003: 36–37.)

Yhdysvaltalaisen järjestelmän asema ei kuitenkaan aina ole ollut niin vahva kuin se on nykyään. 1970-luvulla, jolloin amerikkalaisilla yrityksillä meni huonommin, pohdittiin Yhdysvalloissa vakavasti japanilaisen corporate governance -järjestelmän soveltamista osaksi yhdysvaltalaisen yritysten hallintokulttuuria. Toisaalta tultaessa 1980-luvulle markkinasuuntautuneen corporate governance -järjestelmän muutos ja menestys alkoi näkyä yritysvaltausten, fuusioiden ja yrityskauppojen myötä. Siinä korostui järjestelmän vahva ja keskeinen piirre: kyky uudistaa talouden rakenteita nopeasti. (Leppämäki 1998: 9.)

### 3.2. Cadburyn komitea

Puhuttaessa Corporate governancea koskevista suosituksista tulee keskustelussa ensimmäisenä usein mainituksi Cadburyn komitean lausunnot, jotka olivat ensimmäisiä varsinaisia suosituksia koskien yritysten hallinnon järjestämistä. Isossa-Britanniassa nousi 1980-lopulla talouselämän keskustelussa voimakkaasti esille huoli liiketoiminnan kontrollin puutteesta, jonka oli käynnistänyt sarja yritysskandaaleja. Keasey & Watson (1993) toivat esille huolensa siitä miten luova kirjanpito, yritysjohtajien helppo mahdollisuus käyttää väärin muiden sidosryhmien varoja sekä se, että yritysjohtajien palkitsemisen ja yrityksen suorituksen välillä ei nähty olevan riittävää yhteyttä. Näiden tekijöiden seurauksena Financial Reporting Council, Lontoon pörssi ja Englannin tilintarkastajien liitto muodostivat Cadburyn komitean selvittämään mahdollisia keinoja ja suosituksia, joilla pyrittiin palauttamaan luottamus liiketoiminnan kontrolliin. Komitea julkaisi raporttinsa loppuvuonna 1992, jossa tuotiin esille suositukset, jotka perustuvat avoimuuteen, rehellisyyteen ja tilivelvollisuuteen. Komitea ehdotti, että kaikki julkisesti noteeratut yhtiöt noudattaisivat sen suosituksia ja Lontoon pörssi asettikin vaatimuksen sisällyttää yritysten tilinpäätökseen lausunnon suosituksen noudattamisesta, tai mahdolliset syyt suosituksen noudattamatta jättämiseen. Suosituksista keskeisimpiä olivat (Veranen 1996: 73–74.):

- Toimitusjohtajan ei pitäisi toimia hallituksen puheenjohtajana.
- Mikäli toimitusjohtaja kuitenkin toimii myös hallituksen puheenjohtajana, tulisi hallituksessa olla myös hänestä riippumattomien henkilöiden vahva edustus.
- Hallituksessa tulee olla riittävästi päteviä, toimivaan johtoon kuulumattomia jäseniä

- Toimivaan johtoon kuulumattomien hallituksen jäsenten enemmistön täytyy olla täysin riippumattomia yrityksestä muutoin kuin hallituksen jäsenenä tai omistajina (ei muita liikesuhteita yrityksen kanssa).
- Hallituksen jäsenillä tulisi olla mahdollisuus käyttää ulkopuolisia asiantuntijoita neuvonantajinaan yrityksen kustannuksella.
- Kaikilla julkisesti noteerattujen yritysten hallituksilla tulisi olla tilintarkastuskomitea ja johdon palkkioista päättävä komitea.
- Julkisesti noteerattujen yhtiöiden tulee tiedottaa, noudattavatko ne komitean suosituksia ja perustella julkisesti miksi mahdollisesti eivät noudata suosituksia.

### 3.3. Omistajalähtöinen johtaminen

Omistajalähtöisessä johtamisessa (*VBM, value based management*) yritystoiminnan perusajatuksiksi on yksiselitteisesti määritelty se, että omistajien varallisuuden kasvattaminen on yrityksen tärkein lähtökohta. Omistajalähtöinen johtamisnäkökulma määrittelee yrityksen prosesseja, rakennetta sekä strategiaa, joilla maksimoida yrityksen tuotto omistajilleen. Se kytkeytyy tiiviisti myös mittareihin joilla yrityksen menestymistä arvioidaan ja miten hyvin yrityksen johdon katsotaan tehtävässään onnistuneen. Omistajalähtöisessä johtamisessa myös johdon palkkaus on nivottu tiivistä omistajien tavoitteiden kanssa. Sillä pyritään kannustamaan johtoa ajattelemaan tavalla, jolla on omistajarvoa maksimoiva vaikutus. Omistajalähtöinen yritys on:

- Asettanut yrityksen arvon maksimoimisen kaiken toiminnan lähtökohdaksi.
- Määrittänyt ja toteuttanut strategioista ne, joissa on suurin arvon kasvattamispotentiaali.
- Kytkenyt johtamisprosessinsa, kuten liiketoiminnan suunnittelun ja resurssien allokoinnin, yhdenmukaisiksi yrityksen arvon kasvattamistavoitteiden kanssa.
- Suunnitellut ja toteuttanut mittaus- ja palkitsemisjärjestelmän, joka on yhdenmukainen arvon kasvun kanssa.
- Toteuttanut johdon tietojärjestelmän, joka yhdistää ja jalostaa yrityksen arvon noususta kertovan tiedon johdon päätöksenteon tueksi.

Omistajalähtöisen johtamisjärjestelmän tehtävä on siis kannustaa yritysjohtoa ajattelemaan ja toimimaan kuten osakkeenomistajat. Tässä mielessä yritysjohto on osakkeenomistajien väline viestittää ja kytkeä omistajien tavoitteet yrityksen liiketoimintaan. Tarkasteltaessa sitä, mikä käytännössä muuttuu yrityksessä, joka on onnistuneesti toteuttanut kokonaisvaltaisen johtamisjärjestelmän muutoksen, asia voidaan jakaa kahteen



osa-alueeseen. Toisaalta omistajalähtöinen johtaminen on pitkälti sitä, että yritykseen luodaan omistajalähtöinen kulttuuri. Tässä mielessä kysymys on siitä, että perinteistä johtamiskäyttäytymistä ja asenteita muutetaan vastaamaan selkeämmin omistajien tavoitteita. Edes johdon ja omistajien tavoitteet eivät ole yhteneväiset ilman palkkiojärjestelmän ohjausta. Johdon luonnollisena tavoitteena on välttää riskejä, koska riskien toteutuessa johtajaa on helppo vaihtaa. Omistaja taas haluaa tietyn liiketoimintariskin mukaista johtamista ja päätöksentekoa, jotta tuottotavoitteet voidaan saavuttaa. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2003: 19–20.)

Hirvonen ym. (2003: 21.) tuovat esille, että suomalaisissa pörssiyrityksissä optio-ohjelmat laimentavat osakkeenomistajien varallisuutta keskimäärin 6,7 % ja, että on lähes mahdotonta tutkimusten kautta todentaa, kannattaako omistajien uhrata tällainen agenttikustannus. On myös hyvin vaikea tietää tuottaako uhrattu kustannus sitä vastaavan tulon. Agenttiteorian ajatuksena on, että valvontajärjestelmä tulisi muovata sellaiseksi, että yrityksen epäonnistuessa johto kantaisi mahdollisimman suuren osan agenttikustannuksista.

Omistajien asema suhteessa yrityksen muihin sidosryhmiin, kuten henkilöstöön luotonantajiin, valtiovaltaan, asiakkaisiin ja tavarantoimittajiin on parin viime vuosikymmenen aikana selvästi vahvistunut. Tämä kehitys sai alkunsa 1980-luvulla Yhdysvalloissa. Tällöin suuret institutionaaliset sijoittajat - eläkerahastot, säätiöt, vakuutuslaitokset, sijoitusrahastot ja niin edelleen - investoivat voimakkaasti amerikkalaisiin suuryrityksiin. Ne sitoutuivat huolehtimaan haltuunsa uskottujen varojen arvonnoususta. Nämä lupaukset ja sijoittajien keskinäinen kilpailu johtivat vähitellen siihen, että sijoittajat ryhtyivät aktiivisesti valvomaan asiakkaidensa etuja ja vaatimaan sijoituksilleen mahdollisimman korkeaa tuottoa ja arvonnousua. Tämä lisäsi paineita yritysjohtoa kohtaan. Johdon oli keksittävä uusia keinoja, joiden avulla pystyttäisiin tehostamaan yritysten toimintaa, saada pääomat tuottamaan ja kasvattaa yritysten arvoa. Omistajien haasteena oli saada yritysjohto sisäistämään nämä tavoitteet ja toimimaan niiden mukaisesti myös pitkällä tähtäimellä. Amerikkalaiset omistajat laajensivat sittemmin sijoitustoimintaa myös ulkomaille. Omistaja-arvo ajattelu levisi nopeasti ympäri maailmaa. Suomeen tämä liikkeenjohto-oppi saapui 1990-luvun puolivälissä, kun ulkomaalaisomistuksen esteet vuoden 1993 alussa oli poistettu. Suomalaisia yrityksiä alettiin yhä enemmän johtaa omistajavetoisesti ja omistaa aktiivisesti. (Ikäheimo ym. 2003: 20–21.)

Omistajan asema ja voima myös vaihtelevat eri maissa. Yhdysvalloissa ja Englannissa keskeisiä ovat omistajien intressit ja edut. Yritystoiminnan keskeinen tavoite on näissä maissa perinteisesti ollut omistajan omaisuuden arvon kasvattaminen. Sen sijaan Keski-

Euroopan maissa ja Japanissa yritysten perimmäinen tarkoitus on nähty toisin. Siellä yritysten olemassaolo oikeutus perustuu kaikkien sidosryhmien tasavertaiseen kohteluun ja laajaan yhteiskunnalliseen vastuuseen. Taulukkoon 1 ja 2 on koottu vastauksia, miten eri maiden yritysjohtajat vastasivat kysymykseen siitä, ketä varten yritys on olemassa ja mitä sidosryhmää tulee suosia kun kaikkien tarpeita ei voida tyydyttää. (Huolman ym. 1999: 32.)

**Taulukko 1.** Sidosryhmien merkitys yritysten tarkoituksena yritysjohdajien mukaan.

<b>Maa</b>	<b>Kaikkien sidosryhmien vuoksi, %</b>	<b>Osakkeenomistajien vuoksi, %</b>
Japani	97,1	2,9
Yhdysvallat	24,4	75,6
Iso-Britannia	29,5	70,5
Saksa	82,7	17,3
Ranska	78	22

**Taulukko 2.** Sidosryhmien merkitys kun kaikkien tarpeita ei voida tyydyttää.

<b>Maa</b>	<b>Työpaikan varmuus, %</b>	<b>Osingot, %</b>
Japani	97,1	2,9
Yhdysvallat	10,3	89,7
Iso-Britannia	10,7	89,3
Saksa	59,1	40,9
Ranska	50,4	49,6

Suomessa sidosryhmäajattelun syrjäyttivät 1990-luvun lopulla nopeasti ja suoraviivaisesti omistaja-arvo ajattelun periaatteet ja retoriikka. Osaltaan tähän johti se, että Suomessa oli 1990-luvun alun laman jälkeen siirrytty voimakkaasta velkarahoituksesta kohti oman pääoman ehdoin tapahtuvaa rahoitusta. Tämän seurauksena ulkomaiset instituutiot nousivat suomalaisten yritysten merkittäviksi omistajiksi, joka vaikutti voimakkaasti omistajalähtöisen ajattelun juurtumista osaksi suomalaista johtamiskulttuuria. Erään selvityksen mukaan vuonna 1998 peräti 98 prosenttia suomalaisista yritysjohtajista piti ylimmän johdon keskeisimpänä päämääränä lisäarvon tuottamista osakkeenomistajille. Tulkinnat omistaja-arvoajattelun sisällöstä poikkeavat eri maissa jossain määrin toisistaan. Suomalaiset yritysjohtajat eivät näe omistaja-arvo ajattelun olevan pohjimmiltaan ristiriidassa sidosryhmäajattelun kanssa. Omistajan tavoitteiden korostaminen ei suomalaisen näkemyksen mukaan välttämättä merkitse muiden sidosryhmien etujen polkemista tai yhteiskuntavastuun välttelemistä. Pääinvastoin yrityksen arvon kasvatta-

minen merkitsee suomalaisten yritysjohtajien mukaan vakavaa suhtautumista eri sidosryhmien vaatimuksiin. Yrityksen pitkän tähtäimen arvomuodostus edellyttää kaikkien sidosryhmien panosta ja tämän panoksen irrottaminen puolestaan edellyttää kaikkien sidostyhmien tarpeiden riittävää huomioimista ja oikeudenmukaista kohtelua. (Ikäheimo ym. 2003: 22–23.)

Puhuttaessa omistajalähtöisestä johtamisesta sekoitetaan toisiinsa usein markkina-arvolähtöinen johtaminen ja omistajalähtöinen johtaminen. Markkina-arvolähtöisen johtamisen on katsottu palvelevan lyhytjänteistä voitontavoittelua. Saarnio ym. (2000) painottavat, että erityisesti suomalaisessa yritysympäristössä, jossa yritysten markkina-arvot vaihtelevat suurempia sijoitusmarkkinoita voimakkaammin yli- tai alireagoiden, on syytä kyseenalaistaa markkina-arvolähtöinen yrityksen johtaminen, sillä heidän mukaan näyttäisi siltä, että markkina-arvolähtöinen yrityksen johtaminen ei johda omistajalähtöiseen johtamiseen. Omistajien tavoitteiden kytkeminen yrityksen johtamiseen on mielekästä vain mikäli omistajien odotukset liittyvät yrityksen pitkän aikavälin tuottoihin. Vain tässä tapauksessa yrityksen eri intressiryhmien tavoitteet voivat toteutua samanaikaiseksi.

Viimeaikoina usein julkisessa keskustelussa on kuullut kritisoivan yrityksiä kvartaalikapitalismista, jossa yritystä johdetaan neljännesvuosittain julkaistavien osavuositulsausten mukaan. On kuitenkin selvää, että monelle yritykselle on pitkällä aikavälillä haitallista, mikäli yritysjohto suuntaa operatiivisia toimenpiteitä neljännesvuosiraportoinnin tahdissa. Omistajalähtöinen johtaminen yhdistettynä johdon uskoon siitä, että omistajien tavoitteet liittyvät lyhyen aikavälin tuotto-odotuksiin, johtaa yrityksen ja reaaliaikailman törmäykseen eli käytännössä kassakriisiin viimeistään siinä vaiheessa kun sijoittajien usko yritykseen loppuu. (Saarnio ym. 2000: 29.)

### **3.4. Omistajaohjauksen kehitys**

Suomessa yritysten ohjaus- ja valvontajärjestelmät näyttävät muuttuneen hyvinkin nopeasti viime vuosien aikana. Pankkikeskeisestä rahoitusjärjestelmästä on siirrytty kohti arvopaperimarkkinavetoista järjestelmää, ulkomaiset suorat sijoitukset ovat kasvaneet, suomalaisyritykset ovat kansainvälistyneet ripeästi ja ulkomaalaisten osakesijoitukset Helsingin pörssissä ovat 1990-luvun alun jälkeen lisääntyneet nopeasti. Kaikki tämä on heijastunut voimakkaasti yritysjohton valvonta- ja kannustinjärjestelmien muutoksiin. Institutionaalisten sijoittajien merkitys on kasvanut ja näiden rooli yritysjohton valvojana on tullut yhä keskeisemmäksi niiden ottaessa osittain tehtäviä jotka aiemmin olivat

pankeilla. Yritysten toiminnan ja johdon kontrolli on näin siirtynyt osittain pääoma-markkinoille. Tämä kehitys on johtanut siihen, että pääoman korkea tuotto – osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi – on korostunut ja korostuu edelleen ennen kaikkea yrityksen toimintaa koskevien päätösten taustalla olevana perimmäisenä tavoitteena. (Leppämäki 1998.)

Vielä 1970-luvulla Yhdysvalloissa tyypillinen sijoittaja suhtautui hyvin passiivisesti osakeomistukseensa ja yritysten toiminnan valvomiseen. Tämä osaltaan johtui siitä, että yritysten omistus oli hyvin pirstoutunutta, jonka vuoksi yksittäisen osakkeenomistajan vaikutusmahdollisuudet yritysten johtamiseen olivat hyvin rajalliset, ellei olemattomat. Myös sijoittajien mahdolliset kollektiiviset yritykset vaikuttaa johtoon katsottiin turhiksi, sillä saavutettu hyöty nähtiin olemattomaksi suhteessa siitä aiheutuviin kustannuksiin. Myös äänivallan käytöllä ei nähty olevan todellista vaikutusta yrityksen johdon toimintaan. Johdon toiminnan katsottiin ajavan tavoitteita, jotka ovat yrityksen ja sen työntekijöiden etujen mukaista sekä sijoittajien toiminnasta riippumatonta. Ainoa keino jonka katsottiin jäävän sijoittajille, oli osakkeesta luopuminen eli ns. exit-vaihtoehto. 1980-luvulla tilanne alkoi kuitenkin muuttua amerikkalaisten yritysten ajauduttua vakaviin kriiseihin, jolloin sijoittajat eivät enää tyytyneet pelkästään osakkeista luopumiseen, vaan alkoivat etsiä muita keinoja kontrolloida yritysten johtoa. Yhdysvalloissa sai alkunsa yrityskaappausten aikakausi, jonka seurauksena monet yritykset joutuivat läpikäymään laajoja toimintojen uudelleenjärjestelyjä ja saneerauksia. Näiden yrityskaappausten on sanottu tähänneen johdon sitouttamien osakkeenomistajien arvon kasvattamiseen ja muutenkin johtoa huomioimaan paremmin yrityksen omistajat ja niiden vaatimukset. (Huolman ym. 1999: 44–45.)

1990-luvulle tultaessa institutionaalisten sijoittajien sekä myös muiden osakkeenomistajien aktiivisuus sai uusia muotoja, joista on käytetty nimitystä ”*political based model of corporate control*”. Institutionaalisten sijoittajien merkityksen kasvu ja omistuksen keskittyessä enenemässä määrin niille on tehnyt osakkeenomistuksista käytännössä katsoen epälikvidejä, jolloin rahastot eivät pysty nopeasti luopumaan omistuksistaan ilman merkittävää pudotusta myytävien osakkeiden hinnoissa. 1990-luvun alusta lähtien amerikkalaiset sijoittajat ovat etsineet aktiivisesti sijoituskohteita ympäri maailmaa ja sitä kautta amerikkalainen omistajaohjausjärjestelmä on levinnyt laajalti Eurooppaan. Suomessa tämä on johtanut siihen, että amerikkalainen sijoittajakulttuuri on syrjäyttänyt eurooppalaisen kulttuurin altaan ja, että yrityksen omistajaohjauksen peruspilarit johdetaan yhä avoimemmin Yhdysvalloista. Rahoitusteorian opit ovat peräisin Atlantin toiselta puolelta ja samalla sijoitustoiminnan käyttäytyminen kentällä on amerikkalaistunut. (Hirvonen ym. 2003: 38, Huolman 1999: 45.)

Rahoitusmarkkinoiden lisääntyvä integraatio, kilpailun kansainvälistyminen ja teknologinen kehitys on asettanut uudenlaisia vaatimuksia suomalaiselle yritysten johtamis- ja valvontajärjestelmälle (*corporate governance*). Globalisaatio on myös edistänyt kehitystä kohti Yhdysvaltalaisista johtamis- ja valvontajärjestelmää. Samalla omistaja-arvo ajattelu on yleistynyt suomalaisissa suuryrityksissä. Erityisesti suuri osa pörssiyrityksistä on nopeasti omaksunut uuden ajattelumallin. (Järvinen 2000: 4.)

Ajattelutavan muutos näkyy esimerkiksi suomalaisten pörssiyritysten vuosikertomuksista. Ennen 1990-luvun puoliväliä yritysten keskeinen tavoite oli vielä omavaraisuuden nostaminen. Toinen usein vuosikertomuksissa mainittu tavoite koski usein asiakassuheteita. Asiakastyytyväisyys ja sen nostaminen nostettiin tärkeimmiksi tavoitteiksi. Lisäksi kasvu nostettiin yritysten tärkeimpien tavoitteiden joukkoon. Vuoden 1997 vuosikertomuksista näkyy selvä muutos kohti omistajapohjaista ajattelua. Hyvin monet pörssiyritykset ovat nostaneet tavoitteekseen osakkeenomistajien sijoituksen arvon kasvattamisen ja taloudellisen lisäarvon luomisen omistajille. (Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila 1999.)

Vaikka kehitys on kulkenut kohti yhdysvaltalaisista järjestelmää, jossa omistajien varallisuuden kasvattaminen on asetettu yritysten päällimmäiseksi tavoitteeksi, niin myös eurooppalainen järjestelmä on saanut laajaa tukea. Eurooppalaisessa järjestelmässä yritysjohdon keskeisenä tehtävänä voidaan nähdä yrityksiin sidosryhmien intressien integroiminen yrityksen tavoitteiden saavuttamiseksi, mikä pitkällä aikavälillä voidaan nähdä yhdenmukaiseksi omistajien varallisuuden maksimoimisen kanssa. Yrityksen ja omistajien tavoitteet saattavat olla periaatteessa erilaisia ja johtaminen on näiden tavoitteiden yhteensovittamista. (Ali-Yrkkö & Ylä-Anttila 1999.)

Viimeaikaiset yritysskandaalit joista äärimmäisenä esimerkkinä voidaan mainita yhdysvaltalaisen Enronin tapaus, ovat omalta osaltaan vaikuttaneet siihen keskusteluun mitä käydään liiketaloudessa omistajaohjauksen ympärillä. Tämä sekä muut tapaukset Yhdysvalloissa ja Euroopassa ovat johtaneet siihen että, omistajien luottamus suurten yritysten johtoa kohtaan on ollut koetuksella. Nämä tekijät omalta osaltaan omistuksen kansainvälistymisen ohella ovat vaikuttaneet siihen, että vaatimukset parempaan omistajaohjaukseen ovat kasvaneet myös Suomessa.

### **3.5. Omistaja-arvon ensisijaisuuden kiritiikki.**

Suomessa yritysten omistuksen kansainvälistyminen ja sen myötä voimakkaasti yleistynyt omistaja-arvoajattelu on usein koettu uhaksi ja yritysten yhteiskuntavastuuta heikentäväksi.

täväksi tekijäksi. Yritysten yhteiskuntavastuun on katsottu olevan huono silloin kun voittoa tekevä yritys irtisanoo useita työntekijöitä ja sulkee mm. kokonaisia tehtaita, vaikka taustalla saattaa olla yrityksen sisällä kannattamattoman yksikön alasajo tai pitkällä tähtäimellä yrityksen kannattavaa toimintaa turvaava toimenpide.

Omistaja-arvon kasvattamiseen perustuva johtaminen on herättänyt kriittistä keskustelua, varsinkin kun osakekurssin on nähty nousevan pörssiyhtiön ilmoittaessa henkilöstövähennyksistä. Voimakasta keskustelua on viimeaikoina herännyt suomalaisten metsäyhtiöiden julkistettua tehtaiden sulkemisesta ja satojen työntekijöiden irtisanomisesta. Toisaalta omistuksen ja omistaja arvon maksimoinnin on pelätty ajavan yritykset lyhytnäköiseen voitontavoitteluun sekä johtavan tiukkoihin kustannusleikkauksiin ja johdon kapeakatseisuuteen. Toisin sanoen omistajakeskisen kulttuurin on arveltu ylikorostavan lyhyttä tähtäystä ja aliarvostavan tiettyjä pitkän tähtäimen kustannuksia kuten tutkimus- ja kehitysmenoja. (Järvinen 2000: 15- 16).

Omistaja-arvon ensisijaisuutta yritysjohton tavoitteena ovat viime aikoina kritisoineet myös eräät tunnetut amerikkalaiset strategiatutkijat. Kriitiikin painopiste on ollut eri sidosryhmien ja näiden panosten ja tuotosten muuttuvassa arvossa yritykselle sekä tämän arvon arvioimisen vaikeudessa. Esitettyjen näkemysten mukaan vaikeasti mitattavissa olevien aineettoman pääoman ja aineettomien tuotantopanosten merkitys yritysten arvonluomisen prosessissa on korostunut viime aikoina aineellisen (pääoma) kustannuksella. Lisäksi aineettoman pääoman ja aineettomien tuotantopanosten arvonmäärityksen on katsottu olevan vaikeaa ja osakemarkkinoiden on katsottu preferoivan helposti kvantifioitavaa, identifioivaa ja kommunikoitavaa tietoa, jota on vaikeammin hankittavissa ja analysoitavissa hiljaisen tiedon osalta. Edelleen on esitetty, että yrityksen eri sidosryhmien investointien takaisinmaksuajat saattavat poiketa toisistaan. Tällöin keskeiseksi kysymykseksi nousisi se, miten hyvin investointien takaisinmaksuajat suhteellisesti arvokkaampiin panoksiin (esim. osaaminen) vastasivat suhteellisesti arvottomammiksi muodostuvien panosten (kuten oma ja vieras pääoma) tarjoajien tuotto-odotuksia ja vaatimuksia. (Huolman ym. 1999: 28–29.)

### **3.6. Optiot vs. Osakkeet johdon kannustimina**

Omistajat haluavat yleensä kytkeä ainakin johdon palkitsemisen yrityksen tai osakkeen arvon kehitykseen. Toisaalta optioiden kautta tulevaa, uusien osakkeiden aiheuttamaa laimennusta ei haluta päästää liian suureksi. Viime aikoina osakesidonnaiset palkitsemisen muodot ovat monipuolistuneet. Optiot saavuttivat suurimman suosion vuosituhan-

teen vaihteessa, mutta voimakkaan julkisen kritiikin vuoksi rinnalle on kuitenkin tullut osakepalkkioiden, rajoitettujen osakkeiden, synteettisten optioiden ja henkilöstön osake-rahastojen kirjo. Osakepalkkiojärjestelmä on perusteiltaan samanlainen kuin tulospalkkiojärjestelmä. Maksuvälineenä käytetään yhtiön hallussa olevia tai yhtiön muuten järjestelemiä osakkeita. Saatujen osakkeiden arvosta joudutaan Suomessa maksamaan korkean marginaaliveroasteen mukainen vero. Tätä varten osa osakepalkkiojärjestelmän palkkiosta maksetaan rahana ennakonpidätyksen maksamista varten. Nämä osakkeet annetaan johtajalle palkkiokauden alussa. (Helanniemi ym. 2003: 30.)

### 3.7. Valtio omistajana

Suomessa valtiolla on perinteisesti ollut varsin suuri omistus lukuisissa pörssiyrityksissä ja valtiolle omistajana on ollut tunnusomaista pitkäaikainen sitoutuminen yritykseen. Usein julkisessa keskustelussa valtiolla nähdään myös rooli talouselämän kehittäjänä ja työpaikkojen tarjoajana, mikä varsinkin nykyaikana nähdään ongelmallisena jos sen katsotaan heijastuvan pörssiyrityksen toimintaan. Tämä heijastuu osaltaan sijoittajien suhtautumisessa valtionyhtiöihin ja julkisuudessa on usein tuotu esille, että valtion merkittävä omistus laskee yhtiön arvoa 10–20%. Toisinaan valtion ja kansainvälisten finanssisijoittajien eriävät tavoitteet ja painopisteet omistajastrategiassa saattavat johtaa konflikteihin, joilla on yritysten toimintaa haittaava vaikutus. (Kariola, Niemelä & Angervuo 2004: 178.)

Tuorein esimerkki valtion ongelmallisesta omistajaroolista suurissa pörssiyrityksissä on noussut esille Stora Enson ilmoittaessa Kemijärven sellutehtaan sulkemisesta lokakuussa 2007. Vaikka talouselämän piirissä vallitsee selkeä yksimielisyys siitä, että valtion ei tule puuttua omistamiensa pörssiyritysten toimintaan, nousee politiikassa ja kansalaiskeskustelussa voimakkaita kannanottoja aktiivisen omistajapolitiikan puolesta. Aktiivisella omistajapolitiikalla tarkoitetaan tällaisissa tilanteissa usein juuri toimimista omistaja-arvo periaatteen vastaisesti. Arvioitaessa yhtiöiden corporate governance -järjestelmää on otettava huomioon juuri nämä seikat, joita muut sijoittajat pitävät ominaisina valtio-omistajalle. Näille seikoille on luonnollisesti annettava sitä enemmän merkitystä, mitä suurempi valtion omistus yhtiössä on. Hallitusvaltaa ja muuta yhteiskunnallista päätöksentekoa ohjaavat useat tekijät, jotka kuvastavat sen poliittista perusluonnetta. Yhteiskunnallisia seikkoja punnitessa yhtiötä koskeviin taloudellisiin tavoitteisiin nähden ja ristiriitatilanteissa määrääviä ovat näiden tekijöiden kulloisetkin painoarvot. Viime kädessä yhteiskunnalliset päätöksentekijät ovat vastuussa äänestäjilleen. Tämän vuoksi he ottavat huomioon yhteiskunnallisten seikkojen merkityksen äänestäjä-

kunnalle. Myöskään poliittinen vastuu ei ole sijoittajanäkökulmasta merkityksetön seikka ja, että investoijat ottavat tämän huomioon hinnassa jonka he ovat valmiita maksamaan yhtiöistä, joissa valtio on merkittävänä omistajana. Jos valtionyhtiöitä koskevassa päätöksenteossa (omistajaohjauksessa) hallitusvallan intressit painottavat muita yhteiskunnallisia näkökohtia enemmän, kuin taloudellista tehokkuutta, ovat sijoittajat valmiita maksamaan osakkeesta alemman hinnan, kuin jos tällaista rajoiteta ei olisi. (Kaisanlahti 2001: 30–31).

Valtio-omistajalla ei aina ole samanlaista mahdollisuutta omistuksestaan luopumiselle (ns. exit-vaihtoehtoa) kuin muilla osakkailta. Tämä johtaa siihen, että laki edellyttää eduskunnan suostumusta siihen, että osakkeita myydään tai muuten luovutetaan tavalla, joka johtaa valtion omistus- ja ääniosuuden pienenemiseen. Toisin sanoen valtio-omistajalla on muita sijoittajia suurempi intressi vaikutuskanavien hyödyntämiseen esimerkiksi hallituksessa ja/tai hallintoneuvostoissa sekä yhtiökokouksissa.

#### **4.8. Omistaja johtajana**

Osakesidonnaisten palkitsemisjärjestelmien perimmäisenä tavoitteena on suunnata yrityksen johdon huomiota tulevaisuuteen sekä kannustaa ja sitoa sitä pitkäjänteiseen ja -aikaiseen toimintaan yrityksen hyväksi. Johdon huomio pyritään palkitsemisjärjestelmien avulla kiinnittämään entistä tehokkaammin omistajan etuihin ja tavoitteisiin. Osakesidonnaisen palkkaustavan ytimenä on siten osakekurssi. Yritysjohto pyrkii kaikin tavoin nostamaan osakekurssia, ja kurssinousu näkyy johdon omissa palkoissa. Näin omistajan ja ylimmän johdon taloudelliset edut kytketään toisiinsa. (Ikäheimo ym. 2003: 109–110.)

Osakkeenomistus on luonnollisin tapa yhdistää ylimmän johdon ja osakkeenomistajien tavoitteet yhdensuuntaisiksi. Omistajavetoisen yritystoiminnan ydintavoite on osakkeen hyvä arvonnousu. Mitä lähemmin omistajan ja johdon intressit pystytään yhdistämään toisiinsa, sitä paremmin onnistuu myös omistajan tavoitteen saavuttaminen. Osakkeenomistuksen myötä johto kokee saman arvonnousun kuin osakkeenomistajakin. Ylimmän johdon merkittävä osakeomistus isoissa pörssiyrityksissä on kuitenkin verrattain harvinaista. Suuren riskin ottaminen omassa yhtiössä omalla rahalla ei välttämättä ole yritysjohdolle kiintoisa vaihtoehto. Pörssiyhtiössä osakkeen arvo määräytyy osakemarkkinoilla ja osake on ostettavissa pörssin kautta. Yksi vaihtoehtoinen muoto sitouttaa ylin johto osakeomistukseen, olisi ostaa osakkeita johdolle. Näin voitaisiin tehdä esimerkiksi tulospalkkion maksamisen yhteydessä ja asettaa osakkeille myyntira-



joite. Tulospalkkio maksettaisiin jos asetetut tavoitteet saavutettaisiin. Tulospalkkiosta 40 %:lla johto ostaisi yhtiön osakkeita. Loput 60 % käytetään veron maksuun. Näin ylimmästä johdosta tehdään vähitellen merkittäviä osakkeenomistajia. (Ikäheimo ym. 2003: 166–168.)

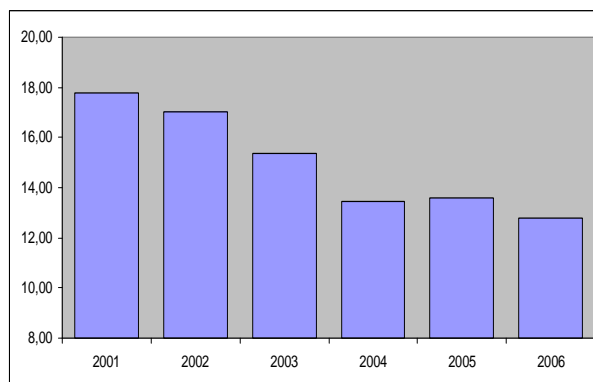
## 4. TUTKIMUSAINEISTO JA MENETELMÄ

Tutkielman empiirisessä osassa pyritään löytämään vastaus kysymykseen, että johtaako yrityksen johdon suora osakkeenomistus automaattisesti omistajalähtöiseen johtamiseen ja tätä kautta näkyykö se yrityksen tunnusluvuissa. Empiirisen osan alussa esitellään tutkielmassa käytettävä aineisto ja sen erityispiirteet tutkielman tarkastelujakson aikana. Tämän jälkeen perehdytään käytettäviin muuttujiin, asetetaan tutkielman hypoteesit sekä käydään läpi käytettävät tutkimusmenetelmät. Empiirisen osan lopussa on esitelty saadut tulokset sekä niiden perusteella tehdyt johtopäätökset.

### 4.1. Tutkimusaineisto

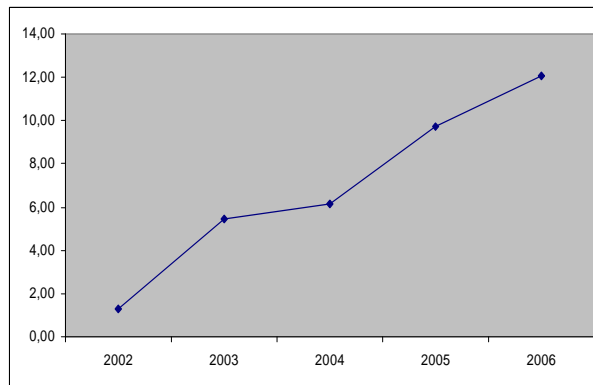
Tutkielman empiirinen aineisto koostuu 64:stä Helsingin arvopaperipörssissä vuosien 2001–2006 aikana julkisen kaupankäynnin kohteena olleista yrityksistä. Tutkimusaineiston yritykset on esitelty liitteessä 1. Yritykset on valittu satunnaisesti, mutta aineistosta on rajattu pois pankit, vakuutusyhtiöt sekä yritykset joissa valtiolla on tarkastelujakson aikana ollut huomattava osakkeenomistus. Yritysten toimitusjohtajan ja hallituksen omistusosuudet on kerätty yritysten vuosikertomuksista.

Yrityksen toimivan johdon osakkeenomistuksen kehityksessä on tutkielman tarkastelujakson aikana ollut havaittavissa selkeä laskeva trendi. (Kuvio 6) Vuonna 2001 yritysten johdon suora osakkeenomistuksen keskiarvo aineiston yrityksissä oli 17,79 %. Vuonna 2006 omistuksen keskiarvo oli laskenut arvoon 12,78 %. Suurin johdon osakkeenomistus tutkielman tarkastelujakson aikana oli 67,15 %. Yrityksiä joissa johdon osakkeenomistus oli koko tarkastelujakson aikana alle 1 %:n oli 18 kpl.



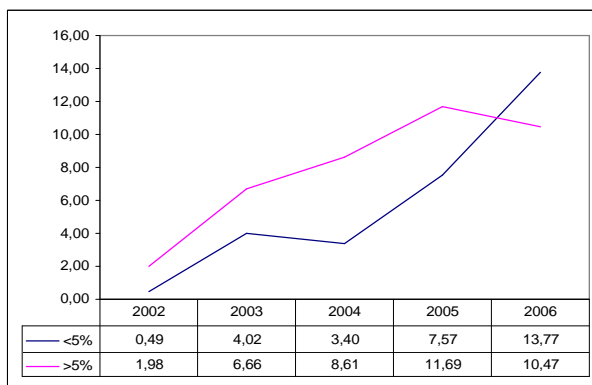
**Kuvio 6.** Johdon osakkeenomistuksen keskiarvo vuosina 2001–2006

Kuviossa 7 on kuvattu aineiston yritysten liikevaihdon kasvu %. Liikevaihdon kasvussa voidaan havaita selkeä nouseva trendi vuosien 2002–2006 välillä. Vuonna 2002 aineiston yritysten liikevaihdon prosentuaalinen kasvu oli keskimäärin vain 1,27 %, se kun vuonna 2006 oli 12,1 %. Vuonna 2002 suurin liikevaihdon kasvu aineiston yrityksissä oli 48,7 % ja vuonna 2006 55,3 %. Vuonna 2002 liikevaihdon suurin lasku oli 47,7 % ja vuonna 2006 25 %.



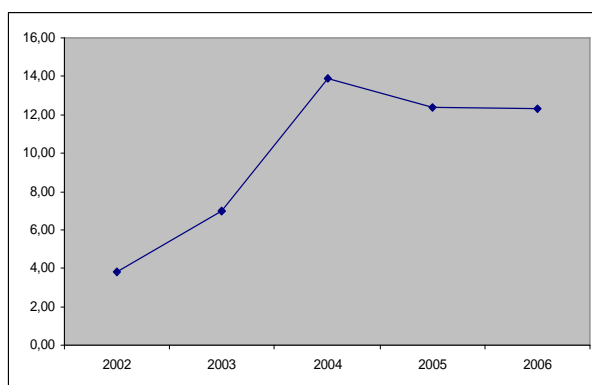
**Kuvio 7.** Liikevaihdon kasvu % aineiston yrityksissä 2002–2006

Tarkasteltaessa liikevaihdon kasvua suhteessa yrityksen johdon osakkeenomistukseen, voidaan havaita, että yrityksissä, joissa johdon suora osakkeenomistus ylittää 5 % on liikevaihdon kasvu ollut tutkielman tarkastelujakson aikana keskimäärin suurempi kuin yrityksissä, joissa omistus on jäänyt alle 5 %:n. Kuviossa 8 on myös kuvattu liikevaihdon kasvuprosentin kehitystä, mutta siinä yritykset on eritelty kahteen joukkoon joista toinen edustaa yrityksiä joissa johdon omistusosuus jää alle 5 %:n ja toiseen jossa johdon omistusosuus on tarkastelujakson aikana ollut yli 5 %. Kuvioista voidaan havaita, että tarkastelujakson aikana ainoastaan vuonna 2006 liikevaihdon kasvuprosentti oli suurempi yrityksissä joissa johdon omistusosuus oli alle 5 %. Koko tarkastelujakson 2002–2006 aikana liikevaihdon prosentuaalinen kasvu oli 5,85 % johdon omistuksen ollessa alle 5 % ja 7,88 % omistuksen ylittäessä 5 %.

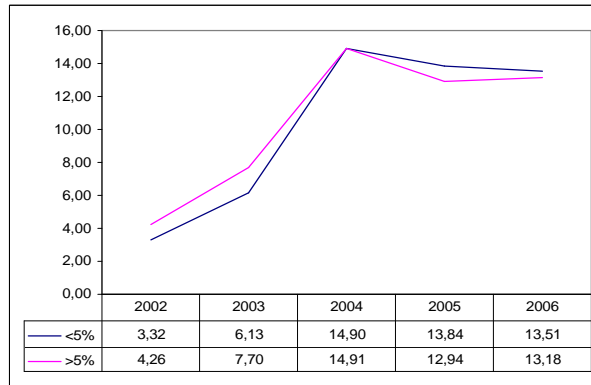


**Kuvio 8.** Liikevaihdon kasvu omistussuuden ollessa > 5 % ja < 5 %

Aineiston yritysten oman pääoman tuoton (*ROE*) kehityksessä on myös havaittavissa pääosin nouseva trendi (kuvio 9). Koko aineiston yritysten oman pääoman tuoton kasvu on ollut vuosina 2002–2006 keskimäärin 9,88 %. Kuten liikevaihdon kasvun, niin myös oman pääoman tuoton matalin taso 3,81 % ajoittuu tarkastelujakson alkuun vuoteen 2002. Poiketen Liikevaihdon kasvuprosentin selkeästä nousevasta trendistä, ajoittuu oman pääoman tuoton suurin arvo 13,9 % vuodelle 2004. Jaettaessa yritykset kahteen joukkoon johdon omistussuuden perusteella (Kuvio 10) voidaan silmämääräisesti todeta, että sillä ei näyttäisi juurikaan olevan vaikutusta yrityksen oma pääoma tuottoon. Vuosina 2005 ja 2006 oman pääoman tuotto on aineiston yrityksissä ollut parempi yrityksissä, joissa johdon osakkeenomistus on ollut alle 5 %. Vuosien 2002 ja 2006 välillä yrityksissä joissa johdon osakkeenomistusosuus on ollut alle 5 % ja yrityksissä, joissa se ollut yli 5 % on oman pääoman tuotto ollut 10,34 % ja 10,60 %.



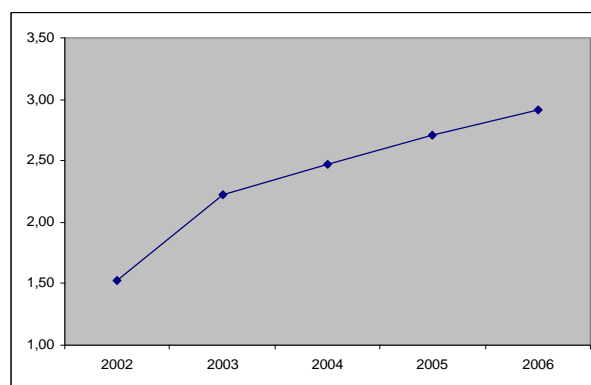
**Kuvio 9.** Oman pääoman tuotto (*ROE*) 2002–2006



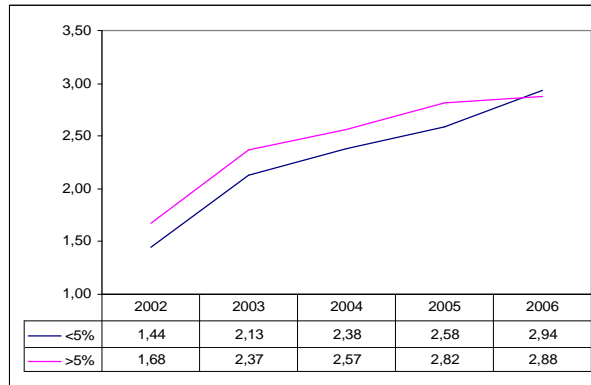
**Kuvio 10.** (ROE) omistusosuuden ollessa > 5 % ja < 5 %

Kuviossa 11 on esitelty aineiston yritysten P/B -luvun keskimääräinen kehitys vuosina 2002–2006. Liikevaihdon prosentuaalisen kasvun tavoin P/B -luvun kehityksessä on havaittavissa selkeä nouseva trendi. Vuonna 2002 aineiston yritysten P/B -luku oli keskimäärin 1,52. Vuonna 2006 se oli kasvanut arvoon 2,91. P/B -luku on arvo jota voi verrata suoraan yrityksen tuottamaan taloudelliseen lisäarvoon. Yrityksen tuottaman lisäarvon ollessa nolla, eli omanpääoman tuoton ollessa yhtä suuri kuin oman pääoman kustannus, saa P/B-luku tällöin arvoksi yksi. P/B -luvun ollessa enemmän yrityksen oman pääoman tuotto ylittää vaaditun pääoman kustannuksen. (Kariola ym. 2004: 136).

Aineiston yrityksissä, joissa johdon omistusosuus oli yli 5 %, oli P/B -luku keskimäärin 2,46 ja omistusosuuden jäädessä alle 5 %:n oli luku 2,29. Ainoastaan vuonna 2006 oli P/B -luku suurempi yrityksissä, joissa johdon omistusosuus oli alle 5 % (Kuvio 12).



**Kuvio 11.** P/B-luku 2002–2006



**Kuvio 12.** (P/B-luku) omistusosuuden ollessa > 5 % ja < 5 %

#### 4.2. Tutkielmassa käytettävät tunnusluvut

Sijoittajille yritysten tilinpäätöstiedot muodostavat pohjan sijoittajien sijoituspäätöksille. Yritysten julkaisemat vuositilinpäätökset, osavuosikatsaukset ja muut tiedotteet ovat merkittävien yksittäinen informaatiolähde sijoittajien arvioissa yrityksen tulevia kassavirtoja. Tilinpäätöksestä erityisesti tuloslaskelma ja tase, sekä johdon esittämät tulevaisuudennäkymät kiinnostavat sijoittajia. Yksittäiset yritysten tunnusluvut lasketaan suhteuttamalla osakkeen hinta tiettyyn yrityksen taloudellista tilaa kuvaavaan muuttujaan. Tällaisia muuttujia ovat yrityksen nettotulos (*earnings*), taseen oma pääoma (*book value of equity*), kassavirta (*free cash flow*), kassatulos (*cash earnings*) ja liikevaihto (*sales*). Kun yrityksen markkina-arvo (*price*) jaetaan näillä muuttujilla, saadaan laskettua yleisimmin käytetyt P/E-, P/B-, P/FCF-, P/CE- ja P/S-luvut. Näiden lukujen avulla voidaan yrityksiä verrata toisiinsa ja arvioida niiden menestystä eri ajanjaksoina sekä muodostaa käsitys siitä onko yritys mahdollisesti aliarvostettu ja näin ollen sijoittajalle houkutteleva ostokohde. (Kariola ym. 2004: 130.)

Yksittäisen tunnusluvun perusteella ei vielä voida tehdä kovin pitkälle meneviä johtopäätöksiä, mutta tilanteessa jossa on käytettävissä kattava joukko erilaisia tunnuslukuja, voidaan varsin helposti päätellä miten hyvin yritys on onnistunut verrattuna muihin vastaaviin yrityksiin.

Yritysten omistajilleen tuottama taloudellinen lisäarvo voi syntyä yrityksen nousseen markkina-arvon kautta tai sitä voidaan arvioida myös niiden tunnuslukujen avulla, miten yritys on tuottanut verrattuna siihen sijoitettuun pääomaan. Tutkielmassa lähestytään yritysten kykyä tuottaa sijoittajille lisäarvoa kolmen tunnusluvun avulla: liikevaihdon

vuotuisella kasvulla, oman pääoman tuotolla, sekä yrityksen markkina-arvon ja tase-substanssin välisellä suhteella. Liikevaihdon kasvu % voidaan laskea seuraavasti:

$$(1) \quad \text{Liikevaihdon kasvu \%} = (\text{liikevaihto vuonna } X - \text{liikevaihto vuonna } X-1) / \text{liikevaihto vuonna } X-1 \times 100$$

Yrityksen kannattavuutta mitataan usein sijoittajan näkökulmasta. Tällöin lasketaan tilikauden tuoton suhde yrityksessä olevaan omaan pääomaan. Tunnusluvun osoittajassa käytetään rahoituskulujen ja verojen vähentämisen jälkeen saatavaa nettotulosta. Nimitäjässä käytetään taseen oikaistua pääomaa. Näin saadaan tunnusluku, joka lasketaan seuraavasti (Kallunki, Kytönen & Martikainen 1998: 76.):

$$(2) \quad \text{Oman pääoman tuotto \% (ROE)} = (\text{Yrityksen nettotulos} / \text{Oikaistu omapääoma}) \times 100$$

Perinteisessä tunnuslukuanalyysissä on käytetty yritysten tilinpäätöksestä saatavaa informaatiota. Näiden lukujen lisäksi voidaan laskea myös markkinaperusteisia tunnuslukuja, joita käytetään yleisesti arvioitaessa pörssinoteerattuja yrityksiä. Markkinaperusteisten tunnuslukujen perusidea on yhdistää tilinpäätöksestä saatavia eriä osakemarkkinoilta saatavaan tietoon yrityksen osakkeen arvosta. Tämän etuna on se, että osakemarkkinoiden katsotaan heijastavan sijoittajien odotuksia yrityksen tulevasta kehityksestä, kun taas tilinpäätöksestä saatavat tiedot perustuvat jo päättyneen tilikauden tietoihin. Tutkielmassa käytetty markkinaperusteinen tunnusluku on ns. P/ B -luku, joka lasketaan seuraavasti (Kallunki ym. 1998: 91.):

$$(3) \quad \text{P/ B -luku} = \text{Oman pääoman markkina-arvo} / \text{Oikaistu oma pääoma}$$

P/ B -luku kertoo mikä on yrityksen oman pääoman markkina-arvon suhde sen kirjanpiddolliseen omaan pääomaan. Oman pääoman markkina-arvo saadaan kertomalla osakkeen markkinahinta osakkeiden lukumäärällä. Osakkeen hinta on yrityksen oman pääoman markkina-arvo, joka kuvaa markkinoiden odotuksia yrityksen tulevaisuuden kassavirroista. Eli toisin sanoen oman pääoman markkina-arvon ja yrityksen kirja-arvon suhde kertoo markkinoiden näkemyksen siitä millaiset ovat yrityksen kasvumahdollisuudet. Oman pääoman markkina-arvon ollessa korkea, markkinat arvioivat, että yrityksen tulevat voitot ja sitä kautta kasvumahdollisuudet ovat korkeat (Kallunki ym. 1998: 91, 136.)

### 4.3. Tutkielman hypoteesit

Tutkielman nollahypoteesina on, että johdon suoralla osakkeenomistuksella ei havaita tilastollista vaikutusta yritysten esiteltyihin tunnuslukuihin. Tällä tarkoitetaan sitä, että tunnusluvuissa ei havaita t-testissä eroa kahden vertailuryhmän välillä. (yrityksen joissa johdon omistus on alle 5 % ja yritykset, joissa omistuksen taso ylittää 5 %)

$$H_0 = \theta_1 = \theta_2$$

Tutkielman vaihtoehtoisina hypoteeseina ovat:

$H_1$  = Yritykset joissa johdon omistus ylittää 5 %, tunnusluvut ovat parempia kuin yrityksillä joissa johdon omistusosuus jää tämän alle.

$H_2$  = Yritykset, joilla johdon omistus ylittää 5 %, tunnusluvut ovat huonompia kuin yrityksillä joissa johdon omistusosuus jää tämän alle.

$$H_1 = \theta_1 > \theta_2$$

$$H_2 = \theta_1 < \theta_2$$

### 4.4 Tutkimusmenetelmät

Tutkielman menetelminä käytetään perinteistä t-testiä sekä regressioanalyysiä. T-testin avulla pyritään saamaan vastaus siihen onko yrityksen toimivan johdon osakkeenomistuksella tilastollisesti havaittavaa yhteyttä suhteessa tutkielmassa käytettyihin muuttujiin. Regressioanalyysin avulla pyritään selvittämään miten hyvin johdon omistuksen kasvulla voidaan ennustaa muutosta tutkielmassa käytetyissä tunnusluvuissa.

#### 4.4.1. T-testi

T-testi on yksi tilastotieteen keskeisimmistä, että eniten käytetyistä testeistä. Yleisesti t-testillä verrataan parametrin  $\theta$  arvoa tiettyyn vakioon  $\theta_0$ . Tarkasteltava parametri voi olla suureen odotusarvo, kahden suureen odotusarvojen erotus jne. Parametrille  $\theta$  saadaan havainnoista normaalijakautunut estimaatti  $\hat{\theta}$  ja estimaatille keskivirhe  $se[\hat{\theta}]$ , jonka neliön, varianssin  $se^2[\hat{\theta}]$  jakauma on tiettyä muunnosta vaille  $\chi^2$ -jakauma vapausasteilla  $df = v$ . Testisuurena tarkastellaan estimaatin  $\hat{\theta}$  standardoitua poikkeamaa vertailuarvosta  $\theta_0$ . Standardoitu poikkeama lasketaan seuraavasti (Laininen 2004: 30.):



$$(4) \quad t_0 = \frac{\hat{\theta} - \theta_0}{se[\hat{\theta}]}$$

Mikäli  $\hat{\theta}$  ja keskivirhe  $se[\hat{\theta}]$  jakautuvat edellä mainitulla tavalla ja estimaatti  $\hat{\theta} = \theta_0$ , noudattaa testisuure  $t_0$ -jakaumaa ja estimaattiin  $se[\hat{\theta}]$  liittyvä vapausasteparametrin arvo on  $\nu$ . Käytettäessä  $t_0$  testisuuretta, lasketaan P-arvo t-jakaumalla riskitason ollessa  $\alpha$  ja  $T$  t-jakautunut satunaismuuttuja. (Laininen 2004: 30–31.)

$$a) H_0: \theta \leq \theta_0, \quad H_1: \theta > \theta_0, \quad \text{P-arvo} = P(T \geq t_0) \leq \alpha \Rightarrow$$

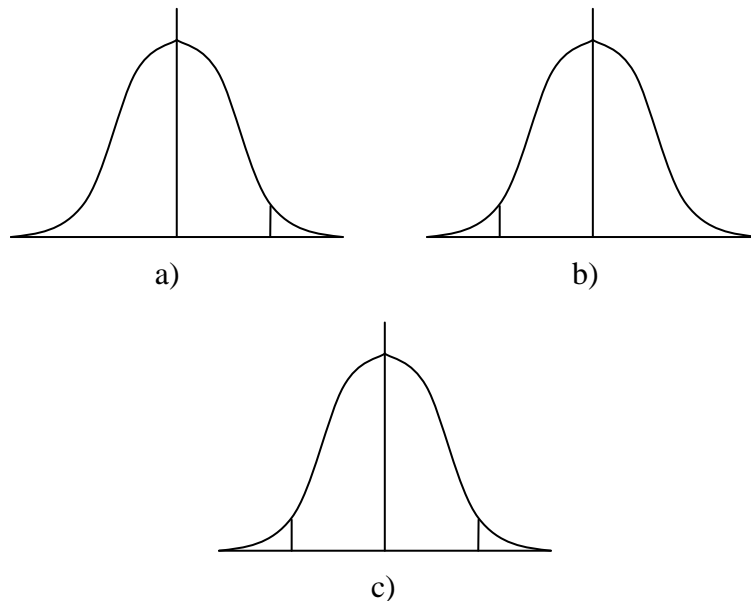
$H_0$  hylätään

$$b) H_0: \theta \geq \theta_0, \quad H_1: \theta < \theta_0, \quad \text{P-arvo} = P(T \leq t_0) \leq \alpha \Rightarrow$$

$H_0$  hylätään

$$c) H_0: \theta = \theta_0, \quad H_1: \theta \neq \theta_0, \quad \text{P-arvo} = P(|T| \geq |t_0|) \leq \alpha \Rightarrow$$

$H_0$  hylätään



Tutkielmassa käytetään kahden riippumattoman otoksen t-testiä (*two sample t-test*). Testissä tarkastellaan populaatiosta valittujen yksilöiden ominaisuutta ja sitä vaikuttako tietty yksilöille annettava käsittely tämän ominaisuuden odotusarvoon. Valitaan populaatiosta  $m$  yksikköä, joista jokaisesta määritellään ominaisuuden  $X$  arvo, jolloin saadaan otos  $(\chi_1, \dots, \chi_m)$ . Tämän otoksen keskiarvo  $\bar{\chi}$  on odotusarvon  $E[X] = \mu_1$  estimaatti ja otosvariassi  $s_1^2$  on varianssin  $\text{Var}[X] = \sigma_1^2$  estimaatti. Tämän jälkeen otetaan populaatiosta toinen satunnaisotos, joka on suuruudeltaan  $n$  yksikköä. Tämä otos ja ensin otettu otos ovat riippumattomia. Myös toisen otoksen jokaiselle yksilölle annetaan tutkittava käsittely ja määritellään käsittelyn jälkeen tarkasteltavan ominaisuuden  $Y$  arvot.

Näin saadaan satunnaisotos  $(y_1, \dots, y_n)$ . Käsittely saattaa vaikuttaa tutkittavaan ominaisuuteen, joten  $Y$ :n odotusarvo  $E[Y] = \mu_2$  saattaa poiketa ilman käsittelyä vallitsevasta arvosta  $\mu_1$  ja varianssi  $\text{Var}[Y] = \mu_2$  voi poiketa arvosta  $\sigma_1^2$ . Otoksesta  $(y_1, \dots, y_n)$  laskettu otoskeskiarvo  $\bar{y}$  on  $\mu_2$  ja otosvarianssi  $s_2^2$  on  $\sigma_2^2$  estimaatti. Ennen käsittelyä ja sen jälkeen saadut otokset  $(x_1, \dots, x_m)$  ja  $(y_1, \dots, y_n)$  ovat riippumattomia eikä niistä enää muodosteta havaintopareja.

T-testissä tarkastellaan käsittelyn vaikutusta ominaisuuden odotusarvoon. Jos vaikutusta ei ole on  $\mu_1 = \mu_2$  eli  $\mu_1 - \mu_2 = 0$ . Tarkasteltavan ominaisuuden ollessa normaalijakautunut satunnaismuuttuja on erotuksen  $\mu_1 - \mu_2$  estimaatti  $\bar{x} - \bar{y}$  normaalijakautunut, ja tämän poikkeama odotusarvostaan keskivirheellä jaettuna on eräissä tapauksissa tarkkaan ja eräissä tapauksissa approksimatiivisesti t-jakautunut. Joskus on tiedossa, että käsittely ei vaikuta varianssiin tai tämä tilanne voidaan taata koejärjestelyllä (*equal variances*). Tällöin  $\sigma_1^2 = \sigma_2^2$  ja päädytään tarkkaan t-jakaumaan. Hypoteesin  $H_0 : \mu_1 = \mu_2$  testaus suoritetaan seuraavilla testisuureilla (Laininen 2004: 34–35.):

Varianssien ollessa yhtä suuria (*equal variances*)

$$(5) \quad t_0 = \frac{\bar{x} - \bar{y}}{s_p \sqrt{1/m + 1/n}}, \quad v = m + n - 2$$

missä

$$(6) \quad s_p^2 = \frac{(m-1)s_1^2 + (n-1)s_2^2}{m+n-2}$$

Varianssit eri suuria (*unequal variances*)

$$(7) \quad t_0 = \frac{\bar{x} - \bar{y}}{\sqrt{s_1^2/m + s_2^2/n}}$$

jonka vapausasteet on:

$$(8) \quad v = \frac{[s_1^2/m + s_2^2/n]^2}{[s_1^2/m]^2/(m-1) + [s_2^2/n]^2/(n-1)}$$

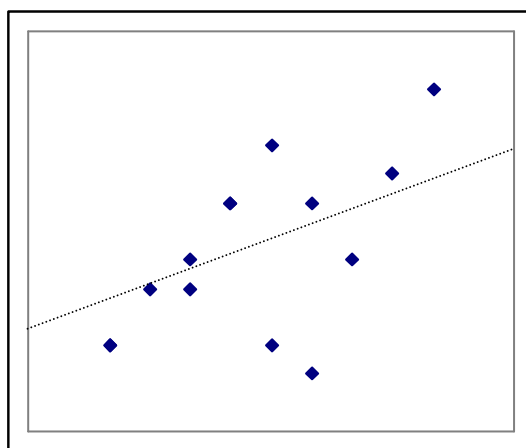
T-testin lähtökohtana on se, että kumpikin otos on yleensä peräisin normaalijakautuneesta joukosta. Jos havaintoja on runsaasti, esimerkiksi kummasakin otoksessa yli 20 havaintoa (tutkielmassa 32), toimii t-testi hyvin vaikka oletus normaalijakaumasta ei olisikaan pätevä. (Laininen 2004: 34–36.)

#### 4.4.2. Regressioanalyysi

Regressioanalyysin perusideana on löytää muuttujien välillä mahdollisesti vallitseva yhteys ja kuvata näiden välistä riippuvuutta matemaattisen mallin avulla. Jos muuttujia on kaksi, kutsutaan toista muuttujaa ”*regressor*” selittäväksi (Toimivan johdon osakkeenomistus) ja toista muuttujaa ”*regressand*” selitettäväksi (Liikevaihdon kasvu %, oman pääoman tuotto, P/B -luku). Selitettävää muuttujaa merkitään  $Y$ :llä ja selittävää muuttujaa  $X$ :llä. Tällöin havaintoaineisto muodostuu  $n$ :stä arvoparista.

$$(\chi_1, \gamma_1), (\chi_2, \gamma_2), \dots, (\chi_n, \gamma_n)$$

Tilanne ei ole usein muuttujien suhteen symmetrinen, mutta regressioanalyysin avulla voidaan tarkastella muuttuvatko  $Y$ :n arvot säännönmukaisella tavalla, kun  $X$ :n arvot kasvavat. Yleiskuva  $Y$ :n arvojen vaihtelusta saadaan muodostamalla tason pisteistä  $(\chi_i, \gamma_i)$ ,  $i = 1, \dots, n$ , hajontakuviota (kuviokuva 13). Hajontakuviota voidaan piirtää pistejoukkoon mahdollisimman läheisesti liittyvä suora eli regressiosuora, joka kuvaa sitä miten paljon  $Y$ :n arvot muuttuvat  $X$ :n arvojen kasvaessa. (Grönroos 2004: 208.)



**Kuvio 13.** Hajontakuviokuva sekä regressiosuora

Linearisessa regressioanalyysissä suoran määrittäminen on luonnollista suorittaa suurimman uskottavuuden menetelmällä (*method of maximum likelihood*). Menetelmä joka johtaa pienimmän neliösumman keinoon, jossa etsitään se  $xy$ -tason suora, josta  $y$ -akselin suunnassa otettujen poikkeamien neliöiden summa on mahdollisimman pieni.  $X$ :n ja  $Y$ :n havaintoarvoista muodostettu lineaarisen regressiomallin yhtälö havainnolle  $y_i$  on: (Laininen 2004: 68–70.)

$$(9) \quad \gamma = b_0 + b_1x$$

Linearisessa regressiossa tilastollisen päämielenkiinnon kohteena ovat parametrit  $\beta_1$  ja  $\beta_0$ , joita kutsutaan myös regressiokertoimiksi. Vakio  $\beta_0$  kertoo pisteen, jossa suora leikkaa  $y$ -akselin. Vakio  $\beta_1$  ilmaisee mikä on regressiosuoran kulmakerroin. Kulmakerroimen avulla voidaan todeta kuinka paljon ja mihin suuntaan  $y$ :n arvo muuttuu kun  $x$  kasvaa yhden yksikön verran (Holopainen & Pulkkinen 1994: 173–174.)

$$(10) \quad \beta_1 = \frac{n(\sum x_i y_i) - (\sum x_i)(\sum y_i)}{n(\sum x_i^2) - (\sum x_i)^2}$$

$$(11) \quad \beta_0 = \frac{\sum y_i - b_1(\sum x_i)}{n} = \bar{y} - b_1 \bar{x}$$

Edellä olevien kaavojen avulla voidaan ratkaista suoran yhtälö millä tahansa  $x$ :n ja  $y$ :n arvoilla. Linearisessa regressioanalyysissä on kuitenkin tarkoituksenmukaista aluksi laatia aineistosta hajontakuviot, jonka perusteella voidaan arvioida onko kyseistä aineistoa mielekästä kuvata suoran avulla. (Holopainen ym. 1994: 174.)

## 5. TULOKSET

Tässä luvussa käydään läpi tutkielman aineiston perusteella tehdyn t-testin sekä regressioanalyysin tulokset. Lisäksi tuodaan esille johtopäätökset joihin testien tulosten perusteella on päädytty.

### 5.1. T-testin tulokset

T-testin avulla pyritään havainnoimaan voidaanko havaita tilastollisesti merkitsevää yhteyttä yrityksen toimivan johdon suoran osakkeenomistuksen ja edellisessä luvussa esitellyjen tunnuslukujen välillä. T-testiä varten tutkielman aineiston yritykset on jaettu kahteen joukkoon johdon osakkeenomistuksen perustella. Jakavana tekijänä käytetään, jo tutkimusaineiston esittelyssä esille tullutta omistuksen tasoa, joka vastaa 5 % koko yrityksen osakekannasta. Käytettäessä jakavana tekijänä 5 %:n tasoa on saatu muodostettua kaksi joukkoa joissa kummassakin on 30 havaintoa.

**Taulukko 3.** T-testin tulokset (liikevaihdon kasvu %)

	< 5 %	> 5 %
<i>Keskiarvo</i>	4,950666667	9,779333333
<i>Varianssi</i>	45,66799264	129,7358754
<i>Havainnot</i>	30	30
<i>Pearsonin korrelaatio</i>	-0,114168829	
<i>Arvioitu keskiarvojen ero</i>	0	
<i>va</i>	29	
<i>t Tunnusluvut</i>	-1,903847451	
<i>P(T&lt;=t) yksisuuntainen</i>	0,033447921	
<i>t-kriittinen yksisuuntainen</i>	1,699126996	
<i>P(T&lt;=t) kaksisuuntainen</i>	0,066895843	
<i>t-kriittinen kaksisuuntainen</i>	2,045229611	

Taulukosta 3 voidaan havaita, että t-testisuuren arvoksi tulee liikevaihdon kasvun perusteella -1,9038. Vapausasteiden ollessa 29 saadaan 5 %:n riskitasolla kriittiseksi arvoksi kaksisuuntaisessa testissä 2,045. Tämä tarkoittaa, että lukua 2,045 korkeammat ja lukua -2,045 pienemmät arvot kuuluvat nollahypoteesin hylkäämisalueelle. Saatu t-testisuureen arvo kuuluu näin ollen nollahypoteesin hyväksymisalueelle. Tällöin voidaan tulla tulokseen, että liikevaihdon kasvuprosentissa ei ole tilastollisesti merkittävää eroa, verrattaessa kahta yritysjoukkoa, joissa toisessa toimivan johdon suora osakkeenomistus on alle 5 % ja toisessa yli 5 %.

**Taulukko 4.** T-testin tulokset (oman pääoman tuotto)

	< 5 %	> 5 %
<i>Keskiarvo</i>	10,19933333	11,44133333
<i>Varianssi</i>	66,4356823	164,4234189
<i>Havainnot</i>	30	30
<i>Pearsonin korrelaatio</i>	-0,136747057	
<i>Arvioitu keskiarvojen ero</i>	0	
<i>va</i>	29	
<i>t Tunnusluvut</i>	-0,422338571	
<i>P(T&lt;=t) yksisuuntainen</i>	0,337946416	
<i>t-kriittinen yksisuuntainen</i>	1,699126996	
<i>P(T&lt;=t) kaksisuuntainen</i>	0,675892833	
<i>t-kriittinen kaksisuuntainen</i>	2,045229611	

Oman pääoman tuottoasteen perusteella saadaan t-testisuureen arvoksi -0,422. Vapausasteiden ollessa sama kuin edellä saadaan 5 %:n riskitasolla kriittiseksi arvoksi kaksisuuntaisessa t-testissä 2,045. Voidaan havaita, että saatu t-testisuureen arvo -0,422 mahtuu varsin selvästi nollahypoteesin hyväksymisalueelle, joten myös oman pääoman tuottoasteen ja johdon omistusosuuden välillä ei ole havaittavissa tilastollisesti merkittävää yhteyttä.

**Taulukko 5.** T-testi tulokset (P/B-luku)

	< 5 %	> 5 %
<i>Keskiarvo</i>	2,283933333	2,505555556
<i>Varianssi</i>	1,429613375	1,578878294
<i>Havainnot</i>	30	30
<i>Pearsonin korrelaatio</i>	0,17342247	
<i>Arvioitu keskiarvojen ero</i>	0	
<i>va</i>	29	
<i>t Tunnusluvut</i>	-0,769664804	
<i>P(T&lt;=t) yksisuuntainen</i>	0,223861509	
<i>t-kriittinen yksisuuntainen</i>	1,699126996	
<i>P(T&lt;=t) kaksisuuntainen</i>	0,447723017	
<i>t-kriittinen kaksisuuntainen</i>	2,045229611	

P/B-luvun kohdalla t-testisuureen arvo on -0,769. 5 %:n prosentin riskitasolla ja kriittisen arvon ollessa sama 2,045 voidaan todeta, että P/B-arvolla ja johdon omistusosuudella ei ole yhteyttä joka olisi tilastollisesti merkitsevä.

## 5.2. Regressioanalyysin tulokset

Tutkielmassa pyritään regressioanalyysin avulla selvittämään onko yrityksen toimivan johdon suoran osakkeenomistuksen ja tutkielman aineiston tunnuslukujen välillä vallitseva yhteys ja miten ison osan johdon osakkeenomistuksen kasvu selittää tunnuslukujen kasvusta. T-testistä saatujen tulosten perusteella lähtökohta regressioanalyysille ei ole paras mahdollinen. T-testin tulos jossa todettiin, että johdon osakkeenomistuksella ja valituilla tunnusluvuilla ei havaittu tilastollisesti merkitsevää yhteyttä johtaa siihen, että regressioanalyysin tekemiselle ei välttämättä ole perustetta. Tämä tulee esille taulukosta 6, johon on koottu muuttujien regressiokertoimet. Siitä voidaan havaita, että yrityksen johdon osakkeenomistuksen kasvaessa yhden prosenttiyksikön verran, sen vaikutus yrityksen liikevaihdon kasvuun on ainoastaan 0,08 prosenttia. Myös kahden muun tunnusluvun kohdalla on vastaava tilanne. Oman pääoman tuotto (*ROE*) kasvaa vastaavasti 0,076 ja P/B-luku ainoastaan 0,007 prosenttia johdon omistusosuuden kasvaessa yhden prosenttiyksikön verran.

**Taulukko 6.** Muuttujien regressiokertoimet

	<i>Kertoimet</i>	<i>Keskivirhe</i>	<i>t Tunnusluvut</i>	<i>P-arvo</i>	<i>Alin 95%</i>	<i>Ylin 95%</i>
<i>Leikkauspiste</i>	5,688352	1,630106	3,489558976	0,000897	2,429816	8,946888
<i>LV:n kasvu X 1</i>	0,085728	0,067517	1,269729329	0,208926	-0,04924	0,220693
<i>Leikkauspiste</i>	9,267139	2,005632	4,620558625	1,99E-05	5,257938	13,27634
<i>ROE X 1</i>	0,076847	0,083071	0,925078306	0,358512	-0,08921	0,242904
<i>Leikkauspiste</i>	2,30043	0,205995	11,16739269	1,76E-16	1,888651	2,712208
<i>P/B-luku X 1</i>	0,007269	0,008532	0,851924392	0,397535	-0,00979	0,024324

Aineiston regressiotunnusluvut on esitelty taulukossa 7. Laadittaessa regressioanalyysin perustella ennusteita, on selitysasteen (*coefficient of determination*) selvittäminen tärkeä osa arvioitaessa niiden luotettavuutta. Selityskerroin ilmaisee kuinka suuren osan selitettävän muuttujan vaihtelusta voidaan selittää pelkästään selittävän muuttujan avulla. Mikäli selityskerroin jää hyvin alhaiseksi, tämä tarkoittaa sitä, että suurin osa selitettävän muuttujan vaihtelusta johtuu jostain muusta kuin selittävästä muuttujasta. Taulukosta 7 nähdään, että johdon omistusosuus selittää regressioanalyysin perusteella liikevaihdon kasvuprosentista ainoastaan 2,5% ja muut tekijät 97,5%.

**Taulukko 7.** Regressiotunnusluvut

	<i>Lv:n kasvu %</i>	<i>ROE</i>	<i>P/B-luku</i>
<i>Kerroin R</i>	0,159199207	0,116683	0,107567
<i>Korrelaatiokerroin</i>	0,025344388	0,013615	0,011571
<i>Tarkistettu korrelaatiokerroin</i>	0,009624136	-0,00229	-0,00437
<i>Keskivirhe</i>	9,956907502	12,25067	1,258246
<i>Havainnot</i>	64	64	64



## 6. LOPPUSANAT

Sijoittajan ensisijaisena tavoitteena on saada sijoitukselleen paras mahdollinen tuotto suhteessa hyväksymäänsä riskiin. Riskiä hallitakseen sijoittajan keinona on hajauttaa omistuksensa usean eri yrityksen välillä, mutta tällöin sijoittajalle syntyy valvontaongelma. Miten hän voi varmistua siitä, että sijoittamissaan yhtiöissä on sellainen johto, jonka tavoitteena on yrityksen omistaja-arvon maksimoiminen ja joka pyrkii aktiivisesti kehittämään yritystä. Sijoittajan hajauttaessa omistuksensa syntyy myös eräänlainen resurssiongelma. Onko sijoittajalla mahdollisuuksia ja voimavaroja valvoa jokaisen sijoittamaansa yrityksen johdon toimia? Nykyaikaisissa pörssiyrityksissä omistus on usein hyvin hajaantunut ja yrityksellä voi olla kymmeniätuhansia omistajia. Jos yritykseltä puuttuu selkeä pääomistaja, korostuu yrityksen johdon ja hallituksen rooli yrityksen päätöksenteossa. Tällöin sijoittajan huoli siitä, että toimiiko johto juuri hänen etujensa mukaan tuntuu perustellulta.

Tutkielman lähtökohtana oli perehtyä tarjoaako yrityksen toimivan johdon suora osakkeenomistus sijoittajalle ratkaisun aiemmin esillä olleeseen agenttiongelmahan. Toimiiko johto omistaessaan yrityksen osakkeita tavalla, joka johtaa omistaja-arvon maksimoimiseen ja näkykö johdon osakkeenomistus mahdollisesti yrityksen tunnusluvuissa. Tunnusluvut, joiden avulla tutkielmassa mitattiin yritysten kykyä tuottaa sijoittajille lisäarvoa, olivat liikevaihdon kasvu %, oman pääoman tuotto ja P/B- luku. Tunnusluvut mitaavat eri asioita, mutta yhdessä muodostavat kokonaisuuden, jonka avulla sijoittaja pystyy arvioimaan yritysten houkuttelevuutta sijoituskohteena. Tutkielman aineistona on käytetty 64:ää Helsingin arvopaperipörssissä julkisen kaupankäynnin kohteena olleita yrityksiä, joista on selvitetty johdon suoran osakkeenomistuksen määrä vuosina 2001-2006.

Tutkimusmenetelmänä käytettiin kahta tunnettua tilastollista testiä, t-testiä ja regressioanalyysiä. T-testin riskitasona tutkielmassa käytettiin 5 %:n merkitsevyytätasoa. T-testiä varten aineisto jaettiin kahteen verrokkiryhmään, jonka jakavana tekijänä käytettiin johdon omistuksen 5 %:n tasoa. Verrattaessa kahden ryhmän tunnusluvuista tehdyn kaksisuuntaisen t-testin tuloksia voitiin todeta, että yhdenkään tutkielmassa käytettyjen tunnuslukujen perusteella ei voitu havaita tilastollisesti merkittävää yhteyttä. Mikäli tarkastellaan t-testin tuloksia yksisuuntaisessa testissä, voidaan havaita, että liikevaihdon kasvu %:n kohdalla t-testisuuren arvon ollessa -1,9038 ja nollahypoteesin hylkäämisrajan ollessa -1,63 voidaan havaita jonkinasteista riippuvuutta. Eli johdon omistusosuuden ollessa alle 5 % liikevaihdon kasvuprosentti on pienempi kuin yrityksissä, joissa omistusosuus on yli 5 %. Tämän tekijän taustalla saattaa olla myös se, että yrityksissä joissa

johdolla on merkittävä omistusosuus, ovat mahdollisesti kooltaan pienempiä, jolloin liikevaihdon suhteellinen kasvattaminen on helpompaa. Oman pääoman tuoton, sekä P/B-luvun perustella ei voitu havaita merkkejä siitä, että johto toimisi eri tavalla omistaessa enemmän kuin 5 % yrityksen osakekannasta. Tutkielman aineistosta laadittiin myös yksinkertainen pienimmän neliösumman regressioanalyysi. Tarkasteltaessa aineiston perusteella laadittuja hajontakuvioita voitiin havaita, että edellytykset regressioanalyysille eivät olleet parhaat mahdolliset. Myös aiemmin tehdyn t-testin tulokset antoivat viitteitä siitä, että regressiokerroin, -tunnusluvut sekä selitysaste olisivat verrattain matalia. T-testin perusteella voitiin todeta, että nollahypoteesi jää voimaan ja regressioanalyysi vahvistaa käsitystä, että johdon osakkeenomistuksella ei ole tilastollista vaikutusta aineiston tunnuslukuihin.

Aiemmissa kansainvälisissä tutkimuksissa, joita tuotiin esille tutkielman ensimmäisessä luvussa, oli havaittu, että johdon omistuksen kasvaessa - sillä on pääsääntöisesti myös yrityksen suorituskykyä parantava vaikutus. Tulokset eivät aina ole olleet yksiselitteisiä, (kuvio 1 vs. kuvio 2) millä omistuksen tasoilla on suurin positiivinen vaikutus. Niistä saatujen tulosten mukaan on kuitenkin perusteltua odottaa, että myös suomalaisesta aineistosta voitaisiin havaita positiivinen tilastollinen yhteys yrityksen johdon osakkeenomistuksen ja yritysten tunnuslukujen välillä. Tutkielman perusteella saatujen tulosten perusteella näin ei kuitenkaan näyttäisi olevan suomalaisen pörssiyritysten kohdalla. Tämä nostaa esille kysymyksiä, että onko tutkielman aineiston koko mahdollisesti liian pieni, jotta siitä voitaisiin tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Tutkielma haluttiin kuitenkin rajata koskemaan ainoastaan suomalaisia yrityksiä. Tämä asettaa omat hankaluutensa saada kokoon vastaavan kokoista aineistoa verrattuna moniin kansainvälisiin osakemarkkinoihin. Toinen kysymys joka nousee myös esille on se, että onko 5 %:n taso johdon osakkeenomistuksessa sopiva jakaja, määriteltäessä aineistosta kahta vertailuryhmää? Tulisiko esimerkiksi verrata yrityksiä, joilla omistusosuus on alle 2 % ja yli 10 %. Voitaisiko silloin havaita tilastollisin testein, että toimivan johdon suora osakkeenomistus korreloi positiivisesti yritysten tunnuslukujen kanssa. Myös tässä kohtaa suomalaisen aineiston suppeus asettaa rajoitteita tutkielman kysymyksenasetteluun.

Tutkielman loppupäätelmänä voidaan pitää sitä, että sijoittajan arvioidessa mahdollisia sijoituskohteita, kannattaa arviointitilanteessa painottaa muita tekijöitä kuin yrityksen johdon suoran osakkeenomistuksen määrää. Toimivan johdon osakkeenomistuksella saattaa tosin olla imagollista arvoa yritykselle, joka haluaa viestittää sidosryhmille johdon sitoutumista yritykseen. Vaikka tutkielman tulosten perusteella sillä ei näyttäisi olevan suoranaisesti yrityksen suorituskykyä parantavaa vaikutusta. Myöskään sijoittajan

agenttiongelman ja sijoittajien ja johdon intressien yhteensovittamiseen, johdon suora osakkeenomistus ei suomalaisen aineiston pohjalta näytä tarjoavan ratkaisua.

**LÄHDELUETTELO**

- Ali-Yrkkö, J & P. Ylä-Anttila (1999) Omistus Kansainvälistyy – Johtamis ja valvontajärjestelmät muuttuvat. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos.  
Keskustelunaiheita – Discussion Papers No. 665
- Ang, J, R. Cole & J. Wuh Lin (2000) Agency Costs and Ownership Structure. The Journal of Finance. Vol 55. 81-106
- Berle, M & G. Means (1932) The Modern Corporation and Private Property. McMillian, New York.
- Black, B. S. (1990) Shareholder passivity reexamined. Michigan Law Review 89. 520-608
- Demsetz, H. & Kenneth Lehn (1985) The structure of corporate ownership: Causes and consequences. Journal of Political Economy. Vol 93. 1155-1177
- Fama, E & M. Jensen (1983b) Separation Ownership and Control. Journal of Law and Economics. Vol 26. 301-325
- Grinblatt, M & S. Titman (1998) Financial Markets and Corporate Strategy. McGraw-Hill. First edition.
- Grönroos, M. (2004) Johdatus tilastotieteeseen: kuvailu, mallit ja päättely. Helsinki: Finn Lectura
- Haapanen, M. M. Laineva, L. Lehtinen & T. Lähdesmäki (2002) Hallitus, Omistajan asialla-johdon tukena. Helsinki: WSOY
- Harrison, W. Jr & C.T Horngren (1995) Financial Accounting: Second Edition. Prentice Hall
- Helaniemi, E. J-P Kallunki & J. Niemelä (2003) Optiot - Onni vai onnettomuus. Ekonomia-sarja. Helsinki: WSOY

- Huolman, M. Pulkkinen, M. Rissanen, M. Tainio, R & Tukiainen, S. (1999) Ulkomaisen omistuksen vaikutus yrityksen innovaatioihin. LTT-Tutkimus. Helsinki: Edita
- Huolman, M. P. Walden. M. Pulkkinen. J. Ali-Yrkkö. R. Tainio & P. Ylä-Anttila (2000) Omistajien etu-kaikien etu? Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Helsinki: Taloustieto
- Hirvonen, A. H. Niskakangas & M-L Steiner (1993) Corporate Governance: hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Helsinki: WSOY
- Holopainen, M. & P. Pulkkinen (1994) Tilastolliset menetelmät - perusteet. Espoo: Weilin + Göös
- Ikäheimo, S. T. Löyttyniemi & R. Tainio (2003) Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät. Hyvä saa palkkansa? Helsinki: Talentum
- Jensen, M.C. & W.H Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics. Vol 4. 305-360.
- Järvinen, P. (2000) Omistajavetoiseen johtamiseen: Suomalaisten suuryritysten johtamis- ja valvontajärjestelmät murroksessa. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Keskustelunaiheita- Discussion papers No. 701
- Kaisanlahti, T. (2001) Valtion omistajaohjaus - perusta ja välineet. Helsinki: Edita
- Kallunki, J-P. & T. Matikainen & J. Niemelä (1999) Yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Kauppakaari.
- Kariola, R. J. Niemelä & H. Tainio (2004) Yritys sijoittajamarkkinoilla - sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet. Helsinki: WSOY
- Keasey, K. & R. Watson (1993) Small firm management: ownership, finance & performance. Oxford: Blackwell
- Kole, S.R (1995) Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. Journal of Corporate Finance. No 1. 413-435.

- Martin, K. & J. McConnell (1990) Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *Journal of Finance*. forthcoming
- McConnell, J.J & Servaes, H. (1990) Additional evidence on equity ownership and corporate value. *The Journal of Financial Economics*. Vol 27. 595-612
- Leppämäki, M. (1998) Johdatus Corporate Governance teemaan: raportti Sitran Corporate governance seminaarista syyskuussa 1998. Sitra
- Leyland, E. & D. Pyle (1977) Information asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*. Vol 32. 372-387.
- McConnell, J.J & Servaes, H. (1995) Equity ownership and the two faces of debt. *The Journal of Financial Economics*. Vol 39. 131-157.
- Morck, R & Shleifer, A & Vishny, R.W. (1998) Managerial ownership and market valuation: An empirical analysis. *The Journal of Financial Economics*. 293-315.
- Pajarinen, M & P. Ylä-Anttila (2006) Omistajuus ja yritysten menestyminen: Analyysi suomalaisella aineistolla. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos. Keskustelunaiheita Discussion papers No.1007
- Palia, D. & F. Lichtenberg (1999) Managerial ownership and firm performance: A Re-examination using productivity measurement. *Journal of Corporate Finance*. Vol 5. 323-339
- Roe, M.J. (1990) Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics*. Vol 27. 7-42.
- Rämä, O. (1998) Yritysten kannattavuus osakkeenomistajien näkökulmasta: vertailu suomalais- ja ulkomaalaisomisteisten yritysten välillä. Elinkeinoelämän tutkimuslaitos.
- Shleifer, A & Vishny, R (1997) A Survey on corporate governance. *The Journal of Finance*. No 2. 737-783.

- Saarnio, A. V. Puttonen & A. Eronen (2000) Omistajalähtöinen johtaminen - Yritysjoh-  
to markkinoiden ristitulessa. Helsinki: WSOY
- Short, H. & Keasey, K. (1999) Managerial ownership and the performance of firms:  
Evidence from the UK. *The Journal of Corporate Finance*.
- Stulz, R (1988) Managerial control of voting rights, financing policies and the market of  
corporate control. *The Journal of Financial Economics* 20. 25-54
- Timonen, P. (2000) Corporate governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Hel-  
sinki: Lakimiesliiton kustannus
- Veranen, J. (1996) Tuottoa vaativat omistajat -menestykseen omistajalähtöisellä  
johtamisella. Helsinki: WSOY
- Wearing, R. (2005) *Cases in corporate governance*. London: Sage

## LIITTEET

## LIITE 1. Yritysten tunnusluvut (2002–2006)

Liikevaihdon kasvu %:

	2002	2003	2004	2005	2006
Aldata Solution Oyj	16,9	15	-12,3	14,8	-3
Alma Media Oyj	1,6	-5,2	-38,4	0,8	5,6
Amer Sports Oyj	0,2	-0,7	-5,3	31,6	31,5
Aspo Oyj	12,8	4,6	26,9	11,2	10,2
Aspocomp Oy	-17,5	-0,3	1,4	-26,7	10
Birka Line Abp	1,6	-1,7	-5,4	40,4	-18
Componenta Oyj	-6,7	-1,7	77,8	8,6	5,5
Comptel Oyj	-18,9	9,5	10,5	10,7	21,8
Efore Oyj	-31	65,4	13,9	11,5	10,9
Elcoteq SE	-1,2	21,5	30,7	42,7	2,8
Elektrobit Group Oyj	38	41,5	36,4	-6,2	-4,5
Elisa Oyj	8,6	-1,6	-11,8	-1,4	13,5
Evox Rifa Group Oyj	1,3	13	13,4	-10,7	12,4
Exel Oyj	3,7	11,9	46,4	8,9	23,1
Finnlines Oyj	15,3	1,2	-0,5	-16,3	8,3
Fiskars Oyj Abp	-7,5	-4,8	-14,5	-8,8	-2,6
F-Secure Oyj	-7,6	1,1	21,3	30,8	30,5
Honkarakenne Oyj	9,8	-0,2	-3,6	-5	8,6
Huhtamäki Oyj	-6	-5,8	-0,8	6,4	2,2
Ilkka-Yhtymä Oyj	24,9	0,5	-18,4	0,1	-2,3
Incap Oyj	-30,8	-5,6	8,6	8,3	16,5
KCI Konecranes Oyj	-5,6	-6,9	9,6	33,4	52,7
Kone Oyj	5,5	-3,8	1,4	12	11,1
Larox Oy	-11,6	-4,6	70,7	8,1	17,7
Lassila & Tikanoja Oyj	8,7	14,6	10,1	11,9	15,5
Lemminkäinen Oyj	12,5	8,2	5,3	11,9	12,1
Lännen Tehtaat Oyj	11,5	73,6	-13,6	1,9	-5,6
Marimekko Oyj	17,4	14,7	14,2	4,1	6,3
Martela Oyj	-19,7	-15,7	-1,4	1,5	17,1
Metso Oyj	8	-9,4	-15,2	17,2	17,4
Nokian Renkaat Oyj	13,2	10,3	14,1	13,8	21,8
Nordic Aluminium Oyj	-9,6	-6,5	2	8,4	19,6
Okmetic Oy	0,8	-13,2	8,8	-8,6	27,8
Olvi Oyj	9,4	4	12,5	14,4	15,5
Outokumpu Oyj	4,4	6,6	-13,5	-2,1	22,7
Oyj Stockmann Abp	2,6	7,4	2,3	-19,4	6,4
Panostaja Oyj	-10,1	3,8	14,5	19,6	-7,2
Perlos Oy	-15,5	24	24,2	9,3	9,7
PKC Group Oyj	7,3	8,7	21,7	11,9	15,2
Ponsse Oyj	7,6	22,8	8,8	27,1	5,6
Proha Oyj	21,7	-23,8	-69	10,8	55,3
Pöyry Oyj	-5,7	1,1	15,1	10,5	19
Raisio Oyj	2,5	2,1	-49,1	-0,8	0,4
Ramirent Oyj	48,7	70,4	82,6	23,2	28
Rautaruukki Oyj	-0,8	2,4	20,7	2,5	0,8



Raute Oyj	-34,7	9,8	-25,1	48,6	-2,2
Rocla Oyj	2,2	-9,6	13,4	5,2	8,1
SanomaWSOY Oyj	36,3	1,6	4,5	4,7	4,6
Scanfil Oyj	-7,8	16,1	13,9	2,6	-25
Stonesoft Oyj	-47,7	-23,1	-3	-26,8	0,2
Stora Enso Oyj	-5,4	-4,8	1,8	6,4	10,7
Stromsdal Oyj	10,6	-3,1	-5,3	8,4	-5,6
SysOpen Oyj	-5,7	-13,1	3,8	131,2	40,4
Talentum Oyj	7,4	-1,2	-14,8	7,1	17,2
Tamfelt Oyj Abp	-3,3	-0,4	6,4	4,7	10,6
Teleste Oyj	-34,9	-18,8	21,8	25,1	23,2
TietoEnator Oyj	12	8,1	11	3	4,8
Tulikivi Oyj	-10,6	2,2	3,1	6,1	40
UPM-Kymmene Oyj	5	-6	0,3	-4,8	7,2
Vaaho Group Ltd Oyj	22,7	8,2	-13,4	-5,9	12,6
Vacon Oyj	7,7	15,2	14,5	16,6	24,3
Vaisala Oyj	6,9	-3,6	-5,9	11,1	11,6
Viking Line Oyj	-4,4	-1,2	-3,2	-0,6	6,1
Wärtsilä Oyj Abp	6,8	-6,4	5,1	6,5	20,9
YIT-Yhtymä Oyj	8,6	35,5	16,3	8,8	8,6

## Oman pääoman tuotto (ROE):

	2002	2003	2004	2005	2006
Aldata Solution Oyj	8,2	1,5	-9,6	16,2	10,7
Alma Media Oyj	2	12,5	16	26,4	29,2
Amer Sports Oyj	16,6	15,1	17,6	15,3	10,4
Aspo Oyj	6,8	8,4	24	19	15,1
Aspocomp Oy	3,6	1	7,4	-13,6	-27,8
Birka Line Abp	15	11,5	3,6	-7,3	1,6
Componenta Oyj	-1	3,5	7,3	-3,2	5,6
Comptel Oyj	-14,2	10,8	24,4	18,1	21,8
Efore Oyj	-23	46,2	22,6	0,4	-8,2
Elcoteq SE	7,4	8,1	11	14,1	4,8
Elektrobit Group Oyj	-8,6	10,8	29,8	11	-2,8
Elisa Oyj	-2,8	3,8	17,7	9,2	12,7
Evox Rifa Group Oyj	-39,1	-24,7	-2,1	-22,2	-19,2
Exel Oyj	15,2	20,8	46	37,3	16,6
Finnlines Oyj	7,1	5,8	8,9	7,6	9,4
Fiskars Oyj Abp	5,6	12,4	12,1	17,5	14,1
F-Secure Oyj	-3,6	7	19,1	12,9	19,8
Honkarakenne Oyj	-8,9	9,9	9,3	-4,2	-3,2
Huhtamäki Oyj	10,7	4,8	10,9	10,5	12,6
Ilkka-Yhtymä Oyj	12,7	14,9	19,7	21,2	17,9
Incap Oyj	-20,7	-15,4	26	21,2	18,8
KCI Konecranes Oyj	14,1	12,9	15	18	36,5
Kone Oyj	21,4	33,8	22,7	25	34,3
Larox Oy	0,9	16,5	15,6	19,7	22
Lassila & Tikanoja Oyj	19,2	24	23,9	18,8	20,4
Lemminkäinen Oyj	14,9	11,9	21,6	24,4	30,2
Lännen Tehtaat Oyj	-1	6	13,9	8,8	8,4
Marimekko Oyj	26,5	30,6	33,2	38,4	31,3
Martela Oyj	-28,8	-38,6	-13,7	-1,7	8,1
Metso Oyj	6	0,5	7,3	19,1	23,9

Nokian Renkaat Oyj	20,7	24,6	31,7	22	20,9
Nordic Aluminium Oyj	5	12,7	22,1	27,6	27,2
Okmetic Oy	-9,2	-8,4	-9,2	-5,4	15,9
Olvi Oyj	6,3	6,4	8,9	15	20,5
Outokumpu Oyj	5,8	-0,7	13	3,1	23,6
Oyj Stockmann Abp	8,5	7,7	10,9	13,3	13,3
Panostaja Oyj	8,9	7,9	15,1	22,3	22,7
Perlos Oy	-1,3	6,3	36	8,5	0
PKC Group Oyj	14,8	31,9	28,3	33,8	22,8
Ponsse Oyj	18,5	22,4	34,7	45,4	37,4
Proha Oyj	-1,7	-44,5	-14	-27,6	-7,1
Pöyry Oyj	11,1	14,7	16,3	18,6	22,3
Raisio Oyj	1,3	-4,3	3,8	2,6	-1,5
Ramirent Oyj	19,7	16,7	17,2	19,6	31,9
Rautaruukki Oyj	-2,7	10,4	32	34,7	24,1
Raute Oyj	-24,1	-13,1	8,1	15,8	13,1
Rocla Oyj	-7,6	-15,3	20,4	14,6	1,3
SanomaWSOY Oyj	2,9	16,3	19,2	19,1	16,5
Scanfil Oy	17,6	16,2	21,3	17,4	10,1
Stonesoft Oyj	-39,3	-34,9	-30,9	-32,5	-50
Stora Enso Oyj	5,4	4,7	3,8	3	5,8
Stromsdal Oyj	24,6	-9,6	-50,4	-51	-52,3
SysOpen Oyj	14,1	15,5	20,4	11,6	8,4
Talentum Oyj	-9,1	6,3	17,3	18,8	7,2
Tamfelt Oyj Abp	11,2	9,2	12,9	16,1	17,5
Teleste Oyj	-14,2	7,1	15,1	19,8	19,7
TietoEnator Oyj	19,6	22,7	23,7	24,2	13,4
Tulikivi Oy	8,6	12	14,9	17,9	22,7
UPM-Kymmene Oyj	7,3	3,7	3,5	3,7	5,7
Vahto Group Ltd Oy	-6,4	-15,4	15,6	-2,2	9,3
Vacon Oyj	26,1	26,1	30,6	30,5	33,6
Vaisala Oyj	9,4	10,4	13,8	17,5	16,8
Viking Line Oyj	14,2	10,8	4,8	2,2	7,8
Wärtsilä Oyj Abp	4,4	-0,9	8	15,4	17,8
YIT-Yhtymä Oyj	15	11,4	23,5	31,1	27,9

## P/B -luku:

	2002	2003	2004	2005	2006
Aldata Solution Oyj	2,45	5,21	3,49	4,97	4,05
Alma Media Oyj	2,33	2,61	4,91	4,54	6,01
Amer Sports Oyj	1,82	1,92	2	2,11	2,16
Aspo Oyj	1,21	1,99	2,26	3,05	3,01
Aspocomp Oy	0,58	1,14	0,93	0,98	0,79
Birka Line Abp	1,49	1,53	1,37	1,14	0,94
Componenta Oyj	0,46	0,88	1,05	1,18	1,62
Comptel Oyj	3,03	5,53	4,33	3,93	4,13
Efore Oyj	0,86	3,07	2,74	1,95	1,89
Elcoteq SE	1,29	1,89	2,03	2,11	1,05
Elektrobit Group Oyj	2,56	4	3,34	2,01	1,43
Elisa Oyj	1,1	2,08	1,9	1,94	2,57
Evax Rifa Group Oyj	0,48	1,27	1,19	1,71	2,28
Exel Oyj	2,25	3,63	6,14	5,55	6,64
Finnlines Oyj	1,05	1,5	1,36	1,55	1,66

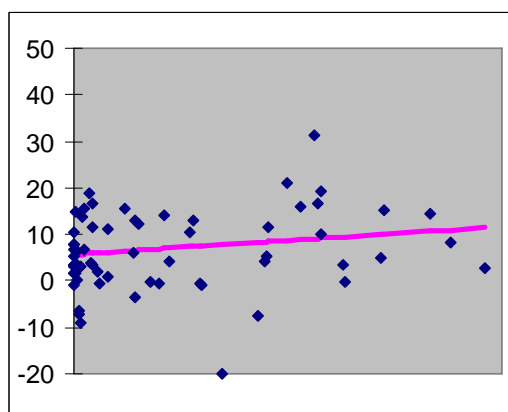
Fiskars Oyj Abp	1,07	1,12	1,54	1,82	1,86
F-Secure Oyj	3,94	6,39	5,98	5,53	6,44
Honkarakenne Oyj	0,59	0,93	0,97	0,99	1,15
Huhtamäki Oyj	1,13	1,19	1,49	1,71	1,78
Ilkka-Yhtymä Oyj	1,34	1,7	2,18	3,13	2,74
Incap Oyj	1,07	1,7	2,03	1,34	1,5
KCI Konecranes Oyj	1,92	2,45	3,33	3,91	5,91
Kone Oyj	-	-	4,1	6,39	7,74
Larox Oy	1,74	2,08	2,07	2,27	3,14
Lassila & Tikanoja Oyj	2,85	4,54	3,76	3,74	4,79
Lemminkäinen Oyj	1,33	1,64	1,62	2,58	2,48
Lännen Tehtaat Oyj	0,7	0,76	0,72	1	1,29
Marimekko Oyj	2,14	3,4	5,99	5,41	4,38
Martela Oyj	0,83	1,34	1,1	1,3	1,07
Metso Oyj	1,02	1,29	1,6	2,55	3,68
Nokian Renkaat Oyj	2,05	3,03	4,52	2,74	3,4
Nordic Aluminium Oyj	1,45	2,01	2,03	2,72	2,95
Okmetic Oy	0,49	0,84	1,26	0,88	1,55
Olvi Oyj	0,89	1,09	1,22	1,63	2,68
Outokumpu Oyj	0,75	0,93	0,96	1,11	1,76
Oyj Stockmann Abp	1,37	1,77	2,44	3,49	3,55
Panostaja Oyj	1,07	1,03	1,9	2,6	2
Perlos Oy	2,17	2,48	3,55	2,52	1,19
PKC Group Oyj	1,26	2,7	3,73	2,99	3,03
Ponsse Oyj	1,95	2,67	5,79	6,07	5,95
Proha Oyj	1,77	4,12	2,91	5,01	1,61
Pöyry Oyj	1,98	2,55	2,44	3,21	4,38
Raisio Oyj	0,81	1,06	0,83	1,1	1,04
Ramirent Oyj	1,39	1,5	1,57	3,36	4,57
Rautaruukki Oyj	0,59	0,96	1,05	1,87	2,27
Raute Oyj	1,06	1,3	1,19	2,1	1,76
Rocla Oyj	1,5	1,96	1,53	1,85	1,98
SanomaWSOY Oyj	1,66	2,71	2,71	2,69	2,66
Scanfil Oy	1,93	2,96	2,33	2	1,09
Stonesoft Oyj	0,62	1,05	1,51	1,81	2,76
Stora Enso Oyj	1,11	1,16	1,18	1,29	1,22
Stromsdal Oyj	0,62	0,66	1,12	1,41	1,22
SysOpen Oyj	2,24	3,31	2,74	1,64	1,1
Talentum Oyj	1,39	2,62	5,43	3,95	4,76
Tamfelt Oyj Abp	2,31	2,94	2,42	2,31	2,72
Teleste Oyj	1,82	3,82	3,66	4	5,23
TietoEnator Oyj	2,35	3,78	3,67	4,79	2,89
Tulikivi Oy	1,4	1,93	2,48	2,91	4,25
UPM-Kymmene Oyj	1,08	1,13	1,13	1,18	1,38
Vahto Group Ltd Oy	0,92	0,79	0,86	1,47	1,9
Vacon Oyj	4,14	4,63	4,93	6,29	7,64
Vaisala Oyj	2,89	3,07	2,45	2,75	3,55
Viking Line Oyj	1,64	1,69	1,72	1,75	1,68
Wärtsilä Oyj Abp	0,66	0,99	1,61	2,04	3,2
YIT-Yhtymä Oyj	1,34	2,01	2,55	4,03	3,96

## LIITE 2. Regressioanalyysin tulosteet ja ennusteet

Liikevaihdon kasvu:

ANOVA

	<i>va</i>	<i>NS</i>	<i>KN</i>	<i>F</i>	<i>F:n tarkkuus</i>
Regressio	1	159,8348	159,8348	1,612213	0,208926
Jäännös	62	6146,68	99,14001		
Yhteensä	63	6306,515			

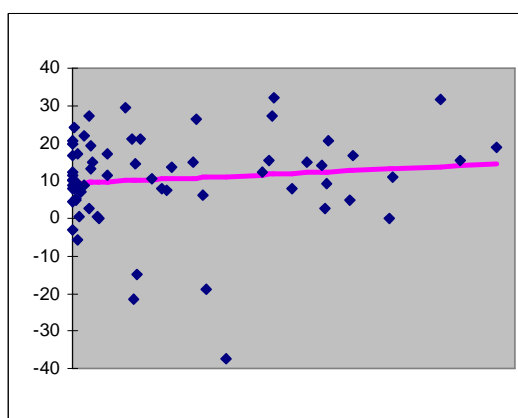


Liikevaihdon kasvu % X 1 Ennustekaavio

Oman pääoman tuotto (*ROE*)

ANOVA

	<i>va</i>	<i>NS</i>	<i>KN</i>	<i>F</i>	<i>F:n tarkkuus</i>
Regressio	1	128,433	128,433	0,85577	0,358512
Jäännös	62	9304,889	150,0789		
Yhteensä	63	9433,322			

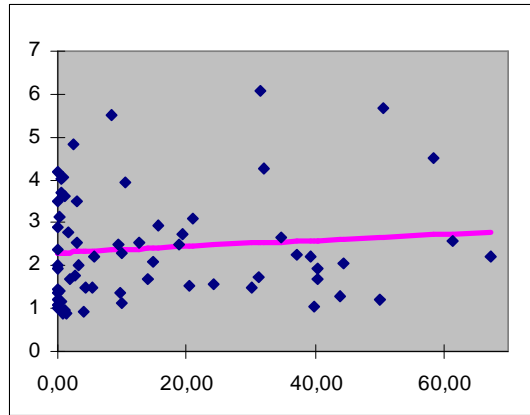


(*ROE*) X 1 Ennustekaavio

P / B-luku:

ANOVA

	<i>va</i>	<i>NS</i>	<i>KN</i>	<i>F</i>	<i>F:n tarkkuus</i>
Regressio	1	1,149036	1,149036	0,725775	0,397535
Jäännös	62	98,15741	1,583184		
Yhteensä	63	99,30645			



P / B -luku X 1 Ennustekaavio